

Dariusz Urban

# Finansyzacja gospodarki w teorii i praktyce

## Pomyśleć kapitalizm od nowa



**Finansyzacja gospodarki  
w teorii i praktyce**  
Pomyśleć kapitalizm od nowa



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

Dariusz Urban

# **Finansyzacja gospodarki w teorii i praktyce**

**Pomyśleć kapitalizm od nowa**

Dariusz Urban – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania  
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

RECENZENT

*Andrzej Fierla*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Monika Borowczyk*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

*Bogusława Kwiatkowska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*AGENT PR*

KOREKTA TECHNICZNA

*Leonora Gralka*

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/SergPoznanskiy

© Copyright by Dariusz Urban, Łódź 2019

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2019

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09334.19.0.M

Ark. wyd. 18,1; ark. druk. 17,0

ISBN 978-83-8142-743-2

e-ISBN 978-83-8142-744-9

<https://doi.org/10.18778/8142-743-2>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)

e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

tel. (42) 665 58 63

*A wszelka wiedza, która nie wyłania z siebie nowych pytań, staje się  
w szybkim czasie martwa, traci temperaturę sprzyjającą życiu*

Wisława Szymborska  
(odczyt noblowski)



# Spis treści

Wstęp	9
Rozdział I	
<b>I. Pojęcie, istota i znaczenie zjawiska finansyzacji</b>	<b>21</b>
1.1. Wprowadzenie	21
1.2. Finansyzacja – istota pojęcia	24
1.3. Źródła i determinanty finansyzacji	36
1.4. Finansyzacja w ujęciu historycznym	52
1.5. Podsumowanie	60
Rozdział II	
<b>II. Teoretyczne fundamenty finansyzacji i problem pomiaru</b>	<b>63</b>
2.1. Wprowadzenie	63
2.2. Teoretyczne podłoże zjawiska finansyzacji	68
2.2.1. Efekt Cantillona	68
2.2.2. Hipoteza niestabilności finansowej Hymana Minsky’ego	73
2.2.3. Malejąca stopa zysku	77
2.3. Klasyfikacja nurtów badawczych	83
2.4. Pomiar i przejawy finansyzacji	89
2.5. Podsumowanie	99
Rozdział III	
<b>III. Makroekonomiczne aspekty finansyzacji</b>	<b>103</b>
3.1. Wprowadzenie	103
3.2. Koncepcja rynku	105
3.3. Finansyzacja rynków towarowych	115



## 8 Spis treści

3.3.1. Finansyzacja rynku ropy naftowej	117
3.3.2. Finansyzacja rynku produktów rolnych i sektora żywnościowego	121
3.4. Przejawy finansyzacji w działalności państwa	129
3.4.1. Państwowe fundusze majątkowe	130
3.4.2. Działalność banków centralnych jako przykład finansyzacji państwa	133
3.4.3. Inne przykłady finansyzacji w działalności państwa	138
3.5. Finansyzacja w kontekście zjawisk i trendów makroekonomicznych	141
3.6. Podsumowanie	154

### Rozdział IV

<b>IV. Finansyzacja w ujęciu mikroekonomicznym</b>	<b>157</b>
4.1. Wprowadzenie	157
4.2. Charakterystyka przedsiębiorstwa poddanego procesowi finansyzacji	160
4.3. Finansyzacja w działalności przedsiębiorstw niefinansowych	169
4.4. Finansyzacja przedsiębiorstw finansowych na przykładzie banków komercyjnych	176
4.5. Finansyzacja gospodarstw domowych	185
4.6. Podsumowanie	190

### Rozdział V

<b>V. Definansyzacja jako kierunek ewolucji kapitalizmu</b>	<b>195</b>
5.1. Wprowadzenie	195
5.2. Współczesny kapitalizm w gospodarkach rozwiniętych – zarys problematyki	199
5.3. Społeczny odbiór współczesnego kapitalizmu i sektora finansowego – finansyzacja w aspekcie społecznym	205
5.4. Kapitalizm finansowy i finansyzacja w kontekście demokracji	217
5.5. Praktyczne sposoby i narzędzia przywrócenia równowagi pomiędzy sektorem finansowym a realną sferą gospodarki	221
5.6. Finansyzacja gospodarki w kontekście kierunków ewolucji kapitalizmu	235
5.7. Podsumowanie	241

Zakończenie	245
Bibliografia	255
Spis rysunków	269
Spis tabel	271

# Wstęp

Nieustające, niezmiennie i w wielu przypadkach stanowcze oraz dogmatycznie wyrażane przekonanie, a także niczym niezachwiana, głęboka i niegasnąca wiara niektórych przedstawicieli świata akademii w możliwość przewidzenia oraz przeciwdziałania kolejnym kryzysom ekonomicznym i finansowym w gospodarce kapitalistycznej zapewne najdobitniej wyrażane są słowami, że: „tym razem jest inaczej”. I rzeczywiście w przypadku ostatniego światowego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego w sektorze nieruchomości w Stanach Zjednoczonych było inaczej. Jak przekonuje Costas Lapavitsas, nigdy bowiem dotąd w historii kapitalizmu poważny globalny kryzys nie został spowodowany przez upowszechnienie kredytu dla gospodarstw domowych, zwłaszcza zaś dla podmiotów najslabiej sytuowanych finansowo. Kiedy więc najbardziej niebezpieczne gospodarstwa domowe nie były w stanie spłacać zobowiązań związanych z kredytami hipotecznymi, spowodowało to presję na podmioty specjalnego przeznaczenia, których działanie opierało się na pobieraniu płatności hipotecznych i ich dystrybucji pomiędzy inwestorów będących w posiadaniu sekurytyzowanych papierów dłużnych. W konsekwencji podmioty te zmuszone były zwrócić się o pomoc finansową do instytucji założycielskich, którymi w wielu wypadkach były banki. W rezultacie złe kredyty hipoteczne powróciły do bilansów banków, powodując straty, a same banki napotkały trudności z pozyskaniem kapitału na rynku pieniężnym. Kryzys rozpoczął się zatem w następstwie problemów płynnościowych na rynku pieniężnym – co jest typowym symptomem kryzysu w gospodarce kapitalistycznej – z tym wszakże wyjątkiem, że ten szczególny niedobór płynności spowodowany był przez trudności finansowe gospodarstw domowych związane z obsługą hipoteki nie zaś nadmierną produkcją i sprzedażą towarów<sup>1</sup>.

---

1 C. Lapavitsas, *Introduction: A Crisis of Financialisation*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston 2012, s. 3–4.

Kryzys ten był bezpośrednio związany z finansyzacją dochodów gospodarstw domowych, głównie wydatków na nieruchomości, lecz również z wydatkami na edukację, ochronę zdrowia, ubezpieczenia oraz programy emerytalne. Źródłem kryzysu upatrywać należy w zmianie relacji pomiędzy realną sferą gospodarki, zorientowaną na produkcję a sferą cyrkulacji, w szczególności zaś sektorem finansowym. Globalny wymiar kryzysu był pochodną transformacji banków i innych instytucji finansowych w trakcie procesu finansyzacji<sup>2</sup>. W literaturze przedmiotu dowodzone jest, że w istocie sekurytyzacja przekształciła globalny przyływ kapitału w niczym nieskrępowaną ekspansję kredytu hipotecznego dla najbiedniejszych kredytobiorców<sup>3</sup>. Zdaniem Adaira Turnera źródeł ostatniego kryzysu finansowego należy upatrywać zatem w instytucjach finansowych, w globalnym systemie finansowym, w którym olbrzymie wynagrodzenia uzasadniane były rzekomymi wielkimi korzyściami ekonomicznymi, dostarczanymi dzięki innowacjom finansowym oraz rosnącej aktywności finansowej<sup>4</sup>. W piśmiennictwie odnaleźć można pogląd, że to właśnie za sprawą ostatniego kryzysu finansowego finansyzacja z pojęcia w jakiejś mierze niszowego i kojarzonego niekiedy z radykalnymi odłamami ekonomii heterodoksyjnej stała się terminem popularnym i coraz częściej traktowanym jako odzwierciedlenie pewnej istotnej cechy współczesnego kapitalizmu, zwłaszcza w gospodarkach uznawanych za dojrzałe finansowo<sup>5</sup>.

Przez wiele dekad poprzedzających ostatni kryzys finansowy sektor finansowy stawał się coraz większy w relacji do realnej sfery gospodarki. Jego udział w gospodarce Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii uległ potrojeniu pomiędzy rokiem 1950 a rokiem 2000. W sposób gwałtowny zwiększeniu uległ również obrót akcjami w relacji do produktu krajowego brutto. Średnio rzecz biorąc, w gospodarkach rozwiniętych zadłużenie sektora prywatnego zwiększyło się z poziomu 50% dochodu narodowego w roku 1950 do 170% w roku 2006. Handel na rynkach walutowych rósł szybciej niż produkcja towarów. Przepływy kapitału krótkookresowego pomiędzy krajami rosły szybciej niż długoterminowe inwestycje rzeczowe. Poczynając od lat 80. ubiegłego wieku, wzrost sektora finansowego był napędzany dodatkowo dzięki innowacjom finansowym w postaci instrumentów sekurytyzowanych oraz derywatów. Wzrost ten w nielicznych tylko przypadkach zdawał się budzić niepokój. Większość ekonomistów, przedstawicieli regulatorów rynków finansowych oraz banków centralnych wierzyła, że taki wzrost aktywności finansowej jest

2 *Ibidem*, s. 9; C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, s. 15.

3 A. Miam, A. Sufi, *House of Debt, How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It From Happening Again*, The University of Chicago Press, Chicago, s. 98.

4 A. Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2016, s. 2–3.

5 M. Ratajczak, *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, „Bezpieczny Bank” 2017, nr 3(68), s. 18.

w wysokim stopniu korzystny. Z pełnym przekonaniem twierdzono, że pełniejsze i bardziej płynne rynki zapewniają efektywniejszą alokację kapitału oraz sprzyjają większej produktywności w gospodarce. Innowacje finansowe umożliwiły łatwiejsze dostarczenie kredytu do gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, pozwalając na dalszy wzrost gospodarczy. Badania empiryczne wskazywały, że pogłębianie rynku finansowego – wzrost udziału długu sektora prywatnego w relacji do produktu krajowego brutto – czynią gospodarki bardziej efektywnymi. Jednocześnie bardziej wyrafinowane systemy kontroli ryzyka zapewniają, że większa złożoność systemu finansowego nie odbywa się kosztem jego stabilności. W podobny sposób wierzono, iż nowe sposoby tworzenia i dystrybucji kredytu, poza bilansami banków komercyjnych, rozpraszają ryzyko na rzecz podmiotów zdolnych w najlepszy sposób nim zarządzać. Co więcej, sądzono, że nie tylko sektor finansowy stał się bardziej bezpieczny i bardziej efektywny: gospodarki stały się bardziej stabilne dzięki lepszej polityce banków centralnych, ugruntowanej na solidnej teorii ekonomicznej. Niezależność banków centralnych odseparowująca je od krótkookresowej presji politycznej oraz osiągnięta niska i stabilna inflacja, a także „wielkie umiarkowanie” w odniesieniu do stabilnego, stałego wzrostu zdawały się być tego potwierdzeniem<sup>6</sup>.

Czytając słowa Roberta Lucasa – prezydenta *American Economic Association* – z roku 2003, że oto właśnie rozwiązany został kluczowy i centralny problem związany z przeciwdziałaniem kryzysom i co więcej, rozwiązany został na najbliższe dekady, można odnieść wrażenie, iż obwieszczony został właśnie „fukuyamowski” koniec historii na gruncie finansów i makroekonomii<sup>7</sup>. Alan Greenspan przekonywał w roku 2005, że rosnąca paleta pochodnych papierów wartościowych jest jednym z kluczowych czynników odpowiedzialnych za niezwykłą i nadzwyczajną odporność systemu bankowego<sup>8</sup>. W grudniu 2005 r., kiedy boom na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych osiągał niespotykane rozmiary, przewodniczący Rady Doradców Ekonomicznych Ben Bernanke, przemawiając przed Kongresem Stanów Zjednoczonych, wychwalał osiągnięcia gospodarki amerykańskiej. Przekonywał, że pod względem trzech wskaźników makroekonomicznych – wzrostu produktu krajowego brutto, tworzenia miejsc pracy oraz wzrostu produktywności – gospodarka USA w ostatnich latach odnotowała najlepsze wyniki w grupie gospodarek uprzemysłowionych, wyprzedzając znacząco pozostałe kraje, a ceny nieruchomości odzwierciedlają mocne fundamenty ekonomiczne gospodarki<sup>9</sup>. U schyłku 2005 r., kiedy emisja papierów wartościowych związanych z ryzykownymi kredytami hipotecznymi osiągała swoje apogeum, Milton Friedman z pełnym przekonaniem twierdził, że stabilność gospodarki amerykańskiej jest

6 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 1–2.

7 R. Lucas, *Macroeconomic Priorities, Presidential Address to the American Economic Association*, DC, January 4, Washington 2003.

8 A. Greenspan, *Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago*, May 5, 2005, s. 2.

9 A. Miam, A. Sufi, *House of Debt...*, s. 78.

nieporównanie większa niż miało to kiedykolwiek miejsce w historii, a gospodarka jest w wyjątkowo dobrej formie<sup>10</sup>.

Z kolei Międzynarodowy Fundusz Walutowy w raporcie dotyczącym globalnej stabilności finansowej w kwietniu 2006 r. – 15 miesięcy przed wybuchem światowego kryzysu finansowego – dowodził istnienia rosnącego przekonania, że rozproszenie ryzyka kredytowego z banków na szersze i bardziej zdywersyfikowane grupy inwestorów pomaga systemowi bankowemu i szerzej finansowemu stać się bardziej odpornym oraz elastycznym, a banki komercyjne są mniej podatne na szoki kredytowe lub ekonomiczne. Poprawiając przejrzystość w zakresie rynkowego postrzegania ryzyka kredytowego, derywaty kredytowe dostarczają wartościowych informacji na temat szerokich warunków kredytowych i coraz bardziej przyczyniają się do kształtowania krańcowej ceny kredytu<sup>11</sup>.

Kiedy więc w sierpniu 2007 r. międzynarodowy rynek pieniężny sygnalizował, że aktywa finansowe związane z sektorem nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, w szczególności te powiązane z kredytami hipotecznymi typu subprime, utraciły płynność, tylko nieliczni ekonomiści zdawali sobie sprawę z wagi i powagi tej sytuacji. Sekwencja zdarzeń gospodarczych, a także politycznych, jaka nastąpiła w kolejnych miesiącach oraz latach, odzwierciedla bezprecedensowe i skoordynowane działania, zmierzające do przeciwdziałania procesowi implozji systemu finansowego największej gospodarki świata, z trudnymi do wyobrażenia konsekwencjami w skali globalnej. Jednocześnie stanowić może ona koronny dowód, jak ograniczone bywa wyobrażenie na temat systemowych konsekwencji pojedynczych działań podejmowanych w sektorze finansowym w jednej gospodarce. Ponadto opisywana sytuacja uzmysławia, w jaki sposób krótkookresowy imperatyw finansowy, a także wąskie, partykularne interesy oraz dobrostan przedstawicieli jednej sfery gospodarki mogą przesłonić oczekiwania społeczeństwa związane z bezpiecznym, stabilnym i zrównoważonym rozwojem gospodarki jako całości. Kryzys zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych stał się kryzysem globalnym za sprawą transformacji instytucji finansowych, które ukierunkowane przez paradygmat finansyzacji stały się wektorami przenoszącymi impulsy do kolejnych podsystemów gospodarki globalnej.

Proces finansyzacji gospodarki Stanów Zjednoczonych był dostrzegany na długo przed ostatnim kryzysem finansowym. Już na początku lat 80. ubiegłego wieku był wyrażany pogląd na temat wątpliwej efektywności olbrzymiego sektora finansowego, a także rynków i instytucji finansowych. Przekonywano również, że rynki papierów wartościowych tylko w niewielkim stopniu przekształcają oszczędności gospodarstw domowych w fundusze wykorzystywane do finansowania inwestycji rzeczowych, zaś znikoma część olbrzymich transakcji na rynkach jest związana z faktycznymi procesami inwestycyjnymi w realnej gospodarce. Zamiast tego

10 J. Madrick, *Seven Bad Ideas. How Mainstream Economics Have Damaged America and the World*, Alfred A. Knopf, New York 2014, s. 11.

11 IMF, *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, April 2006, s. 51.

instytucje finansowe stały się narzędziami wykorzystywanymi głównie do transferowania nadwyżek uzyskiwanych przez jedną grupę gospodarstw domowych do drugiej grupy charakteryzującej się deficytem środków finansowych. Ponadto podawano w wątpliwość zasadność kierowania coraz większych zasobów, w tym również najlepiej wykształconej części zasobów ludzkich, do sfery finansowej kosztem działalności powiązanej z wytwarzaniem realnych dóbr i usług. Wskazywano, że zasoby alokowane w sektorze finansowym wynagradzane są w stopniu nieproporcjonalnym do ich społecznej produktywności i użyteczności. Tego typu głosy były jednak pojedyncze i odosobnione, zaś sama krytyka w obliczu entuzjazmu związanego z deregulacją gospodarki, wolną konkurencją oraz ogólnym przekonaniem o efektywności rynków finansowych była przykładem płynięcia pod prąd<sup>12</sup>.

Zdaniem Jamesa Tobina rozwój sektora finansowego i transformacja gospodarki doprowadziły do pojawienia się tzw. gospodarki papierowej – *paper economy*. Nie wiele ponad dekadę później od momentu, gdy wyrażany był ten pogląd, ta „papierowa gospodarka” nie tylko zyskała dominującą pozycję względem realnego sektora gospodarki, lecz – co więcej – zmierzała w kierunku oderwania się od niego. Opisywany model gospodarki posiada wyraźne finansowe cechy charakterystyczne. Po pierwsze, finanse i sektor finansowy są ukierunkowane bardziej na spekulację niż na działalność produkcyjną. Po drugie, skoncentrowane pozostają one na krótkim okresie, w którym ma miejsce obrót papierami wartościowymi z dużą częstotliwością. Po trzecie, finanse i sektor finansowy są częściowo oderwane od realnego sektora gospodarki. Po czwarte, bardziej czerpią one wartość z sektora realnego niż ją tworzą. Po piąte w sposób iluzoryczny lub też wątpliwy i wirtualny są one zakotwiczone w realnych aktywach<sup>13</sup>.

Wydaje się, że zaprezentowany opis odpowiada gospodarce podlegającej procesowi finansyzacji – gospodarce sfinansyzowanej<sup>14</sup>. Przywołany wcześniej autor nie znał pojęcia „finansyzacja”, w momencie gdy padały wskazane słowa nie istniało ono jeszcze bowiem w katalogu języka akademickiego z dziedziny nauk ekonomicznych. Od czasu gdy po raz pierwszy wybrzmiały cytowane wyżej słowa, ze wszech miar uprawnione wydaje się twierdzenie o oderwaniu się sfery finansowej od fundamentów tworzonych przez realną część gospodarki. Sektor finansowy stał się dominującym bytem równoległym, kierującym się własną logiką. Logika

- 
- 12 J. Tobin, *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyds Bank Review”, July 1984, s. 1–15, cyt. za: M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, [w:] P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *Financial Liberalization: Past, Present And Future, Annual Edition of International Papers in Political Economy*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke 2016, s. 60–61.
- 13 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis and How to Save Capitalism*, Palgrave Macmillan, United Kingdom 2015, s. 26–27.
- 14 Na gruncie krajowej literatury termin „gospodarka sfinansyzowana” był wykorzystany przez Jerzego Dudzińskiego w roku 2013 w opracowaniu zatytułowanym: *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*. Zob.: J. Dudziński, *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 315, s. 223–233.



ta nie tylko zdominowała najbardziej rozwinięte gospodarki świata, sporą część przedsiębiorstw funkcjonujących w formie spółek giełdowych i wywarła wpływ na funkcjonowanie instytucji państwa oraz zdeterminowała zachowania zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych podmiotów na różnych rynkach, lecz co więcej, przekształciła zachowania społeczne ludzi. W literaturze prezentowany jest pogląd, że pieniądź nie tylko w różnych jego formach stał się przedmiotem uwarowienia w procesach handlu i wymiany, bez odniesienia do realnej gospodarki, ale przeniknął niemalże do każdej sfery działalności społecznej i kulturowej, redukując działanie w tych obszarach do prostego rachunku ekonomicznego, w rezultacie podporządkowując działania podmiotów imperatywom rynków finansowych i instytucji<sup>15</sup>.

Ben Fine dowodzi, że finansyzacja jest procesem obejmującym szerokie spektrum zjawisk. Zalicza on do nich niesłychany rozwój aktywów finansowych w relacji do rzeczywistych procesów gospodarczych, proliferację różnego rodzaju aktywów opartych na pochodnych papierach wartościowych, a także zarówno absolutną, jak i relatywną ekspansję działalności spekulacyjnej, która odbywa się w opozycji do lub ze szkodą dla działalności zorientowanej na inwestowanie w aktywa trwałe. Ponadto cytowany autor przekonuje, że finansyzacja przejawia się również przesunięciem z działalności produkcyjnej w kierunku imperatywów finansowych w sektorze prywatnym, rosnącymi nierównościami dochodowymi, boomem konsumpcyjnym napędzanym kredytem, jak również penetracją przez finanse coraz dalszych obszarów ekonomicznego i społecznego życia, związanego z zabezpieczeniem emerytalnym, edukacją, a także ochroną zdrowia. W opinii przywołanego autora, zjawisko finansyzacji może być utożsamiane również z pojawieniem się neoliberalnej kultury polegania na rynkach i prywatnym kapitale oraz związanym z tym antyetycyzmem, mimo że w jakimś stopniu prywatne korzyści finansowe są pochodną działalności państwa. Ostatnim przejawem finansyzacji jest utrzymujące się znaczenie dolara amerykańskiego w gospodarce globalnej. Jakkolwiek definiowane bywa zjawisko finansyzacji, to zdaniem cytowanego autora jego konsekwencjami są: obniżenie ogólnego poziomu i efektywności realnych inwestycji rzeczowych, nadanie priorytetu wartości dla akcjonariuszy lub wartości finansowej ponad wartość gospodarczą i społeczną. Ponadto skutki analizowanego zjawiska obejmują: rozszerzający się wpływ szeroko rozumianych finansów zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na politykę gospodarczą i społeczną, narażanie coraz szerszych aspektów życia gospodarczego i społecznego na ryzyko wahań pochodzących z niestabilności finansowej lub wręcz wprowadzanie ryzyka kryzysu do gospodarki i życia społecznego, ryzyka inicjowanego w ramach poszczególnych rynków<sup>16</sup>.

15 S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation: Roots And Repercussions*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 351.

16 B. Fine, *Towards a Material Culture of Financialisation*, FESSUD Working Paper Series 2013, No. 15, s. 6, cyt. za: J. Ferreiro, *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, [w:] P. Arestis (ed.), *Alternative Approaches in Macroeconomics*, Palgrave

Kiedy ryzyko generowane przez system finansowy w gospodarce w największym stopniu sfinansyzowanej zmaterializowało się pod postacią ostatniego kryzysu finansowego, refleksja i konstatacja przedstawicieli głównego nurtu ekonomii i finansów miała charakter relatywnie niewspółmierny do skali negatywnych skutków ujawnionych w gospodarce globalnej. I tak np. Paul Krugman w eseju opublikowanym w roku 2009, który poświęcony był porażce ekonomistów głównego nurtu, jeśli chodzi o przewidzenie kryzysu, poświęcił dwa zdania na wskazanie, że istnieją ekonomiści spoza klasyfikacji *saltwater – freshwater*. Kwestionują oni, co prawda, założenia dotyczące racjonalności zachowań, podważają wiarę, że można ufać rynkom finansowym, a także wskazują na długą historię kryzysów finansowych, które miały katastrofalne konsekwencje gospodarcze. Badacze ci nie byli jednak w stanie stworzyć skutecznej przeciwwagi dla dyskursu naukowego prowadzonego w ramach głównego nurtu. W całym tekście liczącym 6500 słów znalazło się jeszcze pół zdania oraz trzykrotnie, przelotnie wymienione zostało jedno nazwisko. Było to wszystko, co poświęcono ekonomistom, którzy mieli rację w kwestii kryzysu finansowego i prezentowali odmienne poglądy na funkcjonowanie współczesnej gospodarki. W opracowaniu nie zostały zacytowane ich prace ani też nie została ukazana ich argumentacja. Nie wynikało to z braku prac naukowych poruszających zarówno naturę, jak i przyczyny załamania finansowego. Nie stało się to również dlatego, że żaden z tych ekonomistów najzwyczajniej nie przewidział nadchodzącego kryzysu finansowego. Było natomiast następstwem prostego faktu, że żaden z nich nie wywodził się z głównego nurtu badawczego. Reprezentowali oni grupę badaczy określaną mianem *backwater* – przedstawicieli ekonomii spoza głównego nurtu<sup>17</sup>.

James Galbraith dowodzi, że ekonomiści spoza głównego nurtu są bezosobowymi przedstawicielami swojego zawodu. Na długo przed kryzysem naukowcy, którzy mieli skłonność do badania niestabilności i słabości gospodarki, niekoniecznie odwołując się przy tym do Marksizmu, spychani byli na obrzeża świata akademickiego. Artykuły ich autorstwa pojawiały się w drugorzędnych czasopismach oraz gazetach lub też publikowane były na stronach niszowych blogów internetowych. Wielu spośród nich zostało zniechęconych do uczestniczenia w życiu akademickim lub znalazło zatrudnienie w niższych rangą uniwersytetach, a obciążeni obowiązkami dydaktycznymi, nawet jeśli zdołali publikować artykuły, to mogły być one najzwyczajniej i bez konsekwencji ignorowane<sup>18</sup>.

Kiedy w 2005 r. Raghuram Rajan wystąpił na konferencji w Jackson Hole skierowanej do ekonomistów i przedstawicieli banków centralnych z prezentacją

---

Macmillan, Cham 2018, s. 185. Por.: O. Onaran, E. Stockhammer, L. Grafl, *Financialisation, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA*, „Cambridge Journal of Economics” 2011, No. 35, s. 637. Zob.: M. Ratajczak, *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, „Bezpieczny Bank” 2017, nr 3(68), s. 9–10.

17 J. Galbraith, *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*, Simon & Schuster, New York 2014, s. 147–148 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

18 *Ibidem*, s. 148.



zatytułowaną: *Has Financial Development Made the World Riskier?*, przedstawiając w niej wnikliwe analizy, porównywany był do luddystów. W odpowiedzi na prezentowane przez niego argumenty i dowody świadczące o tym, że obecny olbrzymi i skomplikowany system finansowy zwiększa prawdopodobieństwo katastroficznego załamania gospodarczego zarzucano mu błędne wnioskowanie. Wyjaśniano mu i perswadowano, iż jest ono sprzeczne z doktryną Greenspana<sup>19</sup>. Większość przedstawicieli świata nauki była przekonana, że instytucje finansowe robią co do nich należy zaś dzięki inżynierii finansowej odnaleziono nowe i bardziej inteligentne sposoby zarządzania ryzykiem. Uważano również, iż za sprawą sieci nowych instrumentów finansowych można praktycznie wyeliminować ryzyko w działalności gospodarczej. Jak przekonują Tim Besley i Peter Hennessy w imieniu British Academy w liście kierowanym do Królowej Brytyjskiej, trudno odnaleźć i przywołać lepszy przykład połączenia myślenia życzeniowego, pychy i arogancji. Kryzys finansowy był zasadniczo porażką kolektywnej wyobraźni wielu światłych ludzi w zrozumieniu ryzyka systemowego jako całości<sup>20</sup>.

Celem głównym niniejszej monografii jest holistyczne, a zarazem syntetyczne spojrzenie na zagadnienie finansyzacji gospodarki. To bowiem finansyzacja jest zdaniem autora tym zjawiskiem ekonomicznym, które niczym soczewka ogniskuje w sobie największe słabości współczesnego systemu kapitalistycznego w najwyższej rozwiniętych gospodarkach świata. Ujawniały się one, co prawda, z różnym natężeniem na długo przed wybuchem ostatniego kryzysu finansowego, lecz stopień, w jakim nastąpiła ich materializacja właśnie podczas kryzysu, można uznać za ostateczny sygnał i wystarczająco silny impuls do podjęcia naukowych dociekań nad problematyką finansyzacji gospodarki. Kolejną przesłanką do podjęcia badań jest dążenie do prezentacji zjawiska finansyzacji gospodarki w sposób spójny i niefragmentaryczny. Wydaje się to uzasadnione aktualnym stanem badań na gruncie krajowym, na którym dominują prace odnoszące się zazwyczaj do pojedynczych, wybranych aspektów finansyzacji. Zamiarem autora jest również podjęcie próby wskazania teoretycznych przesłanek stojących za procesem finansyzacji oraz prezentacja szerokiego spektrum światowych opracowań dotyczących tematyki analizowanego zjawiska.

Istnieją podstawy do stwierdzenia, że problematyka finansyzacji, jakkolwiek ciesząca się coraz większym zainteresowaniem badaczy, nie została poddana wystarczająco dogłębnej eksploracji naukowej, biorąc pod uwagę jej oddziaływanie na sferę realną gospodarki, zachowania podmiotów gospodarczych oraz wpływ na relacje społeczne. Punktem wyjścia analiz prowadzonych w niniejszej monografii jest konstatacja wyrażająca się tezą, że w licznych przypadkach społeczne i ekonomiczne koszty wynikające z dominacji paradygmatu finansowego przewyższają korzyści niesione przez nadmiernie rozwinięty system finansowy i narzucany przez niego

19 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 169; J.-L. Arcand, E. Berkes, U. Panizza, *To Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, No. WP/12/161, s. 5.

20 T. Basley, P. Hennessy, *List do Królowej Brytyjskiej*, 22 July 2009, s. 1–3.

podmiotom rynkowym dominujący nad innymi imperatyw realizowania celów finansowych. Istnieją przesłanki, by twierdzić, że zjawisko finansyzacji dokonało już takiego przekształcenia modelu gospodarki kapitalistycznej, że istnieją wątpliwości co do jej zdolności sprostania społecznym, ekonomicznym i środowiskowym wyzwaniom stojącym przed gospodarką globalną w XXI w. W tym kontekście zasadne zdaje się być podjęcie rozważań nad argumentami przemawiającymi na rzecz deffinansyzacji gospodarki tam, gdzie sektor finansowy osiągnął niewspółmierne do społecznej i ekonomicznej użyteczności rozmiary oraz projektowaniem rozwiązań ograniczających jego nadmierną ekspansję w gospodarkach, które znajdują się na wczesnych etapach rozwoju zjawiska finansyzacji. Nade wszystko jednak finansyzacja gospodarki powinna stanowić punkt wyjścia do pogłębionej dyskusji nad obecnym modelem gospodarki kapitalistycznej.

Struktura monografii została podporządkowana celom poznawczym i aplikacyjnym stawianym przez autora. Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów (każdy zakończony podsumowaniem) oraz zakończenia. Rozdział pierwszy poprzez dialog literaturowy w nim zamieszczony służy położeniu teoretycznego fundamentu do rozważań prowadzonych w dalszych częściach rozprawy. W rozdziale tym dokonany został przegląd światowej i krajowej literatury, ukierunkowany na zaprezentowanie definicji zjawiska finansyzacji funkcjonujących w obiegu naukowym. Jego rezultatem było zaproponowanie autorskiej wersji definicji. Ponadto w rozdziale pierwszym ukazane zostały źródła i determinanty procesu finansyzacji gospodarki, a także przestawiony został rys historyczny analizowanego zjawiska.

W rozdziale drugim zaprezentowane zostały podstawy teoretyczne zjawiska finansyzacji, co miało miejsce poprzez odwołanie się do wybranych teorii i hipotez makroekonomicznych. Rozważania te są autorską próbą ukazania determinant zjawiska finansyzacji znajdujących oparcie teoretyczne na gruncie nauk ekonomicznych. W dalszej części rozdziału drugiego ma miejsce syntetyczna charakterystyka głównych nurtów badawczych, obejmujących zagadnienie finansyzacji, a także prezentacja głównych mierników odzwierciedlających zarówno skalę zjawiska, jak i jego zmiany w wymiarze czasowym.

Rozdział trzeci zawiera analizy dotyczące makroekonomicznych aspektów zjawiska finansyzacji. Punktem wyjścia tych analiz jest krytyczne spojrzenie na koncepcję rynku i założenie dotyczące efektywności rynku. Następnie omówione zostały dwa przykłady rynków towarowych poddanych procesom finansyzacji. W kolejnej części dokonano charakterystyki zjawisk, co do których uprawnione zdaje się twierdzenie, że są one w swojej istocie odzwierciedleniem procesu finansyzacji działalności państwa. Ostatnim omawianym w rozdziale trzecim zagadnieniem są trendy i zjawiska makroekonomiczne łączące się ze zjawiskiem finansyzacji gospodarki.

Rozdział czwarty obejmuje zagadnienia mikroekonomiczne. W rozdziale tym przedmiotem dociekań jest zjawisko finansyzacji podmiotów gospodarczych. W pierwszej części ukazane zostały charakterystyki przedsiębiorstwa poddanego

procesowi finansyzacji. Następnie umówiono przejawy finansyzacji przedsiębiorstw niefinansowych oraz przedsiębiorstw finansowych, skupiając się głównie na sektorze bankowym. W dalszym etapie analizie poddano zjawisko finansyzacji gospodarstw domowych.

Rozdział piąty zawiera analizę koncentrującą się wokół kwestii deffinansyzacji gospodarki. W jego pierwszej części zaprezentowana została charakterystyka współczesnego systemu kapitalistycznego w najbardziej rozwiniętych gospodarkach w kontekście nadmiernego rozwoju sektora finansowego. W kolejnej ukazano społeczny odbiór współczesnego kapitalizmu i sektora finansowego. Następnie zaprezentowano i omówiono wybrane sposoby i narzędzia możliwe do wykorzystania w celu przywrócenia równowagi pomiędzy sektorem finansowym a realną sferą gospodarki. Kolejny podrozdział poświęcony został kwestii potencjalnych kierunków ewolucji kapitalizmu.

Ostatnia część monografii to zakończenie, w którym dokonano rekapitulacji. Wskazano w niej ponadto na zasadność i konieczność redefiniowania niektórych pojęć finansowych, a także zakwestionowania wybranych paradygmatów ekonomicznych.

Przedstawiona wyżej struktura pracy jest odzwierciedleniem zamiarów autora, którymi było dążenie do ukazania zjawiska finansyzacji gospodarki w sposób szeroki, heterogeniczny, a jednocześnie spójny i zwarty. Kierując się tymi przesłankami, w ramach poszczególnych rozdziałów wybrane zostały według autora najważniejsze zagadnienia łączące się ze zjawiskiem finansyzacji. Omówienie i opis zjawisk oraz zależności w ramach finansyzacji są więc z założenia objętościowo relatywnie niezbyt rozbudowane w celu uniknięcia wyraźnych dysproporcji pomiędzy poszczególnymi częściami opracowania. Jednocześnie autor ma pełną świadomość, że wiele spośród poruszanych kwestii, z uwagi na ich znaczenie, lecz także przez wzgląd na ich częstokroć dość znaczny poziom skomplikowania, wymaga rozwinięcia, a być może nawet poświęcenia im oddzielnych publikacji. Niniejsza praca ma więc również na celu wskazanie potencjalnych kierunków do dalszych badań, a poprzez podkreślenie szczególnej naukowej istotności niektórych zagadnień stanowić może zachętę do podejmowania pogłębionych dociekań przez innych autorów.

Bezosobowa forma w pracach naukowych jest dominującym standardem i normą. W tym miejscu chciałbym, zrzucając na moment maskę bezosobowości, złożyć podziękowania tym, bez których udziału i zaangażowania moja praca nie osiągnęłaby ostatecznego kształtu. Pragnę serdecznie podziękować doktorowi Błażejowi Sosze, który od lat jest niezmiennie pierwszym i zawsze wnikliwym czytelnikiem pierwotnych wersji moich prac za wskazanie słabości oraz niedociągnięć w roboczej wersji książki. Gorące podziękowania kieruję do recenzenta w osobie dr. hab. Andrzeja Fierli, prof. SGH, za merytoryczne uwagi, które pozwoliły mi wyrazić myśli w sposób bardziej precyzyjny, a także dały szansę na poprawienie niektórych elementów pracy. Nade wszystko zastrzeżenia i uwagi recenzenta stworzyły możliwość skonfrontowania się ze słabymi fragmentami pracy, logiką wyводу

i argumentacją empiryczną w celu podjęcia próby uczynienia niniejszej monografii bardziej dopracowaną z naukowego, językowego i technicznego punktu widzenia. Za stworzenie takiej możliwości pragnę Panu Profesorowi głęboko podziękować. Dziękuję również kierownikowi Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ prof. Jerzemu Różańskiemu za sfinansowanie publikacji monografii.

Odpowiedzialność za wszystkie błędy i niedociągnięcia występujące w ostatecznej wersji pracy spoczywa wyłącznie na autorze.



## Rozdział I

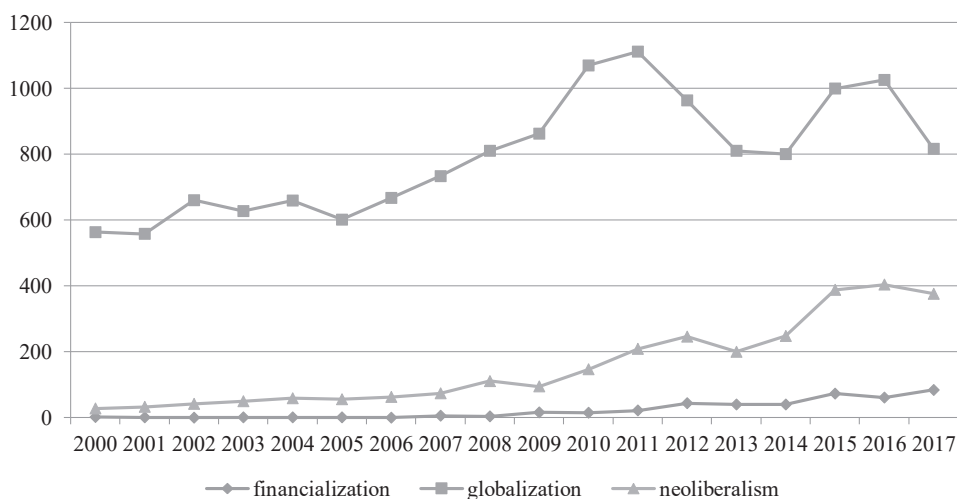
# Pojęcie, istota i znaczenie zjawiska finansyzacji

### 1.1. Wprowadzenie

Zarówno skala, jak i zakres przekształceń ekonomicznych, a także tych społecznych i politycznych w gospodarce globalnej w ostatnich dekadach są bezprecedensowe, biorąc za punkt odniesienia okres najnowszej historii. W grupie tej znajdują się m.in. upowszechnienie rynkowego modelu gospodarki, który wykazał swoją wyższość względem rozwiązań alternatywnych, zwiększenie powiązań gospodarczych pomiędzy pojedynczymi krajami, które stały się w istocie elementami składowymi jednej gospodarki globalnej oraz pogłębianie integracji gospodarczej krajów w ramach poszczególnych ugrupowań, takich jak np. Unia Europejska (UE), Północnoamerykański Układ Wolnego Handlu (NAFTA), Wspólny Rynek Ameryki Południowej (MERCOSUR), Stowarzyszenie Narodów Azji Południowo-Wschodniej (ASEAN) czy też Wspólnota Gospodarcza Afryki Zachodniej (CEAO), by wymienić tylko najważniejsze z nich. Jednocześnie w sensie ekonomicznym jest zauważalny postępujący proces spadku znaczenia pojedynczych państw i rządów oraz radykalny wzrost siły oddziaływania rynków finansowych, korporacji ponadnarodowych, w tym zwłaszcza podmiotów z sektora finansowego. Polityka gospodarcza realizowana w suwerennych państwach – także w tych, gdzie władza posiada mandat pochodzący z demokratycznych wyborów – jest w sposób ciągły i natychmiastowy recenzowana nie tylko przez międzynarodowe instytucje takie jak np. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, lecz również przez prywatne agencje ratingowe oraz rynki finansowe, od których za sprawą postępującego zadłużenia wiele krajów jest w sposób bezpośredni zależnych. Sektor finansowy uzyskał uprzywilejowaną, a zarazem dominującą pozycję w wielu pojedynczych gospodarkach, a także w wymiarze globalnym. Równoległe można zaobserwować nasilanie się zjawiska nierównowagi w wymianie handlowej między największymi gospodarkami na świecie, której skala

w opinii wielu generuje ryzyko dla dalszego funkcjonowania globalnej gospodarki i światowego systemu finansowego.

Gdyby pokusić się o namalowanie pejzażu światowej gospodarki z wykorzystaniem jedynie trzech barw podstawowych, to najpewniej pojęciami najwierniej oddającymi te kolory byłyby neoliberalizm, globalizacja i finansyzacja. O ile dwa ze wskazanych zagadnień – neoliberalizm i globalizacja – są od dłuższego czasu przedmiotem ożywionej dyskusji akademickiej oraz tematem szeroko zakrojonych badań empirycznych, o tyle finansyzacja zdaje się nadal relatywnie najslabiej zbadanym i poznanym zjawiskiem<sup>1</sup>.



**Rys. 1.1.** Wyniki wyszukiwań w bazie Web of Science

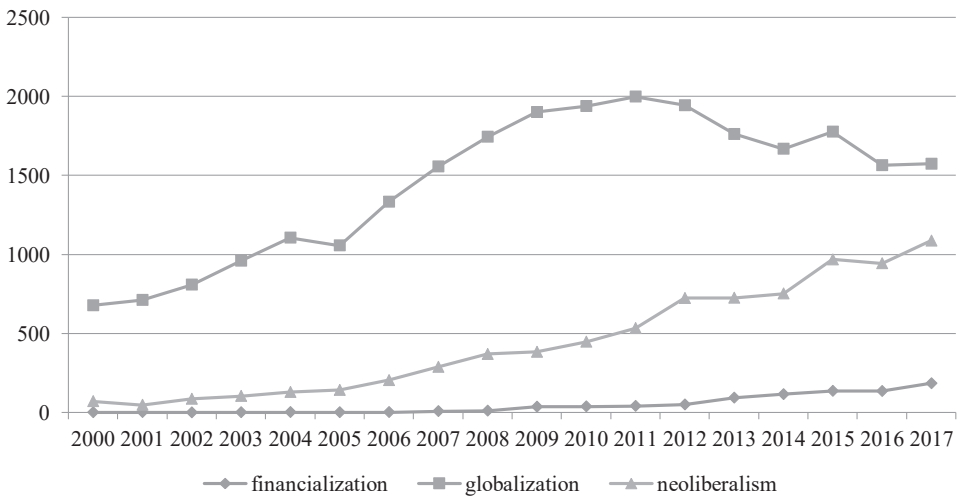
Uwaga: wyszukiwanie dotyczyło słów pojawiających się w tytułach w latach 2000–2017

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy Web of Science [dostęp 14.11.2018]

Świadczy o tym chociażby dorobek naukowy w ujęciu ilościowym, jaki przyporządkować można do trzech wskazanych wyżej zagadnień badawczych. Piśmiennictwo poświęcone finansyzacji jest niewspółmiernie mniej obszerne niż to poświęcone kwestiom neoliberalizmu i globalizacji (rys. 1 oraz rys. 2). Wydaje się wszakże, że brak jest podstaw do traktowania finansyzacji jako zjawiska mniej ważnego z punktu widzenia ewolucji światowej gospodarki oraz mniej interesującego z poznawczego punktu widzenia. Przytaczane w literaturze poświęconej finansyzacji dane empiryczne dowodzą, że w połowie lat 70. lub na początku lat 80. w wielu krajach na świecie nastąpił szereg drastycznych i gwałtownych zmian strukturalnych, które doprowadziły do wzrostu liczby zawieranych transakcji finansowych, wzrostu stóp procentowych, zwiększenia rentowności podmiotów

1 Por.: A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 9.

finansowych jak również do wzrostu udziału posiadaczy aktywów finansowych w dochodzie narodowym<sup>2</sup>. Ten zestaw przytoczonych zjawisk stanowi przybliżone i niepełne odzwierciedlenie procesów finansyzacji w gospodarce globalnej. Rodzi to z kolei szereg ważnych pytań dotyczących m.in. wymiarów, w których finansyzacja się przejawia, oraz obszarów, których ona w sposób pośredni lub bezpośredni dotyka, a także implikacji dla stabilności ekonomicznej, wzrostu gospodarczego i podziału dochodu, związków z władzą reprezentowaną przez instytucje państwa jak również z realizowaną przez nie polityką gospodarczą, sposobów łagodzenia i ograniczania negatywnych skutków, jakie generuje zjawisko finansyzacji<sup>3</sup>.



**Rys. 1.2.** Wyniki wyszukiwań w bazie Scopus

Uwaga: wyszukiwanie dotyczyło słów kluczowych, pojawiających się w artykułach w latach 2000–2017

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy Scopus [dostęp 14.11.2018]

Gérard Duménil i Dominique Lévy przekonują, że większość, jeśli nie wszyscy analitycy o lewicowych poglądach zgadzają się co do tego, że neoliberalizm stanowi ideologiczne odzwierciedlenie procesu umacniania się roli i znaczenia finansów. Wiele cech współczesnego kapitalizmu wskazuje na zasadniczą i kluczową pozycję finansów jako centralnego elementu w nowym neoliberalnym porządku. I jakkolwiek dominacja sfery finansowej osiągnięta została dzięki bliskim związkom z internacjonalizacją kapitału oraz globalizacją rynków, ważne jest, by w sposób błędny nie interpretować zależności między tymi różnymi pojęciami. To właśnie finanse

2 Dane empiryczne odzwierciedlające przejawy finansyzacji prezentowane są w rozdziale II punkcie 2.4 niniejszej monografii oraz w sposób bardziej szczegółowy w rozdziałach III i IV.

3 G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, UK 2005, s. 4.



są tym, co dyktuje formę i treść w nowym etapie internacjonalizacji. Internacjonalizacja i globalizacja nie są zaś tym, co tworzy nieprzezwykłony imperatyw dla ewolucji współczesnego kapitalizmu<sup>4</sup>.

Być może to za sprawą szerokiego zakresu pojęciowego kwestie poruszane dzisiaj w ramach analiz obejmujących zjawisko finansyzacji gospodarki lokowane były uprzednio w nurcie badań poświęconych zagadnieniom globalizacji i neoliberalizmu. Istnieją wszakże przesłanki do odrębnych analiz zjawiska finansyzacji, mając wszakże pełną świadomość, że finansyzacja nie jest uosobieniem pewnego bytu ze świata równoległego, lecz nierozzerwalnie wiąże się i jest przedmiotem interakcji z dwoma pozostałymi zagadnieniami. Celem dyskursu literaturowego przeprowadzonego w rozdziale pierwszym jest zaprezentowanie znaczenia pojęcia finansyzacji wykorzystywanego tak w zagranicznym, jak i krajowym piśmiennictwie oraz próba stworzenia autorskiej definicji tego terminu. Ponadto rozdział pierwszy ma za zadanie ukazanie czynników determinujących pojawienie się i rozwój tego zjawiska w gospodarce światowej. W rozdziale tym finansyzacja przedstawiona zostanie również w aspekcie historycznym. Całość rozdziału kończyć się będzie podsumowaniem. W założeniu rozdział pierwszy, podobnie zresztą jak rozdział drugi, ma służyć położeniu solidnego fundamentu teoretycznego do bardziej szczegółowych badań i analiz, jakie prowadzone będą w kolejnych częściach niniejszej monografii.

## 1.2. Finansyzacja – istota pojęcia

Badaczem, który wprowadził do obiegu naukowego pojęcie finansyzacji był Gérard de Bernis. Stało się to w roku 1988 podczas konferencji naukowej w Meksyku<sup>5</sup>. W literaturze przedmiotu wskazuje się również na Kevina Phillipsa, który w książce pod tytułem *Boiling Point* opublikowanej w roku 1993 użył terminu finansyzacja zaś w roku 1994 w monografii zatytułowanej *Arrogant Capital* jeden z rozdziałów zatytułował: *Financialization of America*. W rozumieniu Kevina Phillipsa finansyzacja była długotrwałym rozłamem pomiędzy rozbieżnymi systemami gospodarki realnej i gospodarki finansowej. W tym samym roku również Giovanni Arrighi użył pojęcia finansyzacji w książce pod tytułem *Long Twentieth Century*<sup>6</sup>.

4 G. Duménil, D. Lévy, *Cost and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 17.

5 C. Sinapi, *The Role of Financialization in Financial Instability: A Post-Keynesian Institutional Perspective*, „Svetska Ekonomska I Društvena Kriza” 2013, No. 3, s. 210. Por: L-P. Racion, *Financialization and the Theory of the Monetary Circuit: Financial and Monetary Policies Reconsidered*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2012, No. 35(2), s. 167.

6 J.B. Foster, *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2007, Vol. 58, Issue 11, s. 11; por.: A. Spoz, *Wpływ finansyzacji na działalność i sprawozdawczość*

W literaturze jest prezentowany również pogląd, że intelektualny początek rozważań na temat finansyzacji można odnaleźć w pracach publikowanych w czasopiśmie „Montly Review”, na łamach którego m.in. tacy autorzy jako Harry Magdoff, Paul Sweezy wskazywali na zjawisko swoistej ucieczki kapitału do sfery finansowej, gdy nadwyżki kapitału napotykały na barierę w postaci ograniczonych możliwości inwestycyjnych w sferze produkcyjnej. Na łamach cytowanego czasopisma wyrażano również opinię, że przyszły rozwój kapitalizmu wiązał się będzie z rosnącą sferą finansową, a jednocześnie sfera produkcji nadal będzie napotykała trudności w akumulacji związane z presją wynikającą z konieczności reinwestowania nadwyżek<sup>7</sup>. W literaturze dowodzi się, że to właśnie Harry Magdoff i Paul Sweezy byli prawdziwymi pionierami, jeśli chodzi o rozpoznanie trendu związanego z pojawieniem się fenomenu w postaci zjawiska finansyzacji<sup>8</sup>.

Mimo upływu lat od momentu, gdy zwrot „finansyzacja” został wprowadzony do kanonu pojęć ekonomicznych, jak dotąd nie wypracowano powszechnie akceptowanej definicji, określającej precyzyjny zakres znaczeniowy tego pojęcia. Zarówno poszczególne definicje finansyzacji funkcjonujące w literaturze przedmiotu, jak i sam sposób ich empirycznej operacjonalizacji istotnie się od siebie różnią<sup>9</sup>. Ronald Dore zdaje się przekonywać, iż termin „finansyzacja” – podobnie jak „globalizacja” – jest wygodnym terminem dla opisu szeregu mniej lub bardziej odrębnych zmian strukturalnych w gospodarkach krajów uprzemysłowionych<sup>10</sup>. W podobnym tonie wydaje się formułować swoje opinie Manuel Aalbers, zgadzając się do pewnego stopnia z krytyką kierowaną w stosunku do pojęcia finansyzacji. Według niego finansyzacja może być uznana za bardzo nieprecyzyjnie zdefiniowany termin, który odnosi się do wielu procesów, struktur i praktyk oraz wyników rozpatrywanych w różnej skali oraz w różnych okresach. Co więcej, pojęcie to jest czasem traktowane jako *explanandum* (zjawisko będące przedmiotem wyjaśniania), innym natomiast razem jako *explanans* (czynnik, który wyjaśnia), bywają również takie sytuacje, kiedy brak jasności, jaką funkcję pojęcie to pełni. W tym kontekście termin „finansyzacja” nie różni się od takich pojęć jak „globalizacja” i „neoliberalizm”, które w podobny sposób zyskały szybko popularność w świecie nauki oraz mediach, a równocześnie krytykowane były z uwagi na brak precyzji i ogólnikowość<sup>11</sup>.

---

*przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2016, nr 436, s. 271; M. Sawyer, *What is Financialization?*, „International Journal of Political Economy: A Journal of Translations” 2014, No. 42(4), s. 1.

- 7 C. Lapavitsas, J. Powell, *Financialisation Varied: A Comparative Analysis of Advanced Economies*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 361.
- 8 J. Foster, *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2017, No. 58(1), s. 2.
- 9 L. Davis, *Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature*, „Journal of Economic Surveys” 2017, No. 31(5), s. 1336.
- 10 R. Dore, *Financialization of the Global Economy*, „Industrial and Corporate Change” 2008, Vol. 17, s. 1097.
- 11 M. Aalbers, *Corporate Financialization*, [w:] D. Richardson, N. Castree, M. Goodchild, A. Kobayashi, W. Liu, R. Marston (eds.), *International Encyclopedia of Geography*, John Wiley & Sons Ltd., Oxford 2017, s. 2.

Z innego punktu widzenia finansyzacja jest pojęciem teoretycznym, w większym stopniu o charakterze asocjacyjnym niż denotacyjnym, z wykorzystaniem którego łatwiej naszkicować kompleksowe zmiany ekonomiczne i społeczne niż ująć precyzyjnie pojedynczą zmianę w zakresie polityki czy też praktyki<sup>12</sup>. Polscy autorzy przekonują, że finansyzacja jest przez część uczestników dyskusji naukowej rozumiana bardzo szeroko (jako wykraczająca poza ramy gospodarki), przez wielu szeroko (jako bezpośrednio dotycząca gospodarki), przez innych wąsko (jako dotycząca wyłącznie sektora finansowego lub będąca konkretnym procesem obejmującym część gospodarki)<sup>13</sup>. Finansyzacja jest obecnie bardzo plastyczną koncepcją zbudowaną z mnogich kwestionowanych narracji, a w obiegu funkcjonuje cały szereg jej deskryptywnych opisów – definicji<sup>14</sup>. W opinii niektórych autorów możliwa jest identyfikacja 17 różnych znaczeń terminu finansyzacja<sup>15</sup>. Najogólniej definicje finansyzacji podzielić można na dwie kategorie: te o charakterze szerokim oraz o charakterze wąskim.

Dla Natashy van der Zwan pojęcie finansyzacji wykorzystywane od początku lat 90. ubiegłego wieku oraz na początku XXI w. przez badaczy z różnych dyscyplin naukowych, poczynając od nauk politycznych przez socjologię i antropologię na geografii i ekonomii kończąc, opisuje w gruncie rzeczy przejście gospodarki od kapitalizmu przemysłowego do kapitalizmu finansowego. Finansyzacja jest według cytowanej autorki rezultatem strukturalnej transformacji współczesnego kapitalizmu i upolitycznienia finansów. Sfera finansowa przestała być bowiem obszarem neutralnej alokacji kapitału, a stała się odzwierciedleniem przynależności klasowej, mechanizmem kontroli lub wręcz wyrazem racjonalności związanej z kapitalizmem XX w.<sup>16</sup> W podobnym tonie wypowiada się Costas Lapavistas, dla którego finansyzacja wyraża systemową transformację dojrzałych gospodarek kapitalistycznych z trzema powiązаныmi ze sobą zjawiskami. Po pierwsze, duże korporacje w mniejszym stopniu opierają się na finansowaniu ze strony banków, a jednocześnie posiadły zdolności funkcjonowania jak instytucje finansowe. Po drugie, banki przesunęły ciężar swojej aktywności w kierunku działalności na otwartych rynkach finansowych i pośredniczenia w transakcjach finansowych będących udziałem gospodarstw domowych. Po trzecie, gospodarstwa domowe stały się mocniej zaangażowane w operacje finansowe<sup>17</sup>. Podobnie istotę finansyzacji

12 A. Styhre, *The Financialization of the Firm. Managerial and Social Implications*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK 2015, s. 58.

13 Por.: A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 15.

14 S. French, A. Leyshon, T. Wainwright, *Financializing Space, Spacing Financialization*, „Progress in Human Geography” 2011, Vol. 36(6), s. 800.

15 R. Lee, G. Clark, J. Pollard, A. Leyshon, *The Remit of Financial Geography – Before and After the Crisis*, „Journal of Economic Geography” 2009, Vol. 9, s. 728.

16 N. van der Zwan, *Making Sense of Financialization*, „Socio-Economic Review” 2014, Vol. 12, s. 99–102.

17 C. Lapavistas, *Theorizing Financialization*, „Work, Employment and Society” 2011, No. 25(4), s. 611.

postrzegają Rosemary Batt i Eileen Appelbaum, dla których jest ona przejściem od kapitalizmu menedżerskiego, w którym zwroty z inwestycji pochodzą z wartości kreowanej przez przedsiębiorstwa produkcyjne, do nowej formy – kapitalizmu finansowego, w którym przedsiębiorstwa są postrzegane przez pryzmat aktywów będących przedmiotem transakcji kupna i sprzedaży oraz stają się narzędziami wykorzystywanymi do maksymalizacji zysków poprzez stosowanie określonych strategii finansowych<sup>18</sup>. Do prezentowanych wyżej poglądów na temat istoty zjawiska finansyzacji zaklasyfikować można również definicję zaproponowaną przez Jana Toporowskiego. W jego opinii finansyzacja to przekształcenie kapitalizmu, w którym kluczową rolę odgrywają przedsiębiorcy, w kapitalizm rentierski, w którym ci pierwsi zastąpieni zostali przez posiadaczy aktywów<sup>19</sup> – inwestorów.

Kontynuując prezentację funkcjonujących definicji, wskazać również można, że w opinii Geralda Epsteina finansyzacja oznacza rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, aktorów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarek krajowych i gospodarki międzynarodowej<sup>20</sup>. Thomas Palley wskazuje natomiast, że finansyzacja jest procesem, za pomocą którego rynki finansowe, instytucje finansowe oraz elity finansowe uzyskują większy wpływ na prowadzoną politykę ekonomiczną oraz uzyskiwane wyniki gospodarcze<sup>21</sup>. Podobnie uważa Engelbert Stockhammer, dla którego finansyzacja odzwierciedla szeroki zestaw zmian w relacjach pomiędzy sektorem realnym gospodarki a jej sektorem finansowym, w następstwie których większe znaczenie niż do tej pory zyskują uczestnicy sceny finansowej oraz motywów finansowe<sup>22</sup>. Z kolei Leonardo Pataccini pod pojęciem finansyzacji rozumie proces postępującej rekonfiguracji relacji społecznych i ekonomicznych, poprzez który ewolucja systemu finansowego, składającego się z instytucji finansowych, rynków oraz agentów, determinuje mikro-, mezo- i makroekonomiczne wzorce gospodarek kapitalistycznych, a korzyści finansowe wywierają przeważający wpływ na politykę gospodarczą na poziomie zarówno krajowym, jak i międzynarodowym<sup>23</sup>. Zbliżony pogląd

- 
- 18 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, Upjohn Institute Working Paper 2013, No. 13–191, s. 14.
- 19 J. Toporowski, *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives, and Pension Fund Capitalism*, Routledge, London 2000, cyt. za: R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, Upjohn Institute Working Paper 2013, No. 13–191, s. 3. Por.: E. O’Boyle, S. Solari, G. Maragoni, *Financialization: Critical Assessment Based On Catholic Social Teaching*, „International Journal of Social Economics” 2009, Vol. 37(1), s. 6.
- 20 G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 3.
- 21 T. Palley, *Financialization: What It Is and Why It Matters*, „The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper” 2007, No. 525, s. 2.
- 22 E. Stockhammer, *Financialization and the Global Economy*, „University of Massachusetts Working Paper” 2010, No. 240, s. 2.
- 23 L. Pataccini, *From „Communitaire Spirit” to the „Ghost of Maastricht”: European Integration and the Rise of Financialization*, „International Journal of Political Economy” 2017, No. 46, s. 272.

zdają się prezentować Pablo Gortz i Annina Kaltenbrunner rozumiejący finansyzację jako zmianę relacji finansowych i praktyk działania agentów ekonomicznych we współczesnym kapitalizmie<sup>24</sup>.

Wąskie rozumienie pojęcia finansyzacji wydaje się być prezentowane w definicji zaproponowanej przez Kevina Philipa, który postrzega finansyzację jako proces, w którym szeroko rozumiane usługi finansowe przejmują w aspekcie gospodarczym, kulturowym i politycznym dominującą rolę w gospodarce krajowej<sup>25</sup>. Greta Krippner odnosi pojęcie finansyzacji do tendencji w kierunku czerpania zysków w gospodarce w większym stopniu poprzez kanały finansowe niż z wykorzystaniem działalności produkcyjnej<sup>26</sup>. Alessandro Vercelli sugeruje natomiast, by finansyzację definiować jako proces ewolucji pieniądza, w którym stopniowo zwiększa on swój wpływ oraz znaczenie w gospodarce i społeczeństwie<sup>27</sup>. Autor definicji doprecyzowuje jednak, że po pierwsze ma na myśli pieniądź w najszerszym tego słowa znaczeniu. Po drugie, pieniądź nie odnosi się wyłącznie do zwykłej jego ilości, która może być kreowana, pomnażana, gromadzona i wykorzystywana jako środek wymiany oraz miernik wartości, lecz również do roli pieniądza jako instytucji kształtującej formy wymiany i akumulacji, determinującej zdolność do zawierania transakcji ekonomicznych jak również ich efektywność. Po trzecie wreszcie, przyjmuje on założenie, że pieniądź jest w swej istocie siecią relacji społecznych pośredniczącą między członkami społeczności poprzez bezosobowe oraz nieumyślne ogniwa, które jakkolwiek zamazują relacje osobiste, to jednak głęboko wpływają na działania jednostek.

Z kolei Iain Hardie utożsamia finansyzację ze zdolnością do handlowania ryzykiem. Dotyczy to zarówno samego podejmowania ryzyka, jak i handlowania nim poprzez obrót aktualnie dostępnymi aktywami finansowymi. Zdolność ta jest determinowana zarówno przez samą strukturę rynku (płynność poszczególnych rynków i dostępność aktywów), jak również przez ograniczenia nakładane na inwestorów gotowych do handlowania ryzykiem. W tym sensie można uznać, że ogólnie finansyzacja jest pochodną interakcji zachodzących pomiędzy finansyzacją rynku i finansyzacją podmiotów na nim działających. Zdolność do handlu ryzykiem (poziom finansyzacji) jest niska na rynku, na którym przedmiotem obrotu jest jeden rodzaj produktu finansowego (aktywa finansowego), oraz gdzie większość papierów wartościowych jest własnością banków oraz funduszy emerytalnych realizujących długookresowe strategie inwestycyjne. Z drugiej strony możliwość handlu ryzykiem (poziom finansyzacji) jest wysoka na rynkach z szeroką gamą dostępnych produktów

24 P. Gortz, A. Kaltenbrunner, *The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 377.

25 I. Moosa, *Does Financialization Retard Growth? Time Series And Cross-Sectional Evidence*, „Applied Economics” 2018, Vol. 50(31), s. 3405.

26 G. Krippner, *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, 2011, s. 4.

27 A. Vercelli, *Crisis and Sustainability. The Delusion of Free Markets*, Palgrave Macmillan UK, London 2017, s. 91.

finansowych, na których ma miejsce znaczące zaangażowanie inwestorów krótko-  
okresowych nastawionych na kupno i sprzedaż aktywów finansowych z dużą czę-  
stotliwością. Wyższy poziom finansyzacji inwestorów prawdopodobnie zwiększa  
poziom finansyzacji danego rynku, a wyższy poziom finansyzacji rynku przyciąga  
kolejnych inwestorów o wyższej skłonności do handlowania ryzykiem<sup>28</sup>. W podob-  
nym nurcie wypowiadają się Randy Martin, Michael Rafferty i Dick Bryan, dla któ-  
rych finansyzacja jest rozpowszechniającym się procesem zarządzania ryzykiem.  
W tym rozumieniu finansyzacji, specjalizacja w zakresie zarządzania ryzykiem jest  
cechą ogólną, definiującą i konstytuującą termin finansyzacja<sup>29</sup>.

Na istotne znaczenie instrumentów finansów wskazuje w autorskiej definicji  
Wallace Turbeville, dowodząc, że finansyzacja jest procesem, w którym skala ob-  
rotu i znaczenie instrumentów finansowych oraz kontraktów finansowych wzrosły  
w relacji do gospodarki jako całości<sup>30</sup>. W zbliżonym tonie wypowiada się Peter  
Langley, wskazując, iż pojęcie finansyzacji rozpatrywane w sposób retrospektywny  
uwydatnia i odzwierciedla istotny wzrost w zakresie tworzenia oraz handlu prawa-  
mi własności z wykorzystaniem szerokiej gamy instrumentów finansowych. Zja-  
wisko finansyzacji, w jego wąskim rozumieniu, jest odnoszone również do kwe-  
stii przejmowania przez kryteria finansowe i reżim finansowy dominującej roli  
w kształtowaniu kierunków zarządzania przedsiębiorstwem oraz sprawowania  
nadzoru korporacyjnego<sup>31</sup>.

Dla Donalda Tomaskovic-Deveya finansyzacja jest w swych korzeniach syste-  
mem redystrybucji dochodów, który faworyzuje sektor finansowy względem sek-  
tora niefinansowego, inwestycje finansowe kosztem inwestycji w zdolności pro-  
dukcyjne oraz akcjonariuszy spółek oraz kadre zarządzającą najwyższego szczebla  
w porównaniu z pracownikami oraz obywatelami<sup>32</sup>. Podobny pogląd zdaje się pre-  
zentować Thomas Palley. Uważa on, że finansyzacja wzmacnia, potęguje i pogłębia  
charakterystyczne dla podejścia neoliberalnego przesunięcie w zakresie podziału  
dochodów na niższym poziomie agregacji, zwiększając udział dochodów menedże-  
rów, udział dochodów pochodzących płatności odsetkowych oraz udział sektora  
finansowego w całości zysków<sup>33</sup> (rys. 1.3). Natomiast Charles Guay-Boutet w ar-  
tykule poświęconym zagadnieniu zadłużenia studentów, gospodarstw domowych

28 I. Hardie, *How Much Can Government Borrow? Financialization and Emerging Markets Government Borrowing Capacity*, „Review of International Political Economy” 2011, No. 18(2), s. 143.

29 R. Martin, M. Fafferty, D. Bryan, *Financialization, Risk and Labour*, „Competition & Change” 2008, Vol. 12 (2), s. 122.

30 W. Turbeville, *Financialization and a New Paradigm for Financial Markets*, s. 5, <https://www.demos.org/sites/default/files/publications/Tuberville.pdf> [dostęp 4.11.2018].

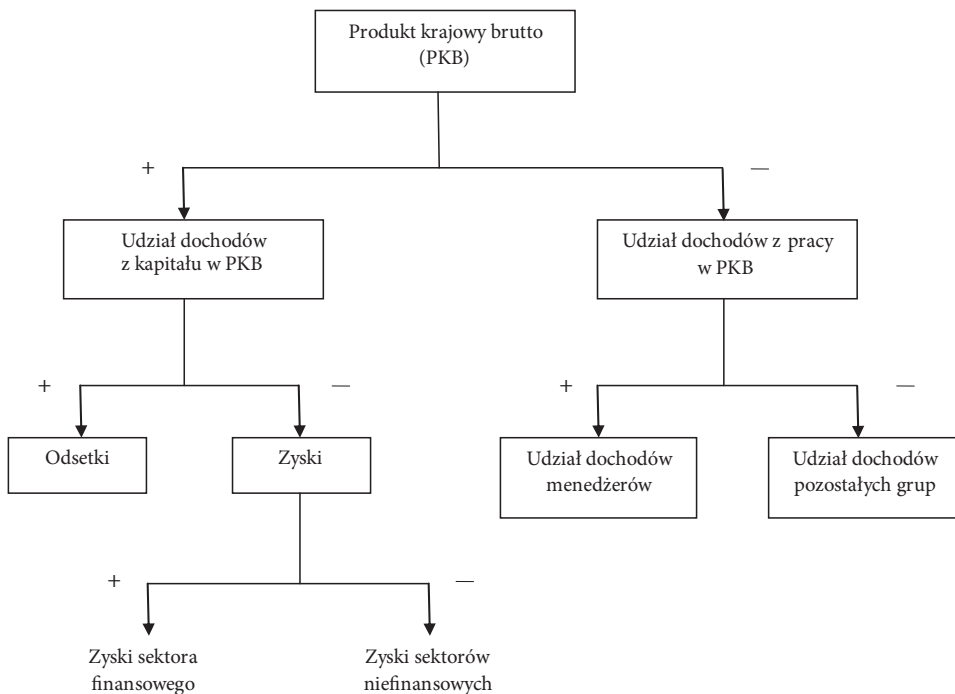
31 P. Langley, *Financialization and the Consumer Credit Boom*, „Competition & Change” 2008, Vol. 12(2), s. 133–140.

32 D. Tomaskovic-Devey, *Beware Financialization, Attractive and Dangerous, but Mostly Dangerous*, „Teorija in Praksa” 2015, No. 52(3), s. 389.

33 T. Palley, *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan UK, London 2013, s. 5.



oraz konsumentów definiuje finansyzację jako proces finansowej inkluzji. Odbywa się ona poprzez upowszechnienie i rozszerzenie bankowych usług w zakresie działalności kredytowej dla gospodarstw domowych<sup>34</sup>. Jest to wyjątkowo wąskie, a jednocześnie znacząco odmienne podejście do analizowanego terminu niż ma to miejsce w pracach autorów cytowanych wcześniej.



**Rys. 1.3.** Finansyzacja w kontekście podziału dochodu według Thomasa Palleya

**Źródło:** T. Palley, *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan UK, London 2013, s. 5

Podsumowaniem rozważań na temat zakresu pojęciowego finansyzacji w ujęciu szerokim i wąskim są poniższe rysunki (rys. 1.4, rys. 1.5), na których w sposób syntetyczny zaprezentowano kluczowe pojęcia i terminy, opisujące finansyzację w pracach zagranicznych autorów.

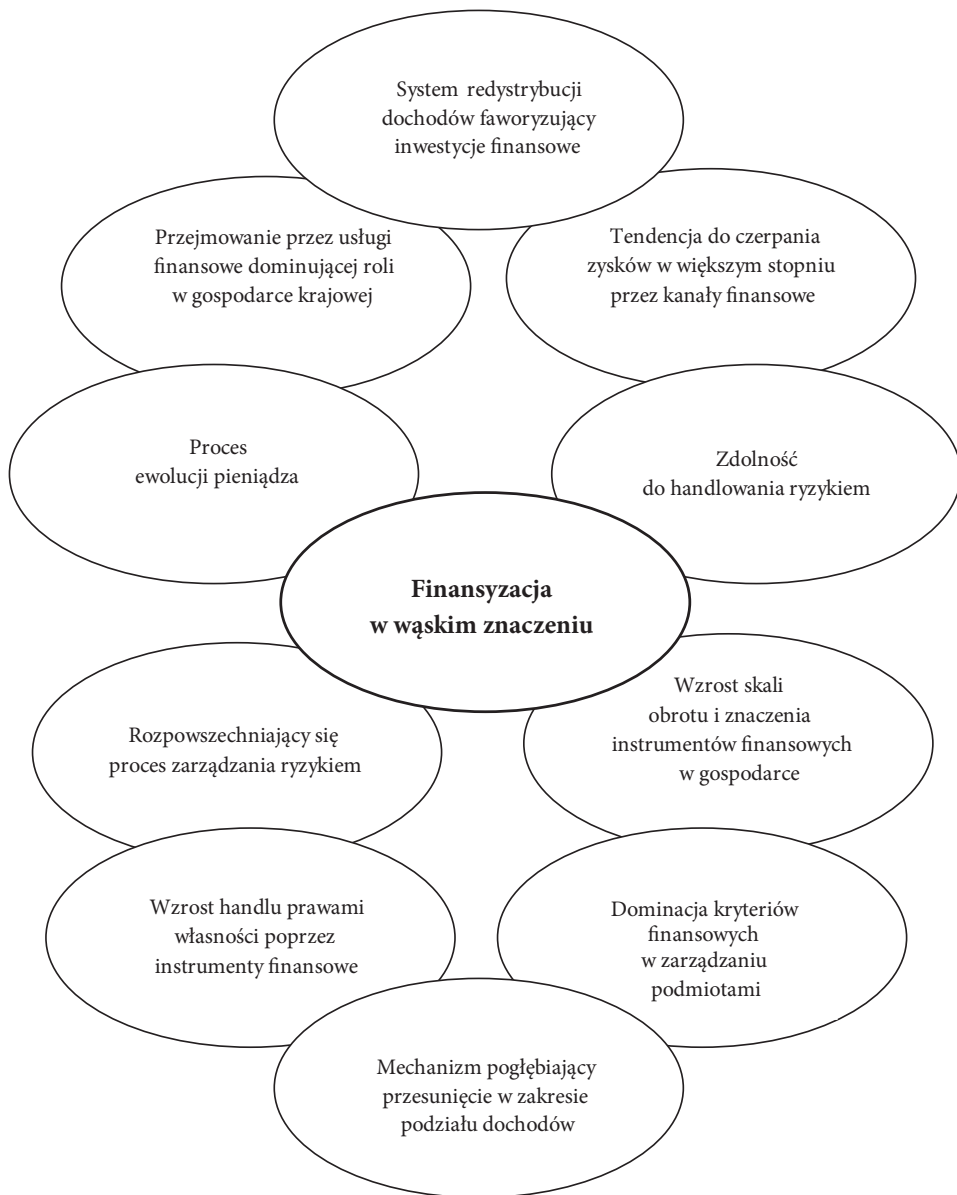
34 C. Guay-Boutet, *The Financialization of Quebec Student Debt and the Theory of Monetary Circuit: A Case for a Reinterpretation?*, „Studies in Political Economy” 2019, s. 5, DOI: 10.1080/07078552.2018.1536363



**Rys. 1.4.** Kluczowy katalog pojęciowy związany z terminem „finansyzacja” – szerokie ujęcie definicyjne

**Źródło:** opracowanie własne w oparciu o prace autorów cytowanych w niniejszym podrozdziale





**Rys. 1.5.** Kluczowy katalog pojęciowy związany z terminem „finansyzacja” – wąskie ujęcie definicyjne

**Źródło:** opracowanie własne w oparciu o prace autorów cytowanych w niniejszym podrozdziale

Na gruncie polskiego piśmiennictwa obok terminu finansyzacja napotkać można również określenia: „finansjeryzacja”, „finansjalizacja”, „ufinansowanie”,

„giełdyzacja”, „bankokracja”, „kapitalizm finansowy”<sup>35</sup>. Lektura prac naukowych poświęconych zjawisku finansyzacji uprawnia do konstatacji, że to właśnie termin „finansyzacja” pojawia się najczęściej w polskojęzycznych opracowaniach naukowych<sup>36</sup>. Co więcej, rodzimi autorzy przekonują, że zwrot finansyzacja (podobnie jak ufinansowanie) łączy odniesienie do istoty zjawiska z próbą uszanowania reguł języka polskiego<sup>37</sup>. Termin ten będzie stosowany również w niniejszym opracowaniu.

**Tabela 1.1.** Wybrane definicje finansyzacji prezentowane w pracach polskich autorów

Autor	Definicja
Justyna Franc-Dąbrowska (2018)	Wzrost znaczenia operacji finansowych w procesie generowania dodatkowej wartości zarówno na rynkach finansowych, jak i w gospodarstwach domowych, małych i średnich przedsiębiorstwach oraz całych gospodarkach i cechujące się częściowym odseparowaniem od sfery realnej
Agata Adamska, Gabriel Główska, Grzegorz Sobiecki (2018)	Wzrost skali, znaczenia oraz siły wpływów „finansów” na gospodarkę i społeczeństwo
Hanna Sokół (2017)	Powszechne utowarowienie długu
Piotr Szczepankowski (2016)	Wzrost absolutnej i relatywnej wielkości sektora finansowego, który pociąga za sobą zmiany jakościowe funkcjonowania gospodarki
Stanisław Adamczyk (2016)	Znaczne natężenie skali władzy logiki finansowej w procesach społeczno-gospodarczych
Marek Ratajczak (2014)	Proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej
Krzysztof Jajuga (2014)	Wzrost znaczenia motywów finansowych (głównie zysku i ryzyka) w procesie podejmowania decyzji gospodarczych i ich wpływu na efektywne funkcjonowanie podmiotów ekonomicznych oraz zachowania społeczne

35 Zob.: A. Fierla, A. Grygiel-Tomaszewska, *Proces finansjeryzacji*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 14; P. Szczepankowski, *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 398; M. Ratajczak, *Ekonomia i edukacja ekonomiczna w dobie finansyzacji gospodarki*, „Ekonomista” 2014, nr 3, s. 207.

36 Por.: G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2015, z. 4, s. 197.

37 Por.: A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 14–15.

Tabela 1.1 (cd.)

Autor	Definicja
Aldona Kamela-Sowińska (2014)	Zjawisko postępującej dominacji sektora finansowego w działalności jednostek gospodarujących i osób fizycznych
Michał Wrzesiński (2014)	Postępujący wzrost znaczenia sektora finansowego i związanych z nim elit
Eugeniusz Gostomski (2014)	Narastająca dominacja sektora finansowego, w szczególności rynków kapitałowych i banków z ich wielorakimi spółkami zależnymi, nad sektorem przedsiębiorstw niefinansowych
Marek Ratajczak (2012)	Wzrost roli działalności finansowej w aktywności gospodarczej podmiotów o charakterze niefinansowym
Elżbieta Mączyńska (2011)	Przerost sektora finansowego w stosunku do realnego sektora wytwórczego, czyli sektora produkcji dóbr i usług
Jerzy Żyżyński (2010)	Nadproporcjonalny rozrost sfery finansowej

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: J. Franc-Dąbrowska, *Ufinansowanie gospodarki i finansowy wzrost wartości*, „*Ekonomista*” 2018, nr 6, s. 701; A. Adamska, G. Główna, G. Sobiecki, *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018, s. 16; H. Sokół, *Krótkoterminowe papiery dłużne w zarządzaniu płynnością przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2017, s. 134; P. Szczepankowski, *Finansyzacja przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce*, „*Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*” 2016, nr 1 (38), s. 31; S. Adamczyk, *Finansyzacja przedsiębiorstwa jako czynnik jego alienacji od sfery realnej*, Autoreferat rozprawy doktorskiej napisanej pod kierunkiem naukowym prof. SGH dr hab. Marii Aluchny, Warszawa 2016, s. 3; M. Ratajczak, *Ekonomia w dobie finansyzacji gospodarki*, „*Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*” 2014, z. 2, s. 261; K. Jajuga, *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, [w:] *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014, s. 148; A. Kamela-Sowińska, *Finansyzacja gospodarki wyzwaniem dla rachunkowości*, „*Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*” 2014, nr 329, s. 146; M. Wrzesiński, *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, [w:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014, s. 293; E. Gostomski, *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „*Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej*” 2014, nr 33, s. 301; M. Ratajczak, *Finansyzacja gospodarki*, „*Ekonomista*” 2012, nr 3, s. 282; E. Mączyńska, *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, „*Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*” 2011, s. 57; J. Żyżyński, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji*, [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 27.

Zaprezentowane w tabeli 1.1. definicje finansyzacji uprawniają do konkluzji, że na tle zagranicznych autorów polscy badacze koncentrują się głównie na wąskim znaczeniu pojęcia finansyzacji, podkreślając znaczenie sektora finansowego, sfery finansowej i motywów finansowych oraz ich dominację w relacji do realnego sektora gospodarki. Jedynie Krzysztof Jajuga, Stanisław Adamczyk, a także zespół:

Agata Adamska, Gabriel Główka i Grzegorz Sobiecki wskazują na społeczny aspekt zjawiska finansyzacji.

Biorąc pod uwagę wcześniej zaprezentowane definicje, w niniejszym opracowaniu przyjmuje się, że finansyzacja oznacza transformację gospodarki kapitalistycznej zmierzającą w kierunku modelu, w którym instytucje finansowe odgrywają niewspółmiernie ważną do swej społecznej użyteczności rolę w gospodarce, zaś motywy finansowe pełnią dominującą funkcję w decyzjach ekonomicznych podmiotów rynkowych, w tym także instytucji odpowiedzialnych za kreowanie polityki gospodarczej, a także wywierają istotny wpływ na funkcjonowanie rynków oraz kształtowanie otoczenia instytucjonalno-prawnego. Wydaje się, że takie podejście jest uzasadnione złożonością problematyki, jej wielowymiarowością jak również koniecznością holistycznego spojrzenia na skutki, jakie finansyzacja wywołuje na poziomie mikroekonomicznym, makroekonomicznym i globalnym.

Przyjmując za słownikiem języka polskiego definicję gospodarki w brzmieniu: „całość mechanizmów i warunków działania podmiotów gospodarczych związana z wytwarzaniem i podziałem dóbr i usług”<sup>38</sup>, wydaje się zasadne stwierdzenie, że termin „finansyzacja gospodarki” cechuje duża pojemność znaczeniowa. Pojęcie to obejmuje swoim zasięgiem zarówno elementy wchodzące w skład gospodarki, a więc tak gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, rynki, jak i państwo. Uwzględnia ono ponadto strukturę w rozumieniu branżowym czy też sektorowym (a zatem podział na przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe). Odniesione może być również do samych mechanizmów podejmowania decyzji (w tym zachowania podmiotów na różnego rodzaju rynkach) w oparciu o motywy finansowe oraz zmian, jakie w ostatnich dekadach dokonały się w tym obszarze. Uprawnione wydaje się stwierdzenie, że pojęcie „finansyzacja gospodarki” w istocie zawiera w sobie takie określenia jak „finansyzacja gospodarstw domowych”, „finansyzacja przedsiębiorstw”, „finansyzacja przedsiębiorstw niefinansowych”, „finansyzacja rynków”, „finansyzacja działalności państwa”, gdyż każdy z wymienionych podmiotów stanowi element składowy szerszej kategorii, za którą uznać można gospodarkę. W tym sensie termin „finansyzacja gospodarki” jest pojęciem *sensu largo*. Co warto podkreślić, na gruncie literatury polskiej podobny termin „gospodarka sfinansyzowana” był po raz pierwszy wykorzystany przez Jerzego Dudzińskiego w roku 2013 w artykule: *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*<sup>39</sup>. Analizy prowadzone w niniejszej monografii koncentrować się będą na zjawisku finansyzacji w gospodarkach krajów rozwiniętych oraz wybranych gospodarkach krajów rozwijających się.

38 <http://sjp.pwn.pl/slowniki/gospodarki.html> [dostęp 23.07.2019].

39 Zob.: J. Dudziński, *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 315, s. 223–233.

### 1.3. Źródła i determinanty finansyzacji

Malcom Sawyer przekonuje, że finansyzacja, rozumiana jako ogólny wzrost sektora bankowego i sektora finansowego, była od dawna cechą charakterystyczną gospodarek kapitalistycznych. Trudno byłoby wyobrazić sobie kapitalizm bez sektora finansowego odgrywającego w nim istotną rolę. Zarówno banki komercyjne, jak i giełdy papierów wartościowych powstały przed wiekiem XIX, a ich wzrost miał miejsce w XIX w. wraz z postępującą industrializacją<sup>40</sup>. Alessandro Vercelli wskazuje z kolei, że tendencja w kierunku finansyzacji gospodarki rozwijała się bardzo powoli i często proces ten był ograniczany z powodów religijnych, etycznych oraz politycznych, czego najlepszym przykładem może być zakaz lichwy. Jednakowoż według cytowanego autora występują zarówno okresy przyspieszonego procesu finansyzacji, w których to ma miejsce łagodzenie ograniczeń nakładanych na działalność finansową, jak i okresy spowolnienia, a nawet fazy def finansyzacji oraz upadku sektora finansowego mające miejsce wraz z silniejszym ograniczaniem funkcjonowania sektora finansowego. Te ostatnie jednakże nie zakończyły się nigdy sukcesem w postaci przerwania procesu finansyzacji na długi czas<sup>41</sup>.

W literaturze przedmiotu można odnaleźć pogląd, że źródeł finansyzacji upatrywać można w zmianie paradygmatu dotyczącego polityki gospodarczej, która nastąpiła pod koniec lat 70. ubiegłego wieku, początkowo w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, później w innych gospodarkach rozwiniętych. To wówczas bowiem wdrożony został szereg reform o charakterze neoliberalnym obejmujących m.in. deregulację sektora finansowego, liberalizację handlu międzynarodowego i przepływów kapitału, wprowadzenie elastycznych form zatrudnienia oraz wynagrodzenia za pracę, prywatyzację, dostosowania strukturalne w gospodarce, ograniczenie zakresu oddziaływania państwa, przesunięcie celów polityki gospodarczej z dążenia do zapewniania pełnego zatrudnienia na walkę ze zjawiskiem inflacji i wreszcie wdrożenia drugiego filaru w systemach emerytalnych. Głównym celem tych działań było przywrócenie stopy zwrotu (zysku), która nie wzrastała w okresie od 1945 do 1975 r. To właśnie finansyzacja wespół z globalizacją zostały zidentyfikowane jako dwa filary, dzięki którym kapitalizm w skali globalnej mógł powrócić do swoich korzeni, wyzwalając się z ograniczeń nałożonych nań przez keynesistowskich kreatorów powojennej polityki gospodarczej. Ekspansja finansowa i globalizacja ukształtowały model kapitalizmu finansowego, w którym kraje i rządy zobowiązane są do tworzenia konkretnych instytucji, implementacji określonych polityk i konkutowania między sobą poprzez ulgi podatkowe, zachęty dla inwestorów, dumping socjalny, jak również do deregulacji rynku pracy przez

40 M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, [w:] P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *Financial Liberalization: Past, Present and Future, Annual Edition of International Papers in Political Economy*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke 2016, s. 45.

41 A. Vercelli, *Financialisation in a Long-run Perspective: An Evolutionary Approach*, „International Journal of Political Economy” 2013, No. 42(2), s. 22.

zwiększanie elastyczności zatrudnienia<sup>42</sup>. Donald Tomaskovic-Devey przekonuje, że finansyzacja gospodarki globalnej była jednym z głównych projektów w ramach doktryny neoliberalnej. Zjawisko finansyzacji jest w jego opinii rezultatem decyzji regulacyjnych zarówno tych dotyczących deregulacji sektora finansowego i popierania działań zmierzających do koncentracji siły finansowej w kilku dużych instytucjach, jak również niepowodzenia w uregulowaniu nowych instrumentów finansowych oraz strategii stosowanych z ich wykorzystaniem<sup>43</sup>. Podobne przekonanie prezentuje Thomas Palley, który stwierdza, że finansyzacja winna być postrzegana jako finansowe ramię neoliberalnego paradygmatu, w ramach którego nastąpiła redystrybucja dochodów z płac na rzecz zysków i od pracowników na korzyść menedżerów i właścicieli kapitału. Redystrybucja ta stworzyła zagrożenie dla zagregowanego popytu w gospodarce, a finansyzacja była tym, co pozwoliło wypełnić lukę w agregatowym popycie stworzoną przez ten system redystrybucji dochodów<sup>44</sup>.

W literaturze znaleźć można tezę, że neoliberalizm jest wyrazem nowej hegemonii finansów. Nie zaskakuje więc, że finanse odpowiedzialne są za przekształcenie wielu kluczowych cech współczesnego kapitalizmu<sup>45</sup>. W doktrynie neoliberalnej do wyjątkowej roli podniesiony został rynek jako miejsce efektywnej koordynacji działalności gospodarczej. Co więcej, zachowania rynkowe uznane zostały za możliwe do implementacji w niemal wszystkich przejawach życia codziennego<sup>46</sup>. Tam, gdzie rynki już funkcjonują, z założenia zakładano konieczność ich deregulacji, natomiast w obszarach, gdzie one jeszcze nie istnieją przyjmowano założenie, że – o ile jest to tylko możliwe – powinny być one stworzone. Rynek postrzegany był jako pierwszoplanowa instytucja w organizacji społecznej i w procesie koordynacji. Za sprawą finansyzacji szczególne miejsce zajęły rynki finansowe. Wyjątkowa pozycja rynku finansowego wynikała z faktu przedstawiania go jako doskonale konkurencyjnego i efektywnego, stabilnego oraz zdolnego do odzwierciedlania wszystkich istotnych z ekonomicznego punktu widzenia informacji. Ponadto za pośrednictwem rynku dokonywane są ważne z gospodarczego punktu widzenia zadania, takie jak alokacja oszczędności, akumulacja kapitału, podział i dywersyfikacja ryzyka. W odniesieniu do alokacji oszczędności rynki finansowe zapewniają transfer oszczędności od podmiotów charakteryzujących się nadwyżkami do podmiotów deficytowych, umożliwiając tym samym pełne zatrudnienie i wspierając procesy wzrostu gospodarczego poprzez alokowanie zasobów w sposób

42 P. Tridico, R. Pariboni, *Inequality, Financialization and Economic Decline*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2018, Vol. 41(2), s. 238.

43 D. Tomaskovic-Devey, *Beware Financialization, Attractive and Dangerous, but Mostly Dangerous*, s. 382–389.

44 T. Palley, *The Economics of Finance Capital...*, s. 60.

45 G. Duménil, D. Lévy, *Cost and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 40.

46 W tym kontekście finansyzacja rozpatrywana może być szerzej niż tylko w aspekcie gospodarki, a więc w podejściu przyjętym w niniejszej monografii, i rozszerzona zostać może na aspekt społeczny.



najbardziej produktywny i generujący najwyższe stopy zwrotu. Ponadto rynki finansowe jako pośrednicy finansowi zwiększają ogólny poziom oszczędności i inwestycji bowiem wyższe stopy zwrotu z udostępnianego kapitału czynią oszczędzanie bardziej atrakcyjnym. Natomiast kanałem, za pośrednictwem którego rynki finansowe wywierają wpływ na akumulację kapitału i dochodów, jest tworzenie rynków charakteryzujących się płynnością aktywów. To właśnie na tych rynkach aktywa te są prawidłowo wyceniane oraz łatwo zbywalne. Istnienie płynnych rynków oznacza, że zamiast przetrzymywać pieniądź w sposób nieproduktywny, podmioty gospodarcze mogą przeznaczyć swój dochód na akumulację produktywnych (w sensie generowania zysków) aktywów, co zarówno podnosi dochody, jak i zwiększa wzrost. Podmioty rynkowe cechuje również wyższa skłonność do akumulacji kapitału zamiast pieniądza, ponieważ mają one świadomość, że w razie potrzeby aktywa kapitałowe mogą być w łatwy sposób sprzedane przy jednoczesnym uzyskaniu za nie godziwej wartości. Istnienie płynnych rynków finansowych oznacza również możliwość łatwiejszego wykorzystania aktywów jako formy zabezpieczenia. Przedsiębiorcy są bardziej skłonni do dawania aktywów w zastaw jako zabezpieczenia bowiem wierzą, że w przypadku gdyby zabezpieczenie to faktycznie musiały być wykorzystane, są w stanie uzyskać godziwą cenę za będące w zastawie aktywa. Jeśli chodzi natomiast o kwestię ryzyka, to współczesne rynki finansowe umożliwiły poszerzenie zakresu ubezpieczenia przed ryzykiem poprzez rynki kontraktów terminowych. Dzięki nim producenci są w stanie zabezpieczać zarówno przyszłe przepływy dochodów, jak i te związane z kosztami. To z kolei doprowadza do sytuacji, w której producenci są skłonni podejmować większe ryzyko, bowiem mogą poprzez określone instrumenty finansowe nabyć ochronę przed dodatkowym ryzykiem. Ponadto, wedle ustaleń zwolenników teorii portfelowej płynne rynki finansowe umożliwiają podmiotom nabywanie aktywów finansowych cechujących się odmiennymi relacjami pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu. Właściwy dobór aktywów pozwala na tworzenie zdywersyfikowanych portfeli, tym samym poprawia sytuację inwestorów poprzez redukcję ryzyka przy jednoczesnym zachowaniu oczekiwanej stopy zwrotu. To z kolei umożliwia inwestorom w większym stopniu angażowanie się w bardziej ryzykowne i jednocześnie o wyższej możliwej stopie zwrotu aktywa niż miałyby to miejsce w świecie bez teorii portfelowej. Dodawanie do portfela kolejnych aktywów o odmiennych charakterystykach ryzyka i stopy zwrotu zwiększa możliwość uzyskania efektywnego portfela inwestycyjnego. To natomiast stanowi czynnik determinujący tworzenie nowych kategorii innowacji finansowych i samych aktywów finansowych takich jak papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych (*Mortgage – Backed Securities*, MBS) czy instrumenty sekurytyzacji oparte na długu (*Collateralized Debt Obligation*, CDO). Zwiększa się tym samym płynność aktywów finansowych, możliwość zabezpieczenia z wykorzystaniem aktywów, poprawie ulega podział ryzyka oraz rośnie możliwość elastycznego wykorzystania finansów do celów inwestycyjnych. I w końcu rynek finansowy jest również narzędziem nadzoru nad działalnością współczesnych przedsiębiorstw, w których z uwagi na rozdzielenie własności i zarządzania

ujawnia się problem agencji. Rynki finansowe są w stanie dyscyplinować menedżerów do zachowań zgodnych z oczekiwaniami właścicieli. Tam, gdzie menedżerowie działają w sposób niezadowolający, inwestorzy mogą nabyć akcje spółki, przejąć nad nią kontrolę, wymieniając kadrę zarządzającą na taką, która kierować będzie spółką w najlepszym interesie akcjonariuszy. W opinii Thomasa Palleya jest to model zarządzania wartością dla akcjonariuszy, utożsamiany przez Gretę Krippner ze zjawiskiem finansyzacji<sup>47</sup>.

Przez zwolenników wolnego rynku sektor finansowy był powszechnie przedstawiany jako najbardziej efektywny ze wszystkich rynków i najlepiej działający ze wszystkich rynków, który nie tylko zdolny jest sam w sobie do tworzenia bogactwa w sensie ekonomicznym, lecz również jest w stanie dyscyplinować i monitorować wszystkie pozostałe rynki<sup>48</sup>. Jak przekonuje Philip Mirowski, ustaloną z góry odpowiedzią zwolenników podejścia neoliberalnego na pojawienie się jakiegokolwiek problemu, w tym tego natury ekonomicznej, było wskazywanie na konieczność dalszego zwiększania roli mechanizmu rynkowego i rynków<sup>49</sup>. Alexander Styhre przywołuje słowa Fishera Blacka, który wyraził pogląd, że nie dostrzega on, by rynek komercyjny, tworząc szereg niezwykłych instrumentów pochodnych, generował jakiegokolwiek ryzyko systematyczne. Podmiotem odpowiedzialnym za kreowanie ryzyka systematycznego jest rząd<sup>50</sup>. Źródłem finansyzacji można zatem upatrywać również w pojawieniu się i dominacji określonych teorii ekonomicznych, które stanowiły intelektualne zaplecze, a zarazem fundament, na którym budowane były rozwiązania gospodarcze spójne z ideologią zakładającą prymat wolnego rynku.

Istotną cechą charakterystyczną finansyzacji, związaną z funkcjonowaniem rynków była według Alexandra Styhre znacząca zmiana w dziedzinie regulacyjnej, a dokładniej przejście od modelu kontrolowanych przez państwo instytucji regulacyjnych do instytucji regulacyjnych podlegających prawom rynkowym. Dobitym tego przykładem jest funkcjonowanie agencji ratingowych pełniących kluczową funkcję w globalnym systemie finansowym. Na gruncie ideologii wolnorynkowej instytucje te będące własnością podmiotów prywatnych są ucieleśnieniem wiarygodnych market markerów i pomijany jest zupełnie fakt, że agencje ratingowe mają wbudowaną w konstrukcję swojego działania pokusę nadużycia (*moral hazard*), jako że ich przychody finansowe pochodzą od podmiotów, które zlecają im szacowanie ryzyka i ustalanie ratingu. Z tego punktu widzenia kapitalizm

47 T. Palley, *Financialization. The Economics of Finance Capital...*, s. 2–4. Chodzi o pracę Gretty Krippner: G. Krippner, *What is Financialization?*, mimeo, UCLA, 2004. Zaznaczyć należy jednak, że poglądy cytowanej autorki na zagadnienie finansyzacji są znacznie szersze i wieloaspektowe.

48 A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 60.

49 P. Mirowski, *Never Let a Serious Crisis go to Waste: How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, Verso, New York 2013, s. 213, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 61.

50 A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 69.



wolnorynkowy staje się jak wstęga Möbiusa, w której ani teoretycznie, ani praktycznie nie da się odróżnić, co jest wewnątrz, a co na zewnątrz. W tradycyjnym modelu ma miejsce odseparowanie sfery rynkowej i sfery regulacyjnej, podmiotów działających na rynku od podmiotów odpowiedzialnych za regulację rynku, instytucjonalną linią demarkacyjną pomiędzy tym, co jest na rynku i wokół niego. W nowej architekturze finansowej zarówno instytucje finansowe, jak i podmioty je oceniające są częścią tej samej struktury rynku<sup>51</sup>.

W literaturze poświęconej finansyzacji wskazuje się również, że jedną z kwestii podnoszonych przez zwolenników doktryny neoliberalnej była dychotomia między instytucją państwa i instytucją rynku. Temat ten pełnił pierwszoplanową rolę w debacie ekonomicznej i politycznej, zwłaszcza zaś w środkach masowego przekazu. Podczas gdy ta pierwsza utożsamiana była działaniami wspólnymi, ograniczającymi wolność jednostki, drugą postrzegano jako wyraz wolności i przedsiębiorczości. W rezultacie, takie przeciwstawianie sobie obu instytucji prowadziło do błędnych wniosków w dyskusji dotyczącej podziału władzy, która jest postrzegana w tym przypadku jak gra o sumie zerowej pomiędzy państwem i rynkiem. W założeniach neoliberalnych, w celu ochrony wolności jednostki konieczne jest zatem przesunięcie władzy z instytucji państwa do rynków. Z instytucjonalnego punktu widzenia relacja pomiędzy rynkami a państwem jest wskazywana jako związek o charakterze substytucyjnym, a nie komplementarnym. W rzeczywistości rynki i rządy są względem siebie w opozycji w podobny sposób jak dwie strony ten samej monety, zaś dowody empiryczne przekonują do tezy o komplementarności pomiędzy państwem i rynkiem. Dążąc do pożądanego przesunięcia władzy z instytucji państwa do instytucji rynku, zwolennicy neoliberalizmu wskazywali na efektywność działania mechanizmu rynkowego oraz wyrażali nieograniczone przekonanie co do zdolności rynku do rozwiązywania w najlepszy z możliwych sposobów wszystkich ważnych problemów ekonomicznych i społecznych. Przecistawiali temu nieefektywność państwa, słabości polityki w zakresie dostarczania dóbr publicznych oraz korupcję rządów. Konsekwencją stał się wyrażany przez obywateli brak zaufania lub wręcz wściekłość w stosunku do instytucji państwa i rządu<sup>52</sup>.

Jednak w spojrzeniu na kwestię dystrybucji władzy pomijany był kluczowy element, jakim są przedsiębiorstwa, które nie mogą być utożsamiane z rynkiem, jak to często ma miejsce. Przedsiębiorstwa różnią się w sposób istotny od instytucji państwa oraz instytucji rynku oraz zarządzane są w oparciu o zasady diametralnie różne względem tych, jakie są podstawą działania państwa i rynków. Państwo jest instytucją hierarchiczną, w której źródłem władzy jest parlament posiadający mandat dany przez obywateli w procesie wyborczym, a decyzje przez parlament podejmowane są wdrażane i egzekwowane przez rząd. Rynek natomiast, przyjmując jego funkcjonowanie w warunkach wolnej konkurencji, jest instytucją horyzontalną, w której wszyscy uczestnicy, w tym również firmy, pozbawieni są uznaniowej

51 *Ibidem*, s. 87.

52 A. Vercelli, *Crisis and Sustainability...*, s. 50–51.

władzy, a ich działanie zmierzające do efektywnej alokacji zasobów jest koordynowane przez mechanizm cenowy. Przedsiębiorstwa w sposób oczywisty różnią się od państwa, niemniej jednak hierarchiczna struktura władzy przypomina w nich tę charakteryzującą państwo, z akcjonariuszami odgrywającymi rolę najwyższej władzy oraz najwyższą kadrą zarządzającą, pełniącą rolę analogiczną do tej, jaką pełni rząd. Różnią się one również od rynku z uwagi na to, że proces alokacji zasobów wewnątrz nich jest celowy i nie bezosobowy, jakkolwiek determinowany działaniem sił rynkowych. W realiach doskonałej konkurencji przedsiębiorstwa teoretycznie pozbawione są siły rynkowej, a podejmowane decyzje są pasywną odpowiedzią na działanie niewidzialnej ręki rynku, niezależnej od decyzji podejmowanych przez pojedyncze przedsiębiorstwa. W praktyce decyzje firm oraz ich wyniki są z całą pewnością determinowane przez rynek, jednak przedsiębiorstwa zachowują wewnętrzną autonomię w zakresie zarządzania swoimi zasobami, a w przypadku największych z nich posiadają możliwość manipulowania rynkiem z korzyścią dla siebie. W gruncie rzeczy przesunięcie władzy nastąpiło więc nie z instytucji państwa do rynku, lecz z państwa do przedsiębiorstw prywatnych. Prawdziwymi wygranymi procesu masowej redystrybucji władzy stali się akcjonariusze i kadra zarządzająca wielkich korporacji międzynarodowych wspólnie z politykami i technokratami, którzy wspierali ich interesy<sup>53</sup>.

Rewolucja, jaka dokonała się w odniesieniu do postrzegania roli akcjonariuszy w spółkach, pociągnęła za sobą radykalną zmianę myślenia na temat istoty przedsiębiorstwa. Z bytu cechującego się organiczną tożsamością i skupionego na produkcie lub branży przedsiębiorstwo stało się wiązką aktywów, która może być podzielona, a następnie sprzedana. Diametralna zmiana podejścia do roli akcjonariuszy w spółkach doprowadziła do orientacji przedsiębiorstw niefinansowych na rynki finansowe. Tak rozumiany kapitalizm akcjonariuszy (*shareholders' capitalism*) pociągnął za sobą fundamentalną zmianę w sposobie postrzegania relacji własnościowych, która oznaczała pominięcie interesów innych podmiotów, włączając w to interesariuszy, takich jak pracownicy czy społeczeństwo w szerokim tego słowa znaczeniu<sup>54</sup>. Jak przekonuje Galit Ailon, prezentowana w koncepcji zarządzania wartością akcjonariuszy teza, że wolne przepływy pieniężne, jakie pozostają w przedsiębiorstwie po pokryciu wszystkich kosztów, należą się zgodnie z prawem akcjonariuszom, odzwierciedla sfinansyzowany punkt widzenia, w którym zobowiązania finansowe zastępują i wypierają świadomość społeczną. Kiedy przedsiębiorstwa są postrzegane jako byty abstrakcyjne jedynie przez pryzmat ceny akcji, wartości akcjonariuszy czy też przynależności do określonych indeksów giełdowych, podmioty finansowe tracą wszelkie poczucie moralnej i społecznej

53 *Ibidem*, s. 49–54.

54 H. van der Zon, *Globalized Finance and Varieties of Capitalism*, Palgrave Macmillan UK, Basingstoke 2016, s. 23. Por: W. Tabb, *The International Spread of Financialization*, [w:] W. Martin, G. Epstein (eds.), *Handbook of the Political Economy of Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford 2013, s. 527, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 55.

odpowiedzialności za życie pracowników, których miejsca pracy są nieustannie restrukturyzowane w celu stymulowania wzrostu cen akcji na stale nienasyconych rynkach<sup>55</sup>.

W literaturze przedmiotu dowodzone jest także, że w okresie poprzedzającym erę finansyzacji w gospodarce globalnej system nadzoru korporacyjnego funkcjonujący w większości gospodarek krajów zachodnich zaprojektowany został tak, by osiągać kompromis między różnymi kategoriami interesariuszy, włączając w to właściciele, państwo, pracowników itd. System ten opierał się na idei zakładającej, że stabilność społeczna i równość w sensie ekonomicznym są pożądanymi ze społecznego punktu widzenia rezultatami oraz miernikami dobrze sprawowanego nadzoru korporacyjnego. Podczas rozwoju i pogłębiania finansyzacji logika ta zastąpiona została przez nowy rodzaj logiki instytucjonalnej kładącej nacisk na znaczenie efektywności gospodarowania. I tak np. badacze związani z teorią agencji oskarżali menedżerów o uchylanie się od działań i podejmowanie zachowań oportunistycznych celem zabezpieczania własnych interesów. Proponując koncepcję zarządzania wartością akcjonariuszy jako model i narzędzie pozwalające rozwiązać problem minimalizacji kosztów agencyjnych związanych z koniecznością monitorowania działań menedżerów przez właścicieli, zwolennicy teorii agencji z góry założyli, że rynki finansowe są zdolne w sposób efektywny wyceniać aktywa finansowe w oparciu o leżące u podstaw wyceny dane rzeczywiste. Co więcej, przyjmowali również, że tak rozumiane efektywne rynki finansowe już aktualnie występują. Przy przyjęciu takiego punktu widzenia teoria agencji posłużyła zarówno zaimplementowaniu teoretycznej tezy, odnoszącej się do idei efektywności rynków finansowych, jak i uzasadnieniu w sposób performatywny potrzeby deregulacji rynków, by te osiągnęły formę rzekomo lepszego rynku umożliwiającego kontrolę nad działaniami menedżerów. Przejście od instytucjonalnej logiki, zakładającej stabilność w sensie społecznym i ekonomicznym, do tej dającej prymat efektywności ekonomicznej było zarówno celem, jak i narzędziem podniesienia rangi koncepcji zwiększania bogactwa akcjonariuszy jako uzasadnionej i słusznej metody w ramach nadzoru korporacyjnego. Alexander Styhre przekonuje również, że w okresie finansyzacji ta kombinacja przekonań ideologicznych, zaangażowania w opowiadanie historii, np. poprzez narrację o trwonieniu przez menedżerów wolnych przepływów pieniężnych, a także słabo uzasadnionych założeń teoretycznych – a wszystko razem prezentowane przy okazji popierania słuszności teorii agencji – dowodzą tego, w jaki sposób pewne faworyzowane scenariusze oraz preferencje i narracje połączone są ze sobą i nie zawsze dają się w sposób łatwy rozwikłać<sup>56</sup>.

Niski poziom zysków oraz wysokie koszty związane z finansowaniem z wykorzystaniem zewnętrznych źródeł kapitału, co miało miejsce w latach 80. i 90.

55 G. Ailon, *Financial Risk-taking as a Sociological Gamble: Notes on the Development of a New Social Perspective*, „Sociology” 2014, Vol. 48(3), s. 614–615, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 55.

56 A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 139.

ubiegłego wieku, a jednocześnie obserwowane wysokie zyski, osiągnane przez przedsiębiorstwa finansowe, zyski związane z aktywami finansowymi spowodowały zmianę zachowań przedsiębiorstw niefinansowych. Była to zmiana o charakterze innowacyjnym. Po pierwsze, coraz większa część kapitału inwestycyjnego tych firm wykorzystywana zaczęła być do zakupu aktywów finansowych. Po drugie, podmioty te poczęły tworzyć lub też nabywać podmioty prowadzące działalność finansową i rozwijać działalność tych, nad którymi już wcześniej sprawowały kontrolę właścicielską. Zjawisko to w okresie funkcjonowania doktryny neoliberalnej nazywane bywa finansyzacją przedsiębiorstw niefinansowych<sup>57</sup>.

Było to następstwem zmiany relacji pomiędzy rynkami finansowymi a dużymi przedsiębiorstwami niefinansowymi, jaka dokonała się w okresie upowszechnienia neoliberalnej wizji gospodarki, czego dowodzi James Crotty. Według cytowanego autora, podmioty finansowe przestały traktować duże przedsiębiorstwa niefinansowe jako zintegrowaną i spójną kombinację relatywnie nie płynnych aktywów rzeczowych, połączonych ze sobą w celu realizowania długofalowych strategii wzrostu oraz innowacji. Zamiast tego przyjęły finansowy punkt widzenia, zgodnie z którym przedsiębiorstwa niefinansowe zaczęły być postrzegane jako portfel płynnych podjednostek biznesowych. Wszystkie one muszą być nieustannie restrukturyzowane w celu zapewnienia maksymalizacji rynkowej ceny akcji w każdym momencie. Ponadto zmianie uległy bodźce motywacyjne dla kadry zarządzającej najwyższego szczebla. Przestały one wiązać wynagrodzenie menedżerów z długookresowym sukcesem przedsiębiorstw, a zaczęły być uzależnione od krótkookresowych ruchów cen akcji. W ten sposób interesy menedżerów powiązane zostały w sposób bezpośredni z interesami finansowymi inwestorów instytucjonalnych oraz bogatych gospodarstw domowych, ze szkodą dla innych interesariuszy przedsiębiorstw. Obie wskazane wyżej zmiany w sposób drastyczny skróciły horyzont planowania działań gospodarczych w dużych przedsiębiorstwach niefinansowych i doprowadziły do konieczności realizowania przez menedżerów strategii, które osłabiały ogólne wyniki ekonomiczne w kierowanych przez nich podmiotach<sup>58</sup>.

Wskazywany w literaturze związek pomiędzy panowaniem doktryny neoliberalnej a okresem finansyzacji może jednak prowadzić do błędnych wniosków co do roli państwa w kształtowaniu zjawiska finansyzacji. Deregulacja, prywatyzacja i liberalizacja stanowiły dekalog neoliberalnej ideologii, w której interwencje państwa były traktowane z krańcową nieufnością lub wręcz otwarcie w sposób wrogi. Zgodnie z neoliberalnym spojrzeniem na gospodarkę, państwo wywiera szkodliwy wpływ na procesy akumulacji kapitału. Jednakże na przestrzeni ostatnich czterech dziesięcioleci zjawisko interwencji państwa w procesy gospodarcze dalekie jest od zaniku. Jeśli chodzi o zjawisko finansyzacji, wystarczy powiedzieć,

57 J. Crotty, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 104.

58 J. Crotty, *The Neoliberal Paradox...*, s. 88.

że transformacja gospodarek rozwiniętych byłaby nie do pomyślenia bez państwa, które proces ten ułatwiło i umożliwiło<sup>59</sup>. Karl Polanyi prezentuje pogląd, że upowszechnienie koncepcji wolnorynkowej wymaga aktywnej interwencji państwa, zaś w opinii Grety Krippner działania państwa są absolutnie niezbędne do stworzenia warunków sprzyjających finansyzacji<sup>60</sup>.

Costas Lapavitsas przekonuje, że to działalność państwa w dużym stopniu umożliwiła proces akumulacji związany z finansyzacją. Interwencje państwa w toku trwania procesu finansyzacji miały wielowymiarowy charakter, włączając w to rynek pracy. Były ponadto w sposób naturalny zróżnicowane w poszczególnych gospodarkach z uwagi na uwarunkowania historyczne w każdej z nich. Niemniej jednak jest możliwe wskazanie trzech kategorii oddziaływania państwa, które odzwierciedlają głębokie zmiany związane z procesem finansyzacji i, zdaniem przywołanego autora, zasługują na szczególną uwagę<sup>61</sup>.

Po pierwsze, państwo umożliwiło wystąpienie zjawiska finansyzacji poprzez władzę nad gwarantowanym przez państwo pieniądzem, będącym w posiadaniu i kreowanym przez bank centralny. Proces ewolucji różnych form pieniądza doprowadził do dominacji w gospodarce krajowej (obrocie wewnętrznym) pieniądza kredytowego, w swej istocie pozbawionego wartości wewnętrznej, który w ostatecznym rozrachunku jest wymienialny na prawny środek płatniczy generowany i emitowany przez bank centralny. Pieniądz krajowy stał się więc w pełni zależny od umowy społecznej, za którą stoi wsparcie instytucjonalne systemu kredytowego. U źródła dominacji finansów leży więc pełny monopol państwa nad środkami płatności. Stoi to w oczywistej sprzeczności z neoliberalnym sposobem myślenia. Kontrola ze strony państwa nad pozbawionym wewnętrznej wartości środkiem płatniczym oznacza, że bank centralny działać może jako podmiot ostatniej instancji wspierający system finansowy i zapewniający jego płynność. Zdolność banku centralnego do dostarczania powszechnie akceptowanej płynności jest w dużej mierze pochodną posiadania znacznej ilości rządowych papierów wartościowych<sup>62</sup>, które wykorzystywane są do zabezpieczania zobowiązań (pasywów) banku centralnego jak również domniemaną gwarancją rządu w zakresie wypłacalności samego banku. Z kolei rządowe papiery wartościowe są podstawą płynności na rynku pieniężnym, gdyż z założenia cechuje je niskie ryzyko, związane z niewypłacalnością emitenta. W przypadku braku emitowanych przez państwo instrumentów dłużnych rynek pieniężny cechowałby się niższą głębokością i płynnością jak również brak byłoby na nim punktów referencyjnych dla ustalania rynkowych stóp procentowych. Dominująca rola banku centralnego na rynku pieniężnym, włączając w to kwestię

59 C. Lapavitsas, *Profiting Without Producing. How Finance Exploits Us All*, Verso, London 2013, s. 191–194.

60 G. Krippner, *What is Financialization?...*, s. 2.

61 C. Lapavitsas, *Profiting Without Producing...*, s. 191–194.

62 Chodzi zarówno o skarbowe papiery wartościowe emitowane przez rządy innych krajów, a także te krajowe.

zdolności i możliwości banku centralnego do wpływania na stopy procentowe, opiera się na istnieniu państwa<sup>63</sup>.

Po drugie, to właśnie państwo za sprawą władzy i kontroli nad pieniądzem światowym umożliwiło rozprzestrzenienie się finansyzacji. W okresie finansyzacji eksport kapitału miał miejsce głównie w obrębie krajów rozwiniętych, nawet jeśli brać pod uwagę znaczny napływ kapitału do gospodarek rozwijających się, jaki miał miejsce, poczynając od lat 90. Jedną z uderzających cech procesu finansyzacji jest to, że w wartościach netto przepływy kapitału miały odwrócony kierunek; kapitał przepływał od gospodarek rozwijających się do gospodarek rozwiniętych. Ten odwrócony strumień kapitału jest nierozzerwalnie związany z pozycją dolara amerykańskiego jako waluty światowej (w rozumieniu głównej waluty rezerwowej). Dolar amerykański stał się narzędziem i sposobem do wyrażania imperialnej dominacji, w której generowane przepływy kapitału posiadają znamiona daniny płaconej przez kraje rozwijające się na rzecz krajów rozwiniętych, uiszczanej za możliwość posługiwania się walutą światową. Co warto podkreślić, w wielkościach netto eksport kapitału z gospodarek rozwijających się do gospodarek rozwiniętych był raczej związany z interakcjami finansowymi pomiędzy samymi państwami niż wynikałoby to z decyzji inwestycyjnych indywidualnych podmiotów gospodarczych (agentów)<sup>64</sup>. Empirycznym potwierdzeniem tezy formułowanej przez Costasa Lapavitsasa wydaje się działalność państwowych funduszy majątkowych, podmiotów wywodzących się w dominującej większości z krajów rozwijających się, które to podmioty inwestują część rezerw walutowych kraju na rynkach krajów rozwiniętych, zarówno w emitowane przez rządy instrumenty dłużne, jak i w akcje spółek notowanych na giełdzie. Również skład koszyka rezerw walutowych utrzymywanych przez banki krajów rozwijających się może być tego dowodem.

Po trzecie, to właśnie państwo ułatwiło rozwój zjawiska finansyzacji poprzez zmiany w obszarze regulacji i nadzoru nad szeroko rozumianymi finansami. W wymiarze instytucjonalnym i prawnym wpływ ten jest niewyobrażalnie duży. W sposób bezpośredni finansyzacja umożliwiona i ułatwiona została za sprawą deregulacji dotyczących krajowego rynku finansowego, lecz również w kontekście działalności i praktyk instytucji finansowych. Jeszcze w większym stopniu finansyzację umożliwiło zniesienie kontroli międzynarodowej nad sferą pieniężną i finansową. Stało się to wraz z ostatecznym upadkiem systemu z Bretton Woods, kiedy to większość kluczowych gospodarek przyjęła reżim płynnego kursu walutowego, a zasady leżące u podstaw międzynarodowego przepływu kapitału poddane zostały postępującej deregulacji<sup>65</sup>.

Warto podkreślić, o czym przekonuje Thomas Palley, że wskazane powyżej mechanizmy oddziaływania instytucji państwa na procesy finansyzacji miały miejsce

63 C. Lapavitsas, *Profiting Without Producing...*, s. 191–194.

64 *Ibidem*.

65 *Ibidem*, s. 193. Czynniki regulacyjne mające wpływ na rozwój zjawiska finansyzacji oraz te związane ze zmianami w gospodarce światowej ukazane zostaną w punkcie 1.4.



w okresie, kiedy ono samo było przedmiotem zmasowanej krytyki ze strony zwolenników doktryny neoliberalnej atakujących zasadność działań podejmowanych przez rządy. W ich zamyśle polityka ekonomiczna obejmowała wcielenie w życie koncepcji „małego rządu” z jej konsekwencjami w postaci prywatyzacji, ulg i zwolnień podatkowych zmniejszających bazę podatkową oraz deregulacji, włączając w to deregulację sektora finansowego. Ponadto polityka ekonomiczna obejmowała również odejście od państwowych systemów emerytalnych na rzecz pracowniczych planów emerytalnych. Bez wątplenia wywierało to korzystny wpływ na sektor finansowy i jego rozwój, bowiem w ten sposób możliwe było generowanie znacznych opłat z tytułu usług powierniczych oraz prowizji maklerskich, wzrósł popyt na papiery wartościowe, co przyczyniło się do wzrostu cen aktywów finansowych. Poza tym wśród gospodarstw domowych wykształciła się grupa podmiotów o tożsamości inwestorskiej, która udzielać mogła politycznego wsparcia dla polityki podejmowanej w interesie dużych instytucji finansowych. Z kolei zmniejszenie przychodów podatkowych państwa, będące rezultatem ulg i zwolnień podatkowych dla najbogatszych, wywołało wzrost deficytu budżetowego państwa, w następstwie którego zmuszone było ono do zaciągania długu. Dług publiczny odgrywał ważną rolę w procesie finansyzacji, szczególnie w okresie występowania dużego deficytu oraz bardzo wysokich nominalnych stóp procentowych<sup>66</sup>.

Kolejną determinantą rozwoju zjawiska finansyzacji była akumulacja kapitału. Kwestię akumulacji kapitału w procesie finansyzacji, poruszoną przez Nataszę van der Zwan, rozwija Costas Lapavitsas. Cytowany autor (w podobnym tonie jak czyni to Malcolm Sawyer) przekonuje, że finanse nie są bytem pasożytniczym, lecz integralnym elementem gospodarki kapitalistycznej i trudno jest sobie wyobrazić rozwinięty kapitalizm bez rozwiniętego systemu finansowego. Ten ostatni bowiem dostarcza podstawowych narzędzi niezbędnych w procesie akumulacji kapitału oraz przyczynia się do zwiększania rentowności podmiotów gospodarczych. Wyjaśnia to w sposób ostateczny, dłaczego instytucje finansowe mają możliwość stałego i trwałego osiągnięcia zysków. Niemniej jednak związek pomiędzy systemem finansowym i procesem realnej akumulacji kapitału jest przeciwstawny, kontradyktoryjny. Finanse mogą bowiem wywierać destrukcyjny i drapieżniczy wpływ na zjawisko akumulacji kapitału<sup>67</sup>.

Dla pełnego zrozumienia relacji cytowany autor wskazuje na różnicę pomiędzy akumulacją w rozumieniu finansowym a akumulacją w rozumieniu materialnym, realnym (rzeczywistym). W tym kontekście finansyzacja może być postrzegana i rozpatrywana jako zmiana stanu równowagi pomiędzy faktyczną akumulacją w gospodarce a akumulacją w wymiarze finansowym. Finansyzacja w jego opinii odzwierciedla asymetryczny wzrost akumulacji finansowej w relacji do rzeczywistej akumulacji, mający miejsce w okresie ostatnich czterech dziesięcioleci. Akumulacja w sensie realnym wymaga zaangażowania kapitału będącego w dyspozycji

66 T. Palley, *Financialization. The Economics of Finance Capital...*, s. 36.

67 C. Lapavitsas, *Profiting Without Producing...*, s. 122.

przedsiębiorców przemysłowych oraz tych zajmujących się handlem i objawia się zarówno w procesie produkcji, jak i obrotu. Poszczególne formy, jakie przybiera, wyrażają się przez ekspansję i rozwój środków produkcji, wzrost zasobów siły roboczej, wzrost produkcji w wymiarze rzeczowym, poprawę w zakresie środków komunikacji itp. Akumulacja w wymiarze realnym odnosi się także do sfery dystrybucji, a to z uwagi na fakt, że prowadzi ona do podziału wytworzonego produktu na część przeznaczoną na wynagrodzenia oraz pozostającą w postaci zysków. Cechą charakterystyczną tego typu akumulacji jest tworzenie wartości dodanej w procesie produkcyjnym, która pojawia się wraz z dalszym reinwestowaniem zysków pochodzących ze sprzedaży wyprodukowanych dóbr i usług. Zewnętrznym przejawem realnej akumulacji jest więc wzrost produkcji (mierzony wartością lub też wartością użytkową, użytecznością), wzrost siły roboczej, powiększanie zainwestowanego kapitału itp. W odróżnieniu od realnej akumulacji akumulacja w sensie finansowym ma miejsce głównie w sferze wymiany, z dala od procesów produkcji. Ten typ akumulacji sięga również sfery podziału, głównie przez fakt tworzenia zysków finansowych. Akumulacja w wymiarze finansowym wymaga zasadniczo pobudzania handlu oraz rozwijania zasobów kapitału, który udostępniony może być w formie pożyczki innym podmiotom rynkowym, które to działania są podejmowane przez instytucje pośrednictwa finansowego. W przeciwieństwie jednak do akumulacji w wymiarze faktycznym, akumulacja finansowa nie tworzy finalnego produktu, którego wartość jest możliwa do określenia i zmierzenia. Co prawda, w procesie akumulacji finansowej jest wykorzystywana praca, poświęcana w podejmowaniu transakcji finansowych, to jednak nie występuje bezpośredni związek między kosztami związanymi z pracą pracowników sektora finansowego a rozmiarem i wielkością osiągniętej akumulacji finansowej. Podobnie rzecz ma się w przypadku kapitału inwestowanego w tworzenie instytucji finansowych. Nie odzwierciedla on w pełni skali akumulacji finansowej, jako że kapitał ten jest jedynie w sposób pośredni związany z pobudzaniem, handlem oraz przyspieszaniem procesu gromadzenia kapitału pożyczkowego. Akumulacja finansowa według Costasa Lapavitsasa przybiera formę gromadzenia wierzycielności innych podmiotów, czyli gromadzenia aktywów finansowych o iluzorycznej wartości<sup>68</sup>.

Cechą odróżniającą akumulację finansową od akumulacji rzeczywistej jest również to, że ta pierwsza wiąże się przede wszystkim z przepływami, a nie zasobami. Doprecyzowując, akumulacja o charakterze finansowym odnosi się do powiększania strumienia kapitału pożyczkowego w przeciwieństwie do akumulacji rzeczywistej odnoszącej się do wzrostu zasobów kapitału będącego w dyspozycji przedsiębiorców i handlowców. A zatem akumulacja finansowa nie jest akumulacją w sensie rzeczywistym w rozumieniu cech leżących u podstaw znaczenia tego pojęcia. Tym niemniej przybiera zewnętrzną formę normalnej (rzeczywistej akumulacji), jako że jej rezultatem jest nagromadzenie wierzycielności wobec innych podmiotów w postaci aktywów finansowych. Trudności związane z kryteriami

68 *Ibidem*, s. 201–203.



pomiaru i oceny zjawiska akumulacji w sensie finansowym oraz związków z akumulacją rzeczywistą mają swój początek w cechach charakterystycznych pierwszej z nich<sup>69</sup>.

Podsumowując, celem faktycznej akumulacji jest powiększanie zasobów kapitału zaangażowanego w tworzenie wartości oraz wartości dodanej. W opozycji do tego akumulacja w wymiarze finansowym nie zawiera w sobie motywów ukierunkowanych na zwiększanie zasobów kapitału pożyczkowego, który wykorzystywany jest w dowolnym momencie czasu w transakcjach finansowych, jakkolwiek transakcje finansowe są determinowane zyskiem. Zarówno właściciele kapitału pożyczkowego, jak i instytucje finansowe obsługujące przepływy tegoż kapitału posiadają ograniczone możliwości w zakresie zwiększania jego rozmiarów poprzez podejmowanie własnych działań na to ukierunkowanych. Czynniki determinujące wzrost kapitału pożyczkowego zlokalizowane są zasadniczo w procesach rzeczywistej akumulacji i w pierwszej kolejności przyjmują formę gromadzenia pieniędzy. W konsekwencji akumulacja w wymiarze finansowym nie odpowiada i nie pokrywa się z dobrze zdefiniowanym samonapędzającym się procesem powiększania zasobów kapitału. Odnosi się natomiast do powiększania strumieni kapitału pożyczkowego, nawet jeśli pośrednio determinuje zasób kapitału pożyczkowego, jaki kiedykolwiek zaangażowany jest w transakcje finansowe. Procesy faktycznej akumulacji wymagają istnienia złożonego systemu finansowego, zatem pociągają za sobą konieczność pojawienia się akumulacji finansowej, jednakże jej przejawy oraz przebieg różnią się z uwagi na specyficzne czynniki oraz uwarunkowania historyczne. Danemu poziomowi akumulacji realnej w rozumieniu stóp wzrostu, zatrudnienia, rentowności itd. odpowiadać może istotnie różny i diametralnie odmienny poziom akumulacji finansowej<sup>70</sup>.

Szczególnym przypadkiem akumulacji jest akumulacja rezerw walutowych. Badania empiryczne dostarczają dowodów, że liczna grupa krajów, poczynając od lat 70. ubiegłego wieku, gromadziła rezerwy walutowe, których poziom jest trudny do uzasadnienia, biorąc pod uwagę tradycyjne mierniki wykorzystywane do ich pomiaru oraz wiedzę na temat przesłanek gromadzenia rezerw walutowych. Wielkość rezerw walutowych przekraczająca częstokroć punkty referencyjne wyznaczone na gruncie teoretycznym w połączeniu z występowaniem kosztu alternatywnego utrzymywania tychże rezerw mogły stanowić czynnik skłaniający państwa do inwestowania części rezerw na rynkach finansowych, a tym samym kolejny czynnik determinujący rozwój zjawiska finansyzacji w skali globalnej<sup>71</sup>. Jednym ze wskazywanych w literaturze przedmiotu powodów akumulacji rezerw walutowych był upadek systemu z Bretton Woods. Zapoczątkował on proces transformacji finansów w kierunku rosnącego znaczenia rynków finansowych.

69 *Ibidem*, s. 202–203.

70 *Ibidem*, s. 203.

71 Szerzej na temat zjawiska akumulacji rezerw w: D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe. Pomiędzy krajową gospodarką a globalnymi rynkami finansowymi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2017, s. 37–55.

To z kolei spowodowało sukcesywny wzrost powiązanych z rynkiem instytucji finansowych, takich jak inwestorzy instytucjonalni, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne<sup>72</sup>.

Finansyzacja jest zjawiskiem występującym w głównej mierze w gospodarkach krajów rozwiniętych. Tym niemniej dotyczy ona również gospodarek rozwijających się, w przypadku których wskazuje się, że jest ona finansyzacją podporządkowaną (*subordinate financialization*). Pociąga ona za sobą strukturalną transformację krajowego systemu finansowego, a także relacji łączących krajową gospodarkę z finansami w wymiarze globalnym. Specyficzne cechy finansyzacji w krajach rozwijających się odzwierciedlają dominującą pozycję i rolę gospodarek rozwiniętych na rynkach światowych. Mimo że nie nastąpił powrót do formalnego i oficjalnego imperializmu, to finansyzacja w gospodarkach krajów rozwijających się miała charakter podporządkowany, będący pochodną hierarchicznej i z natury opartej na wyzysku zależności w ramach rynku globalnego. Początków finansyzacji w krajach rozwijających się upatrywać można w fali liberalizacji finansowej mającej miejsce w latach 70. ubiegłego wieku. Rezultaty tej liberalizacji, mierzone czy to z wykorzystaniem wskaźników inwestycji, wskaźników wydajności czy też miernikami wzrostu, były mierne. Jednak sama liberalizacja finansowa w tych krajach przybrała stopniowo wiele innych cech, wliczając w to utworzenie giełd papierów wartościowych. Pod koniec lat 80. przybrały one spójną formę i przekształcone zostały w zintegrowaną strategię rozwoju, określaną mianem Konsensusu Waszyngtońskiego. Kierowane oraz wdrażane przez Bank Światowy, a także Międzynarodowy Fundusz Walutowy zasady i reguły Konsensusu Waszyngtońskiego wymuszały na gospodarkach krajów rozwijających się zmiany w obszarze krajowych finansów. Zmiany te sprzyjały i faworyzowały odejście od relacyjnych, opartych na systemie bankowym, i będących pod kontrolą rządu struktur, na rzecz struktur opartych na rynku, bezosobowych relacjach oraz komercyjnych instytucjach oraz mechanizmach. Zjawisko finansyzacji w krajach rozwijających się zaczęło przybierać kształt odpowiadający wskazanym wyżej zasadom pod koniec lat 90. ubiegłego wieku oraz na początku wieku XXI<sup>73</sup>.

Kluczowym elementem w ramach Konsensusu Waszyngtońskiego było otwarcie krajowych gospodarek na przepływy międzynarodowego kapitału, opierające się zasadniczo na przekonaniu, że kapitał ten przepływał będzie od krajów bogatych do krajów biednych, przyczyniając się w tych ostatnich do wspierania procesów rozwoju gospodarczego. Faktycznie ten sposób i tryb integrowania krajów rozwijających się z rynkiem światowym zmienił się od lat 90. Pomimo iż większość bezpośrednich inwestycji zagranicznych miała miejsce pomiędzy krajami rozwiniętymi, to jednak występował trwały strumień kapitału eksportowanego z krajów

72 A. Vercelli, *Crisis and Sustainability...*, s. 156.

73 C. Lapavistas, *Profiting Without Producing...*, s. 245. Por.: B. Bonizzi, A. Kaltenbrunner, J. Powell, *Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies*, Greenwich Papers in Political Economy, 2019, No. GPERC69, s. 1–16.

rozwinętych do krajów rozwijających się, przybierający formę bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także przepływów z sektora bankowego oraz inwestycji o charakterze portfelowym. Warto podkreślić jest również, że w wielu krajach rozwijających się nastąpił dynamiczny proces akumulacji kapitału jak również występowały istotne przepływy kapitału między krajami rozwijającymi się. Jednakże przy coraz mocniejszym i bliższym zaangażowaniu krajów rozwijających się w przepływach kapitału w skali globalnej ujawnił się wyjątkowy model przepływów. Wyrażone w wartościach netto przepływy kapitału napływającego do krajów rozwijających się stały się silnie ujemne. Była to uderzająca cecha międzynarodowej finansyzacji w sposób głęboki różna od tej charakterystycznej dla okresu imperializmu. Odwrócenie kierunku przepływu kapitału nie było pochodną działań podejmowanych przez indywidualne podmioty rynkowe, lecz następstwem zachowań agentów publicznych zarówno tych wywodzących się z krajów rozwiniętych, jak i tych pochodzących z krajów rozwijających się. Fenomen, a zarazem paradoks odwróconych przepływów kapitału związany jest z rolą pełnioną przez pieniądz światowy, który wywiera wpływ na hierarchiczną strukturę w obrębie gospodarek rozwiniętych jak również nadaje podporządkowany charakter zjawisku finansyzacji w krajach rozwijających się<sup>74</sup>.

Ponadto Konsensus Waszyngtoński popierał działania ukierunkowane na wejście banków zagranicznych do gospodarek i na rynki krajów rozwijających się. Argumentowane było to przekonaniem, że instytucje te są w stanie poprawić efektywność działania sektora bankowego przy jednoczesnym zaspokojeniu krajowych potrzeb pożyczkowych. W praktyce wejście banków zagranicznych do krajów rozwijających się, jakie miało miejsce poczynając od lat 90., spowodowało nieoczekiwane skutki, włączając w to przekierowanie działań kredytowych banków na rzecz obsługi kredytowej gospodarstw domowych. W tym kontekście wejście banków zagranicznych stało się kolejnym czynnikiem determinującym rozwój zjawiska podporządkowanej finansyzacji w tych krajach<sup>75</sup>.

Kolejnym wskazywanym w literaturze czynnikiem pozostającym w związku z rozwojem zjawiska finansyzacji jest dług. Wzrost zadłużenia zarówno gospodarstw domowych, jak i podmiotów rynkowych oraz państwa jest wyraźnie widoczny w prezentowanych danych statystycznych. Jako przykład wskazywane są Stany Zjednoczone, gdzie wzrost zadłużenia gospodarstw domowych był ściśle powiązany z rozwojem rynku pochodnych papierów wartościowych (*asset-backed securities*), które ułatwiły rozpowszechnienie procesów kreowania kredytu kierowanego przez instytucje kredytowe do konsumentów indywidualnych. Ekspansja aktywów sekurytyzowanych przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych była zjawiskiem powszechnym nie tylko w segmencie kredytów hipotecznych, lecz również dotyczyła kredytów przeznaczonych na zakup samochodów, kredytów udzielanych w ramach kart kredytowych czy wreszcie kredytów studenckich.

74 C. Lapavitsas, *Profiting Without Producing...*, s. 246.

75 *Ibidem*.

Dług stanowił narzędzie do wypełnienia powiększającej się luki między wydatkami gospodarstw domowych a ich dochodami. Zjawisko to bywa określane mianem substytucji płac przez długi (*the substitution of loans for wages* lub też jako *debtfare*). W tym kontekście rosnące zadłużenie gospodarstw domowych bywa postrzegane jako odpowiedź na spadające lub pozostające w stagnacji realne płace i wynagrodzenia, jak również na rosnące płace, które nie nadążają jednak za wzrostem w zakresie wydajności. Finansyzacja jest rozumiana w tym kontekście jako zjawisko pozostające w liniowej zależności z długiem, tzn. finansyzacja prowadzi do wzrostu długu. To podejście jest jednak kwestionowane i wskazuje się również, że to wzrost poziomu długu w segmencie gospodarstw domowych o średnim poziomie dochodu pobudzał zjawisko finansyzacji, a nie na odwrót. Podkreśla się również, że w większym stopniu to nierówności ekonomiczne, będące w dużym stopniu rezultatem umotywowanych ideologicznie decyzji politycznych, są głównym czynnikiem sprawczym rosnącego zadłużenia i postępującej finansyzacji<sup>76</sup>.

Opisywane wyżej zjawiska mogły wystąpić w pewnym stopniu za sprawą inżynierii finansowej stosowanej przez instytucje kredytowe. Łagodnie traktowany przez regulacje sektor finansowy, co odbywało się pod sztandarem polityki wspierającej biznes, przestał funkcjonować jako instytucje pośrednictwa finansowego między podmiotami deponującymi depozyty a podmiotami uzyskującymi kredyty. W coraz większym stopniu zaczął opierać filozofię swojego działania na pozyskiwaniu depozytów i oszczędności. By zwiększyć efektywność własnych aktywów poprzez stosowanie mechanizmu dźwigni, banki wykorzystywały proces sekurytyzacji do zmniejszenia wymaganych regulacjami rezerw, a także stosowały mechanizm restrukturyzacji bilansu poprzez odsprzedawanie aktywów na rynkach. Bezpośrednią konsekwencją tak realizowanej strategii ukierunkowanej na wysokie ryzyko, wysoką kapitalizację oraz wysoką rentowność była ekspansja długu<sup>77</sup>.

Kluczowym i istotnym czynnikiem wspierającym proces finansyzacji gospodarki globalnej był i nadal pozostaje funkcjonujący obecnie międzynarodowy system pieniężny. To bowiem jego cecha polegająca na tym, że rezerwy w skali międzynarodowej mogą być wykorzystywane do kreowania kredytu, zdaniem Jane D'Arista, przyczynia się do zwiększenia stopy wzrostu udzielanych kredytów, która w większości krajów rozwiniętych i rozwijających się przewyższa stopę wzrostu

76 J. Mongomerie, *The Pursuit of (past) Happiness?: Middle-class Indebtedness and American Financialisation*, „New Political Economy” 2009, Vol. 14(1), s. 2–4; W. Tabb, *The Restructuring of Capitalism*, Columbia University Press, New York 2012, s. 96.; A. Barba, M. Pivetti, *Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – A Long-period Analysis*, „Cambridge Journal of Economics” 2009, Vol. 33(1), s. 122–127; J. Wisman, *Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008*, „Cambridge Journal of Economics” 2013, Vol. 37(4), s. 923, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 88–89.

77 W. Tabb, *The Restructuring of Capitalism*, s. 97; J. Mongomerie, *The Pursuit of (past) Happiness?...*, s. 5, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 91.

PKB i stopę wzrostu wymiany handlowej<sup>78</sup>. Ekspansja kredytowa jest zasadniczym składnikiem przyrostu nierównowagi w systemie finansowym i równocześnie nadmiernej akumulacji oraz złej alokacji kapitału<sup>79</sup>. Taki system pieniężny przynosi pewne istotne korzyści dla krajów, które są emitentami waluty wykorzystywanej w transakcjach międzynarodowych. Z powodu napływu kapitału zwiększeniu ulega poziom krajowych oszczędności, a w związku z tym zwiększa się dostępność kredytu na rynku krajowym, umożliwiając rezydentom z kraju emitującego walutę rezerwową obniżenie ich stopy oszczędności. Ponadto, zwiększając liczbę inwestorów i obniżając rentowność udzielania kredytów na rynku krajowym, napływ oszczędności z zagranicy zwalnia środki finansowe, które przeznaczone mogą być na inwestycje poza granicami<sup>80</sup>.

Ukazane wyżej determinanty tworzą według autora niniejszej monografii katalog podstawowych, a zarazem najważniejszych czynników związanych z ujawnieniem się, a następnie rozwojem i gwałtowną ekspansją zjawiska finansyzacji w gospodarce globalnej.

## 1.4. Finansyzacja w ujęciu historycznym

W literaturze z zakresu finansyzacji panuje relatywnie duża zgodność w kwestii początków rzeczonego zjawiska. Wskazuje się powszechnie, że źródła finansyzacji upatrywać można pod koniec lat 70. ubiegłego wieku lub na początku lat 80. Ten punkt widzenia na źródła i korzenie finansyzacji odnaleźć można w pracach m.in. takich autorów jak: Paul Dembinski<sup>81</sup>, Leila Davis<sup>82</sup>, Manuel Aalbers<sup>83</sup>, Andrew Brown, David Spencer i Marco Veronese Passarella<sup>84</sup>, Alfred Janc, Michał Jurek i Paweł Marszałek<sup>85</sup>, a także Susan Christopherson, Ron Martin i Jane Pollard<sup>86</sup>.

78 J. D'Arista, *The Role of International Monetary System in Financialization*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 222.

79 BIS, Annual Report, June 2001, s. 139.

80 J. D'Arista, *The Role of International Monetary System...*, s. 223.

81 P. Dembinski, *Finance: Servant or Deceiver? Financialization at the Crossroads*, Palgrave Macmillan UK, Houndmills, Basingstoke 2009, s. 13.

82 L. Davis, *Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature*, „Journal of Economic Surveys” 2017, s. 1332.

83 M. Aalbers, *Corporate Financialization*, [w:] D. Richardson, N. Castree, M. Goodchild, A. Kobayashi, W. Liu, R. Marston, *The International Encyclopedia of Geography*, s. 1–11.

84 A. Brown, D. Spencer, M. Passarella, *The Extend and Variegation of Financialisation in Europe: A Preliminary Analysis*, „Revista de Economia Mundial” 2017, No. 46, s. 49.

85 A. Janc, M. Jurek, P. Marszałek, *Polish Financial System In the Age of Financialisation*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 13.

86 S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation: Roots and Repercussions*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 354.

**Tabela 1.2.** Różnice pomiędzy finansyzacją typu 1 i finansyzacją typu 2

<b>Finansyzacja typ 1</b> <i>(the First Financialization)</i>	<b>Finansyzacja typ 2</b> <i>(the Second Financialization)</i>
Oparta głównie na systemie bankowym <i>(bank-based)</i>	Oparta głównie na rynkach finansowych <i>(market-based)</i>
Wywierająca wpływ na decyzje ekonomiczne podmiotów	Wpływająca na decyzje również przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych
Brak wpływu lub ograniczony wpływ banku centralnego	Istotny wpływ banku centralnego
Ekspansja kapitału w wymiarze terytorialnym głównie za sprawą imperializmu i polityki kolonialnej	Ekspansja zarówno w wymiarze terytorialnym, jak również zwiększanie zakresu oddziaływania na rynkach krajowych wraz z wycofywaniem się państwa z kolejnych obszarów gospodarki

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A. Vercelli, *The Evolution of Financialisation*, [w:] A. Vercelli, *Crisis and Sustainability. The Delusion of Free Markets*, Palgrave Macmillan, UK, London 2017, s. 103–107.

Na tym tle wyjątkowe wydaje się spojrzenie prezentowane przez Alessandro Vercellego, który dowodzi, że zjawisko finansyzacji jest w gruncie rzeczy procesem i zjawiskiem powracającym oraz powtarzającym się. W jego opinii proces, z którym mamy obecnie do czynienia, jest kolejnym odzwierciedleniem zjawiska finansyzacji. Autor ten proponuje rozróżnienie między pierwszą falą finansyzacji (lub też finansyzacją typu 1) oraz drugą falą finansyzacji (lub też finansyzacją typu 2). Pierwsza z nich miała jego zdaniem miejsce w latach 1880–1929, druga rozpoczęła się zaś w latach 80. ubiegłego wieku i trwa do dzisiaj. Cytowany autor wskazuje na cztery zasadnicze różnice między nimi<sup>87</sup>.

Po pierwsze, finansyzacja mająca miejsce na przełomie XIX i XX w. możliwa była dzięki i opierała się głównie na bankach. Niektóre z nich stały się tak silne, że w gruncie rzeczy mogły odgrywać niemalże rolę prywatnych instytucji i organów zajmujących się planowaniem. Z kolei na przełomie XX i XXI w. to rynki finansowe stały się tak potężne, że mogły zarządzać i kierować nie tylko systemem finansowym, lecz również całą gospodarką. By jednak tak naszkicowany obraz nie był jedynie czarno-biały, cytowany autor wskazuje, że w okresie pierwszej finansyzacji rola instytucji bankowych nie była taka sama we wszystkich gospodarkach. I tak np. w modelu anglosaksońskim banki pełniły ważniejszą funkcję niż w modelu niemieckim czy też austriackim. Ponadto, jakkolwiek rozwój rynków finansowych jest zjawiskiem bezprecedensowym i niebudzącym wątpliwości, to jednak w powstaniu, a następnie zarządzaniu rynkami finansowymi istotną rolę odgrywały największe banki. Głębsze analizy uprawniają nawet do konkluzji, że banki stanowią filar,

87 A. Vercelli, *Crisis and Sustainability...*, s. 91–107.



na którym opierają się rynki instrumentów pochodnych, a grupa 15–20 banków kontroluje pozagiełdowy obrót instrumentami pochodnymi na poziomie globalnym. Co więcej, siła oddziaływania banków na rynki jest na tyle duża, że są one zdolne do systematycznego manipulowania kluczowymi zmiennymi finansowymi takimi jak np. LIBOR. Największe banki posiadają również możliwość oddziaływania na rynki za pośrednictwem rządów oraz regulatorów rynków. Różnica pomiędzy pierwszą finansyzacją a drugą finansyzacją polega w gruncie rzeczy na tym, że w trakcie tej pierwszej banki wywierały bezpośredni wpływ, dzisiaj natomiast czynią to w sposób bardziej pośredni i nieprzezroczysty, co znacząco utrudnia sprawowanie nad nimi kontroli i regulowanie ich działalności<sup>88</sup>.

Po drugie, zasadnicza różnica w sposobie oddziaływania finansów na sferę realną w gospodarce odnosi się do dwóch głównych kanałów. Pierwszy sposób oddziaływania wiąże się z dostępnością pieniądza do zawierania transakcji płatnych z góry, czynnikiem determinującym każdą gospodarkę pieniężną. Finanse od zawsze wywierały kluczowy wpływ na warunki, na jakich podejmowane są decyzje polityczne i gospodarcze. Ten rodzaj władzy istniał na długo przed rewolucją przemysłową, lecz stał się bardziej systemowy i jeszcze silniejszy wraz z upowszechnieniem się kredytu jako kluczowego czynnika stojącego za znaczną częścią inwestycji przemysłowych. W okresie pierwszej finansyzacji duże banki odgrywające rolę koordynującą oraz ukierunkowującą decyzje gospodarcze zaczęły wykorzystywać ten rodzaj władzy w sposób bardziej systemowy. Podczas fazy określanej mianem drugiej finansyzacji finanse rozszerzyły zakres swojego wpływu na wybory dokonywane przez przedsiębiorstwa niefinansowe, gospodarstwa domowe oraz indywidualne podmioty nie tylko w odniesieniu do rentowności jako takiej, lecz także z punktu widzenia jej elementów składowych. Stało się to dlatego, że na kryteria wyboru stojące za decyzjami podejmowanymi na różnych gruntach i w różnych obszarach w coraz większym stopniu wpływ wywierać zaczął paradygmat finansowy wynikający z teorii portfelowej i podejmowania decyzji w krótkim horyzoncie. Z powodu tej silnej skłonności wybory i decyzje związane z rozwojem zrównoważonym stały się w coraz większym stopniu niekonkurencyjne wobec alternatywnych zachowań ukierunkowanych na maksymalizację zysku krótkookresowego, bowiem te pierwsze pociągają za sobą natychmiastowe koszty, a istotne korzyści pojawiają się w relatywnie odległej przyszłości<sup>89</sup>.

Po trzecie, istotna różnica pomiędzy dwoma analizowanymi okresami finansyzacji wiąże się z rolą odgrywaną przez bank centralny. W pierwszym okresie banki centralne miały bądź to relatywnie słabą pozycję, bądź też w ogóle nie funkcjonowały jako instytucja w niektórych państwach. Odgrywały więc one ograniczoną rolę lub nie odgrywały jej w ogóle. W przeciwieństwie do tego w drugim okresie banki centralne uzyskiwały coraz to większą władzę, pełniąc rolę interfejsu między systemem finansowym a sferą odpowiedzialną za kreowanie polityki. Dzięki

---

88 *Ibidem*.

89 *Ibidem*.



temu stały się regulatorem najwyższego stopnia w zakresie płynności i zachowań finansowych w ramach systemu ekonomicznego. Działania podejmowane w wielu krajach od początku lat 80. minionego wieku w celu zapewnienia niezależności banku centralnego stopniowo osłabiały wpływ kręgów odpowiedzialnych za kreowanie polityki, regulatorów rynków oraz instytucji nadzorczych wszędzie tam, gdzie rynki uważały ich interwencje za niepożądane i niestosowne. Banki centralne stały się osią systemu finansowego, odgrywając kluczową rolę w zakresie promowania i koordynacji procesu finansyzacji. W tym okresie banki centralne reagowały w sposób niezwłoczny na jakiegokolwiek symptomy inflacji, odkryte w gospodarce realnej poprzez restrykcyjną politykę monetarną. Równocześnie nie interweniowały w celu pohamowania inflacji aktywów, a wręcz zalewały system finansowy płynnością każdorazowo, gdy trend wzrostowy cen aktywów tracił impet. Tak prowadzoną politykę pieniężną cechowała stronnictwość i tendencyjność w kierunku wspierania systemu finansowego, a tym samym samego procesu finansyzacji. Inwestorzy postrzegali ten rodzaj polityki banku centralnego jako domniemaną formę zabezpieczenia inwestycji finansowych, które wypierały inwestycje przemysłowe, w rozumieniu inwestycji w aktywa trwałe. Wyższe zyski sektora finansowego i klasy rentierów podtrzymywały do pewnego stopnia agregatowy popyt w realnej gospodarce, lecz w stopniu niewystarczającym do zrekompensowania spadających zysków i wynagrodzeń w sektorze przemysłowym. Posiadacze zysków reinwestowali je następnie w dużej części ponownie z wykorzystaniem sektora finansowego, przyczyniając się w ten sposób do dalszego pogłębiania finansyzacji, a jednocześnie wpływając w ten sposób na stagnację obserwowaną w realnej sferze gospodarki. W tym sensie finansyzacja powinna być rozpatrywana jako kluczowy czynnik determinujący ewolucję gospodarki kapitalistycznej, a zarazem rządzące nią prawa dynamiki w rozumieniu newtonowskim<sup>90</sup>.

Po czwarte, kluczowa różnica pomiędzy analizowanymi okresami finansyzacji ma związek ze strategią ekspansji kapitału inwestycyjnego. Podczas trwania pierwszej finansyzacji inwestycje sektora prywatnego podążały głównie za ekspansją terytorialną na nowych rynkach, wspierając politykę imperialną i kolonialną realizowaną przez kraje, z których wywodził się inwestowany kapitał. Natomiast w okresie drugiej finansyzacji inwestycje prywatne miały miejsce nie tylko na obszarach peryferyjnych w rozumieniu terytorialnym, inicjując bardziej niebezpiecznie i nieprzeźroczyście formy kolonializmu oraz imperializmu, lecz również podejmowane były na rodzimych rynkach, w obszarach z których miał miejsce proces wycofywania się państwa. Regularne i metodyczne prywatyzowanie sfery związanej z ochroną zdrowia, systemem edukacji oraz systemem zabezpieczeń społecznych, wliczając w to systemy emerytalne, umożliwiło implementowanie strategii ukierunkowanej na finansyzację tych obszarów w większości krajów już od końca lat 70. ubiegłego wieku. Szczególnym przypadkiem są tutaj reguły polityki ekonomicznej przyjęte w celu zarządzania wspólną walutą w ramach strefy

90 *Ibidem*.

euro. Działania podejmowane w celu zapewnienia i utrzymania dyscypliny finansowej w sektorze publicznym (*austerity policies*) przyczyniły się do rozmontowania reguł i zasad leżących u podstaw państwa dobrobytu w krajach UE. Postępujące przejmowanie sfer będących dotychczas domeną państwa, do których trafiał strumień wydatków rządowych w okresie obowiązywania systemu z Bretton Woods, odgrywa podobną rolę w obecnej finansyzacji jak wcześniej odgrywały tradycyjny kolonializm i imperializm<sup>91</sup>.

Cytowany autor przekonuje, że teza, wedle której finansyzacja jest zjawiskiem powracającym, nie może być jednak utożsamiana z przyjęciem założenia, że zjawisko to jest żelaznym prawem historii. Tendencja w kierunku postępującej finansyzacji jest raczej niezamierzonym rezultatem niezliczonych pieniężnych i finansowych innowacji, przyjętych przez indywidualne podmioty, które to innowacje miały zwiększyć użyteczność lub stopy zwrotu innowatorów. Przyjmowanie rozwiązań przez kolejne podmioty skutkowało rozpowszechnianiem się innowacji na rynku. Powodem, dla którego ten zdecentralizowany i chaotyczny proces tworzenia innowacji doprowadził do ogólnej tendencji wzrostowej, jest to, że większość innowacji o charakterze pieniężnym i finansowym posiada wspólną cechę: zwiększają one możliwości wyboru podmiotów ekonomicznych. Innymi słowy, innowacje finansowe zwiększają zakres możliwych opcji wyboru. Z reguły zwiększa to zakres wolności wyboru oraz poziom władzy, a dodatkowo koreluje z wyższymi oczekiwanymi stopami zwrotu<sup>92</sup>.

**Tabela 1.3.** Fazy finansyzacji w gospodarce amerykańskiej

	<b>Okres 1 (1900–1933)</b>	<b>Okres 2 (1934–1940)</b>	<b>Okres 3 (1945–1973)</b>	<b>Okres 4 (1974–2010)</b>
1	2	3	4	5
Dominacja sektora finansowego	Tak	–	Nie	Tak
Udział dochodów sektora finansowego	Umiarkowanie wysoki	Umiarkowanie niski	Umiarkowanie niski	Wysoki
Regulacje finansowe	Nie	Tak	Tak	Nie
Orientacja na wartość dla akcjonariuszy	Tak	–	Nie	Tak
Intensywność innowacji finansowych	Umiarkowana	Umiarkowana	Wysoka	Wysoka
Zadłużenie gospodarstw domowych	Umiarkowanie wysokie	Niskie	Umiarkowane	Wysokie
Nierówności dochodowe	Wysokie	Niskie	Niskie	Wysokie

91 *Ibidem*.

92 *Ibidem*, s. 100.

1	2	3	4	5
Dążenie do pełnego zatrudnienia	Nie	Tak	Tak	Nie
Sterowanie niską inflacją	–	–	Nie	Tak
Dźwignia finansowa i skłonność do kryzysów finansowych	Wysokie	Niskie	Niskie	Wysokie

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A. Pasianos, D. Guevara, C. Pierros, *Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20<sup>th</sup> Century in the United States*, Levy Economics Institute of Bard Colleges, Working Paper 2016, No. 869, s. 30.

Gospodarką, w której zainicjowany został proces finansyzacji i w której osiągnął on jak dotąd najbardziej zaawansowany poziom jest gospodarka Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Apostolos Pasianos, Diego Guevara i Christos Perros zdaniem autora niniejszej monografii jako jedyni autorzy przekonują, że w przypadku tej gospodarki wyróżnić można w istocie cztery etapy (fazy) finansyzacji, co w sposób syntetyczny prezentowane jest w tabeli 1.3. Według nich pierwszy etap obejmował lata 1900–1993, drugi lata 1934–1940, trzecia faza miała miejsce w okresie 1945–1970, natomiast ostatnia, czwarta w latach 1974–2010. Cytowani autorzy prezentują katalog dziesięciu aspektów finansyzacji charakterystycznych dla poszczególnych jej faz.

**Tabela 1.4.** Przykłady działań legislacyjnych przyczyniających się do rozwoju zjawiska finansyzacji w gospodarce Stanów Zjednoczonych od 1974 r.

Rok uchwalenia (nazwa aktu prawnego i/lub instytucji)	Konsekwencje odnoszące się do zjawiska finansyzacji
1974/1978 ( <i>Employee Retirement Income Security Act</i> )	Umożliwienie funduszom emerytalnym i firmom ubezpieczeniowym inwestowania na rynku giełdowym. Gwałtowny wzrost zasobów kapitału kierowanego na giełdę. Wcześniej podmioty te inwestowały jedynie w obligacje korporacyjne i rządowe o wysokim ratingu
1975 ( <i>Home Mortgage Disclosure Act</i> ) 1977 ( <i>Community Reinvestment Act</i> )	Zwiększenie dostępności kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych. Powstanie rynku subprime
1978 ( <i>Revenue Act of 1978</i> )	Wprowadzenie kapitałowych funduszy emerytalnych 401(k)
1980 ( <i>Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act</i> )	Zniesienie prawnych ograniczeń wiążących instytucje finansowe w zakresie górnych widełek oprocentowania depozytów oraz umożliwienie fuzji banków

Tabela 1.4 (cd.)

<b>Rok uchwalenia (nazwa aktu prawnego i/lub instytucji)</b>	<b>Konsekwencje odnoszące się do zjawiska finansyzacji</b>
1982 ( <i>Garn-St. Germain Depository Institutions Act</i> )	Umożliwienie bankom inwestowania depozytów w szeroką gamę produktów finansowych, włączając w to obligacje śmieciowe oraz inne przedsięwzięcia charakteryzujące się wysokim stopniem ryzyka inwestycyjnego
1982 ( <i>Rule 10b-18, SEC</i> )	Zniesienie ograniczeń związanych z wykupem akcji własnych przez spółki giełdowe
1982/1985 ( <i>U.S. Supreme Court – Eggar v. MITE Corporation, Unocal Corp v. Mesa Petroleum</i> )	Częściowe zniesienie ograniczeń prawnych w przejmowaniu spółek
1991 ( <i>SEC</i> )	Zwolnienie z obowiązku publicznego ujawniania informacji dotyczących realizowania opcji na akcje przez menedżerów najwyższego szczebla
1994 ( <i>Uniform Prudent Investor Act</i> )	Zniesienie obowiązku unikania nadmiernego ryzyka i realizowania konserwatywnych strategii inwestycyjnych w procesie zarządzania powierzonym kapitałem
1999 ( <i>Financial Services Modernization Act</i> )	Zniesienie rozgraniczenia pomiędzy działalnością depozytową i inwestycyjną w sektorze bankowym. Umożliwienie powstania konglomeratów finansowych i łączenie działalności depozytowej, kredytowej, inwestycyjnej i ubezpieczeniowej, handlowej
2000 ( <i>Commodity Futures Modernization Act</i> )	Częściowe wykluczenie z dotychczasowych regulacji prawnych pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych
2004 ( <i>Voluntary Regulation – SEC</i> )	Obniżenie wymagań dotyczących rezerw kapitałowych banków i umożliwienie stosowania wyższej dźwigni finansowej

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 1.5.** Historyczne czynniki i decyzje przyczyniające się do rozwoju zjawiska finansyzacji w gospodarce światowej

<b>Data i nazwa czynnika</b>	<b>Skutki w kontekście rozwoju zjawiska finansyzacji</b>
1	2
Początek lat 60. XX wieku Powstanie rynku eurowalut (eurocurrency)	Powstanie ponadnarodowego rynku walutowego poza jurysdykcją prawną pojedynczych państw. Umożliwienie spekulacji na kursach walutowych i stopach procentowych

1	2
1971 Faktyczny koniec systemu z Bretton Woods	Wzrost ryzyka związanego z wahaniami kursów walutowych, akumulacja rezerw walutowych w skali nieuzasadnionej przez dotychczasowe punkty referencyjne, zwiększenie płynności (prowadzące do nadpłynności)
1973, 1979–1980 Szoki naftowe	Presja inflacyjna i łagodna odpowiedź ze strony FED (niska realna stopa procentowa, przejściowo nawet ujemna) zwiększyły atrakcyjność finansowania długiem
1973 Zaprezentowanie modelu wyceny opcji metodą Blacka – Scholesa (– Mertona)	Zwiększenie możliwości w zakresie kwantyfikacji ryzyka oraz umożliwienie tworzenia instrumentów finansowych
Koniec lat 70. XX w. Powstanie funduszy rynku pieniężnego	Obejście regulacji dotyczących instytucji finansowych działających w danym kraju. Rozwój krótkoterminowego pozagiełdowego rynku pieniężnego oraz instytucji para bankowych ( <i>shadow banking</i> )
Przełom lat 70. i 80. XX w. Początek dynamicznego rozwoju instrumentów pochodnych	Stworzenie rynku instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem, umożliwienie spekulacji, przy minimalnym zaangażowaniu kapitałowym
1980/1984 Podniesienie stóp procentowych ( <i>Volker shocks</i> )	Nagły wzrost realnych stóp procentowych, zwiększenie atrakcyjności rynku amerykańskiego i napływ kapitału spekulacyjnego, który finansował wykupy lewarowane oraz napędzał powstawanie bańki spekulacyjnej
1989 Upadek muru berlińskiego	Proces transformacji gospodarek socjalistycznych w kierunku wolnego rynku, pojawienie się nowych rynków wschodzących
1988 Przyjęcie Umowy Kapitałowej opracowanej przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel I)	Wzrost popytu ze strony banków komercyjnych na papiery wartościowe o wysokim ratingu
Koniec lat 90. XX w. Początek wdrażania niekonwencjonalnej polityki monetarnej przez Bank Japonii	Zwiększenie dostępności kapitału dla instytucji finansowych, obniżenie rentowności inwestowania na rynku pieniężnym. Wzrost popytu na aktywa finansowe, zwiększenie możliwości stosowania wyższej dźwigni finansowej
2007– Początek kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych	Bezprecedensowe działania zmierzające do ratowania kluczowych instytucji finansowych w wielu krajach dotkniętych kryzysem. Uspołecznienie strat poniesionych przez instytucje finansowe, urzeczywistnienie koncepcji <i>too big to fail</i>

**Źródło:** opracowanie własne.

Najczęściej jednak w literaturze przedmiotu finansyzacja gospodarki jest rozpatrywana w kontekście zmian zachodzących od końca lat 70., czyli *de facto* utożsamiana z fazą czwartą finansyzacji, ukazywaną przez cytowanych wyżej autorów. W tabeli 1.4 zaprezentowane zostało zestawienie działań o charakterze regulacyjnym, które zdaniem autora niniejszej monografii pozwalają dostrzec historyczne tło samego procesu finansyzacji gospodarki w tym kraju.

W tabeli 1.5 ukazane zostały na osi czasu wybrane czynniki, które zdaniem autora przyczyniły się do genezy analizowanego zjawiska i wywierały wpływ na proces finansyzacji w gospodarce światowej. W odniesieniu do przedostatniego z wymienionych (niekonwencjonalnej polityki pieniężnej zapoczątkowanej przez Bank Japonii) należy wskazać, że ta forma polityki pieniężnej została implementowana przez największe banki centralne na świecie po wybuchu ostatniego światowego kryzysu finansowego. Zdaniem autora istnieje trudność we wskazaniu jednego kluczowego czynnika, determinującego rozwój finansyzacji i zapewne takiego jednego w rzeczywistości nie ma. Natomiast w opinii autora prezentowane w tabeli 1.3 oraz tabeli 1.4 elementy tworzą pewną spójną sekwencję zdarzeń i pozwalają na dość precyzyjne ukazanie działań stanowiących impulsy dla rozwoju sektora finansowego, zwłaszcza w gospodarce dotkniętej w największym stopniu procesami finansyzacji.

## 1.5. Podsumowanie

Dialog literaturowy prowadzony w niniejszym rozdziale miał za zadanie osiągnięcie założonych na wstępie celów badawczych, a mianowicie ukazanie zawartości pojęciowej terminu finansyzacja, zaprezentowanie kluczowych zdaniem autora determinant tego zjawiska oraz ukazanie genezy i rozwoju procesu finansyzacji od strony historycznej. Jeśli chodzi o pierwszy cel, istnieją podstawy do konkluzji, że zróżnicowany i wielowymiarowy charakter zjawiska finansyzacji z jednej strony wprowadzać może początkowo w zakłopotanie. Z drugiej zaś czynić z analizowanego zjawiska skomplikowany i trudny w sensie analitycznym przedmiot badawczy. W literaturze przedmiotu finansyzacja prezentowana jest zarówno jako temat analiz – coś co jest przedmiotem wyjaśniania, jak również jako narzędzie analiz, czyli czynnik wykorzystywany do opisu i wyjaśniania innych zjawisk i procesów gospodarczych. Finansyzacja odnosi się do działania podmiotów gospodarczych, takich jak gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, do opisywania ich zachowań na rynkach, lecz również jako cecha charakteryzująca określone elementy gospodarki, takie jak rynki finansowe, sektory i branże. Finansyzacja wreszcie rozpatrywana bywa w kontekście ewolucji gospodarki kapitalistycznej i przekształceń zachodzących w gospodarce światowej.

W niniejszej monografii finansyzacja rozumiana i definiowana będzie jako transformacja gospodarki kapitalistycznej zmierzająca w kierunku modelu,

w którym instytucje finansowe odgrywają niewspółmiernie ważną do swej społecznej użyteczności rolę w gospodarce, zaś motyw finansowy pełni dominującą funkcję w decyzjach ekonomicznych podmiotów rynkowych, w tym także instytucji odpowiedzialnych za kreowanie polityki gospodarczej, a także wywierają istotny wpływ na funkcjonowanie rynków oraz kształtowanie otoczenia instytucjonalno-prawnego. Co więcej, przeprowadzone rozważania skłaniają do konkluzji wskazującej na zasadność używania pojęcia finansyzacja gospodarki, bowiem termin ten cechuje zdaniem autora największa pojemność znaczeniowa.

Finansyzacja w swej naturze nie jest zjawiskiem przybierającym tę samą formę w poszczególnych gospodarkach. Różnice w skali i zakresie występowania analizowanego zjawiska występują zarówno w grupie krajów rozwiniętych, jak i w obrębie krajów rozwijających się. Dotyczy to również różnic pomiędzy finansyzacją w obu kategoriach krajów, przy czym w pierwszej kolejności zjawisko to rozwinęło się w krajach rozwiniętych (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych), natomiast finansyzacja w gospodarkach krajów rozwijających jest tego pochodną i wskazuje się, że ma ona charakter podporządkowany. Za początek okresu finansyzacji gospodarki uznaje się powszechnie przełom lat 70. i 80. ubiegłego wieku, ale istnieją podstawy do stwierdzenia, że najsilniej i najpełniej finansyzacja ujawniła się na początku XXI w. w gospodarce USA.

Finansyzacja pozostaje w ścisłym związku z procesami globalizacji i dominacji neoliberalnej koncepcji określającej zasady funkcjonowania gospodarki kapitalistycznej. Wzajemne interakcje i sprzężenia zwrotne między rzeczonymi procesami sprawiają, że w dążeniu do analizy zjawiska finansyzacji konieczne wydaje się holistyczne i eklektyczne podejście. Trudno bowiem w inny sposób analizować jednocześnie takie zagadnienia, jak:

- przejście z systemu stałych do płynnych kursów walutowych oraz odejście od pieniądza mającego pokrycie w kierunku pieniądza fiducyjnego, co było następstwem upadku systemu z Bretton Woods;
- upowszechnienie, a następnie dominacja ideologii neoliberalnej dającej prymat instytucji rynku nad instytucją państwa, myśleniu i działaniu krótkookresowemu nad myśleniem i działaniem w długim okresie;
- zmianę optyki w zakresie polityki gospodarczej i podporządkowanie (zastąpienie) działań ukierunkowanych na zjawisko bezrobocia tym podejmowanym w dążeniu do ograniczania inflacji;
- upowszechnienie pracowniczych systemów emerytalnych oraz wycofanie się z systemu zabezpieczeń społecznych bazującego na zobowiązaniach państwa oraz solidarności międzypokoleniowej;
- zmianę paradygmatu w odniesieniu do równowagi sektora finansów publicznych i będący jego następstwem gwałtowny wzrost zadłużenia państw;
- przejście w obszarze regulacyjnym od modelu instytucji państwowych do modelu instytucji rynkowych, w którym organy odpowiedzialne za nadzór oraz regulacje przestają być odseparowane od podmiotów rynkowych i stają się elementem tej samej struktury rynku;



- odejście od postrzegania przedsiębiorstw jako podmiotów dostarczających określone produkty i usługi na danym rynku na rzecz traktowania ich jak wiązki aktywów, której wartość powinna być nieustannie maksymalizowana z punktu widzenia korzyści akcjonariuszy i zarządzających, nawet jeśli odbywa się to kosztem pozostałych interesariuszy i stoi w opozycji do długookresowych strategii oraz celów rozwojowych przedsiębiorstwa, co w rezultacie prowadzi do prymatu alokacji finansowej nad alokacją w sensie rzeczowym;
- zmiana zachowań przedsiębiorstw niefinansowych, które zamiast realizować strategię uwzględniającą branże, w jakich funkcjonują, w coraz większym stopniu przyjmują cechy instytucji finansowych, podejmując inwestycje o charakterze finansowym ze szkodą dla inwestowania w kluczowe z punktu widzenia ich podstawowej działalności aktywa rzeczowe.

Zdaniem autora wszystkie wymienione wyżej pojedyncze zagadnienia składają się na spójny obraz, ukazujący, dlaczego, w jaki sposób i kiedy sfera finansowa uzyskała tak znaczącą rolę w systemach gospodarczych wielu krajów na świecie, a motywy finansowe zaczęły być dominującym kryterium działania podmiotów rynkowych i, co więcej, poczęły wywierać również wpływ na zachowania społeczne ludzi.

W kolejnym rozdziale niniejszej monografii zaprezentowane zostaną teoretyczne podstawy mogące zdaniem autora wyjaśniać genezę i rozwój zjawiska finansyzacji gospodarki. Ukazane zostaną ponadto nurty badawcze w ramach analizowanego zjawiska, a także przybliżone zostaną kwestie pomiaru finansyzacji i zaprezentowane podstawowe mierniki odzwierciedlające skalę finansyzacji poszczególnych gospodarek na świecie.

## Rozdział II

# Teoretyczne fundamenty finansyzacji i problem pomiaru

### 2.1. Wprowadzenie

Historia gospodarcza krajów najdłużej realizujących model ustroju kapitalistycznego jawi się niemalże jako stały rozwój i postęp: nieuchronny wzrost, podnoszenie się standardu życia, rosnąca wydajność, a także poprawiający się jak nigdy dotąd stan zdrowia, dobrobytu i bogactwa. Widziany z oddali system ten wyróżnia porządek i wewnętrzna spójność. Jeśli spojrzeć jednak bliżej, tym bardziej chaotyczne wydaje się być to wszystko. Jednostki błądzą wzdłuż splątanych ścieżek, napędzane przez niezrozumiałe motywy, kierujące ich do mgliście wyobrażanych celów, przemierzając i zderzając się nawzajem w trakcie odgrywania swoich ról kupców i sprzedających, szefów i pracowników, producentów i spekulantów, zatrudnionych oraz bezrobotnych. Informacja, fałszywa informacja i dezinformacja mają jednakowe znaczenie. Ignorancja jest tak samo ważna i celowa jak wiedza. Sfera prywatna i sfera publiczna splecione są ze sobą w równym stopniu jak bogactwo i bieda, rozwój i niedorozwój, podbój i współpraca. I wszędzie tam pojawia się charakterystyczna nierówność: na poziomie lokalnym, regionalnym i krajowym, na przestrzeni czasu, w okresach hossy, niepowodzenia oraz załamania. Z bliska to brak porządku jest uderzającą cechą systemu<sup>1</sup>.

Ekonomia neoklasyczna (obecnie ortodoksyjna) dostarcza jednej odpowiedzi związanej z występującym dualizmem. Chwyta się ona i wykorzystuje pierwszy z opisanych aspektów, i oczyszcza lub tylko zsyła do teoretycznego zaścianka drugi z aspektów. Postrzegany porządek systemu jest rezultatem nadrzędnej optymalizacji wyznaczanej przez rynek i działającą zawsze w sposób perfekcyjny niewidzialną rękę

---

1 A. Shaikh, *Capitalism. Competition, Conflict, Crisis*, Oxford University Press, Oxford 2016, s. 3.

rynku. Ta optymalność jest z kolei przenoszona na poziomi mikroekonomiczny, tzw. reprezentatywnych agentów, od których to biorą swój początek w najwyższym stopniu racjonalne decyzje i wybory. W najbardziej doskonałej postaci system równoważy wszystkie ceny porównywalnych dóbr, wszystkie płace porównywalnych pracowników i wszystkie stopy zysków dla porównywalnych poziomów ryzyka. Ponadto, system wykorzystuje w pełni wszystkie dostępne zasoby, włączając w to zakłady produkcyjne, maszyny i pracowników. A wszystko to bez jakiegokolwiek błędu, niestabilności czy kryzysu. Dopiero kiedy staje się to głęboko i trwale obowiązującą koncepcją i punktem widzenia, pozwala się, by pojawił się potencjalny nieporządek w tej opowieści, *sotto voce*, z żalem przyznając, że trwale występujące odstępstwa są niestety wynikiem niedoskonałego działania mechanizmu rynkowego w realnej gospodarce<sup>2</sup>.

Ekonomia heterodoksyjna, głównie nurt postkeynesistowski, generalnie obiera przeciwną strategię. Podkreśla ona nieefektywność, nierówność i nierównowagę generowaną przez system. Zamiast konkurencji doskonałej mamy konkurencję niedoskonałą, zamiast automatycznego pełnego zatrudnienia mamy trwałe bezrobocie. Generowane przez mechanizm rynkowy efekty są w tym przypadku uwarunkowane historycznie, kulturowo, politycznie lub pojawiają się w następstwie przypadku, lecz najczęściej przez władzę wyrażającą się przez siłę oligopolu, siłę klasową i oczywiście władzę państwową. Z tego punktu widzenia to, co inni postrzegają jako uporządkowane wzorce i struktury ekonomiczne, jest tak naprawdę pochodną wcześniejszych uwarunkowań determinowanych historycznie działającym zbiorem konkretnych czynników. Pożądane ze społecznego punktu widzenia efekty nie są automatyczne, a samoczynnie pojawiające się efekty nie zawsze są pożądane. Bezrobocie jest bardziej prawdopodobne niż pełne zatrudnienie, a pojawienie się inflacji i kryzysów jest zawsze możliwe. Dlatego też istnieje nieustanna potrzeba interweniowania w wymiarze społecznym i gospodarczym, by wypełnić przestrzeń pomiędzy stanem obecnym a tym pożądanym i oczekiwany<sup>3</sup>.

To, co w opinii ekonomii neoklasycznej zapewnić ma niewidzialna ręka rynku, w przekonaniu keynesistów i postkeynesistów zapewnić ma widzialna ręka państwa. Ironią jest to, że w ostatecznym rozrachunku obie strony postrzegają rzeczywistość przez pryzmat niedoskonałości. Ekonomia neoklasyczna wychodzi od pojęcia doskonałości (rynku) i wprowadza następnie termin niedoskonałości jako konieczną modyfikację wcześniejszej teorii. Z kolei ekonomia heterodoksyjna generalnie akceptuje wizję doskonale działającego mechanizmu rynkowego jako właściwą dla wcześniejszych etapów rozwoju kapitalizmu, dowodzi jednak, że obecny stan rządzi się zasadą niedoskonałości. W obu przypadkach takie podejście służy właściwie obronie i utrzymaniu podstawowych fundamentów teoretycznych,

2 *Ibidem*, s. 3–4.

3 *Ibidem*.

stanowiących niezbędny punkt wyjścia i odniesienia dla coraz bardziej rozlicznych odchyień, obserwowanych w realnej gospodarce<sup>4</sup>.

W tym kontekście finansyzacja może być postrzegana jako niedoskonałość współczesnego systemu rynkowego, a równocześnie jako odchylenie, by nie rzec „aberracja”, zarówno w teoretycznym postrzeganiu podstawowej funkcji i kluczowych celów funkcjonowania sektora finansowego w relacji do rzeczywistych potrzeb i oczekiwań realnego sektora gospodarki, jak i naukowym przyzwoleniu na rozwój tego sektora do rozmiarów nieznanych w historii gospodarczej świata.

Jak dowodzone jest w najnowszej literaturze, ekonomia neoklasyczna opiera się na modelach matematycznych i odpowiadającej im metodzie dedukcyjnej, odrzucając jednocześnie niemalże wszystkie inne metody naukowego rozumowania. Staje się przez to metodą ahistoryczną, abstrahującą od rzeczywistości społecznej. Dzieje się tak głównie dlatego, że posługuje się ona funkcjami produkcji i użyteczności, które mają niewiele albo nic wspólnego ze społeczeństwem, do którego się je stosuje. Uznaje się natomiast, że wszystkie podmioty gospodarcze, we wszystkich społeczeństwach i okresach historycznych, są niezależnie od wszelkich różnic motywowane dokładnie w ten sam sposób do działania na rzecz własnego interesu, definiowanego jako zysk, użyteczność lub cokolwiek innego. Ponadto, w sposób nadmierny przywiązana jest ona do arbitralnych i wypaczonych wniosków, wynikających z przyjęcia wizji *homo oeconomicus*: racjonalności, określonych preferencji i jednego jedynego czynnika motywacyjnego w postaci własnego interesu. Wykluczają one już na wstępie wiele ważkich kwestii takich jak źródła i pochodzenie preferencji, którymi podmioty się kierują. Paradoksalnie wolność wyboru jednostki w odniesieniu do podejmowanych przez nią decyzji rynkowych nie ma w sobie nic wolnego. W ramach proponowanej teorii wybór jednostki jest w całości określany przez istniejące preferencje czy też funkcję użyteczności. Przy takim podejściu nie ma miejsca na takie elementy jak inwencja czy indywidualna tożsamość, stąd też bierze się możliwość wyznaczenia podaży i popytu z matematyczną precyzją<sup>5</sup>. Współczesna ekonomia jest z jednej strony w dużym stopniu zmatematyzowana, z drugiej zaś bardzo sceptyczna, jeśli chodzi o instytucje państwa, i bardzo łatwowierna w odniesieniu do zdolności rynków do samoregulacji. Taka kombinacja jest niebezpieczna. Oznacza bowiem, że ekonomiści nie mają wystarczającej wiedzy, dotyczącej szczegółów instytucjonalnych, konkretnych praktyk i instrumentów finansowych. Z drugiej strony nadmiernie wierzą w rynek<sup>6</sup>.

4 *Ibidem*, s. 4.

5 B. Fine, A. Saad-Filho, *Ekonomia marksistowska*, [w:] L. Fischer, J. Hasell, Ch. Proctor, D. Uwakwe, Z. Ward-Perkins, C. Watson (red.), *Pomyśleć ekonomię od nowa. Przewodnik po głównych nurtach ekonomii heterodoksyjnej*, Wydawnictwo Ekonomiczne Heterodox, Poznań 2018, s. 51–52.

6 M. Ferrarese, *The Truth of the Market*, [w:] B. Lomfeld, A. Somma, P. Zumbansen, *Reshaping Markets. Economic Governance, the Global Financial Crisis and Liberal Utopia*, Cambridge University Press, Cambridge 2016, s. 328.

Ignorowanie roli władzy publicznej i takich podmiotów jak państwo i rząd, które choć nie zawsze są aktywnymi uczestnikami procesów na rynkach finansowych, to jednak pełnią na nich istotną rolę, spowodowało, że współczesne teorie finansowe są w gruncie rzeczy sformalizowaną i zmatematyzowaną teorią pieniądza w utopijnych realiach. Teorie te obowiązują w świecie, w którym funkcjonuje nieskończony szereg substytucyjnych twierdzeń bez najmniejszego odwołania się do pojęcia pieniądza państwowego. Tak samo jak utopijna konstrukcja zbudowana została na kruchych fundamentach – a konkretnie na zwiększaniu zadłużenia oraz podejmowaniu nadmiernego ryzyka, które uznawane są przez zwolenników wolnego rynku za anomalie – tak samo przyjmowano założenie, że rynki są zdolne do samoregulacji i karania podmiotów, które podejmują nadmierne ryzyko. Brakującym elementem teorii finansowej okazała się być kwestia płynności, która stanowi wyraźną cechę kredytu czy to w postaci pieniądza, czy też wewnętrznych dwustronnych umów kredytowych. Kredyt jest bowiem czynnikiem łączącym ze sobą rynki finansowe i makroekonomię, a w sytuacji gdy jest on niewystarczający, rynki finansowe przestają funkcjonować, o ile nie wkroczy państwo i nie przywróci sprawności rynku finansowego poprzez odgrywanie roli pożyczkodawcy ostatniej instancji<sup>7</sup>.

Radykalnym punktem widzenia, prezentowanym w okresie finansyzacji jest przekonanie, że proces pozyskiwania wartości (*value extraction*) może być traktowany jako dziedzina odseparowana od procesu tworzenia wartości (*value creation*). Innowacje w ramach sektora finansowego, takie jak np. wysoce złożone instrumenty zabezpieczające czy też inne instrumenty pochodne pozwalają na stosowanie dźwigni finansowej oraz obrót aktywami finansowymi, które tylko w niewielkim stopniu powiązane są z aktywami bazowymi. Ta rozdzielność i rozłączność pomiędzy pozyskiwaniem wartości i kreowaniem wartości jest znakiem rozpoznawczym procesu finansyzacji. Łatwo jest przyznać, że tego typu metoda, polegająca na kreowaniu olbrzymiej wartości jedynie w oparciu o pojedyncze aktywa może działać tak długo, jak znaczna część podmiotów jest skłonna wierzyć, że jest to możliwe. Ten model kreowania wartości w oparciu o piramidę finansową jest wraz z upływem czasu nie do obrony, a fakt ten stał się oczywisty dla wielu komentatorów i kreatorów polityki w roku 2008<sup>8</sup>.

W eseju opublikowanym w roku 2009, poświęconym porażce ekonomistów głównego nurtu, Paul Krugman poświęcił dwa zdania istnieniu ekonomistów spoza

7 F. Martin, *Money the Unauthorized Biography*, Vintage, London 2014, s. 221–222, cyt. za: A. Styhre, *The Financialization of the Firm. Managerial and Social Implications*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK 2015, s. 70.

8 A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 225. W ogóle pogląd zakładający, że system finansowy tworzy wartość dodaną jest wątpliwy, jeśli nie wręcz błędny, w tym systemie bowiem usługi finansowe nie tworzą wartości i jak dowodzi Jerzy Żyżyński one ją pochłaniają, stając się coraz silniej ważącym elementem kosztów funkcjonowania gospodarki. Zob: J. Żyżyński, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji*, [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 34.

klasyfikacji *saltwater – freshwater*. Wskazywał, że są wyjątki od reguły i zdarzają się ekonomiści kwestionujący założenia dotyczące racjonalnych zachowań, podważający wiarę, że można ufać rynkom finansowym i wskazujący na długą historię kryzysów finansowych, które miały katastrofalne konsekwencje gospodarcze. Ekonomiści ci jednak płynęli pod prąd i nie byli zdolni stworzyć przeciwwagi dla panującego wszechobecnego i głupiego samozadowolenia. Poza przytoczonym wyżej fragmentem w całym tekście liczącym 6500 słów znalazło się jeszcze pół zdania oraz przelotnie wymienione zostało jedno nazwisko i było to wszystko, co poświęcone zostało ekonomistom, którzy mieli rację w kwestii kryzysu finansowego. Nie zostały przedstawione ich nazwiska, nie zostały zacytowane ich prace ani nie została ukazana ich argumentacja. Nie dlatego, że brak było prac naukowych poruszających naturę i przyczyny załamania finansowego. Nie dlatego, że żaden z tych ekonomistów nie przewidział nadchodzącego kryzysu finansowego. Stało się tak dlatego, że żaden z nich nie wywodził się z nurtu *saltwater czy freshwater* ani też *Marx – water*; byli oni kimś innym *backwater* – przedstawicielami ekonomii spoza głównego nurtu<sup>9</sup>.

Ekonomiści spoza głównego nurtu są bezosobowymi przedstawicielami swojego zawodu. Na długo przed kryzysem ci, którzy mieli skłonność do badania niestabilności i słabości gospodarki, niekoniecznie odwołując się przy tym do Marksizmu, spychani byli na obrzeża świata akademickiego. Artykuły ich autorstwa pojawiały się w drugorzędnych czasopiśmie lub w gazetach, a ostatnio coraz częściej na blogach typu *Naked Capitalism* lub *Naked Keynesianism*. Wielu z nich, którzy zbyt szybko na ścieżce swojej kariery zawodowej ujawnili swój sceptycyzm, uprawiając ekonomię w ten sposób, zostało zniechęconych do uczestniczenia w życiu akademickim. Jeśli pozostali, to zesłano ich do rozległej diaspory niższych rangą uniwersytetów stanowych lub koledży, gdzie obciążeni zostali wystarczająco dużymi, nadmiernymi obowiązkami dydaktycznymi i nawet jeśli zdolali publikować artykuły, to mogły być one bez konsekwencji ignorowane<sup>10</sup>.

Kiedy w 2005 r. Raghuram Rajan wystąpił na konferencji w Jackson Hole skierowanej do ekonomistów i przedstawicieli banków centralnych z prezentacją zatytułowaną: *Has Financial Development Made the World Riskier?*, przedstawiając w niej wnikliwe analizy, porównywany był do luddystów. Zarzucano mu błędne wnioski, sprzeczne z doktryną Greenspana<sup>11</sup>. Większość była przekonana, że instytucje finansowe robią co do nich należy zaś finansowi czarodzieje wynaleźli nowe i bardziej inteligentne sposoby zarządzania ryzykiem, które poprzez sieć nowych instrumentów finansowych można praktycznie wyeliminować. Jak przekonują Tim Besley i Peter Hennessy w imieniu British Academy w liście do Królowej Brytyjskiej, trudno odnaleźć i przywołać lepszy przykład połączenia myślenia życzeniowego, pychy i arogancji. Kryzys finansowy był zasadniczo porażką

9 J. Galbraith, *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*, Simon & Schuster, New York 2014, s. 147–148 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

10 *Ibidem*, s. 148.

11 A. Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2016, s. 169.

kolektywnej wyobraźni wielu światłych ludzi w zrozumieniu ryzyka systemowego jako całości<sup>12</sup>.

Celem, jaki przyświeca autorowi w drugim rozdziale niniejszej monografii, jest podjęcie próby ukazania teoretycznych podstaw zjawiska finansyzacji gospodarki. Ponadto w rozdziale zostaną zaprezentowane główne nurty badawcze, w których zlokalizowane mogą być prace empiryczne i studia teoretyczne poświęcone zjawisku finansyzacji. W rozdziale przedmiotem rozważań będą również kwestie związane z zagadnieniem pomiaru analizowanego zjawiska oraz zaprezentowane zostaną podstawowe mierniki, ukazujące zarówno skalę finansyzacji w wybranych gospodarkach na świecie, jak i zmiany, jakie nastąpiły w tym zakresie w okresie ostatnich lat. Rozdział kończy podsumowanie.

## 2.2. Teoretyczne podłoże zjawiska finansyzacji

Zgodnie z najlepszą wiedzą autora, jak dotąd finansyzacja jako zjawisko ekonomiczne nie doczekała się konceptualizacji na gruncie teoretycznym. Prezentowane poniżej rozważania są autorską próbą osadzenia tego zjawiska w istniejących teoriach. Istnieją przesłanki, by teoretycznych korzeni finansyzacji upatrywać zasadniczo w trzech obszarach. Pierwszym z nich jest efekt Cantillona analizowany przez zwolenników szkoły austriackiej. Drugi to hipoteza niestabilności finansowej sformułowana przez Hymana Minsky'ego. Trzeci to Marksizm, a konkretnie podnoszone w ramach tego nurtu ekonomii kwestie, związane z malejącą stopą zysku.

### 2.2.1. Efekt Cantillona

Kluczowym zagadnieniem w ramach pierwszego obszaru analizy teoretycznych podstaw zjawiska finansyzacji jest neutralność pieniądza. Neutralność pieniądza oznaczająca najbardziej ogólnie brak wpływu zjawisk monetarnych na zmienne realne jest jednym z tych zagadnień, które ogniskują w sobie zainteresowanie każdej ze szkół ekonomicznych. Przedstawiciele głównego nurtu ekonomii na ogół postulują neutralność pieniądza w długim okresie, przyjmując jednak, że w okresie krótkim i średnim zmiany podaży pieniądza wywierają wpływ na sferę realną gospodarki. Najczęściej neutralność pieniądza rozpatrywana i utożsamiana jest z neutralnością dynamiczną. Neutralność pieniądza w tym ujęciu zachodzi wówczas, gdy zmiany podaży pieniądza prowadzą jedynie do proporcjonalnych zmian w wielkościach nominalnych. Aby taka sytuacja mogła mieć miejsce, konieczne jest spełnienie szeregu warunków. Po pierwsze, nowy zasób pieniądza powinien równocześnie oraz

12 T. Basley, P. Hennessy, *List do Królowej Brytyjskiej*, 22 July 2009, s. 1–3.



proporcjonalnie powiększyć salda gotówkowe wszystkich podmiotów. Po drugie, ludzie powinni mieć świadomość, że nastąpiła taka sytuacja i wszyscy posiadają większą ilość gotówki. Po trzecie, wszystkie ceny powinny zmienić się w sposób jednoczesny, a zatem występuje pełna elastyczność cenowa. Po czwarte, konieczne jest utrzymanie dotychczasowej struktury wydatkowej podmiotów gospodarczych. Po piąte, podmioty gospodarcze powinny ocenić, że przyrost zasobów pieniądza był niespodziewany i jednorazowy albo też będzie zachodził w terminach z góry określonych, a jego wielkość będzie wcześniej znana. Po szóste, neutralność pieniądza może dotyczyć jedynie pieniądza pustego (*fiat money*). Po siódme, neutralność pieniądza wymaga braku ingerencji rządowych, takich jak np. kontrole cenowe czy ograniczenia w zakresie handlu. Po ósme, w systemie rezerwy cząstkowej neutralność pieniądza wymaga istnienia niezmienionej relacji pomiędzy ilością gotówki a depozytami, co oznacza, że nie liczy się tylko ilość pieniądza, ale także jego struktura. Dziewiątym warunkiem jest niewystępowanie kosztów transakcyjnych związanych z przechowywaniem i transportem większych zasobów pieniądza czy też tych związanych ze zmianą cenników<sup>13</sup>.

Arkadiusz Sieroń wskazuje, że spełnienie powyższych warunków nie jest możliwe, a jednocześnie przekonuje, że gdy ekonomiści mówią o neutralności pieniądza w dynamicznym ujęciu, to mają na myśli wyłącznie długi okres oraz neutralność w słabszym znaczeniu niż ta prezentowana do tej pory, a mianowicie przyjmują, że zmiany podaży pieniądza nie wpływają na wielkość produkcji. Co do okresu krótkiego uważa się powszechnie, że pieniądz nie jest neutralny. I choć różne szkoły ekonomiczne zwracają uwagę na odmienne przyczyny takiego stanu rzeczy (iluzja pieniężna, niepełna informacja, sztywności cenowe), to jednak punktem stycznym dla nich jest traktowanie zmian realnych będących odpowiedzią zmian monetarnych jako tymczasowych i przejściowych, po których dana gospodarka powraca na dawną ścieżkę wzrostu. Panuje jednak przekonanie, że ten okres przejściowy trwać może nawet 10 lat. Odmienne stanowisko w kwestii neutralności pieniądza prezentują przedstawiciele szkoły austriackiej. Zwracają oni uwagę przede wszystkim na efekt Cantillona i nie tylko uważają, że zmiany realne w jakiś sposób ulegną rozmyciu w długim okresie, lecz wręcz przeciwnie – utrzymują, że zjawiska monetarne wywołują trwałe zmiany w realnej sferze gospodarki. Pieniądz bowiem, w przeciwieństwie do innych dóbr, nie posiada swojego specyficznego rynku (jest wymieniany na wszystkich rynkach)<sup>14</sup>.

O ile zatem zmiana na rynku jakiegoś dobra innego niż pieniądz nie musi koniecznie wpływać na stan wszystkich innych rynków, o tyle zmiany na rynku

13 A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, „Studia Ekonomiczne INE PAN” 2014, nr 1(LXXX), s. 88–98. Autor wymienia także dwa dodatkowe warunki: statyczne oczekiwania cenowe oraz brak efektu portfelowego, tj. zmiany w portfelu aktywów podmiotów gospodarczych na skutek zmian podaży pieniądza.

14 *Ibidem*, s. 98–99.

pieniądza z definicji muszą mniej lub bardziej wpłynąć na wszystkie inne rynki<sup>15</sup>. Zdaniem Ludwiga von Misesa: „Wszystko, co dzieje się w sferze dóbr zbywalnych, musi wpływać na sferę pieniądza, a wszystko, co dzieje się w sferze pieniądza, ma wpływ na sferę towarów”. Co więcej, zmiany te będą miały trwały charakter, a każda zmiana po stronie monetarnej prowadzi do trwałej zmiany w strukturze cen<sup>16</sup>.

Pieniądz w gruncie rzeczy tak naprawdę nie krąży w obiegu, lecz zawsze znajduje się na czymś saldzie gotówkowym. Tym samym każda teoria powinna starać się wyjaśniać dostosowania cenowe w wyniku zmian w podaży pieniądza, odwołując się do decyzji podejmowanych przez podmioty gospodarcze dążące do dostosowania swoich sald gotówkowych do nowej sytuacji. Skoro zatem zmiany pieniądza nigdy nie następują w sposób równomierny, to nowy pieniądz zawsze skutkuje wzrostem zasobów pieniężnych pozostających w dyspozycji określonych jednostek. Trudno więc oczekiwać, by nierównomierny wzrost dochodów pieniężnych nie powodował zmian w relatywnych cenach, bowiem zgodnie z zasadą malejącej użyteczności krańcowej dla podmiotów, których salda gotówkowe wzrosły, użyteczność krańcowa jednostki pieniężnej spadnie, skłaniając je do zwiększenia swoich wydatków, co spowoduje wzrost cen określonych dóbr. Będzie to miało wpływ na dochody kolejnych podmiotów, które również zwiększą swoje wydatki i w rezultacie nastąpi rozpowszechnienie się zjawiska wzrostu cen, jednak wzrost ten nie będzie jednakowy dla wszystkich cen. W efekcie tego relacje cenowe po wzroście cen nie będą odpowiadały relacjom cenowym przed wzrostem, co oznacza, że spadek siły nabywczej pieniądza nie będzie jednolity względem różnych dóbr ekonomicznych<sup>17</sup>. Podaż pieniądza nie jest zatem rozdzielana w sposób równomierny pomiędzy podmioty gospodarcze w sposób ściśle proporcjonalny, odpowiadający ich poprzedniemu udziałowi w rezerwach pieniężnych<sup>18</sup>.

Efekt Cantillona, znany również jako efekt pierwszej rundy (*first-round effect*) lub też *injection effect*, odnosi się do zmiany w dystrybucji majątku i dochodu, a w konsekwencji w strukturze relatywnych cen oraz produkcji zachodzących wskutek nierównomiernych zmian podaży pieniądza. Termin ten został wprowadzony do literatury ekonomicznej przez Marka Blauga, choć jak sama nazwa wskazuje, pierwszym badaczem, który zwrócił uwagę na rzeczony zjawisko ekonomiczne, był Richard Cantillon<sup>19</sup>. Ponieważ efekt pierwszej rundy powoduje w istocie brak neutralności

15 M. Machaj, *Krótki przewodnik po teorii pieniądza*, Instytut Edukacji Ekonomicznej im. Ludwiga von Misesa Wrocław 2012, cyt. za: A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, s. 99.

16 L. von Mises, *Teoria pieniądza i kredytu*, Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 128–129, cyt. za: A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, s. 99–100; J. Salerno, *Ludwig von Mises's Monetary Theory in Light of Modern Monetary Thought*, „The Review of Austrian Economics” 1982, Vol. 8(1), s. 104, cyt. za: A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, s. 100.

17 L. von Mises, *Teoria pieniądza i kredytu*, s.128–130, cyt. za: A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, s. 100.

18 M. Blaug, *Teoria ekonomii: ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 1994, cyt. za: A. Sieroń, *Neutralność pieniądza*, s. 103.

19 A. Sieroń, *Efekt Cantillona*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2015, nr 2(74), s. 68–69.

pieniądza nawet w długim okresie, to wpływ inflacji monetarnej na nierówności dochodowo-majątkowe będzie utrzymywał się nie tylko w krótkim okresie jako efekt przejściowy. Inaczej rzecz ujmując, jednym z niezamierzonych skutków inflacji monetarnej okazuje się taka redystrybucja dochodu i majątku, która w licznych przypadkach prowadzi do powiększania nierówności dochodowo-majątkowych. W szczególności wzrost podaży pieniądza powoduje redystrybucję dochodu od późniejszych do wczesnych odbiorców nowych zasobów pieniądza, którymi są relatywnie bogatsze podmioty i instytucje z sektora finansowego. Wprowadzenie nowego pieniądza do gospodarki przez określone kanały oznacza *de facto* redystrybucję dochodu do osób, które nowe pieniądze dostają jako pierwsze w stosunku do podmiotów, do których pieniądze te trafiają później. Wynika to z tego, że podmioty, które jako pierwsze otrzymują nowo wykreowane pieniądze, mają ich więcej w sytuacji, gdy ceny rynkowe nie zdążyły się zmienić w następstwie zmian podaży pieniądza. Efekt ten, zdaniem cytowanego autora, może tłumaczyć rozrost sektora finansowego w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat w krajach rozwiniętych. To bowiem sektor finansowy za sprawą ekspansji kredytowej i transakcji z bankiem centralnym jest jednym z pierwszych odbiorców, do których trafia nowy pieniądź<sup>20</sup>.

W praktyce gospodarczej nowe pieniądze wprowadzane są poprzez określone kanały. W rezultacie ceny tych aktywów, na których koncentruje się popyt pieniężny i na które w pierwszej kolejności trafiają nowo wykreowane pieniądze, będą wzrastać najbardziej. W skrajnym przypadku stały napływ środków pieniężnych na dany rynek przy współdziałaniu odpowiednich czynników instytucjonalnych (np. zjawiska pokusy nadużycia) oraz psychologicznych (np. oczekiwań co do dalszego wzrostu cen) może doprowadzić do powstania bańki spekulacyjnej<sup>21</sup>. Efekt pierwszej rundy może również stanowić wytłumaczenie powstawania baniek cenowych o charakterze spekulacyjnym na różnych aktywach i segmentach rynku, czyli takich sytuacji, gdy ceny aktywów odrywają się od swoich wartości fundamentalnych. Tworzenie się baniek na rynkach aktywów jest bowiem najlepszym dowodem potwierdzającym, że ceny różnych dóbr i usług w gospodarce nie wzrastają równomiernie, tak jak prezentowane jest to w Friedmanowskim modelu helikoptera, lecz bardziej prawdopodobnie w sposób nierównomierny, tak jak przewidywał to Richard Cantillon. Bańka spekulacyjna oznacza w tym kontekście sytuację, gdy ceny na danym rynku wzrosły nadmiernie, w znacznie większym stopniu niż na innych rynkach, a więc przewartościowanie jednych aktywów oznacza siłą rzeczy niedowartościowanie innych. Relatywny wzrost cen aktywów wynika z ekspansji kredytowej, czyli z określonej realizacji efektu Cantillona<sup>22</sup>.

Innym wskazywanym w literaturze przedmiotu aspektem efektu Cantillona jest dystrybucja dochodu od podmiotów utrzymujących relatywnie dużo gotówki

20 A. Sieroń, *Znaczenie efektu Cantillona w teorii ekonomii*, „Ekonomia – Wrocław Economic Review” 2016, No. 22(3), „Acta Universitatis Wratislaviensis”, nr 3732, s. 19–20.

21 *Ibidem*, s. 17.

22 *Ibidem*, s. 16.

do podmiotów utrzymujących relatywnie niewiele gotówki. W rezultacie prowadzi to do relatywnego wzrostu cen akcji spółek, które utrzymują niski stan gotówki względem akcji spółek, które utrzymują dużo gotówki. Ponieważ spółki w odróżnieniu od innych przypadków w całości samodzielnie odpowiadają za poziom salda gotówkowego, starają się one ekonomizować używanie gotówki. Rezultatem tego może być m.in. wertykalna integracja, zwiększenie ilości depozytów w walutach obcych, a także zmiany procesów produkcyjnych z bardziej pracochłonnych na bardziej kapitałochłonne, co oznacza zmianę w strukturze relatywnych cen czynników produkcji (pracy i kapitału)<sup>23</sup>.

Arkadiusz Sieroń przekonuje również, że rządy były od zawsze zainteresowane kreacją pieniądza, ponieważ inflacja monetarna z uwagi na efekt pierwszej rundy cechuje się pewnymi przewagami względem opodatkowania, czyli drugiego podstawowego sposobu pozyskiwania środków finansowych przez rząd. Jest ona bardziej dyskryminacyjna w swoim charakterze, dzięki czemu rządy mogą łatwiej osiągać konkretne cele (np. wspierać określone grupy interesu – w analizach prowadzonych w niniejszej monografii chodzi głównie o sektor finansowy). Jest to jednocześnie mniej oczywisty sposób redystrybucji dochodu w porównaniu do opodatkowania, gdyż inflacja monetarna jest o wiele trudniejszym zjawiskiem do zbadania. Niezmiernie trudno oszacować bowiem jej skutki, co wynika m.in. z tego, że nowo wykreowane pieniądze są wprowadzane do gospodarki przez wiele kanałów i prawdopodobnie nigdy w ten sam sposób. Inflacja monetarna relatywnie wspiera dłużników netto, do których zaliczają się także rządy i część przedsiębiorstw (co może wyjaśniać wzrost znaczenia długu jako źródła finansowania oraz ogólny poziom długu w gospodarce). Negatywne efekty inflacji monetarnej pojawiają się dopiero po pewnym czasie, gdy korzyści z niej płynące dla określonych podmiotów są natychmiastowe. Upłynąć musi bowiem czas, zanim nastąpi wzrost cen powodujący spadek dobrobytu części społeczeństwa. Ta cecha charakterystyczna sprawia, że inflacja monetarna wiąże się z początkowym ożywieniem, a jednocześnie zaciemnione są negatywne skutki dla społeczeństwa oraz niektórych sektorów gospodarki. Dzięki inflacji monetarnej suwerenne rządy są w stanie przekazywać środki finansowe określonym podmiotom, zwiększając tym samym ich dochód nominalny, bez zabierania pieniędzy innym i obniżania ich dochodu nominalnego. Co szczególnie istotne, inflacja monetarna może być łatwiejsza do przeprowadzenia z politycznego punktu widzenia, ze względu na brak konieczności uchwalania określonych aktów prawnych. Tworzone jest tym samym wrażenie ogólnej prosperity, przesuując jednocześnie w czasie negatywne skutki takich działań, które na dodatek nie są w sposób prawidłowy rozpoznawane przez społeczeństwo<sup>24</sup>.

Rekapitulując rozważania ukazane powyżej, uprawnione zdaje się być stwierdzenie, że efekt Cantillona uzasadnia i wyjaśnia uprzywilejowaną pozycję sektora

23 A. Sieroń, *Efekt Cantillona*, s. 74.

24 A. Sieroń, *Znaczenie efektu Cantillona...*, s. 20–21.

finansowego jako całości i największych instytucji finansowych. Co warto podkreślić, uprzywilejowanie to ujawnia się w sposób szczególny w sytuacjach kryzysów finansowych, kiedy to sektor finansowy jako pierwszy staje się odbiorcą środków finansowych kierowanych przez państwo w celu przeciwdziałania upadkowi wybranych podmiotów finansowych, a częstokroć dążeniem do zapobiegnięcia implozji krajowego sektora finansowego, która w zależności od pozycji danej gospodarki w globalnym systemie finansowym wywołać może kaskadę dalszych kryzysów rozlewających się po rynkach światowych. Cały sektor finansowy, w szczególności zaś największe instytucje finansowe zasilane przez państwo kapitałem mają możliwość ponadprzeciętnego czerpania korzyści ekonomicznych w relacji do innych podmiotów rynkowych. Sprzyja temu polityka monetarna banków centralnych dostarczających płynności w skali niespotykanej w najnowszej historii gospodarczej. W warunkach kryzysu, kiedy większość gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i innych podmiotów działających na rynku mierzyć musi się z trudnościami natury ekonomicznej, instytucje finansowe za sprawą swojej uprzywilejowanej pozycji odnotowywać mogą relatywnie największe korzyści finansowe, umacniając swoją pozycję w relacji do realnego sektora gospodarki. Jednym z kanałów to umożliwiających jest rynek giełdowy, gdzie alokowana może być znacząca część kapitału tych instytucji finansowych, które swoje funkcjonowanie opierają na pełnym przekonaniu o swojej wyjątkowości względem innych podmiotów rynkowych. Pojawiające się w następstwie działań państwa ożywienie gospodarcze pozwala całemu sektorowi finansowemu po raz kolejny na czerpanie ponadprzeciętnych korzyści ekonomicznych, dalsze umacnianie swojego rynkowego statusu. Jednocześnie przy braku restrykcji w sferze regulacyjnej umożliwia powrót do prowadzonej przed kryzysem działalności, obciążonej coraz to wyższym ryzykiem. Efekt Cantilona może zatem, zdaniem autora, wyjaśniać genezę samej finansyzacji, lecz nade wszystko tempo wzrostu i skalę pogłębiania się zjawiska finansyzacji gospodarki.

### 2.2.2. Hipoteza niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego

Drugiego teoretycznego podłoża zjawiska finansyzacji upatrywać można w hipotezie niestabilności finansowej sformułowanej przez Hymana Minsky'ego. Hyman Minsky – podobnie jak czynią to przedstawiciele szkoły austriackiej – odrzucał w sposób zdecydowany zasadę neutralności pieniądza, przynajmniej w gospodarce charakteryzującej się rozbudowanym systemem finansowym. Traktował on gospodarkę kapitalistyczną jako gospodarkę pieniężną nie tylko z uwagi na to, że wykorzystywany jest w niej pieniądz, lecz również dlatego, że pieniądz znajduje się w centrum podejmowania decyzji gospodarczych. Jego zdaniem, sposób finansowania aktywów ma istotne znaczenie zarówno na gruncie teoretycznym, jak i w praktyce gospodarczej. Szczególne zaś znaczenie ma w tym przypadku dług rozumiany jako strumień płatności, który musi być zrealizowany w przyszłości w celu zachowania wypłacalności przez dany podmiot gospodarczy. Istota problemu przejawia się w tym, że w momencie zawierania kontraktu żadna ze stron nie ma pewności, czy



płatności te będą w przyszłości mieć miejsce. Gospodarka jest w opinii Minsky'ego złożonym systemem finansowym, którego niestabilność rośnie w miarę wydłużania się fazy wzrostowej cyklu koniunkturalnego wraz z tym, jak podmioty gospodarcze angażują się w coraz bardziej ryzykowne formy finansowania działalności. W gospodarkach rozwiniętych pod względem finansowym (*financially sophisticated economics*) nie jest możliwe utrzymanie w długim czasie równowagi pomiędzy agregatowym popytem i agregatową podażą. Niestabilność będąca tego następstwem ma w jego opinii źródła w rynkach finansowych, na których dominują elementy spekulacyjne. Jest to wynikiem powstania w systemie finansowym struktur, które są podatne na deflację, załamanie wartości aktywów oraz głęboką represję<sup>25</sup>.

W przeciwieństwie do przedstawicieli głównego nurtu, dla których równowaga rynkowa może być zakłócona tylko za sprawą błędów politycznych, szoków egzogenicznych lub niedoskonałości rynku, Minsky zwracał uwagę na endogeniczny, ewolucyjny kierunek zmian prowadzących gospodarkę kapitalistyczną od stabilności do niestabilności<sup>26</sup>. W hipotezie niestabilności finansowej Minsky wyróżnił trzy rodzaje finansowania (trzy kategorie dłużników lub też trzy następujące po sobie etapy): finansowanie zabezpieczone (*hedge*), finansowanie spekulacyjne (*speculative*) oraz finansowanie typu piramidy finansowej (*Ponzi finance*). Pierwszy typ dotyczy sytuacji, gdy pożyczkobiorca jest w stanie spłacać kapitał i odsetki w oparciu o dochody uzyskiwane z posiadanych przez siebie aktywów niefinansowych. Drugi typ finansowania występuje, gdy pożyczkobiorca jest w stanie spłacać odsetki, natomiast jego przepływy finansowe nie są wystarczające do spłaty rat kapitałowych, co w konsekwencji zmusza taki podmiot do refinansowania. Trzeci rodzaj finansowania ma miejsce, gdy podmiot gospodarczy nie jest zdolny do spłaty kapitału oraz odsetek i w całości finansuje się poprzez zaciąganie kolejnych długów<sup>27</sup>.

Finansowanie zabezpieczone dominuje, gdy podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa, instytucje finansowe) mają jeszcze świeżo w pamięci poprzedni kryzys i dlatego też zachowują się oraz podejmują decyzje ekonomiczne, kierując się zasadą awersji do ryzyka. Stabilne niskie stopy procentowe zapewniają z jednej strony niemalże nieograniczony dostęp do kredytu, z drugiej zaś strony zyski uzyskiwane przez podmioty rynkowe umożliwiają obsługę płatności wynikających

25 L. Kąsek, M. Lubiński, *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 1(13), s. 7–9.

26 R. Bellofiore, J. Halvei, M. Passarella, *Minsky in the „New” Capitalism: the New Clothes of the Financial Instability Hypothesis*, [w:] D. Papadimitriou, L. Wray (eds.), *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Elgar, Cheltenham 2011, s. 86.

27 K. Mitrega-Niestrój, *Niestabilność finansowa i jej źródła we współczesnym świecie*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2014, nr 171, s. 17; K. Kluz, R. Cholewiński, *Wnioski z kryzysu w kontekście hipotezy niestabilności finansowej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2010, nr 143, s. 2. Por.: D. Michailidou, *The Inexorable Evolution of Financialisation. Financial Crisis in Emerging Markets*, Palgrave Macmillan UK, Hampshire 2016, s. 28; J. Toporowski, *The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, Routledge, London 2000, s. 59–60.

z zaciągniętego długu. Czynnikiem określającym i kształtującym strukturę kapitałową podmiotów gospodarczych jest spread między niepewnym strumieniem napływających środków pieniężnych (zysków), które mogą się nagle i w sposób znaczący skurczyć, a pewnymi wypływami pieniężnymi (związanymi z obsługą zadłużenia). Taka struktura finansowania działalności gospodarczej ma w opinii Hymana Mynsky'ego charakter zabezpieczony. Ponieważ oczekiwana wartość bieżąca przedsięwzięć inwestycyjnych ma wartość dodatnią, niemalże dla każdej z rynkowych stóp procentowych, wielkość długu ma tendencję do obniżania się w kolejnych okresach. Podmioty gospodarcze w tym etapie finansowania napotykaają, co prawda, na ryzyko związane z prowadzoną przez nich działalnością, lecz jest ono relatywnie niższe niż ryzyko finansowe<sup>28</sup>.

Istnienie możliwości osiągnięcia kolejnych zysków skłania podmioty gospodarcze do podejmowania nowych działalności, które napędzają wzrost gospodarczy. Gdy podmioty osiągają zyski wyższe od oczekiwanych, zarówno przedsiębiorcy, jak i bankierzy oraz finansjera stają się mniej ostrożni (mniej konserwatywni) w kwestii ryzyka, przejawiając większą skłonność do zaciągania kolejnych długów i udzielania kolejnych kredytów. Proces ten nie może być zatrzymany nawet przez potencjalny opór banku centralnego przed dalszym zwiększaniem podaży pieniądza, bowiem instytucje finansowe dostarczają nowych instrumentów płatniczych (będących substytutami pieniądza fiducjarnego), a także oferują nowe możliwości zastosowania tradycyjnych instrumentów finansowych. W tym okresie stopy procentowe pozostają bez zmian, podczas gdy zadłużenie podmiotów rośnie i rośnie spekulacyjny charakter tego zadłużenia. Finansowanie o charakterze spekulacyjnym ma miejsce według Hymana Mynsky'ego, gdy przepływy pieniężne umożliwiają podmiotom zaciągającym dług finansowanie odsetek od kredytu, lecz nie pozwalają trwale na spłatę rat kapitałowych. Dla podmiotów tych konieczne staje się więc refinansowanie długu, przynajmniej w okresie przejściowym. Podmioty opierające swoją działalność na spekulacji, których liczba rośnie wraz z boorem na rynku, muszą zmierzyć się nie tylko z ryzykiem prowadzenia działalności, lecz również z ryzykiem finansowym, z uwagi na możliwy spadek wartości aktywów lub też nagły i nieoczekiwany wzrost krótkookresowego oprocentowania ogłoszony przez bank centralny. W każdym z przypadków oczekiwane zyski z prowadzonej działalności mogą zamienić się w rzeczywiste straty<sup>29</sup>.

Działania spekulacyjne są korzystne, jeśli pozwalają na wyższy poziom inwestycji długoterminowych oraz przyczyniają się do długookresowego wzrostu gospodarczego. Problem polega jednak na tym, że spekulacja zwiększa niestabilność systemu ekonomicznego jako całości. Boom gospodarczy wkrótce wynaturza się i przekształca w bańkę spekulacyjną, w której podmioty skłonne są do podejmowania działań ultra spekulacyjnych i ten typ działalności zaczyna dominować. Struktura finansowa typu Ponzi pojawia się wówczas, gdy już same płatności

28 R. Bellofiore, J. Halvei, M. Passarella, *Minsky in the „New” Capitalism...*, s. 87–88.

29 *Ibidem*.



odsetkowe przewyższają możliwości finansowe podmiotów w dłuższym przedziale czasowym. Podmioty muszą wówczas albo wyprzedawać części swoich aktywów lub zaciągać nowe długi do refinansowania tych wcześniej zaciągniętych. Działania o charakterze ultra spekulacyjnym utrzymują się, kiedy podmioty oczekują nadzwyczajnych zysków lub zysków kapitałowych będących pochodną inflacji aktywów. W tym kontekście niewielki, nieoczekiwany wzrost krótkookresowych stóp procentowych lub też spadek wartości aktywów stać się może czynnikiem inicjującym kryzys finansowy. Sytuację pogarsza fakt, że w okresie euforii rynkowej wszystkie podmioty gospodarcze (zarówno te z sektora finansowego, jak i z realnej sfery gospodarki) ograniczały zasoby gotówki i zmniejszały płynność finansową. Wraz z wybuchem kryzysu ponownie rosną preferencje podmiotów w zakresie płynności. Kryzys gospodarczy jest naturalną konsekwencją wrażliwości, jaka cechuje strukturę finansowania<sup>30</sup>.

Konkludując, sformułowana przez Hymana Minsky'ego hipoteza niestabilności finansowej, tłumacząca mechanizm powstawania kryzysów finansowych oraz gospodarczych, zdaniem autora stanowić może jednocześnie podstawę do teoretycznego wyjaśnienia zjawiska finansyzacji. Przejście bowiem od finansowania zabezpieczonego do kolejnych etapów finansowania o charakterze spekulacyjnym i charakterze piramidy finansowej, w sposób nierozzerwalny wiąże się z powiększaniem zadłużenia oraz tworzeniem kolejnych rodzajów instrumentów finansowych to umożliwiających. Te ostatnie mają w teorii uzasadniać zdolności kredytowe podmiotów oraz kwantyfikować ryzyko ponoszone przez nabywców tych papierów wartościowych (w którym to procederze istotną rolę odgrywają prywatne agencje ratingowe). Wydaje się również, że rozwój instytucji finansowych i samego sektora finansowego oraz szerzej samą finansyzację można uznać w tym wypadku za narzędzie zapewniające w ramach gospodarki kapitalistycznej przejście do kolejnych, cechujących się jeszcze większym ryzykiem i niestabilnością etapów rozwoju gospodarki. I choć jest prezentowane przekonanie, że zazwyczaj sfera regulacyjna w wielu dziedzinach nie nadąża za zmianami realiów gospodarczych, to ograniczenie regulacji czy wręcz wykluczenie z regulacji niektórych elementów rynków finansowych uznane może być jako instytucjonalna zachęta i przyzwolenie dla instytucji finansowych do oferowania narzędzi i rozwiązań finansowych prowadzących w sposób nieuchronny do przejścia w kierunku finansowania spekulacyjnego oraz finansowania typu Ponzi. Finansyzacja może być zatem rozpatrywana jako najnowszy instrument ekonomiczny umożliwiający wąskiej grupie podmiotów gospodarczych realizowanie strategii inwestycyjnych, dalece przewyższających swoją efektywnością możliwości oferowane przez realną sferę gospodarki. Stopień skomplikowania czy też poziom finansowego wyrafinowania (lub wręcz oderwania od realiów gospodarczych), związany z tworzeniem kolejnych poziomów papierów wartościowych przy jednoczesnym utrzymującym się przekonaniu, że są one pożądane z ekonomicznego, społecznego i politycznego punktu widzenia oraz niosą

30 *Ibidem*.

za sobą realną wartość oraz użyteczność, tłumaczyć może długość trwania obu faz cyklu w okresie ostatnich lat. Pozwala jednocześnie zrozumieć, dlaczego prezentowany i akceptowany był pogląd określany mianem wielkiego umiarkowania (*great moderation*). Ostatni kryzys finansowy dostarczył dobitnych dowodów empirycznych, pozwalających zweryfikować zasadność naukowej wiary w tę hipotezę. Finansyzacja rozpatrywana na gruncie teorii niestabilności finansowej jawi się równocześnie jako element, bez którego trudno sobie wyobrazić tak dalece posuniętą dominację i jednocześnie alienację sfery finansowej w gospodarce globalnej w swojej istocie pełnej realnych i namacalnych ograniczeń.

### 2.2.3. Malejąca stopa zysku

Trzeciego fundamentu teoretycznego dla zjawiska finansyzacji gospodarki można upatrywać w ekonomii marksistowskiej i podnoszonej przez przedstawicieli tego nurtu kwestii malejącej stopy zysku. Zdaje się, że najkrócej i najbardziej precyzyjnie wyrażają to słowa Thomasa Piketty'ego: „[...] kapitaliści akumulują coraz większe ilości kapitału, co z konieczności musi prowadzić do malejącej stopy zysku (to znaczy wskaźnika rentowności kapitału)”<sup>31</sup>. Sam Karol Marks opisywał to w następujący sposób:

W miarę więc wzrostu wielkości kapitału wyłożonego do produkcji i części kapitału funkcjonującego w produkcji jako kapitału [trwałego], spada stopa zysku. Im rozleglejsze jest istnienie już uzyskanego kapitału, tym mniejszy jest stosunek nowo stworzonej wartości do wartości wyłożonej (do wartości reprodukowanej). Toteż przy założeniu takiej samej wartości dodatkowej [stopy wartości dodatkowej], czyli tego samego stosunku pracy dodatkowej do pracy niezbędnej, może stosunek zysku do wielkości kapitałów nie być jednakowy i musi być niejednakowy. Stopa zysku może spaść mimo wzrostu realnej wartości dodatkowej. Stopa zysku może wzrosnąć mimo spadku realnej wartości dodatkowej<sup>32</sup>.

Z kolei Leszek Kołakowski przedstawia zagadnienie malejącej stopy zysku następująco:

[...] kapitał w swoim dążeniu do nieograniczonego przyrostu wikła się w nierozwiązywalną sprzeczność. Wraz z postępowaniem technologicznym i narastaniem kapitału stałego, coraz mniejsza ilość pracy jest potrzebna do wytworzenia tej samej masy produktów, tym samym kapitał zmienny zmniejsza się stosunkowo względem kapitału stałego, a wobec tego spada również przeciętna stopa zysku. Mamy więc do czynienia z prawem malejącej stopy zysku, które występuje jako uniwersalna tendencja

31 T. Piketty, *Kapitał XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 280.

32 K. Marks, *Zarys krytyki ekonomii politycznej*, Książka i Wiedza, Warszawa 1986, s. 608.

kapitalistycznego sposobu produkcji. Kapitał, z jednej strony, przyrasta tylko przez wzrost wartości dodatkowej i dąży do tego, by masa tej wartości była jak największa w stosunku do zastosowanych środków; z drugiej strony zmuszony jest, wskutek konkurencji i rozwoju technologicznego, stwarzać warunki, które ustawnie stopę zysku obniżają. Kapitał usiłuje przeciwdziałać temu spadkowi przez stałe zwiększanie stopy wyzysku, nade wszystko przez przedłużanie dnia roboczego i zmniejszanie płacy robotników poniżej wartości siły roboczej. Czynnikiem hamującym spadek stopy zysku jest również powstawanie – dzięki tym samym okolicznościom, które zmniejszają stopę zysku, mianowicie dzięki wzrostowi wydajności pracy – rezerwowej armii robotniczej, to jest względne przeludnienie, które wywołuje antagonizm konkurencyjny wśród robotników i pozwala obniżyć płacę. Hamująco w tym samym kierunku działa również handel zagraniczny, o ile przyczynia się do obniżki elementów cen kapitału stałego lub do potaniaenia środków utrzymania. Jednakże, mimo wszystkich okoliczności osłabiających spadkową tendencję stopy zysku, tendencja ta nieuchronnie toruje sobie drogę w gospodarce. Jest ona źródłem rosnącego wyzysku i przyspiesza zarazem koncentrację kapitału, ponieważ osłabia pozycję drobnych kapitalistów i w coraz większych rozmiarach skazuje ich na pochłonięcie przez wielki kapitał. Spadek stopy zysku jest także istotnym czynnikiem powstawania nadprodukcji, zbędnego kapitału i względnego przeludnienia, kryzysów<sup>33</sup>.

W gospodarce kapitalistycznej stopa zysku jest główną determinantą oczekiwań kapitalistów względem przyszłych zysków. Stopa zysku poprzez oczekiwania co do jej kształtowania się w przyszłości oraz poprzez wpływ na stopę podejmowanych w gospodarce inwestycji wywiera wpływ na produkcję i poziom zatrudnienia. Kiedy stopa ta spada, wzrost inwestycji musi być szybszy niż spadek stopy zysku, aby utrzymany został poziom zysku lub by mógł on wzrosnąć. Jednakże po osiągnięciu określonego poziomu, dalszy wzrost inwestycji prowadził będzie do spadku stopy zysku. Nie tylko obniży to oczekiwania kapitalistów względem przyszłych zysków, lecz również spowolni tempo wzrostu inwestycji. W rezultacie spadnie całkowita produkcja oraz zatrudnienie w danej gospodarce. Im więcej kapitaliści akumulują, tym trudniejsze staje się kontynuowanie tejże akumulacji i tylko kryzys może przywrócić w tym wypadku naturalny porządek. Cykliczny spadek stopy zysku ujawnia fundamentalny mechanizm cyklu koniunkturalnego. Tendencja do długookresowego spadku stopy zysku odzwierciedla wewnętrzną sprzeczność procesu akumulacji kapitału. Dla Karola Marksa tendencja ta była najbardziej znaczącym prawem w obszarze współczesnej polityki ekonomicznej, a zarazem kluczowym z punktu widzenia zrozumienia najbardziej kompleksowych relacji<sup>34</sup>.

33 L. Kotakowski, *Główne nurty marksizmu*, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 296–297.

34 F. Xie, A. Li, A. Zhu, *Marxist Crisis Theory and the Rate of Profit In the U.S. Economy during 1975–2008*, „Economic and Political Studies” 2013, Vol. 1(1), s. 52.

Pogoń za szybszą akumulacją kapitału zmusza kapitalistów do polegania w większym stopniu na kapitale odsetkowym. Jednocześnie szereg małych i średnich podmiotów, w obliczu spadającej stopy zysku, skłonnych jest i zmuszonych do inwestowania w różnego rodzaju spekulacje finansowe, mające z założenia stanowić rekompensatę dla spadającej stopy zysku. Następująca ekspansja kredytowa stanowi przesłankę do pojawienia się kryzysu, który jest pochodną spirali akumulacji poprzez zwiększanie zadłużenia łączącej akumulację kapitału przemysłowego z ruchami kapitału dostępnego w formie kredytu. W sytuacji gdy zarówno rezerwowa armia pracy, jak i podaż kapitału pożyczkowego kształtują się na wystarczającym poziomie, płace i stopy procentowe utrzymują się na niskim poziomie, co umożliwi osiągnięcie relatywnie wysokiej stopy zysku na kapitale i jednocześnie pozwala na wejście w łagodną spiralę akumulacji poprzez zadłużanie. Kiedy jednak przyspieszeniu ulega proces akumulacji kapitału, zmniejsza się rezerwowa armia pracy, przyczyniając się do wzrostu płac. Podobnie dzieje się w przypadku zasobów kapitału pożyczkowego, który wykazuje tendencję do spadku i niedoboru, czego konsekwencją jest podniesienie stopy oprocentowania tegoż kapitału i w efekcie spadek stopy zysku możliwej do osiągnięcia przez kapitalistów. W tej sytuacji kapitaliści opierać będą się w większym stopniu na długu jako źródle akumulacji kapitału. Jednakże spadająca stopa zysku prowadzi do trudności ze spłatą pożyczek. Kiedy pojawią się coraz większe trudności związane ze spłatą zarówno rat kapitałowych, jak i odsetek, podaż kapitału pożyczkowego ulegnie poważnemu ograniczeniu, co jeszcze bardziej podniesie oprocentowanie i obniży stopę zysku. Postępujący spadek stopy zysku zmusza kapitalistów niezdolnych do spłaty pożyczek do sprzedaży aktywów lub zaciągania kolejnego długu, byle tylko utrzymać akumulację kapitału<sup>35</sup>.

Proces podtrzymywania akumulacji kapitału (lub wręcz zastąpienia jej przez akumulację finansową) stał się jeszcze łatwiejszy wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods i zniesieniem niemalże wszelkich ograniczeń, związanych z kreowaniem pieniądza przez władze monetarne. Było to możliwe za sprawą innowacji finansowych. Napędzany przez finansyzację, rozrastający się system kredytowy cechowała skłonność do tworzenia i rozwijania bodźców przyjmujących czystą postać potężnego hazardu oraz pełnego działalności wątpliwej od strony etycznej i prawnej. Kapitaliści przemysłowi nie tylko pożyczali pieniądze potrzebny w procesie akumulacji, ale również wykorzystywali go do podejmowania działalności finansowych, byleby tylko osiągnąć zyski i uwolnić się od problemu spadającej stopy zysku. Kapitał finansowy nie tylko partycypował w dystrybucji wartości dodanej poprzez rozszerzanie oferowanego dla kapitalistów przemysłowych kredytu, lecz również stopniowo zmienił się oraz przekształcił z wtórnego i podporządkowanego akumulacji kapitału przemysłowego w uprzywilejowany system, któremu podporządkowane są inne działalności gospodarcze. Finansyzacja dokonała pełnej penetracji relacji społecznych i kontynuuje wdrażanie nowych metod akumulacji

35 *Ibidem*, s. 54.

finansowej. Klasa pracująca sfinansowała swoje przyszłe dochody poprzez bycie zadłużonym i podejmowanie się handlu produktami finansowymi. Międzynarodowe przepływy kapitału przyniosły gorączkową falę spekulacji do każdego zakątka globalnej gospodarki<sup>36</sup>.

Na zagadnienie roli i znaczenia upowszechnienia się pieniądza kredytowego w kontekście możliwości akumulacji kapitału zwraca uwagę David Harvey, wskazując, że dla Karola Marksa system monetarny oparty wyłącznie na pieniądzu towarowym działa jako naturalna bariera ograniczająca dalszą akumulację kapitału, co podyktowane jest ograniczonymi zasobami złota jako kruszcu. Jednocześnie dowodzi, że:

Istnieje wyraźnie i ciągle niebezpieczeństwo tego, co dzisiaj nazywa się „represją finansową”, która występuje, gdy nie ma wystarczającej ilości pieniędzy (jakiegokolwiek rodzaju), by zabezpieczyć cyrkulację coraz większej masy towarów produkowanych wraz z postępem akumulacji kapitalistycznej. Pieniądz kredytowy staje się tym samym nie tyle przydatny, co decydujący dla ciągłej ekspansji kapitalizmu. Istnieją dowody, *prima facie* (choć nie słyszałem o tym, by zostało to zbadane empirycznie), przemawiające za tym, że równoległe z historią akumulacji kapitału następowała akumulacja pieniędzy kredytowych i odpowiadającego im długu. Tylko w ten sposób akumulacja kapitału może być „bezgraniczna”. Jeżeli jednak akumulacja kapitału zależy od akumulacji pieniądza kredytowego i instrumentów kredytowych, z konieczności daje początek fetyszystycznemu monstrum własnej kreacji, opartym na wierze, pewności i oczekiwaniu, które od czasu do czasu wymyka się spod jej kontroli. Pieniądz kredytowy to nie tylko odpowiednik pieniądza kruszcowego – przenosi system monetarny i koncept pieniądza na zupełnie nowy poziom, który nie obala fetyszyzmu obecnego w systemie kredytowym, ale raczej na niego przyzwala. „Piana kredytowa”, banki aktywów, boomy i krachy spekulacyjne to cena, jaką przychodzi kapitałowi zapłacić za chwilowe uwolnienie się od ograniczeń towaru – pieniądza<sup>37</sup>.

W przeciwieństwie do ekonomistów głównego nurtu, ekonomiści identyfikujący się z podejściem marksistowskim od początku lat 70. ubiegłego wieku krytykowali nadmierny wzrost, przerost czy też nadrozwoj (*over-development*) finansów i samo zjawisko finansyzacji. Według nich to stopa zysku jest kluczową zmienną makroekonomiczną, determinującą dynamikę fluktuacji ekonomicznych w gospodarce kapitalistycznej. To niezdolność do przywrócenia stopy zysku w realnej gospodarce jest czynnikiem, jaki zmotywował klasę kapitalistów do zwrócenia się w kierunku finansyzacji jako narzędzia generowania zysków<sup>38</sup>.

36 *Ibidem*, s. 55.

37 D. Harvey, *Przewodnik po Kapitale Karola Marksa*, cz. 2, Wydawnictwo Heterodox, Poznań 2018, s. 247–248.

38 F. Xie, A. Li, A. Zhu, *Marxist Crisis Theory...*, s. 45–47.

W opinii Samira Amira finansyzacja systemu gospodarczego jest wynikiem nierównowagi wynikającej z akumulacji kapitału i postępującej w następstwie tego koncentracji dochodów oraz majątku globalnych przedsiębiorstw monopolistycznych. Ten proces przesunięcia punktu ciężkości w zakresie akumulacji kapitału odbywa się nie tylko kosztem wynagrodzenia pracowników, lecz także kosztem akumulacji kapitału pozostałych przedsiębiorstw o charakterze niemonopolistycznym. W rezultacie narastającej nierównowagi coraz większa część nadwyżki kapitału nie może być zainwestowana w rozwijanie oraz poszerzanie systemów produkcji i w związku z tym kierowana jest na inwestycje finansowe, które stają się jedyną opcją dalszej akumulacji przebiegającej pod dyktando monopolistów<sup>39</sup>. Paul Sweezy prezentuje opinię o istnieniu finansyzacji procesu akumulacji, co jest rezultatem działania systemu kapitalistycznego zdominowanego przez monopole, w ramach którego ujawnia się tendencja do kształtowania się niewystarczającego popytu konsumpcyjnego<sup>40</sup>. W podobnym tonie wypowiadają się John Foster i Fred Magdoff utrzymujący, że kapitalizm oparty na monopolach ma tendencję do stagnacji, a finansyzacja oferuje środki łagodzące tę tendencję<sup>41</sup>.

Z drugiej jednakowoż strony finansyzacja zdaje się umożliwiać rozwiązanie innego problemu występującego w gospodarce kapitalistycznej, jakim są ograniczenia popytowe. Przywoływany wcześniej Leszek Kołakowski problem ten charakteryzuje następująco:

Spadek stopy zysku i rosnąca akumulacja stwarza sztuczne przeludnienie, a zarazem zwalnia tempo akumulacji i pobudza wobec tego do jej przyspieszania wszelkimi środkami – przez co jednak kapitał odtwarza na nowo te same procesy, którym chce właśnie przeciwdziałać. Powstają paradoksalne sytuacje, w których wspólnieje zarazem nadmiar kapitału dającego się produkcyjnie zastosować i nadmiar ludności robotniczej. Konsumpcja nie może dotrzymać kroku wzrostowi produkcji, napędzanemu przez bezgraniczną chciwość wartości dodatkowej, albowiem ta sama chciwość nie pozwala w równym stopniu zwiększać możliwości konsumpcyjnych podstawowej masy społeczeństwa. Suma wytwarzanych bogactw nie jest wcale za duża w stosunku do rzeczywistych potrzeb, okazuje się jednak stale za wielka w stosunku do możliwości rynkowych. Prawo malejącej stopy zysku staje ciągle na drodze rozwojowi produkcyjnej siły pracy, który to rozwój jest jego źródłem<sup>42</sup>.

W tym kontekście finansyzacja gospodarki – przejawiająca się wzrostem możliwych sposobów zadłużania się przez podmioty gospodarcze – rozpatrywana może być jako sposób przewyciężenia ograniczeń w rozwoju i ekspansji gospodarki kapitalistycznej. Finansyzacja może być jednocześnie wykorzystana jako argument

39 S. Amir, *The Implosion of Capitalism*, Pluto Press, London 2014, s. 16.

40 P. Sweezy, *More (or Less) on Globalization*, „Monthly Review” 1997, No. 49(4), s. 3.

41 B. Foster, F. Magdoff, *La Gran Crisis Financiera. Causas y Consecuencias*, Fondo de Cultura Económica, Madrid 2009, s. 242–246.

42 L. Kołakowski, *Główne nurty marksizmu*, s. 298.



do falsyfikacji głoszonej przez przedstawicieli marksizmu tezy, że: „Nienasycona dążność kapitału do przyrostu nie jest bowiem w stanie żadną miarą wytworzyć rynku, który by zdołał wchłaniać nieprzerwanie wytwory”<sup>43</sup>. Finansyzacja umożliwiła nie tylko rozwój już istniejących rynków lecz pozwoliła na stworzenie całego szeregu nowych rynków, czy też nowych segmentów rynku. Rozwój i ekspansja sektora finansowego pozwoliły na przewyciężenie – przynajmniej częściowe – podnoszonej na gruncie marksizmu niezdolności kapitalizmu do uporania się z własnymi sprzecznościami. Kapitał, który „gorączkowo poszukuje nowych rynków, usiłuje rozszerzać swe pola cyrkulacji na środowiska niekapitalistyczne”<sup>44</sup> poprzez finansyzację, mógł to czynić w stopniu dotychczas niespotykanym.

Reasumując, prezentowany wyżej wywód może stanowić podstawę do konkluzji, iż finansyzacja na gruncie ekonomii marksistowskiej jawić się może jako panaceum na wewnętrzne ograniczenia i sprzeczności występujące w gospodarce kapitalistycznej. Wydaje się jednak, że tak artykułowany pogląd nie oddaje w pełni istoty zjawiska. Finansyzacja bowiem – analizowana przez pryzmat malejącej stopy zysku – wygenerowała zjawisko postępującego, tym razem relatywnego spadku stopy zysku osiąganej z podstawowej działalności, w relacji do zysków z działalności finansowej podejmowanej początkowo z założeniem przeciwdziałania spadkom w sferze realnej. Powstanie, rozwój i upowszechnianie coraz to nowych klas instrumentów finansowych uruchomiło mechanizm permanentnego podnoszenia punktów referencyjnych w zakresie możliwych do osiągnięcia stóp zwrotu i zysków. Każde kolejne klasy bardziej wyrafinowanych papierów wartościowych dostarczały bowiem relatywnie bardziej atrakcyjnych możliwości inwestycji finansowych, stanowiąc nie tylko konkurencję dla uprzednio stosowanych bardziej bezpiecznych finansowych strategii inwestycyjnych, lecz nade wszystko podważając w wielu wypadkach zasadność podejmowania inwestycji w środki trwałe stanowiące dla przedsiębiorstw produkcyjnych podstawę i fundament rozwoju. Tak rozumiana finansyzacja stała się więc w istocie katalizatorem w reakcji przejścia gospodarki kapitalistycznej ze stadium dominacji akumulacji realnej do etapu dominacji akumulacji kapitału finansowego. Finansyzacja spowodowała, że dotychczasowe dążenie do akumulacji – stanowiące wewnętrzny imperatyw kapitalistów – częściowo, w pewnym stopniu, zastąpione zostało pogonią za akumulacją finansową opierającą się na jeszcze wyższym poziomie niepewności w zakresie oczekiwań, a wielokrotnie zawierającą w sobie wyłącznie spekulacyjny charakter. Zamiast więc być lekarstwem na problemy, finansyzacja stała się więc swoistym impulsem tworzącym bodźce zmieniające preferencje podmiotów gospodarczych i nade wszystko destabilizujące gospodarkę kapitalistyczną, której skala rozregulowania w okresie upowszechnienia się doktryny neoliberalnej jest i tak już wyraźnie wyższa, przyjmując za punkt odniesienia powojenny okres panowania i dominacji keynesistowskiego punktu widzenia.

43 *Ibidem*.

44 *Ibidem*, s. 299.



## 2.3. Klasyfikacja nurtów badawczych

Wydaje się, że naturalnym następstwem heterogenicznego charakteru omawianego zjawiska jest różnorodność nurtów badawczych. Analizy te podejmowane są w celu zrozumienia i wyjaśnienia finansyzacji oraz wskazania zależności pomiędzy innymi procesami zachodzącymi zarówno w gospodarce globalnej, jak i w obrębie pojedynczych gospodarek krajowych. Poruszają one także kwestię zachowań indywidualnych podmiotów gospodarczych, dotkniętych zjawiskiem finansyzacji. W literaturze przedmiotu najczęściej jest przytaczany podział prac badawczych z zakresu finansyzacji na trzy zasadnicze nurty<sup>45</sup>. Pierwszy z nich grupuje prace, dla których wspólnym mianownikiem jest rozpatrywanie zjawiska finansyzacji jako nowego reżimu akumulacji kapitału. Drugi obszar badawczy obejmuje piśmiennictwo podejmujące kwestię panowania i dominacji koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy. W trzecim nurcie znajdują się opracowania dotyczące kwestii oddziaływania finansyzacji na życie codzienne.

W pierwszym ze wskazanych podejść centralnym punktem rozważań jest kwestia źródeł czerpania zysków przez przedsiębiorstwa. Prezentowane są dowody empiryczne wskazujące, że w ostatnich dekadach zyski osiągnięte przez przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu pochodziły z prowadzonej działalności finansowej, nie były zaś wynikiem procesów produkcyjnych czy też handlowych. W tym podejściu finansyzacja wskazywana jest jako odpowiedź na rosnącą konkurencję międzynarodową, która skłania kapitalistów do przesunięcia inwestycji z obszaru produkcji do sektora finansowego. Podkreślana jest również kwestia wypierania lub też ograniczania inwestycji w aktywa trwałe bądź to przez inwestycje finansowe, bądź też w następstwie ograniczenia dostępnego w przedsiębiorstwach kapitału, który transferowany jest w coraz większym stopniu w postaci dywidend, wykupu akcji własnych oraz płatności odsetkowych do sektora finansowego. Badacze zwracają również uwagę na problem niestabilności gospodarki globalnej i jej podatności na zjawiska kryzysowe będące następstwem wahań w cenach aktywów i nieefektywnego działania rynków finansowych oraz akumulacji długu w stopniu zagrażającym płynności i wypłacalności. W sposób istotny zwiększa to ryzyko systemowe w funkcjonującym systemie kapitalizmu finansowego. Dla badaczy skupionych w tym nurcie finansyzacja jest logiką kapitalizmu napędzaną albo przez maksymalizującą wartość swojego majątku klasę rentierską, albo przez imperialne aspiracje państwa i chęć utrzymania hegemonii. W tym drugim przypadku finansyzacja uznana może być za projekt polityczny powiązany z globalnym rozpowszechnieniem doktryny neoliberalnej<sup>46</sup>. Autorka klasyfikacji wskazuje w ramach tego nurtu m.in. prace takich autorów, jak:

45 N. van der Zwan, *Making Sense of Financialization*, „Socio-Economic Review” 2014, Vol. 12, s. 99.

46 *Ibidem*, s. 103–107.

Giovanni Arrighi<sup>47</sup>, Greta Krippner<sup>48</sup>, James Crotty<sup>49</sup>, Özgür Orhangazi<sup>50</sup>, Gérard Duménil i Dominique Lévy<sup>51</sup>, Gerald Epstein i Arjun Jayadev<sup>52</sup>, Costas Lapavistas<sup>53</sup>, Engelbert Stockhammer<sup>54</sup>, Ali Akkemik and Şükrü Özen<sup>55</sup>. Spośród bardziej aktualnych prac wymienić można studia takich autorów, jak m.in.: Robert Guttman<sup>56</sup>, Charles Whalen<sup>57</sup>, Malcolm Sawyer<sup>58</sup>.

Kluczowym zagadnieniem analizowanym w pracach w ramach drugiego nurtu, jest kwestia dominacji koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy jako przewodniej zasady zachowań korporacyjnych. To podejście nawiązuje do i wywodzi się z poprzedniego nurtu traktującego finansyzację jako nowy typ akumulacji kapitału, przyjmując jako punkt wyjścia rosnącą finansową orientację przedsiębiorstw niefinansowych. Po pierwsze, w pracach z tego obszaru rozważa się, w jaki sposób rynki finansowe wywierają presję na przedsiębiorstwa niefinansowe oraz zarządzających nimi menedżerów w celu przyjmowania i wdrażania praktyk biznesowych promujących koncepcję wartości dla akcjonariuszy. Po drugie, autorzy artykułów naukowych grupowanych w ramach tego nurtu badają, w jaki sposób same przedsiębiorstwa niefinansowe ustalają zasady związane z wdrażaniem koncepcji zarządzania wartością dla

47 G. Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, New York, Verso, 1994.

48 G. Krippner, *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review” 2005, Vol. 3, s. 173–208.

49 J. Crotty, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA) 2005, s. 77–110.

50 O. Orhangazi, *Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003*, „Cambridge Journal of Economics” 2008, No. 32, s. 863–886.

51 G. Duménil, D. Lévy, *Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 17–46.

52 G. Epstein, A. Jayadev, *The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization*, s. 46–74.

53 C. Lapavistas, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, „Historical Materialism” 2009, No. 17, s. 114–148.

54 E. Stockhammer, *Financialization, Income Distribution and the Crisis*, „Investigación Económica”, LXXI, s. 39–70; E. Stockhammer, *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, No. 28, s. 719–741.

55 A. Akkemik, Ş. Özen, *Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-financial Firms: Case Study of Turkey*, „Socio-Economic Review” 2014, Vol. 12 (1), s. 71–98.

56 R. Guttman, *Finance – Led Capitalism. Shadow Banking, Re-regulation, and the Future of Global Markets*, Palgrave Macmillan, New York 2016.

57 Ch. Whalen, *Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky*, „Financial Internet Quarterly e-Finance” 2017, Vol. 13(3), s. 45–61.

58 M. Sawyer, *Financialisation, Financial Crisis and Inequality*, [w:] P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *Inequality*, „International Papers in Political Economy”, Cham 2018, s. 43–87.

akcjonariuszy, przekierowując presję rynków finansowych na inne podmioty w ramach przedsiębiorstwa, w szczególności pracowników. Podobnie jak ma to miejsce w pierwszym podejściu do finansyzacji (akumulacja), również tutaj finansyzacja konceptualizowana jest jako proces redystrybucji. Tam, gdzie badacze z nurtu akumulacji kapitału mówią o rentierach w rozumieniu szerokiej klasy społecznej, autorzy skupieni w drugim nurcie (wartość dla akcjonariuszy) przesuwać swoją uwagę w kierunku klas społecznych w ramach przedsiębiorstwa: menedżerów, akcjonariuszy i pracowników. Prace naukowe ukazują w tym przypadku, że korzyści z procesu finansyzacji czerpie kadra zarządzająca dużych korporacji, co wiąże się ze ścisłym powiązaniem ich wynagrodzenia z wynikami giełdowymi spółek<sup>59</sup>. W ramach tego nurtu sklasyfikowane mogą być m.in. prace takich autorów, jak: Julie Froud, Colin Haslam, Sukhdev Johal i Karel Williams<sup>60</sup>, Susan Newberry i Alan Robb<sup>61</sup>, William Lazonick<sup>62</sup>, Leila Davis<sup>63</sup>, Bogusław Gulski<sup>64</sup>, Piotr Szczepankowski<sup>65</sup>, Rosemary Batt i Eileen Appelbaum<sup>66</sup>, Matthew Soener<sup>67</sup>.

Trzeci nurt rozważań dotyczących zjawiska finansyzacji koncentruje się wokół kwestii upowszechnienia oraz zwiększenia znaczenia indywidualnych obywateli jako inwestorów i wejścia kwestii finansowych (finansów) do ich codziennego życia. Stało się to możliwe za sprawą demokratyzacji finansów, dzięki której produkty i usługi finansowe stały się dostępne dla dużej części populacji, a nie jak wcześniej – jedynie dla elity wywodzącej się z klasy rentierskiej. Wskazywane jest

- 
- 59 N. van der Zwan, *Making sense of financialization*, „Socio-Economic Review” 2014 Vol. 12, s. 107–110.
- 60 J. Froud, C. Haslam, S. Johal, K. Williams, *Shareholder value and Financialization: consultancy, promises, management moves*, „Economy and Society” 2000, Vol. 29(1), s. 80–110; K. Williams, *From shareholder value to present – day capitalism*, „Economy and Society” 2000, Vol. 29(1), s. 1–12.
- 61 S. Newberry, A. Robb, *Financialisation: Constructing shareholder value ... for some*, „Critical Perspective on Accounting” 2008, No. 19, s. 741–763.
- 62 W. Lazonick, *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, „Business History Review” 2010, No. 84, s. 675–702.
- 63 L. Davis, *Financialization and the Non-financial Corporation: An Investigation of Firm-level Investment Behavior in the United States*, „Metroeconomica. International Review of Economics” 2017, s. 1–38.
- 64 B. Gulski, *Finansyzacja jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2018, Zeszyt Naukowy nr 160, s. 79–97.
- 65 P. Szczepankowski, *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 73, s. 497–510; P. Szczepankowski, *Financialisation of the Non-Financial Corporations and Enterprise Value Migration. Evidence from the Polish Stock Market: 2000–2015*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2017, nr 50/3, s. 155–172.
- 66 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, „Upjohn Institute Working Paper” 2013, No. 13–191, s. 1–45.
- 67 M. Soener, *Why do firms financialize? Meso-level evidence from the US apparel and footwear industry, 1991–2005*, „Socio-Economic Review” 2015, Vol. 13(3), s. 549–573.

tutaj, że gospodarstwa domowe wywodzące się z klasy średniej oraz klasy niższej w rozumieniu uzyskiwanych przez nie dochodów włączone zostały poprzez kapitałowe plany emerytalne, kredyty konsumenckie, kredyty hipoteczne oraz inne produkty finansowe w działanie rynków finansowych. To właśnie na tych rynkach wielu z nich – wobec wycofywania się państwa z kolejnych obszarów uznawanych wcześniej za jego domenę – zmuszonych było poszukiwać sposobów zaspokajania swoich często podstawowych potrzeb oraz zabezpieczenia się wobec ryzyka. Badacze poruszają również rolę instytucji pośredniczących pomiędzy obywatelami a globalnymi rynkami finansowymi, w tym banki, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, kwestie rozwoju nowych kategorii produktów finansowych takich jak instrumenty pochodne. Przedmiotem analiz w ramach nurtu finansyzacji życia codziennego jest również zagadnienie dyskursu dotyczącego konieczności podejmowania ryzyka, zarządzania własnym majątkiem (samozarządzania), samowystarczalności obywateli i zabezpieczania się przed ryzykiem. Źródłem tego ostatniego nie jest wyłącznie zanik państwa opiekuńczego i uelastycznienie rynku pracy, lecz również ryzyko generowane przez rynki finansowe, z którymi są oni powiązani. W ramach omawianego nurtu badań Natasha van der Zwan<sup>68</sup> przytacza prace m.in. takich autorów jak: Randy Martin<sup>69</sup>, Peter Langley<sup>70</sup>, Barbara Waive<sup>71</sup>, Dick Bryan i Michael Rafferty<sup>72</sup>, Johnna Mongomerie<sup>73</sup>, Ismail Erturk i Stefano Solari<sup>74</sup>, Gerald Davis<sup>75</sup>, Iain Hardie i David Howarth<sup>76</sup>, Adam Dixon i Ville-Pekka Sorsa<sup>77</sup>. Do prac badawczych z tego nurtu zaliczyć można również artykuły takich autorów, jak m.in.: Max Haiven<sup>78</sup>, Léna Pellandini-Simányi, Pe-

68 N. van der Zwan, *Making Sense...*, s. 111–114.

69 R. Martin, *Financialization of Daily Life*, Temple University Press, Philadelphia 2002.

70 P. Langley, *In the Eye of the Perfect Storm: The Final Salary Pensions Crisis and Financialisation of Anglo-American Capitalism*, „New Political Economy” 2004, No. 9, s. 539–558; P. Langley, *The Everyday Life of Global Finance. Saving and Borrowing in Anglo-America*, Oxford University Press, Oxford 2008.

71 B. Waive, *Ownership and Security: Individualised Pensions and Pension Policy in the United Kingdom and the United States*, „Competition and Change” 2006, No. 10, s. 321–337.

72 D. Bryan, M. Rafferty, *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives*, *Capital and Class*, Palgrave Macmillan, New York, 2006.

73 J. Mongomerie, *The Financialization of the American Credit Card Industry*, „Competition & Change” 2006, Vol. 10(3), s. 301–319.

74 I. Erturk, S. Solari, *Banks as Continuous Reinvention*, „New Political Economy” 2007, Vol. 13(3), s. 369–388.

75 G. Davis, *Managed by the Markets: How Finance Re-shaped America*, Oxford University Press, Oxford 2009.

76 I. Hardie, D. Howarth, *Die Krise But Not La Crise? The Financial Crisis and the Transformation of German and French Banking Systems*, „Journal of Common Market Studies” 2009, Vol. 47(5), s. 1017–1039.

77 A. Dixon, V. Sorsa, *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, „Competition & Change” 2009, Vol. 13, s. 347–367.

78 M. Haiven, *Cultures of Financialization. Fictitious Capital in Popular Culture and Everyday Life*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2014.

renc Hammer i Zsuzsanna Vargha<sup>79</sup>, Krzysztof Waliszewski<sup>80</sup>, Yuri Biondi i Marion Sierra<sup>81</sup>.

Manuel Aalbers przekonuje jednak, że zaprezentowany powyżej podział jest problematyczny, bowiem duża część przytaczanych pozycji literaturowych z jednego nurtu nawiązuje do tych wywodzących się z odrębnych obszarów lub też wykracza poza tematykę prezentowaną w każdym z nich. Dlatego też wskazuje on na dziesięć, najważniejszych jego zdaniem, wątków poruszanych w aktualnych badaniach, które obejmują problematykę finansyzacji. Są nimi:

1. Finansyzacja jako historyczny powtarzający się proces będący sygnałem zmierzchu hegemonii;
2. Finansyzacja bankowości odnosząca się do powstania i rozwoju pozabankowych instytucji finansowych;
3. Finansyzacja gospodarki w wąskim znaczeniu, wyrażająca narastający proces dominacji sektora finansowego w znaczeniu jego siły ekonomicznej;
4. Finansyzacja przedsiębiorstw niefinansowych, odzwierciedlająca proces zwiększania narracji finansowej, praktyk finansowych oraz pomiaru aspektów finansowych działalności tradycyjnych dotąd przedsiębiorstw niefinansowych;
5. Finansyzacja w obrębie przedsiębiorstw niefinansowych, która oznacza rosnące uczestnictwo w praktykach (działaniach) będących do tej pory domeną sektora finansowego;
6. Finansyzacja miejsca pracy, która oznacza silniejsze oddziaływanie narracji finansowej, praktyk finansowych oraz miar finansowych zarówno na pracowników, jak i prawa pracownicze oraz zasady i normy pracy;
7. Finansyzacja sektora publicznego (lub częściowo publicznego) przejawiająca się tym, że działalność rządu, instytucji publicznych, edukacji, systemu ochrony zdrowia, mieszkalnictwa społecznego i szeregu innych sektorów zostaje zdominowana przez narrację finansową, praktyki finansowe oraz pomiar osiągnięć w wymiarze finansowym;
8. Finansyzacja działań politycznych (*public policy*), wyrażająca się poprzez faworyzowanie sektora finansowego w ramach prowadzonej polityki;
9. Finansyzacja gospodarstw domowych, której przejawami jest wzrost motywów finansowych i racjonalnych uzasadnień zarówno w sposobie, w jaki indywidualne osoby i gospodarstwa domowe są oceniane oraz jakie jest do nich podejście, a także, w jaki sposób podejmują one decyzje w codziennym życiu;

79 L. Pellandini-Simányi, F. Hammer, Z. Vargha, *The Financialization of Everyday Life or the Domestication of Finance? How Mortgages Engage with Borrowers' Temporal Horizons, Relationship And Rationality in Hungary*, „Cultural Studies” 2015, Vol. 29(5–6), s. 733–759.

80 K. Waliszewski, *Financialization of the Economy and the Need for Personal Finance Advisory Services*, „Financial Internet Quarterly e-Finance” 2016, Vol. 12(2), s. 13–23.

81 Y. Biondi, M. Sierra, *Pension Management between Financialization and Intergenerational Solidarity: A Socio-Economic Analysis and a Comprehensive Model*, „Socio-Economic Review” 2018, Vol. 16(4), s. 791–822.

10. Finansyzacja dyskursu odnosząca się do zwiększania narracji i metafor finansowych w języku zmierzających do postrzegania, mierzenia, oceniania i wyceny wszystkiego w kategoriach ekonomicznych<sup>82</sup>.

Według innego proponowanego w literaturze przedmiotu podziału całokształt badań dotyczących zjawiska finansyzacji mieści się w dwóch nurtach. Pierwszy to podejście z punktu widzenia ekonomii politycznej (*the political economy approach*), drugi to kulturowa ekonomia polityczna (*cultural political economy approach*)<sup>83</sup>. Apostolos Fasianos, Diego Guevara i Christos Perros przekonują natomiast, że w ekonomicznych analizach zjawiska finansyzacji wyróżnić można sześć zasadniczych podejść. Pierwsze z nich obejmuje prace podnoszące kwestie rozwoju finansowego i wzrostu wielkości sektora finansowego. Drugie podejście dotyczy zagadnienia wzrostu znaczenia rynków finansowych, wzrostu władzy elit finansowych oraz klasy rentierskiej. Trzecie koncentruje się wokół kwestii reżimu akumulacji i zaangażowania przedsiębiorstw w generowanie zysku w sektorze finansowym (w ramach aktywności finansowej). Czwarte podejście do problematyki finansyzacji obejmuje zagadnienie orientacji na wartość dla akcjonariuszy. Piąte podejście łączy prace, których autorzy analizują finansyzację przez pryzmat innowacji finansowych, konsumpcji opartej na długu i dystrybucji dochodów. Szóste i ostatnie podejście dotyczy istoty zarządzania inflacją w celu utrzymywania jej na niskim poziomie<sup>84</sup>. Natomiast Shauna French, Andrew Layshon oraz Thomas Wainwright przekonują, że w ramach analiz, których przedmiotem jest zjawisko finansyzacji, wyróżnić można trzy nurty: szkołę regulacyjną (*regulation school*), krytyczną rachunkowość społeczną (*critical social accountancy*) oraz finansyzację życia codziennego (*the financialization of everyday life*)<sup>85</sup>.

Na potrzeby niniejszej pracy i w celu realizacji założonych celów badawczych przyjęty zostanie podział zjawiska finansyzacja na obszar mikroekonomiczny i obszar makroekonomiczny. Jest to z jednej strony podyktowane przekonaniem o konieczności holistycznego spojrzenia na analizowane zjawisko, z drugiej zaś daje możliwość grupowania w relatywnie homogeniczne pod względem tematyki grupy. W ramach pierwszego przedmiotem naukowych dociekań staną się takie podmioty rynkowe, jak gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa niefinansowe oraz przedsiębiorstwa finansowe. W drugim nurcie w kontekście finansyzacji analizie poddane zostaną gospodarki krajowe, wybrane rynki oraz ocenie poddana zostanie

82 M. Aalbers, *Corporate Financialization*, [w:] D. Richardson, N. Castree, M. Goodchild, A. Kobayashi, W. Liu, R. Marston (eds.), *International Encyclopedia of Geography*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2017, s. 2.

83 I. Hardie, *Financialization and Government Borrowing Capacity in Emerging Markets*, Palgrave Macmillan UK, Basingstoke 2012, s. 20.

84 A. Pasianos, D. Guevara, C. Pierros, *Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20<sup>th</sup> Century in the United States*, Levy Economics Institute of Bard Colleges, Working Paper 2016, No. 869, s. 6.

85 S. French, A. Layshon, T. Wainwright, *Financializing Space, Spacing Financialization*, „Progress in Human Geography” 2011, Vol. 36(6), s. 798–819.



działalność państwa. Konsekwencją tak przyjętego założenia jest wyodrębnienie dwóch kolejnych rozdziałów monografii – rozdziału III dedykowanego rozważaniom makroekonomicznym oraz rozdziału IV poświęconego analizie finansyzacji przez pryzmat mikroekonomiczny.

## 2.4. Pomiar i przejawy finansyzacji

W literaturze przedmiotu prezentowany jest pogląd, że finansyzacja jest procesem złożonym i wielowymiarowym. Obejmuje ona fenomenalną ekspansję aktywów finansowych w relacji do rzeczywistych procesów gospodarczych, proliferację różnego rodzaju aktywów opartych na pochodnych papierach wartościowych, a także absolutną i relatywną ekspansję działalności spekulacyjnej odbywającą się w opozycji do lub ze szkodą dla działalności zorientowanej na inwestowanie w aktywa trwałe. Ponadto zjawisko finansyzacji przejawia się przesunięciem z działalności produkcyjnej w kierunku imperatywów finansowych w sektorze prywatnym – niezależnie czy dotyczy do podmiotów finansowych, czy też nie – rosnącymi nierównościami dochodowymi będącymi wynikiem wynagrodzenia finansowego oraz boorem konsumpcyjnym napędzanym kredytem. Finansyzacja oznacza również penetrację przez finanse coraz dalszych obszarów ekonomicznego i społecznego życia związanego z zabezpieczeniem emerytalnym, edukacją, ochroną zdrowia jak również pojawieniem się neoliberalnej kultury polegania na rynkach i prywatnym kapitale oraz związanym z tym antyetycyzmem, mimo że w jakimś stopniu prywatne korzyści finansowe są pochodną działalności państwa. Przejawem finansyzacji jest także utrzymujące się znaczenie dolara amerykańskiego w gospodarce globalnej. Jakkolwiek definiowane jest zjawisko finansyzacji, jego konsekwencjami są: obniżenie ogólnego poziomu i efektywności realnych inwestycji rzeczowych oraz nadanie priorytetu wartości dla akcjonariuszy lub wartości finansowej ponad wartość gospodarczą i społeczną. Finansyzacja odzwierciedlana jest również przez rozszerzający się wpływ szeroko rozumianych finansów zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na politykę gospodarczą i społeczną, narażanie coraz szerszych aspektów życia gospodarczego i społecznego na ryzyko wahań pochodzących z niestabilności finansowej lub wręcz wprowadzanie ryzyka kryzysu do gospodarki i życia społecznego, ryzyka inicjowanego w ramach poszczególnych rynków<sup>86</sup>.

86 B. Fine, *Towards a Material Culture of Financialisation*, FESSUD Working Paper Series 2013, No. 15, s. 6, cyt. za: J. Ferreira, *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, [w:] P. Arestis (ed.), *Alternative Approaches in Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, Cham 2018, s. 185. Por.: Ö. Onaran, E. Stockhammer, L. Grafl, *Financialisation, Income Distribution and Aggregate demand in the USA*, „Cambridge Journal of Economics” 2011, No. 35, s. 637. Zob.: M. Ratajczak, *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, „Bezpieczny Bank” 2017, nr 3(68), s. 9–10.



Wprowadzające w zakłopotanie zróżnicowanie zjawiska opisywane pojęciem finansyzacji sprawia i czyni z niego sporny oraz skomplikowany termin w sensie analitycznym<sup>87</sup>. Jak dowodzi Randy Martin, w piśmiennictwie finansyzacja występuje jednocześnie jako temat analiz i cel analiz; zarówno jako coś, co jest wyjaśniane, jak i jako coś, co wykorzystywane jest, by wyjaśnić to, co dzieje się wokół nas<sup>88</sup>. Ze zróżnicowaniem proponowanych definicji wiąże się bogactwo mierników, które wykorzystywane są do pomiaru stopnia finansyzacji<sup>89</sup>. Na problemy natury metodycznej związane z pomiarem zjawiska finansyzacji zwracają uwagę Tomasz Dąbrowski, Andrzej Fierla i Anna Grygiel-Tomaszewska<sup>90</sup>. W ich opinii na sposób pomiaru analizowanego zjawiska istotny wpływ wywierają trzy kwestie. Pierwszą z nich jest precyzyjne określenie, czym w istocie jest finansyzacja i jak szeroki jest zakres tego procesu. Drugą jest ustalenie, czemu ma służyć skwantyfikowanie samego zjawiska: czy chodzi o ustalenie istnienia finansyzacji, czy określenie tempa, w jakim przebiega, czy wreszcie porównanie stopnia zaawansowania procesu w różnych podmiotach. Trzecia kwestia dotyczy rozstrzygnięcia, czy podstawą analizy oraz diagnozy ma być jeden miernik, czy też zestaw mierników, a jeśli tak, to jak liczne mają one być.

Pomiar zjawiska finansyzacji lub procesu finansyzacji gospodarki – ogólnie rzecz ujmując – może być przeprowadzony zasadniczo na kilka sposobów. Po pierwsze, do pomiaru finansyzacji wykorzystywany może być pojedynczy miernik. Może on być przyjęty na początku badania i wykorzystywany jako narzędzie pomiaru całego procesu albo wykorzystany do pomiaru jednego, wiódącego, zdaniem badacza, aspektu całego procesu. Alternatywnie pojedynczy miernik może być tworzony w oparciu o kilka mierników cząstkowych lub też stworzony na podstawie szerokiego zestawu mierników cząstkowych. Po drugie, finansyzacja może być mierzona przy zastosowaniu kilku mierników. Mogą one odnosić się do kluczowych, zdaniem badacza, aspektów analizowanego zjawiska i być wykorzystywane do analizy jako zestaw mierników lub też stanowić podstawę konstrukcji miernika syntetycznego. Po trzecie, badanie oparte może zostać na zestawie wielu mierników, przy czym konkretnego aspektu zjawiska dotyczyć może więcej niż jeden miernik (jakkolwiek badacz dąży do daleko idącego ograniczenia liczby mierników). I wreszcie po czwarte, w badaniu zastosowanie może mieć szeroka paleta mierników odnoszących się do wszystkich lub prawie wszystkich zidentyfikowanych przez badacza aspektów zjawiska, a jej poszczególnych przejawów dotyczyć może jednocześnie wiele różnych mierników<sup>91</sup>.

87 A. Styhre, *The Financialization of the Firm...*, s. 22.

88 R. Martin, *Financialization of Everyday Life*, s. 11.

89 J. Assa, *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, „Finance Research” 2012, No. 1(1), s. 36.

90 T. Dąbrowski, A. Fierla, A. Grygiel-Tomaszewska, *Pomiar finansyzacji. Próba konceptualizacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018, s. 22–23. Autorzy na przestrzeni całej pracy wykorzystują zwrot „finansjeryzacja”.

91 *Ibidem*, s. 22–23.

Nadrzędnym kryterium przyjętym do analizy ilościowych przejawów zjawiska finansyzacji w niniejszej monografii była chęć ukazania możliwie długich szeregów czasowych oraz porównywalnych danych dla krajów. Z tego względu wykorzystano dane statystyczne pochodzące z baz Banku Światowego oraz Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Ukazane miary są, zdaniem autora, najbliższym odzwierciedleniem przejawów zjawiska finansyzacji gospodarki, jakie są aktualnie dostępne. Analiza obejmuje grupę krajów, w skład której wchodzi: Kanada, Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Włochy, Japonia oraz Stany Zjednoczone. Wybór krajów podyktowany był przesłankami wskazywanymi w literaturze przedmiotu, zgodnie z którymi zjawisko finansyzacji najsilniej i najwcześniej ujawnia się w gospodarkach krajów najwyżej rozwiniętych. Mierniki te ukazane zostały na rysunkach 2.1–2.11<sup>92</sup>. Niekompletne szeregi czasowe w przypadku niektórych krajów są wynikiem braku dostępnych danych statystycznych.

**Tabela 2.1.** Pola badawcze i mierniki proponowane do oceny różnych aspektów finansyzacji

Obszary przejawiania się finansyzacji*	Pola badawcze
Rozwój sektora finansowego	zatrudnienie wynagrodzenie alokacja kapitału ludzkiego produkt krajowy brutto alienacja sektora finansowego sektor finansowy jako kapitałodawca siła krajowego sektora finansowego aktywność zagraniczna krajowego sektora finansowego
Rozwój segmentów rynku finansowego	rynek walutowy rynek pieniężny publiczny, giełdowy rynek akcji rynek kontroli nad przedsiębiorstwami rynek pochodnych (derywatów)
Rozwój poszczególnych rodzajów usług finansowych	usługi bankowe ubezpieczenia fundusze inwestycyjne fundusze emerytalne i kapitałowe programy emerytalne zarządzanie aktywami na zlecenie ( <i>asset management</i> ) leasing factoring usługi audytorskie usługi ratingowe

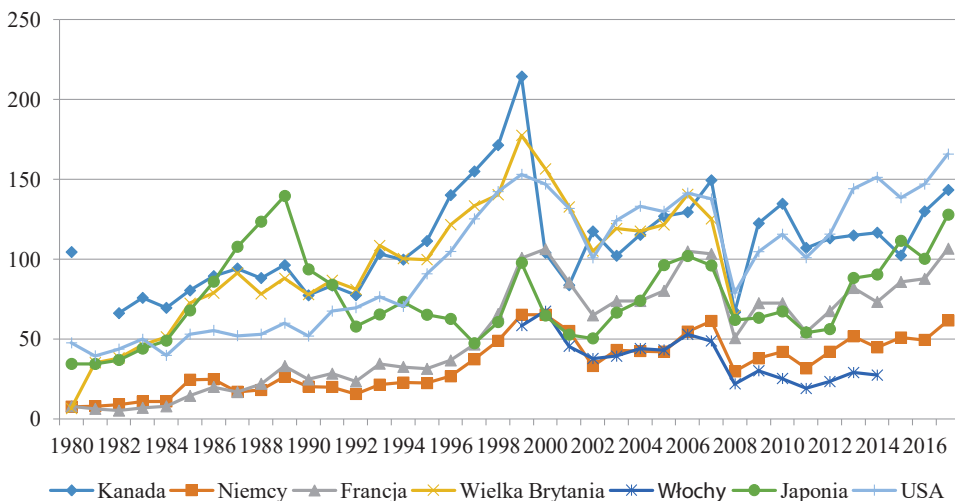
92 O trudnościach związanych z mierzaniem i porównywaniem zjawiska finansyzacji gospodarki świadczyć może fakt, że w kluczowych opracowaniach prezentowane są najczęściej dane statystyczne dla pojedynczych krajów.

Tabela 2.1 (cd.)

Obszary przejawiania się finansyzacji*	Pola badawcze
Finansyzacja przedsiębiorstw sektora niefinansowego	aktywa finansowe, dochody finansowe i przychody finansowe inwestycje finansowe <i>sensu stricte</i> zatrudnienie i wynagrodzenia wykorzystanie derywatów zarządzanie wartością
Ekspansja długu	„urynkowanie” długu zadłużenie ogółem zadłużenie z tytułu wyemitowanych wierzycielskich papierów wartościowych zadłużenie według grup pożyczkodawców zadłużenie zagraniczne i krajowe kredyty hipoteczne i sekurytyzacja aktywów
Finansyzacja gospodarstw domowych	aktywa zadłużenie różnice międzypokoleniowe w aktywach netto / długu netto

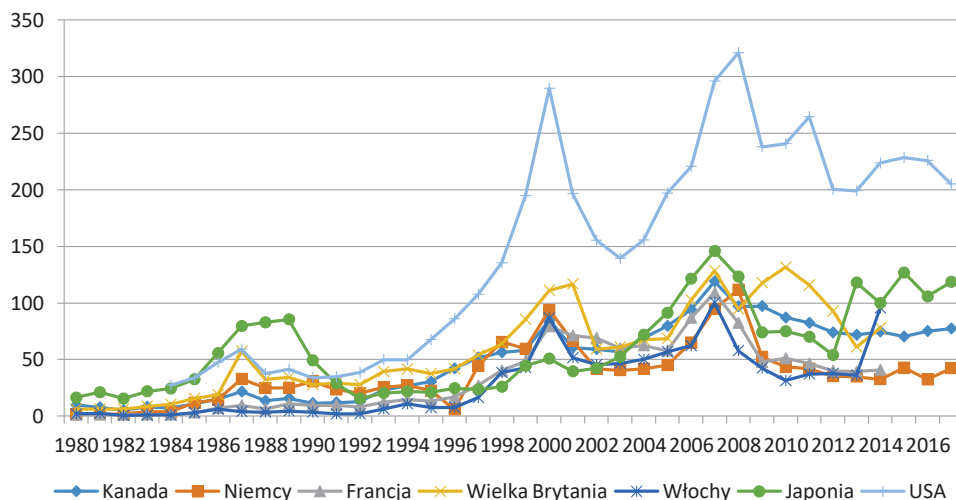
\* autorzy używają określenia „finansjeryzacja”.

**Źródło:** T. Dąbrowski, A. Fierla, A. Grygiel-Tomaszewska, *Pomiar finansjeryzacji. Próba konceptualizacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018, s. 26.



**Rys. 2.1.** Kapitalizacja giełd w wybranych krajach w relacji do produktu krajowego brutto

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]



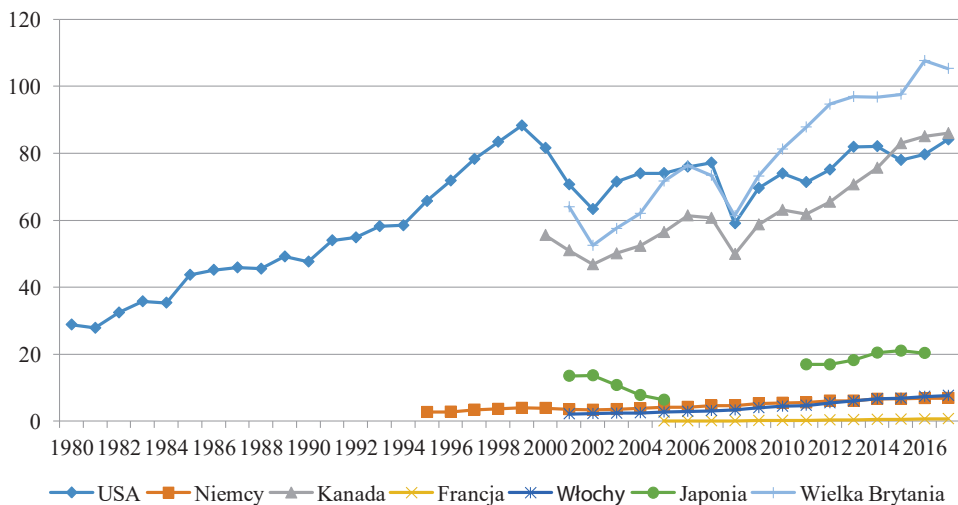
**Rys. 2.2.** Obrót akcjami spółek giełdowych w relacji do produktu krajowego brutto

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]

Dane zaprezentowane na rys. 2.1 uprawniają do stwierdzenia, że w analizowanej grupie krajów, poczynając od roku 1980, generalnie ma miejsce wzrost relatywnej wielkości rynku kapitałowego. Dla przykładu w Stanach Zjednoczonych wartość analizowanego miernika w roku 1980 wynosiła 47,5, by w roku 2017 osiągnąć poziom 165,7. W analogicznych momentach gospodarkę Japonii cechowały wartości miernika odpowiednio 34,3 oraz 127,7, zaś dla Niemiec kształtował się on na poziomie 7,6 oraz 61,5. Z kolei wielkości ukazane na rys. 2.2 zdają się wskazywać na relatywny wzrost wielkości obrotów akcjami spółek notowanych na giełdzie. W analizowanej grupie krajów w sposób wyraźny wyróżnia się pod tym względem gospodarka Stanów Zjednoczonych, w przypadku której w 2017 r. wskazany miernik jest niemalże dwukrotnie wyższy niż dla Japonii, następnego w kolejności kraju. Jedną z przyczyn wzrostu znaczenia rynku kapitałowego w analizowanych gospodarkach może być rozwój segmentu inwestorów instytucjonalnych, czego dowodem mogą być dane prezentowane na rys. 2.3. Rozwój tego segmentu rynku wskazywany jest jako jeden z przejawów dominacji wolnorynkowego podejścia do problematyki zabezpieczeń społecznych, a jednocześnie, o czym przekonuje autor cytowany we wstępie niniejszego podrozdziału, jest wyrazem finansyzacji w rozumieniu penetracji przez finanse kolejnych obszarów życia ekonomicznego i społecznego.

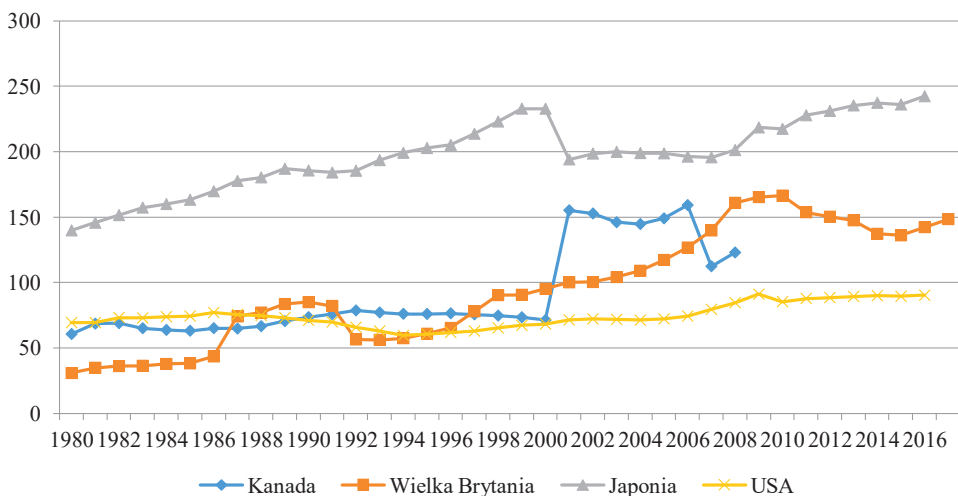
Zjawisko rosnącego obrotu akcjami spółek oraz szerzej samej finansyzacji można wiązać również z istotnymi zmianami w obszarze podaży pieniądza. W analizowanym okresie banki centralne wybranych krajów (rys. 2.4) oraz sumarycznie wszystkich krajów OECD (rys. 2.5) w sposób istotny zwiększały poziom bazy monetarnej. Ten relatywnie większy zasób pieniądza (oraz łatwiejszy dostęp do niego) może pozostawać w związku z nasileniem działalności ukierunkowanej

na czerpanie zysków z działalności finansowej, zwłaszcza przez instytucje finansowe (szczególnie zaś największe banki) posiadające relatywnie łatwiejszy i szybszy dostęp do nowych zasobów kreowanego pieniądza.



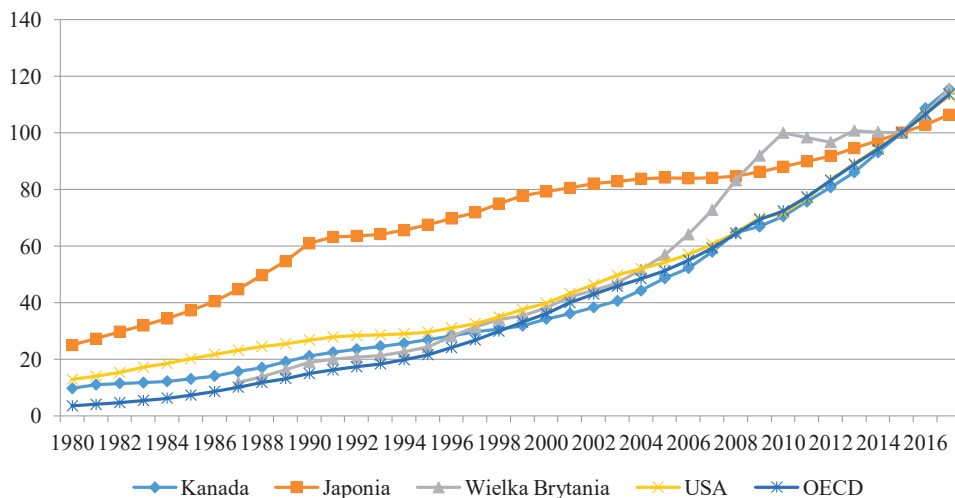
**Rys. 2.3.** Aktywa funduszy emerytalnych w relacji do produktu krajowego brutto

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]



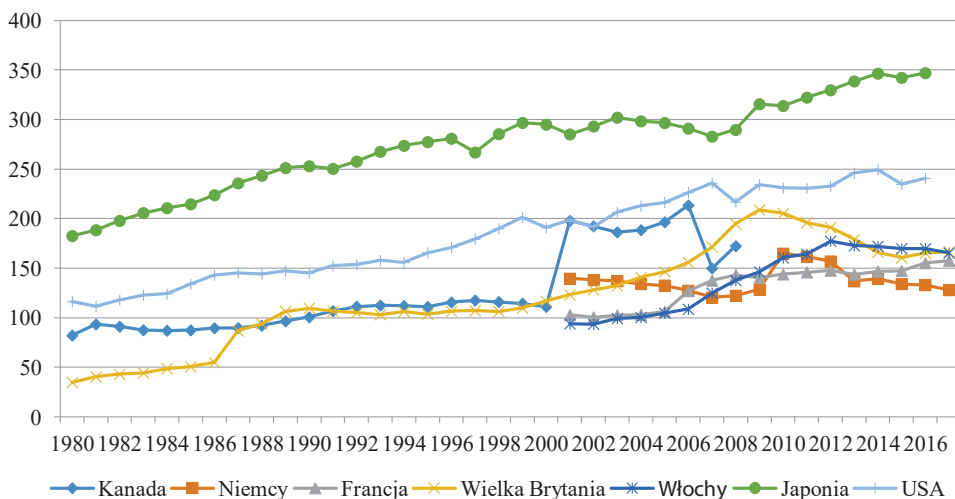
**Rys. 2.4.** Wielkość bazy monetarnej do produktu krajowego brutto

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]



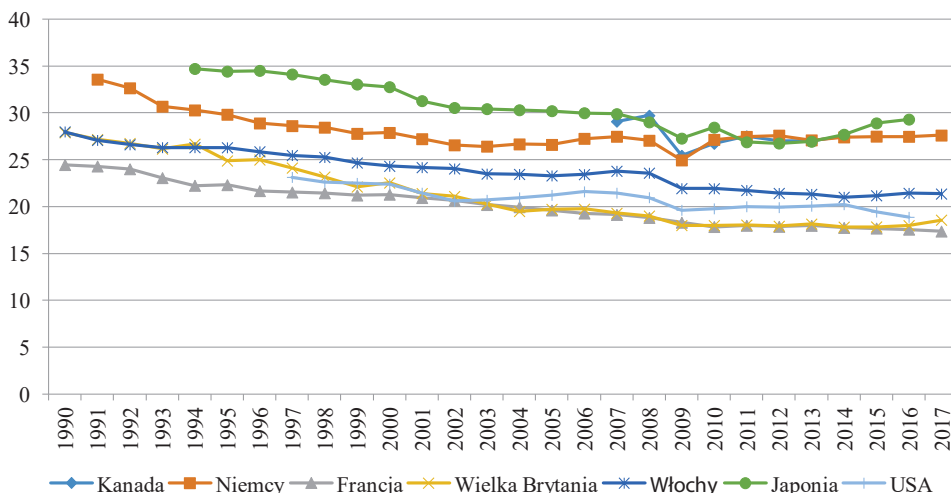
**Rys. 2.5.** Wielkość bazy monetarnej (2015 = 100)

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD [dostęp: 9.05.2019]



**Rys. 2.6.** Wielkość kredytu krajowego w relacji do produktu krajowego brutto

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]



**Rys. 2.7.** Wartość dodana w sektorze przemysłowym w relacji do produktu krajowego brutto  
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych Banku Światowego [dostęp: 9.05.2019]

Dane prezentowane na rys. 2.6 uprawniają do postawienia tezy, że w analizowanej grupie krajów od roku 1980 miał miejsce wyraźnie obserwowalny wzrost działalności sektora finansowego ukierunkowany na działalność kredytową. Wyjątek stanowią tutaj Niemcy cechujące się relatywnie stabilnym poziomem analizowanego miernika, w okresie obejmującym lata 2001–2017. W przypadku Japonii wartość miernika w analizowanym dla niej okresie wzrosła niemal dwukrotnie (1,9), dla Stanów Zjednoczonych było to 2,07, z kolei dla Wielkiej Brytanii aż 4,8.

Natomiast dane prezentowane na rys. 2.7 uprawniają do stwierdzenia, że w analizowanej grupie krajów obserwowalny jest wyraźny spadek udziału wartości dodanej w sektorze przemysłowym w tworzonym produkcie krajowym brutto. Brak danych dotyczących wartości dodanej pochodzącej z działalności finansowej nie pozwala w tym miejscu na konstatację, że długookresowo działalność inwestycyjna (i w rezultacie, jak można sądzić, produkcyjna) jest wypierana i zastępowana przez działalność finansową przedsiębiorstw, jednakże takowe wnioski są formułowane w literaturze przedmiotu<sup>93</sup>.

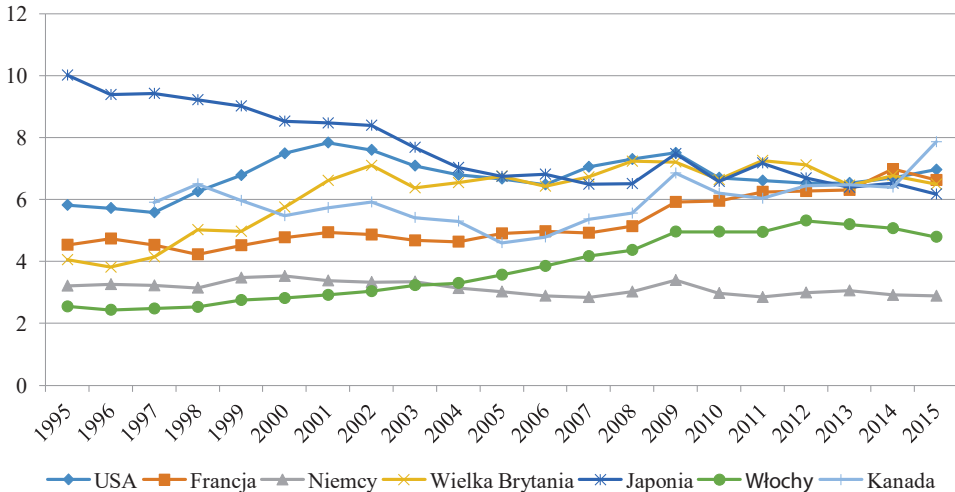
Z kolei rys. 2.8 dostarcza niejednoznacznych informacji na temat wielkości zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do nadwyżki operacyjnej brutto. W przypadku Niemiec miernik ten jest relatywnie stabilny, zaś w odniesieniu do Japonii wyraźnie malejący. W pozostałych przypadkach dane zdają się przemawiać na rzecz tezy o rosnącej relacji długu przedsiębiorstw do ich wyników finansowych. Jednakże należy wyraźnie zaznaczyć, że analizowany okres obejmuje lata 1995–2016, czyli nie dotyczy pierwszych piętnastu lat, w trakcie których ujawniały

93 Por.: L. Davis, *Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature*, „Journal of Economic Surveys” 2017, Vol. 31(5), s. 1332–1358.

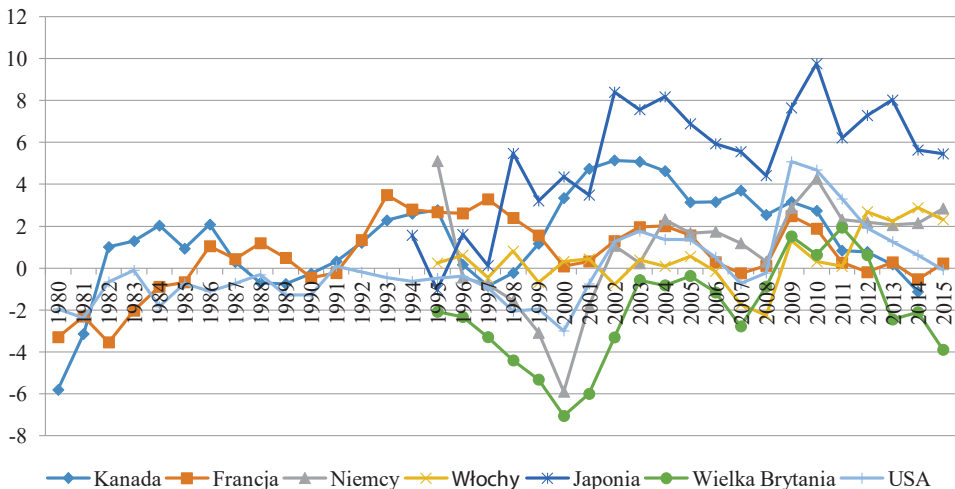


się procesy finansyzacji gospodarek. Powodem jest brak dostępnych, a jednocześnie porównywalnych danych w tym zakresie.

Dane prezentowane na rys. 2.9 mogą stanowić ilustrację zjawiska malejącego uzależnienia przedsiębiorstw od kredytów z sektora bankowego, co wiąże się z relatywnie łatwiejszym dostępem do kapitału na rynku kapitałowym.

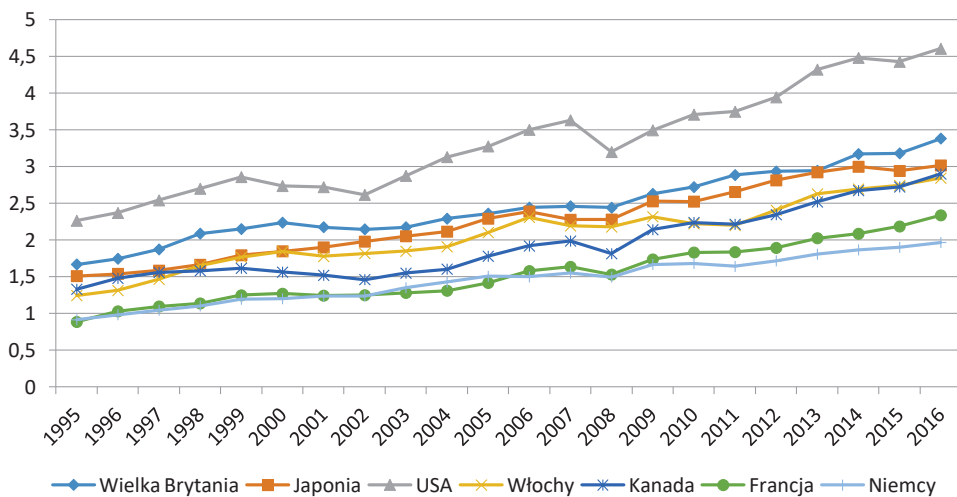


**Rys. 2.8.** Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do nadwyżki operacyjnej brutto  
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD [dostęp: 9.05.2019]



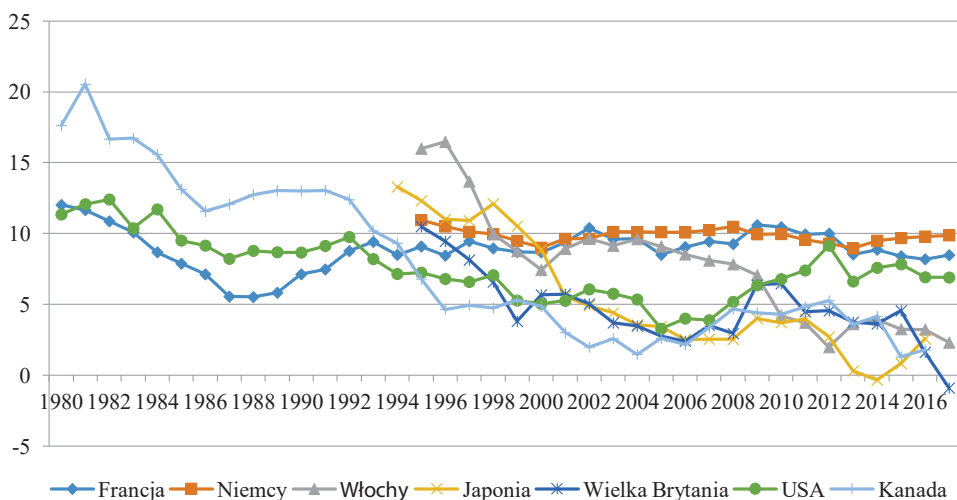
**Rys. 2.9.** Pozycja kredytowa przedsiębiorstw  
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD [dostęp: 9.05.2019]

Dane prezentowane na rys. 2.10 dowodzą rosnącego zaangażowania gospodarstw domowych w działalność finansową, a tym samym odzwierciedlać zjawisko finansyzacji gospodarstw domowych. W latach 1995–2016 obserwowalny jest wyraźny relatywny wzrost wartości aktywów finansowych w grupie krajów obejmującej Wielką Brytanię, Japonię, Stany Zjednoczone, Włochy, Kanadę, Francję oraz Niemcy.



**Rys. 2.10.** Wielkość aktywów finansowych gospodarstw domowych w relacji do produktu krajowego brutto *per capita* w cenach stałych z roku 2010 (w dolarach amerykańskich)

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD [dostęp: 25.07.2019]



**Rys. 2.11.** Oszczędności netto gospodarstw domowych jako procent dochodów do dyspozycji

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD [dostęp: 9.05.2019]

Innym wskazywanym w literaturze przedmiotu przejawem finansyzacji w obszarze gospodarstw domowych jest malejący poziom oszczędności w tej grupie podmiotów. Jest to związane z jednej strony ze stagnacją lub relatywnym spadkiem wynagrodzenia za pracę, z drugiej zaś z rosnącymi możliwościami finansowania konsumpcji przez kredyt. Prezentowane na rys. 2.11 dane nie uprawniają jednakże do formułowania stanowczych i jednoznacznych wniosków, gdyż brak w pełni porównywalnych szeregów czasowych dla wszystkich krajów z analizowanej grupy.

Reasumując, w opinii autora dostępne w tej chwili porównywalne dane statystyczne nie pozwalają na szerokie i pełne udokumentowanie zjawiska finansyzacji gospodarki. Dowodzą tego również światowe studia empiryczne, w których dominują pomiary na poziomie pojedynczych krajów, częstokroć z natury obciążone brakiem możliwości dokonywania porównań. Prezentowane powyżej mierniki bez wątpienia oddają jedynie przybliżony i niepełny obraz zjawiska finansyzacji. Zasadne i konieczne zarazem wydaje się podejmowanie dalszych badań porównawczych ukierunkowanych na pełniejsze poznanie kwantyfikowalnych przejawów zjawiska finansyzacji zarówno na poziomie krajów, przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

## 2.5. Podsumowanie

Od początku lat 70. ubiegłego wieku w gospodarce światowej miał miejsce krok milowy, jeśli chodzi stopień integracji międzynarodowych rynków finansowych. Poza nielicznymi wyjątkami większość ekonomistów skupionych w głównym nurcie popierała przejście do otwartych rynków kapitałowych i płynnych kursów walutowych. Niemniej jednak odkąd zmiany te zostały wprowadzone w życie, ekonomiści zmagali się z trudnościami, próbując nadążyć za nieoczekiwanymi konsekwencjami wywołanymi przez tak radykalne zmiany w zakresie polityki gospodarczej. Badacze zajmujący się tematyką ekonomii międzynarodowej znaleźli się w zupełnie nowym świecie zbudowanym na fundamencie globalizacji finansowej i płynnych kursach wymiany, w świecie, do badania którego nie przystawał aparat analityczny odziedziczony z przeszłości. Uniemożliwiało im to antycypowanie, jaki właściwie będzie ten nowy świat, za którym się opowiedzieli i który propagowali. Główne cechy charakterystyczne tej nowej ery – wysokie wahania kursów walutowych, ciągle naruszanie parytetu siły nabywczej, chroniczne nierównowagi w wymianie handlowej, powtarzające się kryzysy finansowe i bardziej skorelowane w skali międzynarodowej cykle koniunkturalne – nie były tym, czego zwolennicy nowego porządku oczekiwali, oraz tym, co obiecywali<sup>94</sup>.

94 R. Blecker, *Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 183.

Nauki ekonomiczne (w tym finanse) przekształcone zostały z nauk społecznych, w których wiodącą rolę pełnią aspekty jakościowe, w naukę zdominowaną przez metody ilościowe uprzednio pełniące funkcję pomocniczą. Paradygmaty, teorie i modele już wcześniej posiadały kluczowe z punktu widzenia nauki znacznie, jednak uwzględniano fakt, że zostały sformułowane dzięki przyjęciu założeń zasadniczo upraszczających znacznie bardziej złożoną rzeczywistość i są one adekwatne do konkretnego etapu gospodarczego, przebiegającego w określony sposób. Pod koniec ubiegłego wieku te ograniczenia zostały zmarginalizowane, czego jaskrawym przejawem było i jest szerokie wykorzystanie inżynierii finansowej, opierającej się na obszernych zestawach silnych założeń. Tymczasem w opisach i publikacjach były i nadal są przedstawiane jedynie niektóre z tych założeń, dotyczące głównie aspektów ilościowych (w tym probabilistycznych) oraz te związane z funkcjonowaniem konkretnego segmentu rynku. Liczne założenia, w tym często te o kluczowym znaczeniu, dotyczące innych aspektów nie były podawane. Najzwyczajniej przyjmowano, że tak jest faktycznie (choć czasami nawet pobieżna analiza prowadziła do wniosku, że jest inaczej) lub zakładano, że są one powszechnie znane i uwzględniane (co również było niezgodne z rzeczywistością)<sup>95</sup>. Willem Buitter dowodzi, że standardowa teoria makroekonomii nie tylko nie pomogła przewidzieć nadchodzącego kryzysu, lecz także go zrozumieć i znaleźć rozwiązanie. Teorie makroekonomiczne odnoszące się do pełnego otwarcia rynków i urzeczywistnienia mechanizmu rynkowego nie tylko nie pozwoliły na udzielenie odpowiedzi na pytania dotyczące kwestii niewypłacalności i braku płynności. Teorie te nie pozwoliły, by tego typu pytania zostały w ogóle zadane<sup>96</sup>.

Kumulacja dywergencji między światem teorii akademickiej i światem praktyki gospodarczej zmaterializowała się w roku 2007 wraz z wybuchem ostatniego światowego kryzysu finansowego. Celnie i dobitnie zdają się ten fakt wyrażać słowa studentów zawarte we wprowadzeniu do książki zatytułowanej *Pomyśleć ekonomię od nowa*:

Dzień za dniem, podczas gdy gospodarka się rozpadała, my otwieraliśmy nasze podręczniki pełne zgrabnych krzywych popytu i podaży oraz ruchów wzdłuż krzywej możliwości produkcyjnych. Modele działały bez zarzutu, ale miały niewiele wspólnego z gospodarką taką, jakiej doświadczaliśmy w domach i jaką widzieliśmy w wiadomościach. Nikt nie zająknął się słowem o rywalizujących ze sobą szkołach, które próbowały wyjaśnić, co właściwie poszło nie tak i jak temu stanowi rzeczy zaradzić. Ekonomię przedstawiano nam jako harmonijną, pewną naukę, pełną praw podobnych tym fizycznym, dzięki którym wszystko działa tak, jak trzeba<sup>97</sup>.

95 A. Fierla (red.), *Finansyzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2017, s. 61.

96 W. Buitter, *The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Monetary Economics*, MPRA Paper No. 58407, s. 1.

97 L. Fischer, J. Hasell, Ch. Proctor, D. Uwakwe, Z., Ward-Perkins, C. Watson (red.), *Pomyśleć ekonomię od nowa...*, s. 23.

Mimo wielu prawdziwie ponadprzeciętnych intelektualnych osiągnięć naukowych w ostatnich dekadach, ramy analityczne wykorzystywane do różnych celów przez większość badaczy z obszaru ekonomii międzynarodowej pozostają zakorzenione w intelektualnych nawykach i przyzwyczajeniach z przeszłości. Kluczowe modele teoretyczne tworzone w ramach ekonomii międzynarodowej, zarówno te dotyczące handlu, jak i finansów, nadal opierane są na założeniach, które zaprzeczają nowym realiom zglobalizowanych rynków finansowych. Stare idee, takie jak zasada przewagi komparatywnej, parytet siły nabywczej, automatyczne dostosowanie w zakresie bilansu płatniczego i możliwe do przewidzenia kursy walutowe, ciągle stanowią punkt odniesienia (benchmark) dla prowadzonych współcześnie badań naukowych. Zdominowały one zarówno akademickie programy nauczania, jak i opinie kierowane przez organy doradcze pod adresem polityki gospodarczej realizowanej w poszczególnych gospodarkach. Niczym dobrzy w rozumieniu Kuhna badacze zaangażowani w zwyczajny i standardowy program naukowo-badawczy, ekonomiści zajmujący się problematyką międzynarodową są biegli w analizowaniu i racjonalizowaniu pojawiających się anomalii, które nie są spójne z przyjętym przez nich paradygmatem, lecz nie są jeszcze w stanie wyobrazić sobie nowego, nadrzędnego i kompleksowego paradygmatu, w którym wszystkie te zjawiska przestałyby być anomaliami<sup>98</sup>.

Prezentowany wyżej pogląd odnieść można również do zjawiska finansyzacji gospodarki. Do dnia dzisiejszego trudno bowiem odnaleźć teoretyczne uzasadnienie dla tak wyraźnie obserwowanej dominacji sektora finansowego w gospodarkach niektórych krajów, sektora, który, jak pokazuje historia gospodarcza, pełnił raczej usługową i służebną funkcję względem realnej sfery gospodarki, zorientowanej na tworzenie, podział, wymianę oraz konsumpcję dóbr i usług. To podporządkowanie sektora finansowego potrzebom i oczekiwaniom pozostałych sektorów gospodarki uznać można za naturalny stan i porządek rzeczy w obszarze ekonomii (przynajmniej w ten sposób uznawane było do tej pory). Obserwowana dzisiaj w wielu wypadkach nadrzędność sektora finansowego rodzi pytanie o teoretyczne podstawy, uzasadniające i wyjaśniające, dlaczego taki stan ma miejsce. Z drugiej zaś skłaniać powinno to do głębokiej naukowej refleksji, czy stan ten uznać należy za społecznie i gospodarczo pożądany, a także trwały i nieodwracalny. Czy finansyzacja gospodarki stać się ma nowym ekonomicznym paradygmatem – nową normą, którą należy zaakceptować?

Cel badawczy, któremu podporządkowane były rozważania prowadzone w niniejszym rozdziale, miał trojaki charakter. Po pierwsze, było nim podjęcie próby zakotwiczenia zjawiska finansyzacji gospodarki na gruncie teoretycznym. Zasadnicze wnioski, jakie można w tym kontekście sformułować, sprowadzają się do stwierdzenia, że w chwili obecnej brak jest jednolitej teorii opisującej zjawisko finansyzacji gospodarki, a teorie ekonomiczne, które zdaniem autora mogą być

98 R. Blecker, *Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization...*, s. 184.

do tego wykorzystane, nie plasują się w głównym nurcie teorii ekonomicznych. Holistyczne spojrzenie na finansyzację będzie najprawdopodobniej wymagało w przyszłości łączenia teoretycznych podejść upowszechnianych raczej w niszowych i relatywnie odległych od siebie nurtach ekonomii. Przywołany w pracy efekt Cantillona, hipoteza niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego oraz podnoszona na gruncie ekonomii marksistowskiej malejąca stopa zysku są tego przykładem. Po drugie, złożony i wielowymiarowy charakter zjawiska finansyzacji gospodarki znajduje swoje odzwierciedlenie w proponowanych w literaturze przedmiotu obszarach badawczych. Uzasadnia to, zdaniem autora, zaproponowanie nowego kryterium opartego na wyższym poziomie agregacji analizowanych danych i rozpatrywanie finansyzacji z perspektywy mikroekonomicznej oraz makroekonomicznej, lecz stale w sposób równoległy i spójny, a nie rozłączny i fragmentaryczny. Po trzecie, finansyzacja nie wydaje się tym rodzajem zjawiska ekonomicznego, które można zmierzyć w sposób relatywnie prosty, a zarazem precyzyjny i niebudzący wątpliwości natury metodologicznej. Zróżnicowanie stopnia rozwoju pojedynczych gospodarek, a równocześnie często odmienne struktury sektorowe każdej z nich powodują konieczność ostrożnego formułowania wniosków natury naukowej w temacie porównań pomiędzy krajami. Ponadto dostępne w chwili obecnej dane statystyczne jak również długość poszczególnych szeregów czasowych nie pozwalają na formułowanie jednoznacznych konkluzji, dotyczących zjawiska finansyzacji w wymiarze porównawczym. Jest to jednocześnie argument i przesłanka do podejmowania kolejnych badań porównawczych.

## Rozdział III

# Makroekonomiczne aspekty finansyzacji

### 3.1. Wprowadzenie

Przywrócenie stopy zysku z realizowanych przedsięwzięć biznesowych było głównym celem, wokół którego od kryzysu z lat 70. ubiegłego wieku koncentrowały się zarówno działania państwa, jak i posiadaczy kapitału. W tym czasie dokonały się głębokie zmiany w relacjach społecznych związanych z procesem produkcji pomiędzy kapitałem a pracą. Zakres operowania kapitalistów został w sposób znaczący poszerzony poprzez upadek gospodarek centralnie planowanych i głęboką transformację, jaka miała miejsce w Chinach. Jednak najbardziej uderzającą cechą jest narzucenie strategii finansyzacji na wszystkie formy kapitału, możliwe dzięki przewadze kapitału bankowego i hegemonii Stanów Zjednoczonych w zakresie dostarczania podaży globalnej waluty rezerwowej. Kwestią o kluczowym z punktu widzenia finansyzacji znaczeniu były zmiany w obrębie siły roboczej oraz transformacja państwa. Modyfikacji uległa istota pracy; wiele społecznych osiągnięć z wcześniejszych okresów zostało odwróconych, w szczególności w obszarze edukacji, ochrony zdrowia i systemu emerytalnego. Nowe instytucje finansowe działające zgodnie z logiką ukierunkowaną na prywatne zyski dokonały przekształcenia dochodów płynących z pracy, zarówno tej produktywniej, jak i nieproduktywnej, w aktywa finansowe. Dodatkowo, państwo dokonało prywatyzacji strategicznych przedsiębiorstw, będących wcześniej pod jego kontrolą oraz zezwoliło bankom centralnym odgrywać strategiczną rolę w kontekście określania stóp procentowych i kierowania polityką monetarną. Zmiany te stworzyły sprzyjające warunki dla oddania olbrzymich zasobów oszczędności w ręce kapitału w stopniu do tej pory niespotykanym, co pozwoliło na rozszerzenie do granic ekspansję kredytową. Duża część tego bogactwa pochodziła z krajów rozwijających się. W chwili obecnej gospodarka światowa znajduje się



po raz kolejny w kryzysie, najprawdopodobniej jednym z największych kryzysów w historii kapitalizmu. Jest to w pełnej skali kryzys globalizacji lub finansyzacji, z centralną rolą odgrywaną przez Stany Zjednoczone<sup>1</sup>.

Adair Turner przekonuje, że idee mają znaczenie – również te prezentowane i upowszechniane na gruncie nauk ekonomicznych. Wywierają one bowiem silny wpływ na założenia, jakimi kierują się kreatorzy polityki gospodarczej, dokonując określonych wyborów. Ponadto definiują i określają one także inne, często alternatywne, idee jako te błędne i chybione, a tym samym pozbawione wartości i niewarte rozważania, a częstokroć stanowiące swoiste tabu. Zasadnicze znaczenie ma więc nie tylko realizowanie różnych rodzajów polityki, lecz również kwestionowanie założeń, teorii i metodologii stanowiących ich fundament. Zdaniem cytowanego autora dominujący nurt współczesnej ekonomii przyczynia się do błędnego zrozumienia finansowej i makroekonomicznej stabilności w dwojaki sposób, z uwagi na dwie kluczowe kwestie. Po pierwsze, teoria finansów zakłada, że ludzie są racjonalni, a rynki finansowe efektywne. Po drugie, makroekonomia w dużym stopniu ignoruje szczegóły systemu finansowego jako całości. Bardziej kompleksowy system finansowy miał służyć poprawie efektywności gospodarki zaś makroekonomia zakładała stabilność gospodarki tak długo, jak utrzymywana była niska inflacja. Jednakże u podstaw tych specyficznych błędów leżały metodologiczne i filozoficzne nastawienia – preferencje w zakresie matematycznej precyzji i elegancji, kosztem realizmu i dążenia do uzyskania określonych odpowiedzi, które pozwalają na niezmiennie podejście do dotychczasowych zasad porządku publicznego<sup>2</sup>.

Głównym celem, jaki przyświeca autorowi w rozdziale trzecim, jest dążenie do ukazania relatywnie szerokiego – choć bez wątplenia niepełnego – spektrum oddziaływania zjawiska finansyzacji na poziom makroekonomiczny. Realizacji tego celu podporządkowana została struktura rozdziału. W pierwszej części krytycznej analizie poddana została koncepcja rynku, bowiem w opinii autora pełni ona kluczową rolę w upowszechnieniu zjawiska finansyzacji gospodarki. Następnie ukazane i omówione były dwa przykłady finansyzacji rynków. Kolejna część rozdziału trzeciego poświęcona została problematyce finansyzacji państwa, ze szczególnym naciskiem, położonym na najważniejsze, zdaniem autora, aspekty tego zjawiska. Przedostatnia część rozdziału trzeciego dotyczy zagadnienia finansyzacji rozpatrywanego przez pryzmat zjawisk i procesów makroekonomicznych. Całość rozdziału kończy podsumowanie.

1 C. Camacho, J. Nieto, *The Globalization of Financial Capital, 1997–2008*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston 2012, s. 183–184.

2 A. Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2016, s. 242.

## 3.2. Koncepcja rynku

Metafora niewidzialnej ręki rynku zaproponowana przez Adama Smitha zgrabnie i elegancko oddaje „magię” rynku działającego poprzez mechanizm cenowy. Sygnały cenowe na rynku wolnokonkurencyjnym umożliwiają kupcom i sprzedawcom równoczesne dostosowanie oraz dopasowanie swoich preferencji, planów i decyzji. W rezultacie mechanizm dostosowawczy działający na poziomie mikroekonomicznym przynosi lepszą efektywność alokacji zasobów w gospodarce jako całości. Uważa się również, że mechanizm rynkowy nie tylko umożliwia osiągnięcie efektywnej alokacji zasobów w gospodarce, lecz również twierdzi się, że pozwala on osiągnąć równowagę w zakresie dystrybucji kapitału, w rozumieniu wynagradzania każdego z czynników zgodnie z wartością produktu krańcowego, jaki generują. Według tej logiki rynek jest postrzegany jako instytucja rozwiązująca jednocześnie dwa najważniejsze problemy, związane z funkcjonowaniem gospodarki, a mianowicie efektywność alokacji i dystrybucję kapitału. Rynek rozwiązuje w sposób elegancki i bez zamierzonego udziału człowieka napięcie pomiędzy indywidualnymi interesami a interesem zbiorowym<sup>3</sup>.

Niesiona emocjami związanymi z pięknem idei koncepcja rynku staje się następnie przedmiotem idealizowania, a nawet mistyfikacji. Proces ten przebiega dwutorowo. Z jednej strony ma miejsce idealizowanie koncepcji rynku na poziomie dociekań akademickich, z drugiej ideologizowanie na poziomie kształtowania polityki. W sferze idealizowania można wskazać cztery zasadnicze obszary. Pierwszy z nich obejmuje kwestię osiągania równowagi rynkowej, a pytania, jakie się w związku z tym pojawiają, dotyczą tego, czy domniemany stan równowagi jest możliwy do zapewnienia oraz czy i pod jakimi warunkami równowaga ta jest jednoznaczna, możliwa do ustalenia i stabilna. Literatura naukowa z tego zakresu prowadzi do konkluzji, że udowodnienie istnienia takiego stanu wymaga przyjęcia szeregu szczególnych i nierealistycznych założeń, włączając w to doskonałą racjonalność podmiotów rynkowych, pełny zakres informacji na temat wszystkich cen aktualnych i tych przyszłych oraz warunków niezbędnych dla wystąpienia doskonałej konkurencji. Metoda do tego wykorzystana przypomina stosowanie inżynierii odwrotnej (*reverse engineering*), w której decyduje się, które założenia są konieczne, a które mogą być poluzowane. Teoretycy zajmujący się zagadnieniem równowagi rynkowej nie bronią założeń swojej teorii, opierając się na argumentach, że obecnie funkcjonujące rynki są doskonałe. Próbuje raczej zbudować taki model idealizowanej niewidzialnej ręki rynku, który dostarczy ramowej struktury dla budowy bardziej realistycznych modeli, uwzględniających obserwowalne w praktyce gospodarczej niedoskonałości, takie jak monopole, ugrupowania handlowe, protekcyjizm itp. Jednakże jedna kwestia to przyjmowanie perfekcyjnych założeń, a czymś innym jest odwrócona inżynieria w obszarze tych założeń, zmierzająca

3 H. Woo, *Growth Without Inequality. Reinventing Capitalism*, Routledge, New York 2017, s. 80.

do modelowania niedoskonałości. Teoria równowagi rynkowej i jej rozwinięcie w postaci DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) są merytorycznie zbudowane na matematycznych metaforach, a niezamierzonym skutkiem ich stosowania jest wprowadzanie ekonomicznych dociekań teoretycznych z powrotem do sfery metafizycznej zamiast zmierzania w kierunku oryginalnej i rzeczywistej dyscypliny naukowej. Wykorzystywane wyszukane narzędzia matematyczne nie są niczym więcej niż jedynie pewnym rodzajem odwróconych metafor, które zmierzają w odwrotnym kierunku, a dokładniej wykorzystują konstrukcje bardziej skomplikowane do wyjaśnienia prostszych faktów. Reasumując, brak jest dzisiaj powodów, dla których mielibyśmy się w sposób bezpośredni nie zajmować zjawiskiem niedoskonałości<sup>4</sup>.

Drugi nurt idealizowania koncepcji rynku – teoria spontanicznego porządku rynku (*spontaneous order*) – podobnie jak teoria równowagi – wykorzystuje fizyko-chemiczne metafory zakorzenione w koncepcjach równowagi sił w przyrodzie. Zwolennicy tego podejścia wychodzą z założenia, że w świecie powszechnych informacji jednostki wykorzystują w najlepszy dla siebie sposób zarówno informacje, jak i wiedzę. Prowadzi to w konsekwencji do społecznie najbardziej pożądanym efektów. O ile sama idea rozproszenia wiedzy i informacji ma sens, o tyle jej rozszerzenie popada w idealizm samoorganizacji. W swojej najbardziej radykalnej wersji zakłada ona, że rynek – kierowany przez instynkty ludzkie oraz ich osobiste interesy (egoizm) – pozostawiony sam sobie może w sposób spontaniczny osiągnąć maksymalny, optymalny dla wszystkich stan i to bez zewnętrznego wsparcia czy interwencji. Prawda jest jednak taka, że powodzenie i sukces rynku jako instytucji w sposób krytyczny uzależnione są od właściwych reguł i regulacji ustanawianych przez państwo jak również od określonych zwyczajów społecznych i konwencji kształtujących się wraz z upływem czasu. Oba rodzaje czynników wnoszą istotny wkład z punktu widzenia ryzyka oraz pewności co do wartości zawieranych na rynku transakcji, tym samym umożliwiają funkcjonowanie rynku w sposób bardziej płynny. Co prawda, wydaje się i należy przyznać, że spontaniczność na dojrzałych i dobrze funkcjonujących rynkach jest niezaprzeczalna, ale idea sama w sobie jest nadal niczym więcej niż tylko metaforyczną konstrukcją, w szczególności gdy weźmiemy pod uwagę fakt, że rynki zawodzą, a różnego rodzaju zawodności mechanizmu rynkowego nie są rzadkimi przypadkami. Rynki i społeczeństwo są ze sobą stale i w sposób spójny powiązane. Funkcjonowanie rynku wymaga, by społeczeństwo udzieliło przyzwolenia na zamianę pewnych rzeczy na towary, które będą podlegały procesom wymiany w społeczeństwie. Z tego punktu widzenia okazuje się, że samoregulujące się rynki potrzebują społeczeństwa bardziej niż chciano by przyznać<sup>5</sup>.

Trzeci sposób idealizowania rynku przejawia się poprzez wywierającą istotny wpływ hipotezę racjonalnych oczekiwań. Zakłada ona, że ludzie nie popełniają

4 *Ibidem*, s. 80–81.

5 *Ibidem*, s. 81.

błędów systematycznych w trakcie prognozowania przyszłości. Ich oczekiwania mogą być błędne, ale średnio rzecz biorąc, są prawidłowe w danym przedziale czasowym. Odchylenia od „idealnej prognozy” mają jedynie charakter losowy. Innymi słowy, oczekiwania ludzi są równe prawdziwej statystycznej wartości oczekiwanej istotnych zmiennych ekonomicznych. Biorąc pod uwagę, że w danym momencie rynek lub gospodarka cechują się tylko jednym punktem równowagi, ludzie kształtują swoje oczekiwania wokół tego unikalnego punktu. Efekty, jakie są prognozowane, nie różnią się w sposób systematyczny od wyników równowagi rynkowej. Kluczowy powód wyjaśniający taki stan rzeczy wymaga przyjęcia, że jednostki zachowują się w sposób racjonalny i w procesie kształtowania swoich oczekiwań biorą pod uwagę wszystkie dostępne informacje. W rezultacie polityka gospodarcza, która nie pokrywa się z oczekiwaniami agentów, nie może mieć długotrwałego znaczenia. Ta hipoteza przywiązuje w istocie wagę do wyidealizowanych zdolności poznawczych ekonomicznych agentów. I tak np. agent jako byt poznawczy nie może w sposób systematyczny mylić się w swoich prognozach na temat przyszłych rynków i ekonomicznych wartości. Zakłada się, że odchylenia mogą się co prawda pojawiać, ale są z natury losowymi przypadkami i są wynikiem szoku informacyjnego. Co więcej, bardziej wtajemniczeni zwolennicy tego podejścia przyjmują, że agenci są zdolni dostrzec równowagę rynkową i kształtować swoje oczekiwania wokół niej. Te wyjątkowe założenia mogą być użyteczne i przekonujące z punktu widzenia modelowania gospodarczego, ale są w sposób bardzo wyraźny oderwane od rzeczywistości. Agenci mogą być racjonalni na poziomie intencji, tj. rozważnie planować, by osiągać własne cele. Biorąc jednak pod uwagę błędy poznawcze i porażki (niektóre z nich mają regularny charakter), nie ma gwarancji, że rezultaty, jakie się pojawią, są prawidłowe lub że nie ma regularnych błędów pomiędzy stanem prognozowanym a rzeczywistym, nawet jeśli istnieje możliwość korygowania błędów. Poza tym, zdroworoządkowo patrząc, działania pojedynczych podmiotów nie zawsze sumują się do racjonalnych efektów na określonym poziomie agregacji czy też w skali makro. I jako takie oczekiwania ludzkie mogą być w sposób systematyczny nieprawidłowe, a błędy generowane wewnętrznie<sup>6</sup>.

Czwartym narzędziem wykorzystywanym do upowszechniania wizji idealnego rynku jest hipoteza efektywności rynku, która odnosi się konkretnie do rynku finansowego, na którym wytwarzana jest i stale krąży olbrzymia liczba informacji, dotycząca i wywierająca wpływ na decyzje inwestorów. Hipoteza ta zakłada, że ceny na rynkach finansowych niezawodnie odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje, nawet te ukryte i niejawne, a decyzje podejmowane przez inwestorów uwzględniają właściwie wszystkie tego typu informacje. Podobnie jak w przypadku hipotezy racjonalnych oczekiwań również tutaj przyjmuje się, że rynki zmierzają w kierunku równowagi, a odchylenia pojawiają się jedynie w sposób losowy i mogą być związane z szokami o charakterze egzogenicznym. Niezależnie od tego, którą z trzech wersji hipotezy efektywności rynku rozpatrujemy, to każda z nich jest

6 *Ibidem*, s. 81–82.

przedmiotem poważnej krytyki. Po pierwsze, założenie, że istnieją ceny rynkowe musi implikować efektywność informacyjną rynku lub też, że ceny, na których opierają się transakcje, odzwierciedlają racjonalne przesłanki i decyzje inwestorów wykorzystujących wszystkie dostępne informacje. Rozciągane jest to i przenoszone na przekonanie, że nikt nie może pokonać rynku. Wyniki badań empirycznych w tym zakresie dostarczają niejednoznacznych wyników i nie są w pełni spójne z przyjmowaną hipotezą. Niektóre badania pokazują, że akcje cechujące się niskim wskaźnikiem P/E osiągają lepsze z punktu widzenia inwestora wyniki niż pozostałe. Ekonomiści behawioralni kwestionują hipotezę efektywności rynku, opierając się na przesłankach natury poznawczej i dowodzą, że rynki finansowe mogą być nieefektywne, biorąc pod uwagę błędy poznawcze ludzi<sup>7</sup>.

Wyzwanie rzucane przez zwolenników podejścia behawioralnego, jakkolwiek relatywnie popularne, nie jest w całości przekonujące i rozstrzygające. Wydaje się, że ceny, jakie ustalają się w wyniku gry rynkowej, są wynikiem rozważnych i umyślnych decyzji podmiotów rynkowych. Ekonomiści behawioralni mogą co prawda dowodzić, że skoro decyzje te są rezultatem subiektywnych interpretacji, to mogą być przedmiotem lub też wynikiem różnego rodzaju pułapek poznawczych, takich jak np. nadmierna pewność siebie (*over-confidence*), nadmierna reakcja na informacje (*over-reaction*), błędu wynikającego z reprezentatywności (*representative bias*) oraz szeregu innych nieprawidłowości związanych z rozumowaniem i przetwarzaniem informacji. Jednakże omyłność w ocenie na poziomie indywidualnym może być nadal nieistotna z punktu widzenia efektywności rynku finansowego jako całości. Wręcz przeciwnie, możliwość korekty błędów oraz dostosowanie zachowań podmiotów można traktować jako czynnik pozytywnie oddziałujący na efektywność rynku jako takiego. I rzeczywiście, im bardziej efektywny jest dany rynek, tym bardziej prawdopodobne, że inwestorzy będą zdolni do wyciągania wniosków z popełnianych błędów, a jednocześnie do dostosowywania swoich działań. Oznacza to, że efektywny rynek z zasady może w sposób efektywny dokonywać korekty błędów popełnianych przez jego uczestników. W takim przypadku świadczyć to może na korzyść hipotezy, nie zaś stanowić argument na rzecz odrzucenia<sup>8</sup>.

Czy jednak przyjęcie założenia, że rynek jest generalnie efektywny oznacza równocześnie, że rynek jako całość zawsze w sposób prawidłowy odzwierciedla rzeczywistą wartość? Cytowany autor przekonuje, że niekoniecznie tak musi być. Rynek finansowy może być efektywny pod względem informacyjnym lub wręcz super efektywny, biorąc pod uwagę korygowanie błędów. Produkty na tym rynku mogą być niemal natychmiast tworzone zarówno by generować popyt, jak i popyt ten zaspakajać. Handel i przekazywanie informacji może mieć miejsce w tym samym czasie bez przeszkód wynikających z fizycznych odległości. Jednakże istnienie tych nadzwyczajnych atrybutów nie implikuje, że rynek ma zawsze rację

7 *Ibidem*, s. 82–83.

8 *Ibidem*, s. 83.

z makroekonomicznego punktu widzenia. Odwołać można się w tym miejscu do zjawiska zmiany reżimu w kierunku czerpania zysków kapitałowych z wykorzystaniem dźwigni finansowej, co ma miejsce w późniejszym etapie rozwoju cyklu finansowego, kiedy to wzrost rynku nacechowany jest takimi wahaniami, że wartości stają się niemożliwe do jednoznacznego określenia. Innym przykładem jest sytuacja, gdy ceny rynkowe są napędzane bardziej przez ekspansję płynności niż wzrost rzeczywistej wartości towarów, związany z realiami gospodarczymi. W rzeczywistości, w końcowym etapie, kiedy rynek staje się super efektywny na masową skalę i kiedy strategia momentum związana z podejmowaniem inwestycji ukierunkowanej głównie na spekulację przybiera na sile, zmierza on w kierunku załamania i do krachu. Innymi słowy, jak przekonuje cytowany autor, prowadzi to do paradoksalnej sytuacji, gdy efektywność rynku jawiąca się jako zaleta w rzeczywistości oślepia nas i uniemożliwia rozszyfrowanie wad kryjących się w jej tle. Można więc nazwać ten stan paradoksem efektywności rynku finansowego<sup>9</sup>.

Interesujące wydaje się więc pytanie, dlaczego hipoteza efektywności rynku, której wady są dość oczywiste, jest szeroko przyjmowana i akceptowana zarówno w kręgach akademickich, jak i finansowych. Jednym z powodów może być to, że jest ona prosta i spójna na gruncie teorii. Lecz jest równie prawdopodobne, że jej zwolennicy są intelektualnie zbyt nadmiernie pewni siebie i spoczywają na laurach. Zamiast odkrywać specyfikę rynku finansowego, nakładają oni jedynie charakterystyki perfekcyjnie homogenicznego rynku dóbr na koncepcję równowagi rynkowej, a następnie rozwijają i bronią swojej metafory, wykorzystując wyszukane modele i narzędzia matematyczne. Bo jeśli rynki towarów mogą działać efektywnie, nie powodując powstawania określonych problemów, to dlaczego w ten sam sposób nie miałby zachowywać się rynek finansowy? Ale niestety zapominają oni, że nieustanna konfrontacja z rzeczywistością, jaka jest dostępna na rynku towarów, nie występuje w przypadku rynku finansowego. Rezultatem tego jest możliwość błędnej wyceny rzeczywistej wartości produktów finansowych w niespotykanej skali<sup>10</sup>.

Z punktu widzenia ryzyka, hipoteza efektywności rynku będąca koncepcją statyczną nie jest na tyle dobrze osadzona, by mogła gruntownie uwzględnić dynamikę ryzyka na rynku finansowym napędzaną przez dźwignię finansową oraz generowanie płynności. Nawet przyjmując, że jest ona prawdziwa, biorąc pod uwagę analizy przekrojowe lub poziom pojedynczych akcji, to jednak nadal zawiera poważne błędy, ponieważ nie bierze pod uwagę różnych rodzajów ryzyka i ich dynamiki oraz tego, że ceny aktywów rynkowych w późniejszych etapach cyklu finansowego mogą nie odzwierciedlać ryzyka tychże aktywów. Przyjmując, że ryzyko ma charakter systematyczny, hipoteza efektywności rynku nie jest zdolna do identyfikacji rosnącego ryzyka, wynikającego z działalności spekulacyjnej. Innymi słowy,

9 *Ibidem*.

10 *Ibidem*, s. 84.



jej fundamentalna słabość polega na zrównaniu efektywności informacyjnej i spontaniczności z ryzykiem oraz zdolnością do identyfikacji wartości<sup>11</sup>.

Hipoteza efektywności rynku jest oparta na optymalizacji równowagi. Jest to podejście utopijne i teologiczne, w którym teoretycy proponują określone wizje rynków, bez odwołania się do historycznych uwarunkowań pojawienia się tychże rynków oraz sposobów, w jaki obecnie one funkcjonują. Zamiast tego jako punkt wyjścia proponują pewien wyimaginowany wszechświat, w którym problemy związane z płynnością i efemerycznymi rynkami są w sposób systematyczny eliminowane. Bezpośrednio lub też pośrednio sugerują oni natomiast, że dzięki działaniom ukierunkowanym na deregulację i inflację na rynku kapitałowym, można przybliżyć świat realny do tej doskonale konkurencyjnej finansowej utopii<sup>12</sup>. Zamiast postrzegać rynek finansowy jako jednokierunkowe źródło niestabilności, kreatorzy polityki kierują się radami zwolenników hipotezy efektywności rynku i postrzegają rynek finansowy jako prototyp rynku efektywnego. W rezultacie tego zalecenia odnośnie do funkcjonowania rynku sprowadzają się do większej finansowej deregulacji, liberalizacji czyli całkowitego zniesienia lub zredukowania do minimum wszelkich przeszkód stojących na drodze swobodnego funkcjonowania rynków finansowych. Bez przesady można powiedzieć, że hipoteza efektywności rynku stała się roboczą ideologią kapitalizmu finansowego<sup>13</sup>.

O ile przedstawione powyżej cztery przykłady ukazują fikcyjne idealizowanie rynku w sferze akademickiej, o tyle na gruncie polityki gospodarczej wiara w siłę i wszechwładzę rynku rozwinięta została do poziomu ideologii powszechnie znanej jako fundamentalizm rynkowy. Zwolennicy tej doktryny głoszą wrodzoną wyższość rynku, a jednocześnie dyskredytują każdą inną formę interwencji ze strony rządu. Pierwszy argument w tym celu wykorzystywany opiera się na założeniu, że nawet dobre intencje spowodować mogą niezamierzone skutki, które przekreślają pierwotne cele podejmowanych działań. Opierając się na poglądach prezentowanych w ramach szkoły wyboru publicznego, zwolennicy ideologii wolnorynkowej przekonują, że biurokraci nie tylko działają we własnym interesie oraz mają ukryte cele, lecz również bardzo często rząd pozbawiony kompleksowej i wszechstronnej wiedzy podejmuje decyzje, które okazują się być szkodliwe<sup>14</sup>.

Problem związany z fundamentalizmem rynkowym ma dwojaki charakter. Po pierwsze, jest to związane z ekstremalnym stanowiskiem, jakie on przyjmuje. Trudno wątpić w siłę rynku, ale nie do zaakceptowania jest zaprzeczanie roli reguł oraz regulacji niezbędnych we wspieraniu działania mechanizmu rynkowego, a także zapewniających rekompensatę za słabości tegoż mechanizmu. W praktyce rynki nigdy nie funkcjonują w próżni, lecz w ramach ustalonych

11 *Ibidem*.

12 J. Toporowski, *The End of Finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, Routledge, London 2000, s. 39.

13 H. Woo, *Growth Without...*, s. 84.

14 *Ibidem*, s. 84–85.



regulacji i rzeczywistych ograniczeń, które obejmują takie kwestie, jak np. lokalizacja punktów sprzedaży, poziom kwalifikacji uczestników rynku, licencjonowanie, niedoskonałości związane z dostawą, niespłacanie kredytu, kontrole graniczne, by wymienić tylko niektóre z nich. Niektóre z nich mogą w sposób oczywisty zakłócać płynne funkcjonowanie rynku. Jednakże zwolennicy fundamentalizmu rynkowego – w swoim zapale i gorliwości w ochronie czystości i legendy naturalnego porządku rynku – za wszystkie ograniczenia rynku obwiniają interwencje rządu. Nie jest to spójne z dowodami empirycznymi. Po drugie, trudności związane ze zwolennikami fundamentalizmu rynkowego polegają na tym, że w obrębie swojej grupy nie są oni w stanie dojść do porozumienia w kwestii tego, jak obszerny zakres państwa oni tolerują. Na jednym krańcu ekstremum znajdują się libertarianie wyrażający przekonanie, że rząd i państwa powinno być tak mało, jak to tylko możliwe. Inni akceptują, że rząd odgrywa niezastąpioną rolę. Nawołują oni co prawda do ograniczania roli rządu, ale nie wyznaczają na serio wyraźnej linii akceptowanego poziomu zaangażowania państwa. A kiedy już nawet przywołują przykłady, nie stoi za tym teoretyczne uzasadnienie dla wyznaczonej linii demarkacyjnej. Dla przykładu, Friedrich Hayek ostrzega przed centralnym planowaniem, które biorąc pod uwagę uznaniowość i arbitralność rządu, może nieodwracalnie doprowadzić w ostateczności do powstania państwa totalitarnego. Z drugiej jednak strony, mimo iż popiera on i akceptuje całkiem sporo fragmentarycznych regulacji, nie określa on w sposób jasny zakresu akceptowanego udziału państwa, zwłaszcza zaś w odniesieniu do stopnia oraz sposobów kompensowania niedoskonałości rynku przez rząd. Nie prezentuje on również spójnych ram uzasadniających zakres tolerancji w tym zakresie. Reasumując, przedstawiciele ideologii wolno-rynkowej nie są zdolni dojść do porozumienia w kwestii zakresu oddziaływania państwa oraz tego, co rozumieją pod pojęciem minimalnego rządu oraz przy jakim poziomie koszty interwencji przewyższają korzyści. W rezultacie pozycja, jaką zajmują, częstokroć osłabia, a nie wzmacnia przesłanki dla funkcjonowania rynku. Doktryna ta utraciła sporo ze swojego efektu halo w następstwie ostatniego kryzysu finansowego, który *notabene* bardzo poważnie podważył lub wręcz zdyskredytował hipotezę efektywności rynku<sup>15</sup>.

W literaturze prezentowany jest pogląd, że Friedrich Hayek okazał się bardzo dobry w ukrywaniu swojej rewolucyjnej agendy politycznej pod pozorem neutralności naukowej, podnosząc werdykt rynku do statusu naturalnego zdarzenia, a jednocześnie stawiając każdą inną wartość, która nie może być odzwierciedlona przez cenę na równi z innymi niepewnymi podstawami, niebędącymi niczym więcej niż opinią, preferencją, folklorem czy przesądem<sup>16</sup>. Podejście zaproponowane przez przywołanego wyżej przedstawiciela austriackiej szkoły ekonomii gwarantowało

15 *Ibidem*, s. 85.

16 S. Storm, *Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 306.

i stanowiło milczące wsparcie dla neoliberalnej narracji i dyskursu. Zgodnie z nimi władza, a nawet suwerenność powinny zostać przyznane rynkom, w tym rynkom finansowym, działającym niczym obiektywny oraz transparentny sędzia, gromadzący i przetwarzający informacje istotne dla podejmowania decyzji gospodarczych oraz te decyzje koordynujący. Rynki jako strażnik w sposób bezstronny narzucający dyscyplinę i racjonalność podmiotom podejmującym decyzje ekonomiczne miały nie tylko przynosić efektywne ze społecznego punktu rezultaty, lecz również zapewniać stabilność społeczną<sup>17</sup>.

Rynek jako specyficzny przykład „reżimu prawdy” (*regime of truth*) oznacza po pierwsze samoograniczenie powodów istnienia rządu oraz akceptację naturalnych konsekwencji zdarzeń gospodarczych, jakie następują zgodnie z dynamiką gospodarczą, u podstaw której leży zasada *laissez-faire*, z możliwie najmniejszym zakresem interwencji publicznych. Rynki są miejscem werdyktów, co oznacza, że działają jako trybunał ekonomiczny dokonujący oceny zakresu i sposobu rządzenia jako takiego. Mogą oceniać zarówno racjonalność i słuszność organizacji politycznej, jak i prawnych interwencji w sferze gospodarczej. Związek pomiędzy prawem a efektywnością upowszechniony przez Ekonomiczną Analizę Prawa (*Law and Economic School*) stał się decydującym krokiem w procesie podporządkowywania instytucji kryteriom i standardom ekonomicznym<sup>18</sup>.

Z przyklejoną do nich etykietą prawdy rynki mogły być upiększane przez nadawanie im takich przymiotów, jak wolne, pluralistyczne, bezstronne oraz otwarte. Mogły one rzucać wyzwanie władzy politycznej w zakresie prawa do ustanawiania ograniczeń, a także regulacji w gospodarce. Równocześnie to etykietowanie umożliwiało ich ekonomiczne upodmiotowienie w procesie konkurowania z władzą publiczną reprezentowaną przez państwa o to, które z nich ma większą władzę. W coraz większym stopniu rynki postrzegane były jako model albo ideologia niż realne konkretne miejsce, które może być przedmiotem badań i analiz w kontekście dynamiki specyficznych dla niego procesów. Nawet rosnące znaczenie różnego rodzaju lobbingu i lobbystów postrzegane było najczęściej w sposób neutralny lub też jako dowód na partycypacyjny styl podejmowania decyzji lub wręcz ucieleśnienie demokratycznych procedur rządzenia, nie zaś postrzegane w kontekście siły rynku<sup>19</sup>.

Liberalizacja rynków finansowych, umożliwiająca odejście od gospodarki zorientowanej na produkcji przemysłowej do tej skoncentrowanej na spekulacji finansowej, była kolejnym ważnym krokiem w narracji zakładającej szczerść rynku (*markets' sincerity*). Friedrich Hayek przekonywał, że w procesach globalizacji rynki zmieniły sposób wyrażania prawdy. Tylko otwarte rynki mogą być postrzegane jako szczerze. Powiększanie rynków staje się kwestią o kluczowym znaczeniu

17 *Ibidem*, s. 307.

18 M. Ferrarese, *The Truth of the Market*, [w:] B. Lomfeld, A. Somma, P. Zumbansen (eds.), *Reshaping Markets. Economic Governance, the Global Financial Crisis and Liberal Utopia*, Cambridge University Press, Cambridge 2016, s. 312–322.

19 *Ibidem*, s. 322.

i zabezpieczeniem przed możliwością czerpania renty, monopolami, oligopolami i wysokimi cenami. Dlatego też należy wzmacniać zdolność rynków do radzenia sobie z konkurencją w imię otwartości poprzez ważne liberalne reformy. W tym procesie poświęcić należy kwestię stabilności cen, która była jednym z głównych celów w ramach poprzedniej polityki ekonomicznej<sup>20</sup>. By otwarty rynek mógł działać w pełni, wyrażając prawdę i zgodnie z prawdą (*truthfully*), wymaga konkurencyjności. Nowy reżim zakładający konkurencyjność stał się centralnym punktem globalizacji rynków, a każda kolejna faza transformacji kapitalizmu wymaga większej konkurencyjności<sup>21</sup>.

Adair Turner przekonuje, że pieniądź nie jest takim samym dobrem jak inne, i ani argumenty ekonomiczne, ani polityczne popierające wolny rynek nie mają zastosowania i nie odnoszą się do pieniądza. Przedsiębiorcy powinni mieć wolność w tworzeniu nowych dóbr i usług, również takich, które obecnie trudno sobie wyobrazić, bowiem przynoszą one korzyści ekonomiczne, a także wolność we wprowadzaniu innowacji jest sama w sobie pożądana. Jednak kreowanie kredytu i pieniądza jest zupełnie czym innym. Skutkuje powstaniem siły nabywczej i w rezultacie może mieć zarówno korzystne, jak i szkodliwe konsekwencje natury makroekonomicznej oraz te związane z redystrybucją. Zastosowanie w przypadku systemu bankowego tych samych reguł, które obowiązują rynki innych dóbr i usług, było według Irvina Fishera i Henry'ego Simonsa błędem kategorii. Rynki kredytowe mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia interesu społecznego – z uwagi na ten fakt, wolnorynkowe podejście w tym zakresie nie jest najzwyczajniej uzasadnione<sup>22</sup>. Czterdzieści lat temu dominowała teoria rynków efektywnych i z pełnym przekonaniem formułowane były twierdzenia, że żadna inna hipoteza ekonomiczna nie jest w takim stopniu potwierdzana przez dowody empiryczne. Obecnie trudno jest wskazać jakiegokolwiek badacza z obszaru ekonomii finansowej poniżej 40 lat, który prezentowałby tak optymistyczny punkt widzenia<sup>23</sup>.

Pogłębianie i rozwój rynku finansowego bardzo często nie są oparte na obserwowanych danych empirycznych, lecz na prostym przekonaniu i pewności siebie, że działające w sposób mniej skrupowany, bardziej płynne rynki na pewno przyczynią się do poprawy efektywności ekonomicznej. Artykułowane bezpośrednio lub nie tego typu założenia opierały się na jednym z najważniejszych założeń teoretycznych w ekonomii – na założeniu, że jeśli wszystkie istniejące i działające rynki mają zapewnioną doskonałą informację, a podmioty zachowują się w sposób racjonalny, to w sposób nieunikniony prowadzi to do osiągnięcia maksymalnej efektywności ekonomicznej<sup>24</sup>. W rzeczywistości wszystkie rynki

20 *Ibidem*, s. 323.

21 *Ibidem*.

22 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 190.

23 L. Zingales, *Presidential Address: Does Finance Benefit Society?*, „The Journal of Finance” 2015, Vol. LXX, No. 4, August, s. 1327–1363.

24 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 36.

są w jakimś stopniu niedoskonałe i niekompletne. Wiele prac autorstwa Kennetha Arrowa poświęconych było identyfikacji licznych okoliczności, w których warunki wymagane dla osiągnięcia równowagi konkurencyjnej nie mogą być spełnione i faktycznie nie są spełnione<sup>25</sup>. Jeśli rynki finansowe mogą być nieefektywne, oczywiste argumenty przytaczane na korzyść wdrażania innowacji finansowych, zwiększania natężenia działalności sfery finansowej celem dopełnienia rynku i uczynienia go bardziej płynnym i efektywnym przestają być przekonujące. Zamiast tego można dostrzec, że zwiększona aktywność sektora finansowego może mieć zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Po pierwsze, zwiększona aktywność instytucji finansowych może obciążać gospodarkę dodatkowym balastem nadmiernych i niepotrzebnych kosztów. Po drugie, większy zakres działalności finansowej generuje wzrost skali wahań rynkowych lub inaczej mówiąc, czyni gospodarkę mniej stabilną<sup>26</sup>.

Wydaje się, że prezentowane powyżej argumenty są przesłanką do wniosku, że to rynek należy umiejscowić w centralnym punkcie rozważań nad finansyzacją. Zdają do tego przekonywać słowa Ramaa Vasudevana. Według niego finansyzacja jest regulowana i rządzona przez przekształcanie przyszłych strumieni dochodów, takich jak np. zyski, dywidendy i płatności odsetkowe w rynkowe aktywa, będące przedmiotem obrotu, takie jak akcje lub obligacje<sup>27</sup>. Innymi słowy finansyzacja odzwierciedla głęboką zmianę w zakresie sposobu inwestowania, przejawiającą się w odejściu od bezpośrednich inwestycji w zdolności produkcyjne na rzecz inwestowania na otwartych rynkach finansowych, na których możliwe jest przejściowe zwiększanie rentowności poprzez działania o charakterze spekulacyjnym podejmowane na rynku giełdowym. Wartość będąca w posiadaniu akcjonariuszy może być krótkoterminowo powiększana dzięki procesom fuzji i przejęć oraz w następstwie wykupu akcji własnych przez spółki. Tego typu drapieżne formy fikcyjnego kapitału są odpowiedzialne za tworzenie nowej klasy menedżerskiej, motywowanej niemalże wyłącznie przez zachęty w postaci opcji i bonusów. Logika podporządkowywania rentowności przedsiębiorstw osiągnięciu krótkookresowej wycenie na rynku giełdowym w celu zwiększania zwrotów dla akcjonariuszy była odpowiedzią na kryzys w zakresie zyskowności przedsiębiorstw z lat 70. i 80.<sup>28</sup>

25 *Ibidem*.

26 *Ibidem*, s. 42.

27 R. Vasudevan, *From the Gold Standard to the Floating Dollar Standard: An Appraisal in the Light of Marx's Theory of Money*, „Review of Radical Political Economics” 2009, No. 41(4) s. 474.

28 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances: Prelude to Crisis*, „Review of Radical Political Economics” 2012, No. 44(4), s. 431.

### 3.3. Finansyzacja rynków towarowych

Wraz z upowszechnieniem się, a później dominacją doktryny neoliberalnej rynki uzyskały niespotykany jak do tej pory status i pozycję w systemie gospodarczym, co zostało przez autora przybliżone w poprzedniej części rozdziału, a także w pierwszym rozdziale niniejszej monografii. W literaturze odnaleźć można jednak krytyczny pogląd na temat wdrażania idei zakładającej supremację rynku do praktyki życia gospodarczego.

Samir Amin przekonuje, że proces finansyzacji spowodował przeniesienie głównej odpowiedzialności w zakresie kontroli nad alokacją i akumulacją kapitału do grupy około 30 banków wywodzących się z triady: Stany Zjednoczone, Europa, Japonia. To, co eufemistycznie nazywamy rynkami jest niczym innym jak miejscem, gdzie realizowane i wykorzystywane są strategie tych podmiotów, które zdominowały system gospodarczy. Z kolei finansyzacja, która jest odpowiedzialna za wzrost nierówności w zakresie podziału dochodu i majątku, generuje rosnącą nadwyżkę stanowiącą podstawę do dalszego funkcjonowania i pogłębiania nierówności. Inwestycje o charakterze finansowym (lub raczej inwestycje o charakterze spekulacji finansowej) zwiększają się w zawrotnym tempie nieproporcjonalnie do wzrostu produktu krajowego brutto (który staje się w następstwie tego w dużym stopniu fikcyjny) ani też w powiązaniu ze skalą i zakresem rzeczywistych inwestycji produkcyjnych. Wybuchowy wzrost inwestycji finansowych, obok innych rzeczy, z jednej strony wymaga, z drugiej zaś powoduje narastanie różnych rodzajów zadłużenia, szczególnie zadłużenia państwa. Zapewnienia ze strony rządów sprawujących władzę, że zmierzają do realizacji celu w postaci ograniczenia zadłużenia są świadomym i celowym kłamstwem. Realizowanie strategii przez sfinansowanych monopolistów wymaga wzrostu długu, do czego oni dążą, a nie z czym walczą, gdyż jest to sposobem na absorpcję nadwyżki zysków monopolistów. Polityki oszczędnościowe (*austerity policies*) uruchamiane w celu redukcji zadłużenia skutkowały tak naprawdę wzrostem wielkości długu<sup>29</sup>.

Jednym z czynników napędzających proces finansyzacji jest zjawisko polegające na ograniczeniu roli pośredników finansowych (*disintermediation*)<sup>30</sup>. Przejawia się ono jako wzrost strumieni funduszy przepływających pomiędzy pożyczkobiorcami a pożyczkodawcami, w których nie uczestniczą pośrednicy finansowi. W rezultacie następuje przesunięcie punktu ciężkości z tradycyjnych pośredników takich jak banki na rzecz rynków, na których ma miejsce pozyskiwanie funduszy, ich udostępnianie oraz szacowanie ryzyka. Finansyzacja jest zatem procesem lub szeregiem procesów przypisujących rosnącą rolę rynkom kapitałowym w strukturyzacji strategii korporacji oraz majątku indywidualnych podmiotów<sup>31</sup>.

29 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, Pluto Press, London 2014, s. 17.

30 D. Hudson, *Developing Geographies of Financialisation: Banking the Poor and Remittance Securitization*, „Contemporary Politics” 2008, Vol. 14(3), s. 318.

31 *Ibidem*, s. 318–319.

Formułowany jest również pogląd, że ceny towarów na giełdach przestają pełnić tradycyjną funkcję ceny światowej, odzwierciedlającą wiernie sytuację koniunkturalną na tych rynkach. Nie dostarczają tym samym właściwych informacji dla podmiotów sektora realnego, pozwalających na adekwatną ich reakcję, np. w odniesieniu do zmiany wielkości produkcji oraz zapasów. Popyt zgłaszany przez inwestorów finansowych jest zatem wyrazem zapotrzebowania na aktywa finansowe bazujące na towarach nie zaś odzwierciedleniem rzeczywistego zapotrzebowania na towary w realnej sferze gospodarki. Finansyzacja rynków towarowych spowodowała więc powstanie zjawiska, o którym można powiedzieć z teoretycznego punktu widzenia, że generuje proces swoistej deformacji informacyjnej funkcji ceny światowej<sup>32</sup>.

Adam Zaremba dowodzi, że w okresie finansyzacji krajobraz giełd towarowych zmienił się nie do poznania. Z rynków, na których dominowały wcześniej podmioty, takie jak rafinerie, kopalnie i gospodarstwa rolne, rynki towarowe przeistoczyły się w rynki funduszy hedgingowych, ETF-ów i portfeli *managed-futures*. W piśmiennictwie jest wskazywane, że na rynkach towarowych zaszła głęboka i strukturalna zmiana przejawiająca się skłonnością do powstawania baniek cenowych, wzrostem korelacji między surowcami i innymi klasami aktywów oraz zmianą w strukturze terminowej rynku określonych aktywów<sup>33</sup>.

W literaturze przedmiotu jest dowodzone również, że skokowa zmiana, jaka miała miejsce na rynku towarowym na początku XXI w., związana z dużym napływem aktywów na ten rynek wynikała z odkrycia przez inwestorów niewielkiej negatywnej korelacji między stopami zwrotu uzyskiwanymi na tym rynku oraz stopami zwrotu na rynku akcyjnym, a także przeświadczenia, że pochodne instrumenty finansowe na rynku towarowym mogą być wykorzystane do redukcji ryzyka portfelowego. Wykorzystując tego rodzaju informacje, banki inwestycyjne, a także inne instytucje pośrednictwa finansowego, z sukcesem wypromowały derywaty na rynku towarowym jako nową klasę racjonalnych inwestycji. W rezultacie szeroka gama instrumentów finansowych, opartych na różnego rodzaju towarach przyciągnęła olbrzymie zasoby kapitału zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i tych indywidualnych. To zatem rosnąca obecność inwestorów alokujących pieniądze w towarowe instrumenty pochodne zainicjowała proces tzw. finansyzacji na rynkach towarowych. W opinii wielu spowodowało to zwiększenie korelacji tego rynku z cenami aktywów finansowych jak również korelacji pomiędzy cenami towarów<sup>34</sup>. Ponadto ceny poszczególnych towarów przestały być kształtowane przez tradycyjne czynniki popytowo-podażowe,

32 J. Dudziński, *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu” 2013, nr 315, s. 231–232.

33 A. Zaremba, *Wykorzystanie surowców do dywersyfikacji portfela wobec zjawiska finansjalizacji*, „Studia Ekonomiczne” 2014, nr 2(LXXXI), s. 243.

34 M. Falkowski, *Financialization of Commodities*, „Contemporary Economics” 2011, Vol. 5(4), s. 6.



stały się natomiast podatne na agregatowy poziom skłonności do ponoszenia ryzyka wśród inwestorów finansowych w procesie konstruowania portfeli inwestycyjnych<sup>35</sup>.

Zaprezentowane w kolejnej części przykłady finansyzacji rynku towarowego w sposób oczywisty nie wyczerpują tematu przekształcenia ekonomicznej roli i znaczenia wybranych rynków jak również dominacji uczestników finansowych i motywów finansowych w przeprowadzanych transakcjach. Jednak według autora dwa wybrane przykłady zdają się precyzyjnie i dobitnie odzwierciedlać procesy finansyzacji rynku.

### 3.3.1. Finansyzacja rynku ropy naftowej

Angelos Gkanoutas-Leventis i Anastasia Nesvetailova przekonują, że zjawisko finansyzacji rynku ropy naftowej ma długą historię, w której wskazywane są dwa kluczowe punkty zwrotne. Pierwszy z nich miał miejsce w roku 1980, kiedy to utworzona została w Londynie giełda surowcowa (*International Petroleum Exchange*). Stworzyła ona możliwość zawierania transakcji dotyczących ropy naftowej, w tym transakcji terminowych oraz opcji, zaś notowana na niej ropa typu Brent Crude stała się benchmarkiem dla światowych cen tego surowca. Wskazywane jest również, że jej utworzenie było pochodną szoków naftowych z lat 70., które zakończyły okres relatywnie stabilnych cen oraz produkcji tego surowca. Wahania cen i wielkości produkcji uświadomiły przedstawicielom instytucji finansowych istnienie możliwości inwestycyjnych związanych z ropą naftową jako surowcem. Natomiast dla przemysłu naftowego oznaczało to perspektywę zastosowania nowych technik dywersyfikacji ryzyka i kapitału. Z kolei inżynieria finansowa wykorzystywana wcześniej na rynkach walutowych i rynkach produktów rolnych nie tylko udowodniła swoją opłacalność, lecz również stała się realnym sposobem na zwiększenie płynności rynku oraz zabezpieczeniem i ochroną przed niespodziewanymi wahaniami cen. Przyjęcie tych rozwiązań na rynku ropy naftowej wyznacza, zdaniem cytowanych autorów, pierwszą fazę finansyzacji, która wiąże się z pojawieniem pierwszych instrumentów finansowych opartych na ropie naftowej. Drugim punktem zwrotnym w rozwoju analizowanego zjawiska było powstanie indeksu surowcowego Goldman Sachs Commodity Index (GSCI). Był on odpowiedzią na rynkowe zapotrzebowanie na uproszczone opcje inwestycyjne na tym rynku, związane z niższym ryzykiem i brakiem konieczności fizycznej dostawy surowca będącego przedmiotem kontraktu. Indeks ten był zbiorem różnych kontraktów terminowych, w dużej mierze dotyczących ropy naftowej. Indeks umożliwiał inwestowanie w ropę naftową bez ograniczeń związanych z fizycznym magazynowaniem surowca i generowanymi

35 J. Tomaszewski, *Finansjalizacja a zmiany strukturalne na rynku towarów rolnych w pierwszych latach XXI wieku*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H” 2015, Vol. XLIX (4), s. 606.



w ten sposób kosztami. Indeks opierał się na wartości kontraktów futures o minimalnym miesięcznym okresie wygaśnięcia i zasadzie zakładającej rolowanie kontraktów. W ten sposób inwestorzy mogli ominąć konieczność fizycznego przejęcia surowca będącego przedmiotem kontraktu. Dodatkową korzyścią było to, że indeks ten opierał się na szeregu różnych surowców, co umożliwiało inwestorom korzystanie z dywersyfikacji ryzyka rozłożonego na rynki różnych surowców<sup>36</sup>. Jacek Tomaszewski przekonuje, że ewolucja samych indeksów towarowych (elementów składowych oraz konstrukcji) wyraźnie wskazuje na zmianę głównej roli z pierwotnie czysto statystycznego miernika koniunktury na narzędzia realizacji inwestycji przez inwestorów portfelowych. Szczególne znaczenie dla atrakcyjności analizowanych indeksów dla inwestorów odgrywa, zdaniem przywołanego autora, procedura rebalansowania indeksów<sup>37</sup>.

W literaturze prezentowany jest pogląd, zgodnie z którym za przekształcenia na rynku ropy naftowej odpowiedzialne są również kraje niezrzeszone w organizacji OPEC. Produkcja ropy naftowej w tych krajach przekroczyła na początku lat 80. ubiegłego wieku produkcję krajów zrzeszonych w OPEC. Ponieważ producenci z krajów niezrzeszonych, jako relatywnie krócej funkcjonujące podmioty na rynku, nie posiadali długoterminowych kontraktów z odbiorcami, zmuszeni byli w celu zwiększania swojego udziału w rynku do sprzedaży surowca na rynku spot. Strategia ta okazała się skuteczna m.in. z uwagi na oferowanie niższych cen za baryłkę niż miało to miejsce w kontraktach długoterminowych. Pod koniec 1982 r. niemal połowa transakcji na międzynarodowym rynku ropy naftowej odbywała się na rynku transakcji spot, zaś największe firmy naftowe zaczęły odchodzić od rozliczeń transakcji w oparciu o kontrakty długoterminowe, przechodząc w kierunku transakcji zawieranych po bieżących cenach rynkowych. Z uwagi jednak na fakt, że ceny bieżące odzwierciedlały krótkoterminowe fundamenty, konsekwencją tego były wahania cen ropy naftowej. I to właśnie dążenie uczestników rynku do zabezpieczania się przed wahaniami cen skłoniło ich do nabywania instrumentów pochodnych<sup>38</sup>.

Dalszy rozwój i poszerzenie rynku instrumentów pochodnych opartych na ropie naftowej były możliwe także za sprawą zakończenia zimnej wojny oraz rozwoju gospodarek wschodzących zgłaszających rosnące zapotrzebowanie na surowce. Ponadto do grona dużych inwestorów instytucjonalnych – których aktywność stale rosła – dołączyły również nowe podmioty takie jak państwowe fundusze majątkowe, utworzone głównie przez kraje eksportujące ropę naftową. Dawały one krajom eksportującym ropę naftową wyjątkową możliwość czerpania korzyści

36 A. Gkanoutas-Leventis, A. Nesvetailova, *Financialisation, Oil and the Great Recession*, „Energy Policy” 2015, No. 86, s. 893.

37 J. Tomaszewski, *Inwestycje w indeksy rynków towarowych a poziom cen i ryzyka na rynkach towarowych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H” 2012, Vol. XLVI(1), s. 397–398.

38 P. Kosowski, S. Rychlicki, J. Stopa, *Transakcje „spot” i „futures” na rynku ropy naftowej*, „Wiertnictwo, Nafta, Gaz” 2008, t. 25, z. 2, s. 392–393.

finansowych w oparciu o niedostępne publicznie informacje na temat wahań rzeczywistych wartości zapasów ropy naftowej i wielkości transakcji handlowych jak również z tytułu finansowej wyceny tychże wahań. Zważywszy na fakt, że rynki surowców do początku XXI w. zachowywały się generalnie w nieco odmienny sposób od rynków finansowych, aktywa finansowe opierające swoją wartość na surowcach stanowiły racjonalny i efektywny sposób dywersyfikacji ryzyka dla inwestorów zaangażowanych na rynkach aktywów finansowych, czy to poprzez dywersyfikację portfela, czy to poprzez transakcje hedgingowe. Finansyzacja rynku ropy naftowej do początku XXI w. hamowana była m.in. za sprawą regulacji, które stawiały wymóg posiadania możliwości fizycznego przechowywania surowca oraz zabraniały inwestorom zawierania niezabezpieczonych transakcji typu futures w celu spekulacji, co było powodem, dla którego liczne duże instytucje finansowe, takie jak np. fundusze emerytalne, nie uczestniczyły jeszcze na dużą skalę w transakcjach na rynku ropy naftowej<sup>39</sup>.

Sytuacja ta uległa zmianie wraz z pęknięciem bańki internetowej i załamaniem rynku akcji. Nastąpił wówczas rozdzwitek, jeśli chodzi o wyniki finansowe osiągane na rynkach surowcowych i w sektorze finansowym. Skłoniło to wielu inwestorów do przekonania, że rynek surowcowy może być wykorzystany w celu równoważenia ryzyka aktywów na innych rynkach. Rynek surowcowy stał się miejscem oferującym alternatywne możliwości inwestycyjne<sup>40</sup>. Proces finansyzacji został również znacząco przyspieszony za sprawą nowych regulacji w zakresie obrotu instrumentami finansowymi (*Commodities Future Modernisation Act*). W rezultacie sektor surowcowy stał się rynkiem w większym stopniu zderegulowanym, bardziej dostępnym dla inwestorów, umożliwiającym osiągnięcie dodatnich stóp zwrotu i dającym możliwość stosowania technik zabezpieczających przed ryzykiem związanym z inflacją. Spod jurysdykcji komisji nadzoru finansowego (*Commodities Futures Trade Commission*) wykluczone zostały derywaty, którymi handlowano w obrocie pozagiełdowym. Ta luka prawna stanowiła z jednej strony zachętę do tworzenia i oferowania kolejnych innowacji finansowych, z drugiej zaś utrudniała precyzyjne kwantyfikowanie rosnącej aktywności inwestycyjnej na rynku pozagiełdowym. Na rynek wchodził nie tylko nowi inwestorzy finansowi, lecz również podmioty do tej pory funkcjonujące w obszarze związanym z rzeczywistymi transakcjami kupna i sprzedaży ropy naftowej. Finansyzacja sektora naftowego w tym okresie napędzana była głównie przez dużych inwestorów, takich jak fundusze hedgingowe, fundusze emerytalne i spekulantów. Szacuje się, że za co najmniej 30% rynkowej ceny ropy naftowej w roku 2006 odpowiadała spekulacja z wykorzystaniem kontraktów futures. W okresie 2002–2007 spekulacja na rynkach surowcowych była możliwa, zgodna z prawem i szeroko rozpowszechniona. Na rynku amerykańskim czynnikiem dodatkowo to ułatwiającym było uchwalenie aktu prawnego *Uniform Prudent Investor Act*. Znosił on wymóg

39 A. Gkanoutas-Leventis, A., Nesvetailova, *Financialisation, Oil...*, s. 893.

40 *Ibidem*, s. 893–894.

postępowania w sposób ostrożny i sumienny z powierzonymi środkami finansowymi, czyli w praktyce unikania nadmiernego ryzyka i realizowania konserwatywnych strategii inwestycyjnych<sup>41</sup>.

Za sprawą pojawienia się instrumentów pochodnych ropa naftowa stała się w coraz większym stopniu przedmiotem handlu jako rodzaj aktywa finansowego, obrót którym jest możliwy niezależnie od rynku obejmującego rzeczywiste transakcje, związane z fizyczną dostawą surowca. Ta specyficzna cecha nowego rynku, czy też segmentu rynku, związanego z handlem ropą naftową okazała się atrakcyjna dla inwestorów, którzy kierowali się kryteriami czysto finansowymi, niezwiązanymi z rzeczywistym aktywem bazowym, jakim pozostawała ropa naftowa. Towarowe instrumenty pochodne przekształciły się w odrębną klasę aktywów i są postrzegane przez inwestorów finansowych oraz podmioty zajmujące się handlem jako kolejny rodzaj aktywów finansowych uwzględnianych w procesie budowania portfeli inwestycyjnych<sup>42</sup>. Na rynku towarowych kontraktów futures istotne znaczenie odgrywać zaczęła nowa kategoria inwestorów określanych jako *commodity index traders* lub też *index speculators*<sup>43</sup>. W okresie 1995–2009 rynek towarowych instrumentów pochodnych, opartych na ropie naftowej z poziomu odpowiadającego dwukrotności rzeczywistych transakcji na rynku zwiększył się do poziomu dwunastokrotnego<sup>44</sup>.

W literaturze prezentowane są badania empiryczne dowodzące głębokich zmian na rynku ropy naftowej, będących następstwem finansyzacji. Wśród nich wskazuje się na: większe wahania cen na rynku transakcji spot<sup>45</sup>, wzrost powiązania zmian cen na rynku ropy naftowej i cen aktywów finansowych<sup>46</sup>, wpływ strategii inwestycyjnych i preferencji inwestorów finansowych oraz poziom ich awersji do ryzyka na kształtowanie się cen ropy na rynku terminowym<sup>47</sup>.

41 A. Gkanoutas-Leventis, *Spikes and Shocks. The Financialisation of the Oil Market from 1980 to the Present Day*, Palgrave Macmillan, London 2017, s. 89–90; A. Gkanoutas-Leventis, A., Nesvetailova, *Financialisation, Oil...*, s. 894.

42 A. Gkanoutas-Leventis, *Spikes and Shocks...*, s. 123–124.

43 I.-H. Cheng, W. Xiong, *Financialization of Commodity Markets*, „Annual Review of Financial Economics” 2014, No. 6, s. 424.

44 M. Falkowski, *Financialization of Commodities*, s. 6.

45 K. Tang, W. Xiong, *Index Investment and Financialization of Commodities*, „Financial Analyst Journal” 2012, Vol. 68(6), s. 54–74.

46 J. Żelazny, *Financialization and Commodity Market Stability*, „Financial Internet Quarterly E-Finance” 2016, Vol. 12 (4), s. 33–42; A. Silvennoinen, S. Thorp, *Financialization, Crisis and Commodity Correlation Dynamics*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money” 2013, Vol. 24(C), s. 42–65.

47 V. Acharya, L. Lochstoer, T. Ramadorai, *Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets*, „Journal of Financial Economics” 2013, Vol. 109(2), s. 441–465; K. Singelton, *Investor Flows and the 2008 Boom / Bust Oil Prices*, „Management Science” 2014, Vol. 60(2), s. 300–318; E. Etula, *Broker – Dealer Risk Appetite and Commodity Returns*, „Journal of Financial Econometrics” 2013, Vol. 11(3), s. 486–521.

### 3.3.2. Finansyzacja rynku produktów rolnych i sektora żywnościowego

Wraz z tym, jak rynki finansowe, motywy finansowe i podmioty finansowe zyskiwały coraz większe znaczenie w szeroko rozumianej gospodarce, proces ten rozszerzał się na sektor żywności na trzy nakładające się na siebie sposoby. Po pierwsze, stwarzał zachęty do rozwoju nowych finansowych narzędzi inwestycyjnych oraz powstawania nowych projektów biznesowych, co razem tworzyło i poszerzało możliwości akumulacji kapitału w tym sektorze. Proces ten pozwalał inwestorom finansowym na dalsze generowanie zysków ze stratą zarówno dla producentów, jak i konsumentów żywności. Po drugie, sektor żywnościowy został mocno dotknięty przez rosnącą orientację przedsiębiorstw na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Ten aspekt finansyzacji generował impulsy zachęcające do podejmowania procesów konsolidacji przedsiębiorstw oraz cięcia kosztów w całym sektorze. Po trzecie, rynki finansowe dokonały coraz silniejszej oraz głębszej penetracji działalności w ramach sektora żywnościowego i rolniczego. W ramach tej penetracji to na podmioty zajmujące się wytwarzaniem żywności przeniesiona została odpowiedzialność za zarządzanie ryzykiem oraz zwiększeniu uległa zależność jednostek od rynków finansowych w procesie zarządzania tymże ryzykiem<sup>48</sup>.

Chociaż w literaturze przedmiotu wymienione wyżej aspekty często dyskutowane są jako odrębne zjawiska, w sektorze produkcji żywności są one ze sobą głęboko splecione i powiązane. Pojedynczo każdy z nich wzmacnia pozostałe w skomplikowany sposób, który jeszcze bardziej utrwala dominację rynku finansowego jako głównej siły nadającej dynamikę i kreującej rezultaty działania systemu produkcji żywnościowej. Konkretnie skutki dynamicznego oddziaływania tych czynników, jak np. przejmowanie ziemi uprawnej, wahania cen produktów żywnościowych, brak bezpieczeństwa w zakresie środków zapewniających utrzymanie, koncentracja w sektorze przedsiębiorstw, mogą być więc rozpatrywane jako powiązane ze sobą zjawiska nie zaś oderwane od siebie, odrębne zjawiska determinowane i będące pod wpływem rosnącej finansyzacji<sup>49</sup>. Z tego właśnie powodu autor uznał za zasadne analizowanie zmian na rynku towarów rolno-spożywczych w połączeniu ze zmianami w samym sektorze.

Generalnie finansyzacja kształtuje i pogłębia już występujące problemy w globalnym systemie żywnościowym. Po pierwsze, procesy finansyzacji w sektorze rolno-spożywczym mają wpływ na rosnące nierówności w zakresie siły rynkowej i bogactwa w systemie żywnościowym. Trend ten występował w okresie ostatnich dekad, a procesy finansyzacji proces ten wzmocniły poprzez podbijanie cen żywności, spowodowanie większych wahań na rynkach żywnościowych, wzmocnienie procesu koncentracji przedsiębiorstw oraz przeniesienie ryzyka i kosztów

48 J. Clapp, S. Isakson, *Risky Returns: The Implications of Financialization in the Food System*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 18.

49 *Ibidem*.

na pracowników sektora, konsumentów i producentów. Po drugie, procesy finansyzacji podważyły odporność w ramach systemu żywnościowego. O ile problemy związane ze wzrostem rolnictwa przemysłowego i ich związek z problemami ekologicznymi, takimi jak utrata bioróżnorodności, zmiany klimatu i braki wody, miały miejsce już wcześniej, o tyle pojawienie się finansyzacji stanowiło dodatkowy impuls nadający dynamikę zmianom we wskazanych obszarach. Rynki finansowe, motywy finansowe oraz podmioty finansowe indukowały impulsy skłaniające do produkcji żywności za wszelką cenę, co często powodowało obniżanie znaczenia czynników ekologicznych i promowało intensyfikację we wdrażaniu najnowszych rozwiązań technologicznych do metod produkcji żywności, a jednocześnie przyczyniało się do bagatelizowania ważnych z ekologicznego i społecznego punktu widzenia usług, jakie zapewnia rolnictwo. Po trzecie, podejmowanie wspólnych działań, odnoszących się do wymienionych wyżej kwestii stało się utrudnione i bardziej skomplikowane właśnie z uwagi na proces finansyzacji, jako że zwiększa on i tak już wysoki stopień złożoności oraz technicznych szczegółów. Są one wykorzystywane przez zwolenników i orędowników zachowania *status quo* do wyłączenia z dyskusji na wskazane tematy producentów żywności, konsumentów, grupy w ramach społeczeństwa obywatelskiego i ruchy społeczne<sup>50</sup>.

W literaturze prezentowany jest pogląd, iż proces finansyzacji rynku żywności rozpoczął się w latach 80., kiedy to pod presją głównych inwestorów finansowych, takich jak np. Goldman Sachs i Deutsche Bank, nastąpiła deregulacja rynków surowcowych stanowiąca odpowiedź na oczekiwania zwolenników neoliberalizmu. Szczególnym tego przykładem było uchwalenie w Stanach Zjednoczonych *Commodity Future Modernization Act*<sup>51</sup>. Nowe regulacje stworzyły bowiem warunki do rozwoju nowych finansowych narzędzi inwestycyjnych powiązanych z żywnością i rolnictwem. Banki oraz inne instytucje finansowe zaczęły proponować takie produkty finansowe jak fundusze indeksów towarowych (*commodity index funds* – CIFs), które podążały za i odzwierciedlały zbiorowe wyniki finansowe wiązki derywatów towarowych. Ten rodzaj produktów finansowych umożliwił inwestorom uzyskiwanie ekspozycji na towary bez konieczności bezpośredniego nabywania kontraktów terminowych typu futures. Produkty finansowe tego typu były szczególnie atrakcyjne dla dużych inwestorów instytucjonalnych, takich jak np. fundusze emerytalne, fundusze hedgingowe, uniwersyteckie fundusze kapitałów żelaznych (*university endowment funds*). Menedżerowie zarządzający tego typu funduszami nie byli zazwyczaj ekspertami w zakresie rynków rolnych, natomiast z reguły prowadzili pasywne strategie inwestycyjne. Fundusze indeksów towarowych dawały im możliwość dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych z ekspozycją na towary w sposób dotychczas niemożliwy<sup>52</sup>.

50 *Ibidem*, s. 19.

51 Szerzej zob.: J. Clapp, E. Helleiner, *Troubled Futures? The Global Food Crisis and the Politics of Agricultural Derivatives Regulation*, „Review of International Political Economy” 2012, No. 19(2), s. 181–207.

52 J. Clapp, S. Isakson, *Risky Returns: The Implications...*, s. 4.

Tego typu działania pogłębiły rolę i znaczenie podmiotów finansowych na rynkach towarów rolno-spożywczych, a także umożliwiły dużej grupie inwestorów spekulowanie na cenach żywności i produktów rolnych. Ten rodzaj działalności inwestycyjnej w oparciu o fundusze rynków towarowych nabrał tempa po roku 2000, z głębokimi i poważnymi skutkami dla sektora rolnego. Spekulacje na rynku towarów rolnych uległy podwojeniu pomiędzy 2006 a 2011 r., osiągając rozmiary szacowane na 126 mld USD. Miały one z kolei wpływ na zwiększenie wahań cen odnotowanych na tym rynku w latach 2006–2011. Po roku 2000 napływ kapitału na ten segment rynku inwestycyjnego zainicjował wzrost cen. Wyższe ceny w dużym stopniu były pochodną skokowego wzrostu popytu na produkty umożliwiające inwestowanie w towary rolno-spożywcze. Był to proces samonapędzający się, wynikający z masowego napływu na rynek inwestorów wykorzystujących rosnące ceny. Mimo iż wielu z nich posiadało jedynie produkty oparte na indeksach nie zaś odzwierciedlające fizyczne zasoby towarów, to jednak udziały te prowadziły do zjawiska wirtualnego naśladownictwa w zakresie gromadzenia aktywów (*virtual hoarding*), co osłabiało zdolność rynków terminowych do właściwego determinowania cen w oparciu o mechanizm popytowo-podażowy<sup>53</sup>. W literaturze prezentowany jest pogląd, że poprzez proces finansyzacji wahania na rynkach towarowych i rynkach finansowych tworzyły wzajemnie napędzający się mechanizm, generujący destabilizację i niepewność<sup>54</sup>.

Kapitał inwestycyjny kierowany był również na rynek nieruchomości rolnych, co podyktowane było dążeniem inwestorów do czerpania korzyści wynikających z rosnących cen ziemi uprawnej na całym świecie. W następstwie kryzysu żywnościowego z roku 2008, kiedy to ceny żywności stały się dużo wyższe oraz podlegały większym wahanom, miał miejsce boom na rynku nieruchomości rolnych, gdyż inwestorzy finansowi starali się czerpać korzyści z ekspozycji na ziemię jako klasę aktywów inwestycyjnych. W roku 2010 inwestorzy przeznaczili kwotę pomiędzy 10 a 25 mld dolarów na inwestycje w ziemię uprawną, a wartość ta wzrosła do kwoty pomiędzy 30 a 40 mld w roku 2012. Stopień zainteresowania inwestorów uległ jeszcze bardziej zwiększeniu wraz z upowszechnieniem się nowej kategorii produktów finansowych, znoszących ograniczenia w zakresie płynności inwestowania w ziemię, takich jak np. *Real Estate Investment Trusts* (REITs). Pozwalały one na ekspozycję na ziemię uprawną jako rodzaj aktywa finansowego bez konieczności faktycznego zakupu ziemi. Działały one podobnie do funduszy powierniczych, gromadziły wiele nieruchomości lub też płatności hipotecznych związanych z nieruchomościami, łącząc je w jedną

53 *Ibidem*. Por.: J. Gertel, S. Sippel, *The Financialisation of Agriculture and Food*, [w:] M. Shucksmith, D. Brown (eds.), *Routledge International Handbook of Rural Studies*, Routledge, Abingdon, Oxon 2016, s. 221.

54 C. Gilbert, S. Pfuderer, *The Financialization of Food Commodity Markets*, [w:] R. Jha, R. Gaiha, A. Deolalikar (eds.), *Handbook on Food. Demand, Supply, Sustainability and Security*, Edward Elgar, Cheltenham 2014, s. 133.



całość, a następnie sprzedawały inwestorom udziały związane ze strumieniami dochodów z tychże nieruchomości<sup>55</sup>.

REITs często dokonywały przejęcia ziemi od producentów rolnych, którzy z szeregu różnych powodów (np. rosnącego zadłużenia i innych trudności finansowych) nie byli zdolni do podejmowania inwestycji zapewniających im utrzymanie dotychczasowej konkurencyjności. Przychody ze sprzedaży dawały farmerom możliwość podniesienia wartości kapitału i dalszą uprawę ziemi, aczkolwiek już nie jako jej właściciele, ale jako najemcy. Jednocześnie rosnąca skala zakupu ziemi przez podmioty finansowe łączyła się ze wzrostem jej cen. Z jednej strony dawało to możliwość czerpania korzyści przez rolników chcących wycofać się z działalności rolnej, z drugiej jednak uniemożliwiała rolnikom nabywanie ziemi rolnej w celu powiększania gospodarstw, zwiększając prawdopodobieństwo najmu ziemi od takich podmiotów jak REITs. Najemcy zobowiązani byli do ponoszenia wszystkich kosztów związanych z nieruchomością, takich jak podatki, opłaty za wodę, konserwacja i ubezpieczenie. W ten sposób fundusze zapewniały sobie uprzywilejowaną pozycję, bowiem istotna część kosztów i ryzyka ponoszona była przez rolników, podczas gdy to inwestorzy czerpali korzyści wynikające ze wzrostu ceny ziemi<sup>56</sup>.

Kolejną areną, na której odbywała się finansowa akumulacja w odniesieniu do sektora rolno-spożywczego, było rosnące zainteresowanie inwestorów posiadaniem akcji spółek rolnych i żywnościowych. W ostatnich latach pojawiły się setki funduszy akcyjnych dających inwestorom możliwość ekspozycji na żywność i rolnictwo, dokonujących zamiany akcji w podległych spółkach notowanych na giełdach i oferowaniu funduszy indeksowych podążających za wartością akcji spółek rolno-spożywczych. Uznaje się jednak, że cieszyły się one dużo mniejszym zainteresowaniem niż towary rolne i ziemia uprawna – około jednej trzeciej inwestycji finansowych w sektorze rolno-spożywczym przyjmowało postać inwestycji w akcje spółek notowanych na giełdach. Szacuje się, że w roku 2014 wartość aktywów w tego typu funduszach wynosiła około 45 mld dolarów. W szczególności tego typu działalność przyciągała dużych inwestorów instytucjonalnych, którzy alokowali środki z wykorzystaniem takich narzędzi jak fundusze odwzorowujące indeksy na rynku towarów rolno-spożywczych (*agriculture ETFs*) oraz notowane na rynku pozagiełdowym fundusze inwestycyjne skoncentrowane na rolnictwie (*agriculture-focused mutual funds*). Szczególnym przypadkiem były ETF oferujące czerpanie korzyści z wartości generowanej wzdłuż całego łańcucha produkcji rolnej, poczynając od zakupu nasion i środków ochrony roślin, wyposażenie gospodarstw rolnych, nawozy, środki medyczne dla zwierząt. Tego typu fundusze cieszyły się wyjątkowym zainteresowaniem największych firm z branży, jak np. Monsanto, Syngenta, Deere, Toro, Kroger, Sysco. Z jednej strony prowadziło to do jeszcze większej koncentracji

55 J. Clapp, S. Isakson, *Risky Returns: The Implications...*, s. 5.

56 *Ibidem*, s. 6. Por.: A. Desmarais, D. Qualman, A. Magnan, N. Wiebe, *Investor Ownership or Social Investment? Changing Farmland Ownership in Saskatchewan, Canada*, „Agriculture and Human Values” 2017, Vol. 34(1), s. 149–166.



w zakresie kapitału, z drugiej wzmocniało przemysłowy model produkcji rolnej poprzez zatrzymywanie i blokowanie kapitału inwestycyjnego w sektorze, poprzez nakłady w nowoczesne technologie, działalność handlową na masową skalę, przetwarzanie żywności oraz łańcuchach dużych sieci fastfoodowych i sieci sklepów spożywczych<sup>57</sup>.

Podobnie jak miało to miejsce w innych obszarach gospodarki, również w sektorze rolno-spożywczym przyjęte zostało założenie, że głównym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa jest generowanie zysku dla akcjonariuszy. Ten cel uzyskał priorytet kosztem innych celów społecznych, takich jak dostarczanie żywności i godziwych środków do życia. W coraz większym stopniu dominującymi udziałowcami w przedsiębiorstwach sektora rolno-spożywczego stały się duże fundusze zarządzające aktywami, ukierunkowane na generowanie wartości dla inwestorów instytucjonalnych będącej pochodną rosnącej rynkowej wyceny aktywów. By zaspokajać te oczekiwania, menedżerowie firm rolno-spożywczych wdrażali strategię wzrostu uwzględniając działalność finansową jak również fuzje i przejęcia, co dawało możliwość dostarczania szybkich choć krótkotrwałych impulsów dla zysku. Jednakże ta forma zagrabiania zysków odbywała się kosztem inwestowania w działalność produkcyjną, bezpieczeństwo w miejscach pracy, zrównoważonych praktyk środowiskowych oraz innych działalności przynoszących korzyści z punktu widzenia szeroko rozumianego społeczeństwa oraz długoterminowej opłacalności i wiarygodności przedsiębiorstw rolno-spożywczych<sup>58</sup>.

Nadanie priorytetu jednemu celowi działania przedsiębiorstw w całym sektorze rolno-spożywczym w postaci wartości dla akcjonariuszy zachęciło przedsiębiorstwa do zawężenia orientacji rynkowej wyłącznie do sfery finansowej. W konsekwencji przedsiębiorstwa skłaniały się przez akcjonariuszy do zwiększania swojej działalności finansowej w celu poprawy wyników finansowych, co doprowadziło do zmiany modelu biznesowego w całym sektorze. W coraz większym stopniu przedsiębiorstwa zaangażowane były w obrót na rynkach terminowych, tworzyły podmioty zależne ukierunkowane na ubezpieczenie, oferowanie udziałów w funduszach rynku surowcowego, bankowość oraz usługi w zakresie zarządzania aktywami. Te największe zaś otwierały własne fundusze hedgingowe, których zadaniem nie było wyłącznie zabezpieczanie się przed ryzykiem, lecz często najzwyczajniej spekulacja na rynku żywności oraz nieruchomościach<sup>59</sup>.

Ponadto koncepcja zarządzania wartością akcjonariuszy skłaniała wiele firm do cięcia kosztów celem zabezpieczenia płatności dywidendowych dla akcjonariuszy. Firmy doświadczały presji ukierunkowanej na realokację zasobów z działalności produkcyjnej takiej jak np. badania i rozwój na dywidendy. Część tego typu działań obejmowała również coraz większą liczbę fuzji i przejęć, w tym również takich, których podstawowym celem było podtrzymanie lub zwiększenie cen akcji.

57 J. Clapp, S. Isakson, *Risky Returns: The Implications...*, s. 6.

58 *Ibidem*, s. 7.

59 *Ibidem*, s. 8.

Z kolei presja mniejszościowych akcjonariuszy, którymi częstokroć były fundusze hedgingowe, zmuszała do ograniczania kosztów, by spółki mogły – jak twierdzili zarządzający funduszami – wykorzystać w pełni swój potencjał finansowy<sup>60</sup>.

Finansyzacja w sektorze rolno-spożywczym wywierała wpływ na konsolidację również na inne sposoby. Biorąc pod uwagę, że oszczędzanie na emerytury zostało bardziej zinstytucjonalizowane, duża liczba funduszy emerytalnych zarządzana jest obecnie przez profesjonalnych menedżerów, zajmujących się alokowaniem aktywów, którzy wynagradzani są zazwyczaj w oparciu o stopy zwrotu, jakie osiągają dla swoich klientów. Chociaż z reguły zarządzają oni kapitałem w sposób, który można nazwać pasywnym, często jednak angażują się bezpośrednio w firmy, w które inwestują, szczególnie gdy są zaniepokojeni ich wynikami finansowymi. Nawet jeśli nie wywierają oni bezpośredniej presji w związku z wynikami, to większość menedżerów w spółkach rozumie zaniepokojenie wyrażane przez tych zarządzających, więc są oni skłonni podejmować decyzje, które przyniosą korzyść przede wszystkim akcjonariuszom. W związku z tym spółki te, będące składnikiem portfela aktywów, znajdują się pod stałą presją generowania większych zysków celem zaspokojenia oczekiwań i spełnienia potrzeb akcjonariuszy związanych z dywidendą. W tym kontekście fuzje są popularną odpowiedzią, ponieważ dają możliwość realizowania prostej i dającej natychmiastowe rezultaty strategii napędzania stóp zwrotu dla akcjonariuszy, nawet jeśli nie są one oparte na wzroście w obszarze produkcji i sprzedaży<sup>61</sup>.

Orientacja na wartość dla akcjonariuszy – stanowiąca jeden z elementów zjawiska finansyzacji gospodarki – skłania również firmy do cięcia kosztów tam, gdzie tylko jest to możliwe, co prowadzi do zjawiska generowania negatywnych efektów zewnętrznych zarówno w wymiarze społecznym, jak i środowiskowym. Przejawem tego jest stagnacja w zakresie płac w sektorze oraz mniejsze bezpieczeństwo zatrudnienia. Wraz z wydłużaniem łańcuchów dostaw wiele jego fragmentów jest umieszczanych w lokalizacjach oferujących spółkom z reguły pracowników słabiej wynagradzanych oraz niższe standardy z zakresu ochrony środowiska<sup>62</sup>. Finansyzacja w tych przedsiębiorstwach oznaczała, że wartość dla akcjonariuszy była często stawiana ponad prawami pracowników, konsumentów i dostawców<sup>63</sup>.

Finansyzacja życia codziennego przenika również do sektora rolno-spożywczego, czyniąc transakcje finansowe powszechnym i zwyczajnym elementem zaopatrzenia w żywność. Przez większą część XX w. to rządy dostarczały niezbędnych usług producentom rolnym, usług takich jak np. wsparcie w zakresie cen produktów (ceny gwarantowane), ubezpieczenia rolnicze i kredyty na działalność rolniczą. Te ostatnie były szczególnie ważne z uwagi na to, że tradycyjne banki z reguły odmawiały kredytowania rolników, argumentując to nadmiernym ryzykiem

60 *Ibidem*, s. 9.

61 *Ibidem*, s. 9–10.

62 *Ibidem*, s. 10.

63 J. Gertel, S. Sippel, *The Financialisation of Agriculture and Food*, [w:] M. Shucksmith, D. Brown (eds.), *Routledge International Handbook of Rural Studies*, s. 220.

wynikającym z niepewności produkcji rolnej, będącej pochodną zmienności pogody, ograniczoną trwałością upraw rolnych, brakiem spójności w zakresie produkcji rolnej i wahaniami cen. Dlatego też pod koniec wieku XIX i na początku XX wiele krajów zachodnich implementowało szereg działań z zakresu polityki wspierającej rolnictwo, włączając w to ukierunkowaną działalność kredytową realizowaną przez banki będące własnością państwa, rządowe programy ubezpieczeń, branżowe organizacje zajmujące się sprzedażą, a także wsparciem w zakresie cen produktów rolnych. Podobna polityka przyjęta została po drugiej wojnie światowej przez wiele krajów afrykańskich, azjatyckich oraz tych wywodzących się z Ameryki Łacińskiej<sup>64</sup>.

Wraz z upowszechnianiem się praktyk związanych z neoliberalną wizją gospodarki, poczynając od końca lat 70. XX w. kraje zaczęły wycofywać się z rządowych programów wsparcia, przekazując odpowiedzialność za realizację tych ważnych funkcji sektorowi prywatnemu. Wraz z postępującą implementacją idei liberalizacji handlu produktami żywnościowymi różnorakie działania rządów zmierzające do wsparcia sektora rolno-spożywczego, zarówno w krajach bogatych, jak i biednych, spotykały się ze zmasowanym atakiem. Liberalizacja wymuszana była również jako warunek wsparcia kredytowego w ramach procesów dostosowawczych oraz podnoszone było, że działalność państwa powoduje efekty wypychania na rynku kredytowym, co stanowiło argument za wycofywaniem rządowych programów wsparcia i usług, deregulacją w zakresie stóp procentowych, zamykaniem lub też prywatyzacją państwowych banków ukierunkowanych na kredytowanie działalności w sektorze rolno-spożywczym. O ile same zachęty państwa rzeczywiście przyczyniły się do ekspansji bankowości prywatnej na terenach rolniczych, o tyle już liberalizacja rynków finansowych nie poprawiła sytuacji w zakresie dostępu do kredytu większości gospodarstw rolnych. Była ona zdecydowanie niekorzystna lub wręcz skierowana przeciwko małym gospodarstwom rolnym, choć poprawiła dostęp do kredytu dla bogatszych gospodarstw<sup>65</sup>.

Praktyką dnia codziennego stało się dla rolników, zarówno z krajów biednych, jak i bogatych, zaciąganie kredytu u prywatnych podmiotów, nie zaś korzystanie z rządowych programów kredytowych. Dla wielu rolników oznaczało to większą ekspozycję i narażenie na ryzyko wynikające z szerokich trendów na globalnych rynkach finansowych, co tylko spotęgowało ich wrażliwość wynikającą z trudnej sytuacji i słabszej pozycji. Dla wielu rolników podpisywanie umów kredytowych z prywatnymi podmiotami finansowymi oznaczało zaciąganie kredytów na zasadach komercyjnych, co stawiało ich w diametralnie odmiennej sytuacji niż w przypadku finansowania rządowego, z subsydiami oraz preferencyjnymi ratami stanowiącymi bufor bezpieczeństwa i ochronę wobec ryzyka. W okresach turbulencji finansowych komercyjny kredyt bywa z reguły trudno dostępny lub wręcz niedostępny, a jednocześnie możliwości spłaty długu znacząco się pogarszają. Z uwagi na i tak już większą podatność dochodów rolników na wahania, związana

64 J. Clapp, S. Isakson, *Risky Returns: The Implications...*, s. 10.

65 *Ibidem*, s. 11.

z prowadzoną przez nich działalnością są oni szczególnie wrażliwymi i narażonymi na ryzyko kredytobiorcami na prywatnych rynkach finansowych<sup>66</sup>.

Obok większego zadłużania się rolnicy są również w coraz większym stopniu skłaniani przez prywatne instytucje finansowe, rządy działające według neoliberalnej ideologii oraz organizacje międzynarodowe do nabywania instrumentów pochodnych celem zabezpieczenia przed ryzykiem związanym ze zmianą cen oraz kupowaniem ubezpieczenia od strat wynikających ze zjawisk pogodowych. Indywidualizacja odpowiedzialności staje się normą i powszechnie przyjmuje się za coś oczywistego, że jeśli rolnicy nie stosują tego typu narzędzi, to w przypadku, kiedy ponoszą straty jest to wyłącznie ich wina. Opisany wyżej trend przerzuca na rolników konieczność poświęcenia własnego czasu i zaangażowania się, nie mówiąc już o stresie związanym z koniecznością skupienia nie tylko na prowadzonej przez siebie działalności, lecz również na zjawiskach w ramach szeroko rozumianych rynków finansowych. Wcześniej to państwo odpowiedzialne było za redukcję ryzyka związanego z wahaniami cen poprzez oddziaływanie na stronę podażową oraz porozumienia międzynarodowe, ale od początku lat 80. praktyki te były stopniowo wycofywane na rzecz zindywidualizowanych narzędzi oferowanych przez rynek. Dotyczy to w szczególności krajów Globalnego Południa, a od pierwszych lat XXI w. poczynając, ponad połowa światowych giełd towarowych zlokalizowana jest w krajach spoza grupy OECD, głównie krajach azjatyckich. Działania zmierzające do upowszechnienia zaangażowania rolników w nabywanie kontraktów terminowych na tych giełdach promowane są przez takie organizacje międzynarodowe jak FAO i UNCTAD<sup>67</sup>.

Dodatkowo, w ostatnich latach pojawiły się nowe rodzaje instrumentów pochodnych stworzone z myślą o zarządzaniu ryzykiem środowiskowym, takie jak ubezpieczenia rolnicze oparte na indeksach (*index – based agricultural insurance* – IBAI). Nowością tych instrumentów finansowych jest to, że płatności z tytułu odszkodowań nie są oparte na wartości rzeczywistych strat ponoszonych przez rolników, lecz wiążą finansową kompensację z indeksem miar środowiskowych, które skorelowane są z wynikami produkcji rolnej. Tysiące tego typu produktów finansowych pojawiło się na rynku od roku 2000 (głównie dostępnych dla rolników z krajów Globalnego Południa). Promowanie tych instrumentów finansowych opiera się na założeniu, że ryzyko związane z działalnością rolniczą może być jednocześnie okazją i szansą. Zgodnie z tą logiką, rolnicy pragnący poprawić swoją pozycję ekonomiczną muszą być gotowi akceptować i ponosić ryzyko oraz zarządzać nim efektywnie, *inter alia*, poprzez swój świadomy oparty na inteligencji i doświadczeniu udział na rynkach finansowych. W opinii niektórych rolników omawiane produkty finansowe są bardziej podobne i zbliżone do loterii niż rzeczywistych

66 *Ibidem*. Pewnego rodzaju lekarstwem na trudną sytuację rolników z punktu widzenia ich pozycji na rynkach finansowych stały się mikrofinanse.

67 *Ibidem*, s. 11–12.

produktów ubezpieczeniowych, jako że wypłaty są częstokroć nieskorelowane z wynikami produkcji rolnej<sup>68</sup>.

Reasumując, można przytoczyć słowa Andrzeja Fierli dowodzącego, że dynamiczny rozwój derywatów i kontraktów na różnice doprowadził do dziwnej lub wręcz absurdalnej sytuacji, ponieważ masowe rynki dóbr realnych, czyli normalne rynki towarowe, zostały zepchnięte na drugi plan. Dowodem tego jest fakt, że w chwili obecnej podstawą analiz cen surowców nie są już prawie nigdy ceny transakcji rzeczywistych, lecz notowania giełdowych kontraktów terminowych futures, bazujących na tych surowcach. Rynki towarów masowych i części pozostałych towarów przestały być rynkami producentów i podmiotów wykorzystujących te towary oraz podmiotów pośredniczących między nimi, a stały się rynkami zdominowanymi przez inwestorów finansowych<sup>69</sup>.

### 3.4. Przejawy finansyzacji w działalności państwa

Kolejną konsekwencją narzucenia paradygmatu finansyzacji stało się upowszechnienie określonych działań państwa, co do których istnieją podstawy, by wskazać, że są one *de facto* przykładami finansyzacji działalności państwa. Pierwszym z nich jest utrata zdolności państwa do przeprowadzania społecznie pożądanego redystrybucji dochodów między obywateli.

Finansyzacja powoduje nie tylko zmiany w pierwotnej dystrybucji dochodów, lecz również dystrybucji wtórnej, wywierając wpływ na publiczną politykę redystrybucji. Jak przekonuje Jesús Ferreiro, w ostatnich dekadach miał miejsce proces prywatyzowania usług, które dostarczane były wcześniej przez instytucje publiczne. W rezultacie finansyzacja powoduje, że instytucje te tracą możliwość modyfikowania podziału dochodu poprzez wtórną redystrybucję dochodów. W przypadku przychodów podatkowych państwa finansyzacja przynosi zmiany w strukturze tychże przychodów; maleje udział podatków bezpośrednich, a rośnie poziom podatków pośrednich. W odniesieniu zaś do wydatków publicznych odnotowuje się ich spadek bezpośrednio związany z odchodzeniem od idei państwa dobrobytu (*welfare state*) i ograniczaniem polityki społecznej państwa. Wszystko razem przyczynia się do ograniczania zdolności państwa w wywieraniu takiego wpływu na dystrybucję dochodów, by była ona bardziej egalitarna<sup>70</sup>.

68 *Ibidem*, s. 12. Por.: N. Jensen, C. Barrett, *Agricultural Index Insurance for Development*, „Applied Economic Perspectives and Policy” 2017, Vol. 39(2), s. 199–219.

69 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 41.

70 J. Ferreiro, *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, [w:] P. Arestis (ed.), *Alternative Approaches in Macroeconomics. Essays in Honour of John McCombie*, Palgrave Macmillan, New York 2018, s. 191.

W literaturze przedmiotu wskazuje się ponadto, iż pod koniec lat 80. XX w. tradycyjna struktura gospodarki z systemem produkcyjnym obsługiwany przez niewielki i podległy system finansowy ustąpiła miejsca nowej strukturze, w której znacząco rozwinięty sektor finansowy osiągnął wysoki poziom niezależności i zyskał dominującą pozycję w relacji do systemu produkcyjnego. Stagnacja i olbrzymie spekulacje finansowe ujawniły się jako symbiotyczne aspekty głębokiego, nieodwracalnego impasu gospodarczego. Rzeczona symbioza charakteryzowana była przez trzy elementy. Po pierwsze, poprzez stagnację w podległej gospodarce, która oznaczała, że kapitałiści stali się coraz bardziej zależni od wzrostu finansów (sfery finansowej) w odniesieniu do procesu powiększania kapitału pieniężnego. Po drugie, powstająca finansowa superstruktura w gospodarce kapitalistycznej nie mogła rozwijać się w sposób całkowicie niezależny od swojej podstawy, którą stanowiła realna gospodarka, czego efektem były powracające i narastające problemy związane z pękaniem baniek spekulacyjnych. Po trzecie, sama finansyzacja niezależnie jak bardzo rozszerzana, nie mogła nigdy przewyżżyć stagnacji w sektorze produkcyjnym<sup>71</sup>.

W rezultacie celem sprostania nowym imperatywom finansyzacji przekształcona została rola państwa w gospodarce kapitalistycznej. W pełni przyjęta została zasada państwa jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, odpowiedzialnego za dostarczanie płynności do systemu w trybie natychmiastowym. Po krachu giełdowym z roku 1987 Rezerwa Federalna przyjęła *explicite* zasadę *too big to fail* i realizowała tę politykę w odniesieniu do całego rynku giełdowego, co jednak nie przyczyniło się do przeciwdziałania gwałtownemu załamaniu rynku giełdowego w roku 2000. Te zasady wyznaczają powstanie kapitału monopolistyczno-finansowego (*monopoly-finance capital*), w którym finansyzacja stała się permanentnie niezbędna dla gospodarki podatnej na stagnację<sup>72</sup>.

Zdaniem autora przejawy finansyzacji w działalności państwa najpełniej ujawniają się w kontekście dwóch zjawisk. Pierwszym z nich jest powstanie i rozwój państwowych funduszy majątkowych, które stały się aktywnymi inwestorami międzynarodowymi. Drugim jest przekształcenie polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne.

### 3.4.1. Państwowe fundusze majątkowe

Spoglądając z globalnej perspektywy na zagadnienie finansyzacji państwa, można dojść do przekonania, że najdobitniej i najwyraźniej przejawia się ona poprzez działalność państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth funds*)<sup>73</sup>. Co in-

71 J. Foster, *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2017, No. 58(1), s. 6–7.

72 *Ibidem*.

73 Szerzej na temat państwowych funduszy majątkowych zob.: D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe. Pomiędzy krajową gospodarką a globalnymi rynkami finansowymi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2017; T. Kamiński, *Pieniądze w służbie*



interesujące i zaskakujące zarazem, podmioty te w zdecydowanej większości wywodzą się z krajów rozwijających się. Można więc wnioskować, że są one przykładem narzędzia polityki ekonomicznej tworzonego w ramach finansyzacji podporządkowanej. Powstanie, a następnie rozwój państwowych funduszy majątkowych w sposób nierozzerwalny związane są z akumulacją rezerw walutowych. Rezerwy te z jednej strony pełnią funkcję zabezpieczającą gospodarkę przed zjawiskami generowanymi przez otoczenie zewnętrzne, z drugiej natomiast mogą być wykorzystywane do wspierania określonych obszarów polityki ekonomicznej państwa, takich jak np. proeksportowe strategie wzrostu gospodarczego. Podobnie jak w przypadku samego zjawiska finansyzacji, również tutaj czynnikiem determinującym akumulację rezerw – co prawda nie jedynym, lecz zdaniem autora najbardziej istotnym – był upadek systemu z Bretton Woods. Zapoczątkował on okres upowszechnienia, a następnie dominacji reżimu płynnych kursów walutowych w gospodarce światowej. Bezpośrednią tego konsekwencją było ujawnienie się ryzyka związanego z wahaniami kursów walutowych.

Naturalną reakcją wielu krajów stało się masowe akumulowanie rezerw walutowych, które z założenia miało, jeśli nie przeciwdziałać, to łagodzić i ograniczać ryzyko fluktuacji kursów walutowych na rynkach międzynarodowych, a także jego skutki w gospodarkach krajowych. Tempo i skala akumulacji rezerw walutowych doprowadziły w konsekwencji do sytuacji, kiedy to liczne kraje na świecie dysponowały rezerwami walutowymi, których wielkość przekraczała zarówno ugruntowane teoretycznie, jak również powszechnie akceptowane poziomy referencyjne. Badania empiryczne prezentowane w literaturze przedmiotu dowodzą, że w licznych przypadkach występował behawioralny imperatyw gromadzenia rezerw walutowych. Było to argumentowane przekonaniem, że w istocie nie bezwzględny poziom zgromadzonych rezerw, lecz poziom względem krajów sąsiedzkich oraz krajów o podobnym poziomie rozwoju determinuje zdolność danej gospodarki do obrony przed kryzysem. Głównym źródłem rezerw walutowych były przychody z eksploatacji zasobów naturalnych (stąd wywodzą się fundusze surowcowe) lub też trwała nadwyżka uzyskiwana w wymianie handlowej z zagranicą jak również procesy prywatyzacyjne (fundusze w ten sposób utworzone noszą nazwę funduszy niesurowcowych).

Akumulacja nadmiernych rezerw walutowych doprowadziła do sytuacji, w której konieczne stało się zmierzenie się z problemem kosztu utraconych możliwości. Niektóre kraje znalazły rozwiązanie tego problemu w stworzeniu alternatywnego i innowacyjnego mechanizmu zarządzania częścią rezerw walutowych. Narzędziem do tego wykorzystywanym stały się państwowe fundusze majątkowe,

---

*dyplomacji. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2018; P. Wiśniewski, *Państwowe fundusze majątkowe jako globalny inwestor alternatywny*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018.



do których została transferowana część rezerw walutowych danego kraju<sup>74</sup>. Podmioty te zyskały polityczny mandat do realizowania aktywnych strategii zarządzania rezerwami walutowymi, strategii ukierunkowanych na maksymalizację stopy zwrotu przy określonym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Tym samym można stwierdzić, że teoria portfelowa implementowana została do obszaru polityki gospodarczej państwa, opierającej się uprzednio na tradycyjnym, a zarazem konserwatywnym i pasywnym oraz ukierunkowanym na płynność zarządzaniu rezerwami walutowymi, którą to strategię realizowały banki centralne. Przyjęcie finansowych, a zarazem rynkowych kryteriów w ramach polityki monetarnej oznaczać może jej redefiniowanie i uznane być może za przejaw sfinansyzowania lub też ufinansowania tejże polityki.

Jednocześnie działalność państwowych funduszy majątkowych uprawnia do wniosku, że nastąpiło diametralne redefiniowanie roli państwa na rynku i względem rynku. Państwa poprzez państwowe fundusze majątkowe zyskały większą podmiotowość oraz stały się aktywnymi uczestnikami procesów, istotnymi inwestorami instytucjonalnymi, dokonującymi w wielu wypadkach zakupu akcji spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych na całym świecie. Stoi to w oczywistej opozycji do dotychczasowej pasywnej roli państwa, wyrażającej się nie tylko w przypisywanej na gruncie teoretycznym roli tworzenia otoczenia instytucjonalno-prawnego dla rynków, lecz również w zachowaniach obserwowanych w praktyce. W tym wymiarze finansyzacja działalności państwa rozumiana może być jako podniesienie podmiotowości państwa i próba zrównania jego statusu z innymi podmiotami rynkowymi. Nie dziwi wobec tego krytyka – w wielu wypadkach nieuzasadniona – kierowana pod adresem państwowych funduszy majątkowych przez decydentów wywodzących się z krajów rozwiniętych. Dla wielu z nich trudne do zaakceptowania, a może wręcz niemożliwe stało się przyjęcie założenia, że wobec ugruntowanej dominacji podmiotów wywodzących się z krajów rozwiniętych i przy regułach rynkowych narzuconych przez kraje rozwinięte, państwa rozwijające się nie tylko mogą, ale wręcz mają prawo do wykorzystywania mechanizmów politycznych celem redukcji przewagi oraz tworzenia mechanizmu kompensacyjnego dla krajowych podmiotów gospodarczych.

Próby wejść kapitałowych oraz przejmowania spółek giełdowych w krajach rozwiniętych czy to bezpośrednio przez państwowe fundusze majątkowe z krajów rozwijających się czy też pośrednio przez podmioty od nich zależne spotykały się częstokroć z oporem zwolenników wolnego rynku lub wręcz były jawnie blokowane. Jednocześnie w obliczu zagrożenia implozją krajowego systemu finansowego podczas ostatniego kryzysu finansowego nie przeszkadzało to decydentom

74 Wskazana przesłanka jest dominującym motywem tworzenia zdecydowanej większości funduszy, lecz warto również zauważyć, że niektóre fundusze powstałe wcześniej, w tym te na szczeblu stanowym czy regionalnym mogły być tworzone w oparciu o inne motywy. Przykładem takiego motywu jest dążenie do zabezpieczenia państwa w związku z przyszłymi zobowiązaniami emerytalnymi.

politycznym w akceptowaniu, że pomoc finansowa dla czołowych instytucji finansowych pochodzi właśnie od tych podmiotów.

Funkcjonowanie wielu państwowych funduszy majątkowych w okresie ostatnich kilku dekad skłania do refleksji, że być może dla krajów rozwijających się stały się one narzędziem przewagi komparatywnej wobec narzuconej dominacji ekonomicznej świata zachodniego, której ostatnim odzwierciedleniem jest proces finansyzacji gospodarki. Sam proces finansyzacji z geopolitycznego punktu widzenia nie tylko nie powstrzymał wzrostu znaczenia gospodarczego i politycznego krajów azjatyckich, lecz można sformułować przeciwny pogląd, że być może w istocie dążenia tych krajów ułatwiał i katalizował. Gdy bowiem w krajach zachodnich dominował krótkookresowy finansowy imperatyw zysku, podmioty gospodarcze z krajów rozwijających się przy wsparciu państwa zyskiwały możliwość organicznego wzrostu, zdobywania kolejnych rynków, zwiększania swoich zdolności do konkurowania z liderami rynkowymi. Finansyzację uznać można zatem za jedną z przyczyn wyjaśniających, dlaczego prawdziwy może być prezentowany coraz powszechniej pogląd, że rzeczywistymi wygranymi procesu globalizacji ostatnich dekad są gospodarki krajów azjatyckich, w szczególności gospodarka chińska.

### 3.4.2. Działalność banków centralnych jako przykład finansyzacji państwa

Bank centralny jako instytucja państwowa lub częściowo państwowa w sposób istotny różniła się na przestrzeni historii gospodarczej. Jej charakter i pozycja determinowane były strukturą systemu finansowego, jego związkiem z procesami realnej akumulacji, społecznymi oraz politycznymi relacjami, w których pośredniczyły finanse, oraz historycznie uwarunkowanymi interwencjami. I tak, na przykład rola banku centralnego w trakcie obowiązywania systemu z Bretton Woods była wynikiem kryzysu lat 30. ubiegłego wieku, a także pojawienia się Keynesistowskiej ideologii związanej z pełnym zatrudnieniem. Począwszy jednak od końca lat 70. ubiegłego wieku, kiedy to zapoczątkowany został okres neoliberalizmu gospodarczego oraz umocnienie władzy finansowej, nastąpiła zmiana w zakresie polityki monetarnej realizowanej przez niektóre banki centralne w krajach zachodnich. Głównym i dominującym celem realizowanym w jej ramach stało się zapewnienie stabilności cen, którego najbardziej wyraźnym uosobieniem stał się triumf koncepcji *inflation-targeting*<sup>75</sup>.

75 D. Papadatos, *Central Banking in Contemporary Capitalism: Inflation – Targeting and Financial Crisis*, [w:] C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston 2012, s. 127.

Polityka zakładająca sterowanie inflacją stała się dominującym paradygmatem w działaniu licznych banków centralnych wywodzących się z krajów wysoko rozwiniętych oraz krajów o średnim poziomie dochodów. Obok banków centralnych, które realizowały tego rodzaju politykę w sposób bezpośredni, kolejnych kilkanaście banków centralnych przyjęło ją w sposób nieformalny lub pośredni, ustanawiając np. maksymalne poziomy dopuszczalnej i pożądanej inflacji (*inflation-caps*). W przypadku drugiej grupy krajów przesunięcie w zakresie polityki monetarnej było w licznych przypadkach rezultatem oddziaływania ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego. I choć tego typu polityka nie posiada wystarczająco jednoznacznych cech, by mogła być utożsamiana ze sterowaniem inflacją, to jednak stanowi dowód na przesunięcie średniookresowej polityki monetarnej banków w kierunku rzeczony polityki<sup>76</sup>.

Tak ukierunkowana polityka monetarna, realizowana przez banki centralne była promowana i realizowana ponad dwie dekady właściwie do momentu ostatniego kryzysu finansowego, pomimo podnoszonych w literaturze wątpliwości, dotyczących jej faktycznej efektywności<sup>77</sup>. Jej zwolennicy przekonywali, że na poziomie rządu polityka sterowania inflacją instytucjonalizuje dobrą politykę monetarną, zwiększając jednocześnie transparentność i wiarygodność banku centralnego oraz tworząc wskazówki dla polityki gospodarczej. Sterowanie inflacją pomaga również kształtować oczekiwania sektora prywatnego, przez co redukuje niepewność i koszty związane z niezbędnym dostosowaniem się do nowego reżimu zakładającego niską inflację. Takie podejście implikuje również konieczność podporządkowania polityce monetarnej innych celów realizowanych w ramach polityki gospodarczej, takich jak np. tworzenie miejsc pracy, wzrost gospodarczy czy dystrybucja dochodów. Sterowanie inflacją odzwierciedlające główny paradygmat polityki monetarnej zdominowało na niemalże dwie dekady charakter i kierunek polityki gospodarczej wielu krajów. Stanowiło jednocześnie wzmocnienie neoliberalnego przekazu, zgodnie z którym interwencje rządu w gospodarkę są albo zbędne i niepotrzebne, albo przynoszące skutek odwrotny do zakładanego i wobec tego bezsensowne, zaś inflacja determinowana jest głównie przez deficyt fiskalny, negatywne oczekiwania oraz brak wiarygodności w zakresie polityki gospodarczej<sup>78</sup>.

Jak dowodzi Demophanes Papadotos, zmiana orientacji w polityce monetarnej i wyłączenie zorientowanie na kwestię inflacji było wynikiem kryzysów inflacyjnych lat 70. i 80. ubiegłego wieku, które odzwierciedlały porażkę i niezdolność do utrzymania wartości pieniądza kredytowego. Porażka ta miała zarówno społeczne, jak i polityczne implikacje, przynajmniej z uwagi na to, że gwałtowna inflacja oznaczała straty dla kredytodawców oraz zakłócała proces negocjacji

76 D. Papadatos, *Central Banking in Contemporary Capitalism...*, s. 120

77 Zob.: P. Arestis, M. Sawyer, *Inflation Targeting: A Critical Appraisal*, The Levy Economics Institute and University of Leeds, Working Paper 2003, No. 388, s. 1–30; por. L. Ball, N. Sheridan, *Does Inflation Targeting Matter?*, NBER Working Paper Series, No. 9577, Cambridge 2003, s. 1–50.

78 D. Papadatos, *Central Banking in Contemporary Capitalism...*, s. 124.

płacowych, bowiem pracownicy żądali kompensacji w postaci wzrostu płac. Przyjęcie polityki monetarnej zakładającej sterowanie inflacją oraz ustanowienie niezależności banku centralnego odczytywać można więc jako przejaw zdolności kapitalistów do wyciągania wniosków z minionych doświadczeń. Z tego właśnie powodu stworzono wygodną fikcję prawną zakładającą niezależność banku centralnego, odseparowującą proces wyborczy od polityki gospodarczej. Ta ostatnia w sposób istotny determinowana była przez bezinteresownych i neutralnych w kontekście przynależności klasowej ekspertów w swojej specjalności. W ten oto sposób sfera finansowa i sektor finansowy zyskały instytucjonalne zapewnienie, że inflacja tak wysoce dla nich szkodliwa nie będzie tolerowana. Z drugiej strony, bańki spekulacyjne były postrzegane jako zjawisko nieistotne z punktu widzenia bankowości centralnej lub wręcz mało prawdopodobne, o ile tylko inflacja utrzymywana była na niskim poziomie. W rezultacie sektor finansowy został ugruntowany w przekonaniu, że bank centralny nie będzie interweniował w trakcie prowadzonych przez instytucje finansowe spekulacji, a jednocześnie zapewniał ochronę przed wysoką inflacją<sup>79</sup>.

I rzeczywiście, działania FED umożliwiły instytucjom finansowym czerpanie olbrzymich zysków podczas kształtowania się bańki spekulacyjnej w nadziei, że koszty pęknięcia bańki nie będą przekraczały poziomu możliwego do udźwignięcia. Przyjęto za oczywiste, że jeśli koszty te się już pojawiają, zostaną przerzuczone na społeczeństwo. Polityka sterowania inflacją stopniowo przyjmowała więc za cel ochronę prywatnych zysków podczas bańki spekulacyjnej i uspołecznianie kosztów jej pęknięcia. Ostatni kryzys finansowy wykazał, że dynamika ewolucji finansów w erze finansyzacji podważyła to, co stanowiło największe osiągnięcie reżimu polityki monetarnej w ramach sterowania inflacją, a mianowicie wiarygodność banku centralnego<sup>80</sup>.

W literaturze prezentowany jest również pogląd, zgodnie z którym w okresie ostatnich 30 lat banki centralne z krajów rozwiniętych w dużym stopniu zarzuciły kontrolę nad całkowitą wielkością kreowanego przez sektor prywatny kredytu i sposobem jego alokowania w gospodarce. Koncentrowały się natomiast na kwestii stabilności i wypłacalności sektora finansowego. Przedstawiciele banków centralnych skłaniali się ku przekonaniu, że tak długo, jak inflacja pozostaje na niskim i stabilnym poziomie, suma zarówno kredytu, jak i pieniądza kreowanego przez sektor prywatny jest z całą pewnością właściwa. Polityka monetarna oparta na takim przekonaniu zaowocowała niezwykle długim okresem „wielkiego umiarkowania”, z popytem nominalnym w gospodarce, rosnącym w tempie zgodnym z niską inflacją i stałym wzrostem gospodarczym w wymiarze realnym. Okres ten zakończył się katastrofą, ponieważ gwałtowny wzrost kredytu doprowadził do nadmiernego zadłużenia, kryzysu finansowego oraz pokryzysowego nawisu zadłużenia<sup>81</sup>.

79 *Ibidem*, s. 133.

80 *Ibidem*, s. 138–139.

81 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 109.

Z kolei inni autorzy przekonują, że luzowanie ilościowe przyczyniało się do pobudzenia gospodarczego poprzez rosnące ceny aktywów, co musiało z kolei zwiększyć nierówności majątkowe. Szacunki Banku Anglii wskazują, że gdyby aktywa finansowe rozdzielone były równomiernie na wszystkich obywateli, to rezultatem programu luzowania ilościowego stałoby się zwiększenie majątku gospodarstw domowych o równowartość 10 tys. funtów. Biorąc jednak pod uwagę, że 10% najbogatszych gospodarstw domowych jest w posiadaniu 70% wszystkich aktywów finansowych, olbrzymia część korzyści z niekonwencjonalnej polityki monetarnej ujawniła się w grupie najbogatszych. Polityka luzowania ilościowego jest więc dobra dla podmiotów bogatych i przyczynia się do dalszego powiększania nierówności<sup>82</sup>.

Wydaje się wszakże, że taka jednowymiarowa ocena działań banków centralnych w okresie ostatnich dekad nie oddaje w całości obrazu i nie jest sprawiedliwa. W systemie finansowym, w którym zdecydowana większość nowo kreowanego pieniądza powstaje poprzez działanie banków komercyjnych i w którym instytucje finansowe stworzyły poprzez szereg nowych instrumentów finansowych alternatywne względem banku centralnego sposoby zapewniania płynności, oczekiwania stawiane kreatorom polityki monetarnej w zakresie celów monetarnych lub szerszej ekonomicznych nie mogą być zbyt wysokie. Wydaje się, że w chwili obecnej narodowy bank centralny, z jednej strony, nie posiada wystarczająco skutecznych narzędzi do zarządzania nie tylko bazą monetarną, lecz również zapewniania stabilności systemu finansowej danego kraju. Z drugiej zaś, utrzymywana nadal i realizowana doktryna niezależności nie pozwala na czerpanie korzyści synergicznych z powadzonych w sposób spójny polityki monetarnej i fiskalnej. W procesie finansyzacji największe instytucje finansowe, w tym banki komercyjne, zyskały pozycję, która w gruncie rzeczy odwraca charakter zależności. Skuteczne zarządzanie sferą monetarną wydaje się wątpliwe, by nie powiedzieć praktycznie niemożliwe, biorąc pod uwagę siłę oddziaływania globalnych instytucji finansowych i rynków w relacji do możliwości pojedynczych banków centralnych. Można również postawić tezę, że skala i stopień finansyzacji gospodarki globalnej i gospodarek krajowych byłyby niewspółmiernie niższe, gdyby bank centralny posiadał wyłączny przywilej kreowania pieniądza oraz pełnił aktywną rolę w kształtowaniu zachowań instytucji finansowych oraz struktury rynku, w tym rynku bankowego.

Reasumując rozważania dotyczące roli banku centralnego w procesie finansyzacji gospodarki, można przytoczyć słowa Demophanesa Papadatosa dowodzącego, że obecny okres rozwoju charakteryzuje się wyraźnie widocznym paradoksem. Z jednej strony nadal rośnie siła polityczna banków, z drugiej strony zaś istnieją poważne wątpliwości co do ich siły ekonomicznej. Paradoks ten jest związany z rolą odgrywaną przez interesy finansowe (motywy) w propagowaniu akumulacji kapitalistycznej jako całości. W związku z tym, w erze finansyzacji bank centralny stał się kluczowym strażnikiem interesów przedstawicieli sfery finansowej. Podstawą

---

82 *Ibidem*, s. 85.

władzy, jaką dysponuje bank centralny, jest jego monopol nad legalnym środkiem płatności, który wzmocniony został znacząco w toku procesu finansyzacji. Jednakże właściwa dla gospodarki kapitalistycznej niestabilność – do której w sposób istotny przyczyniają się czynniki monetarne i finansowe – wyznacza granice tego, co bank centralny może robić. Relatywna autonomia systemu kredytowego stanowi ważny czynnik wyjaśniający niestabilność finansową w dojrzałych gospodarkach kapitalistycznych. W okresie finansyzacji, w którym wrażliwość finansowa uległa zwiększeniu, wywołanie kryzysów finansowych ma również aspekt polityczny. Przypomina to poważną walkę klasową pomiędzy kapitałem wrażliwym finansowo i przez to mniej konkurencyjnym a kapitałem silnym i bardziej konkurencyjnym. Zarówno sterowanie inflacją, jak i niezależność banku centralnego mają na celu promowanie akumulacji kapitalistycznej kosztem pracowników poprzez odseparowanie banków centralnych od skutków walki klasowej. Sterowanie inflacją i niezależność banku centralnego ułatwiają czerpanie prywatnych zysków kosztem rosnącej niestabilności finansowej oraz olbrzymimi wynikającymi z tego stratami dla społeczeństwa. W coraz większym stopniu państwa zdają sobie sprawę, że bankowość centralna musi wykraczać poza sterowanie inflacją, by chronić system kapitalistyczny przed nim samym, jednakże bez porzucania neoliberalnej ideologii. Oznacza to ponowne położenie nacisku na funkcję banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, uzupełnianą przez nową funkcję market markera ostatniej instancji. W praktyce oznacza to uspołecznianie strat finansowych celem ochrony prywatnych zysków finansowych. Niemniej jednak ostatni światowy kryzys finansowy ukazał ograniczenia, jeśli chodzi o to, co banki centralne mogą zrobić, by stabilizować system finansowy. Ponieważ ciężar niestabilności finansowej stał się coraz większy dla znacznej części społeczeństwa, jasne było, że istnieje potrzeba ustanowienia demokratycznej kontroli nad bankami centralnymi. Poprzez społeczną kontrolę działanie banków centralnych powinno odzwierciedlać szersze interesy pracowników oraz pozostałych grup niż wyłącznie te reprezentowane przez banki i sferę finansową. Bankowość centralna często nazywana jest sztuką, jest jednak rzeczą oczywistą, że nie powinna być sztuką dla korzyści czerpanych przez nielicznych<sup>83</sup>. W rzeczywistości bank centralny, który w wyniku uzyskania formalnej niezależności od polityków, zamiast zachowywać się neutralnie niczym Czerwony Krzyż, stał się podmiotem jak nigdy dotąd upolitycznionym, z tą wszakże różnicą, że nie podlegał już kontroli parlamentarnej. W rezultacie skończyło się to większą niż uprzednio zależnością banku centralnego od polityków i finansowej siły nielicznych, potężnych, nie pochodzących z demokratycznego wyboru: oligarchów i bankierów<sup>84</sup>.

Adair Turner przekonuje, że w czasie rozwoju zjawiska finansyzacji gospodarki większość ekspertów finansowych oraz kreatorów polityki gospodarczej

83 D. Papadatos, *Central Banking in Contemporary Capitalism...*, s. 140–141.

84 J. Varoufakis, *Talking to My Daughter about the Economy. A Brief History of Capitalism*, The Bodley Head, London 2017, s. 215.



uważała rozwój sektora finansowego oraz szerzej samych finansów jako coś korzystnego. W jednym przypadku, który obejmuje banki centralne, rozwój systemu finansowego postrzegany był ani jako pozytywny ani też negatywny, lecz najzwyczajniej neutralny. Usługi finansowe co prawda mogą wywierać istotne efekty na poziomie mikroekonomicznym, zwiększając efektywność oraz umożliwiając zaspokojenie popytu konsumentów, lecz panowało przekonanie, że na poziomie makroekonomicznym wpływ finansów jest nieistotny i bez znaczenia. Dla ekonomistów, takich jak Friedrich Hayek, Irving Fisher i John Maynard Keynes, którzy doświadczyli finansowych i ekonomicznych wstrząsów z lat 20. i 30. ubiegłego wieku, jasne było, że działanie systemu finansowego, w szczególności zaś systemu bankowego, niesie ze sobą kluczowe implikacje dla całokształtu stabilności makroekonomicznej. Poczynając jednak od lat 70. ubiegłego wieku, poglądy te były odrzucane i ignorowane. Zamiast tego współczesna makroekonomia i praktyka banków centralnych koncentrowały się wokół założenia, że funkcjonowanie systemu pieniężnego w gospodarce może być uchwycone przez modele, w których praktycznie nieobecny jest system bankowy. Wierzano również, że następstwem skutecznego oddziaływania banków centralnych na poziom stóp procentowych w celu osiągnięcia niskiej i stabilnej inflacji będą stabilne wyniki makroekonomiczne gospodarki jako całości. Jak wyraził się Mervyn King, dominującym teoretycznym modelem współczesnej ekonomii monetarnej jest brak uwzględniania pośrednictwa finansowego, w efekcie czego pieniądź, kredyt i system bankowy nie odgrywają istotnej roli<sup>85</sup>.

### 3.4.3. Inne przykłady finansyzacji w działalności państwa

Finansyzacja ujawnia się również w innych obszarach funkcjonowania państwa. Przykładem tego może być ufinansowanie ubezpieczeń związanych z wahaniami pogody oraz szerzej – ze zmianami klimatu.

Do lat 90. ubiegłego wieku, ubezpieczenie związane z ryzykiem klimatycznym opierało się na trzech warstwach, trzech filarach: ubezpieczycielach, zakładach reasekuracji oraz państwie. To ostatnie ogrywało rolę ubezpieczyciela ostatniej instancji, szczególnie w przypadku największych katastrof, jak również prawnego regulatora rynku ubezpieczeniowego. Wraz z upowszechnieniem obligacji katastroficznych do tej struktury dodany został czwarty element, którym są globalne finanse. Nie pozostało to bez wpływu na dotychczasowe podmioty, w szczególności zaś finansyzacja związana z ubezpieczeniem na wypadek ryzyka klimatycznego determinuje rolę i funkcję państwa jako ubezpieczyciela ostatniej instancji<sup>86</sup>.

85 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 27.

86 R. Keucheyan, *Insuring Climate Change: New Risks and the Financialization of Nature*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 9.

Z uwagi na rosnące problemy państw w zakresie możliwości pokrywania kosztów naturalnych katastrof z wykorzystaniem tradycyjnych narzędzi, czyli poprzez opodatkowanie wyrażające narodową solidarność w obliczu katastrofy, państwa są w coraz mniejszym stopniu zdolne do wypełniania swojej funkcji jako ubezpieczyciela ostatniej instancji. Sytuacja ta będzie się jeszcze pogarszać wraz z rosnącą liczbą oraz dotkliwością kolejnych katastrof naturalnych będących wynikiem zmian klimatu. Dotyczy to wszystkich regionów na kuli ziemskiej, w szczególności jednak krajów rozwijających się, w których państwa i finanse publiczne są mniej lub bardziej w stanie permanentnego kryzysu. Dlatego też prezentowany jest pogląd, że właśnie dokładnie przez wzgląd na kryzys w zakresie możliwości fiskalnych państwa ubezpieczenie związane z ryzykiem klimatycznym powinno podlegać procesowi finansyzacji, z wykorzystaniem instrumentów finansowych, takich jak państwowe obligacje katastroficzne (*sovereign cat bonds*). Finansyzacja jest tutaj postrzegana jako alternatywa dla podatków i narodowej solidarności w przypadku wystąpienia katastrofy naturalnej. Pośród celów związanych z emisją takich papierów wskazywana jest „ochrona finansów publicznych” kraju emitenta lub też „uodpornienie jego polityki fiskalnej”, jak również „odporność finansowa” i „ochrona długookresowej równowagi fiskalnej”, co ma być zapewnione właśnie poprzez finansyzację ubezpieczenia. Tak więc, finansyzacja katastrof naturalnych jest postrzegana przez zwolenników państwowych obligacji katastroficznych jako rozwiązanie problemów fiskalnych państwa oraz alternatywne rozwiązanie w zakresie pełnienia przez państwo roli ubezpieczyciela ostatniej instancji<sup>87</sup>.

W opinii niektórych autorów finansyzacja ubezpieczeń na wypadek ryzyka klimatycznego jest przedsięwzięciem niebezpiecznym. Po pierwsze, wiąże się z fałszywą obietnicą zredukowania efektów zmian klimatycznych dla społeczeństwa, jako że same finanse są podatne na kryzys, co dobitnie unaoczniał ostatni kryzys finansowy. Adaptacja rozwiązań proponowanych w ramach finansyzacji pozostawi politykę dostosowań do zmian klimatu na łasce nieobliczalnych zachowań rynków finansowych. Dodanie niestabilności finansowej do niestabilności środowiskowej może tylko zwiększyć konsekwencje katastrof, a to za sprawą rosnących różnic pomiędzy tymi, którzy w całości zależni są od ubezpieczenia na wypadek zmian klimatycznych a tymi, którzy dysponują zasobami. W przypadku kryzysu finansowego, państwo po raz kolejny odegrać będzie musiało rolę ubezpieczyciela ostatniej instancji. Zatem idea promowana przez organizacje międzynarodowe, że to właśnie finansyzacja może zastąpić państwo jest złudna i myląca. Niezależnie bowiem od proponowanych rozwiązań alternatywnych państwo pełnić będzie nadal centralną i kluczową rolę<sup>88</sup>.

Kolejnym przykładem odzwierciedlającym zjawisko finansyzacji w kontekście działalności państwa jest prywatyzacja przedsiębiorstw infrastrukturalnych,

87 *Ibidem*, s. 10–11.

88 *Ibidem*, s. 15.

kluczowych nie tylko z punktu widzenia zaspokajania potrzeb bytowych obywateli, lecz również z uwagi na znaczenie, jakie infrastruktura odgrywa dla rozwoju gospodarczego. W toku finansyzacji funkcjonowanie wielu podmiotów państwowych zostało poddane mechanizmowi rynkowemu tylko i wyłącznie rynkowemu.

Przykładem takiego postępowania jest finansyzacja usług publicznych, takich jak np. dostarczanie wody. W Wielkiej Brytanii, o czym przekonują John Allen i Michael Pryke, polityka w zakresie dostarczania wody kładzie nacisk jedynie na postać konsumenta – ostatecznego użytkownika w tej branży, nie zaś na postać obywatela z jego uniwersalnym prawem dostępu do przystępnej cenowo wody. Takie redefiniowanie użytkowników wody jako nabywców na rynku usług nie zaś obywateli uprawnionych do korzystania z podstawowego, niezbędnego do życia zasobu, jakim jest czysta woda, znajdowało odzwierciedlenie po stronie firmy w definiowaniu nabywców jako aktywów finansowych lub dojnych krów (*cash cows*)<sup>89</sup>. W sektorach zdominowanych przez monopole, takich jak dostarczanie usług infrastrukturalnych (wody, prądu, gazu), przedsiębiorstwa mają możliwość czerpania korzyści z niskiego ryzyka oraz stałego przepływu gotówki od konsumentów, którzy nie mieli i w wielu wypadkach nie mają alternatywy. Strumienie przychodów są częstokroć oderwane od działalności operacyjnej wynikającej z dostarczania usług i niezwiązane z aktualnymi potrzebami infrastrukturalnymi. Finansyzacja usług komunalnych przesuwą zatem wartość z konsumenta – obywatela do inwestora.

Finansyzacja działalności państwa ujawnia się także poprzez częściowe lub całkowite odejście w systemie zabezpieczeń społecznych od modelu opartego na solidarności międzypokoleniowej do systemu repartycyjnego, w którym to rynek, po raz kolejny podniesiony do rangi podmiotu nadrzędnego w systemie gospodarczym, decyduje o jakości życia całych pokoleń obywateli. Za sprawą finansyzacji godziwe warunki życia na emeryturze uzależnione są od stabilności rynków finansowych oraz opierają się na przekonaniu dotyczącym możliwości kreowania wartości portfela inwestycyjnego poprzez inflację aktywów, częstokroć w oderwaniu od realnej gospodarki. W opinii Leny Lavinas, wraz z finansyzacją wcześniejsze instytucjonalne porozumienia bazujące na solidarności międzypokoleniowej i społecznej spójności, będące fundamentem społecznej gospodarki rynkowej, zastąpione zostały przez prywatne długoterminowe porozumienia o charakterze finansowym. W chwili obecnej polityka społeczna jest kluczowym narzędziem promowania i umacniania każdego reżimu akumulacji. W procesie urynkowienia polityka społeczna potrzebna jest nie tylko do zwalczania negatywnych efektów generowanych przez rynki, lecz również do wspierania rynków, tam gdzie rynki nie są w stanie czynić tego samodzielnie. Problem leży w tym, że urynkowienie i polityka społeczna są zwykle postrzegane bardziej jako przeciwstawne projekty, a nie projekty o charakterze komplementarnym. W procesie postępującej finansyzacji

89 J. Allen M. Pryke, *Financialising Household Water: Thames Water, MEIF and Ring-fenced Politics*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 435.

te wyjątkowe i kompleksowe z natury relacji pomiędzy rynkami a polityką społeczną zostały poddane rekonfiguracji. Innymi słowy wskazana wyżej komplementarność została redefiniowana<sup>90</sup>.

### 3.5. Finansyzacja w kontekście zjawisk i trendów makroekonomicznych

Finansyzację gospodarki rozpatrywać można również przez pryzmat zjawisk oraz trendów makroekonomicznych. W wielu wypadkach finansyzacja zwyczajnie towarzyszy tym procesom, w niektórych natomiast wskazuje się, że jest ona rezultatem pewnych działań lub też określone przekształcenia determinuje.

Po pierwsze, finansyzacja gospodarki łączona jest ze zwiększoną podatnością tej ostatniej na kryzysy. Zjawisko finansyzacji jest wskazywane przez niektórych autorów jako czynnik odpowiedzialny za ostatni kryzys ekonomiczny i finansowy. Niezależnie od tego, czy stanowiła ona jeden z głównych powodów prowadzących do załamania w gospodarce światowej, w okresie ostatnich czterech dekad finansyzacja wydawała się w sposób negatywny wpływać na realną gospodarkę w krajach rozwiniętych OECD. Powodowała wzrost nierówności, spadek tempa wzrostu gospodarczego i przyczyniała się do powiększania bezrobocia. Wydaje się więc, że ilekroć machinacje finansowe zastępują produktywną przedsiębiorczość – używając słów Greta Krippner – cierpi na tym gospodarka jako całość<sup>91</sup>.

W podobnym tonie wypowiadają się Eugenia Correa, Gregorio Vidal i Wesley Marshall. Przekonują oni, że ostatni kryzys finansowy stanowi odzwierciedlenie wewnętrznych ograniczeń napędzanego przez finanse reżimu akumulacji kapitału oraz wskazuje na sprzeczności leżące u podstaw istoty tej formy akumulacji. Są nimi: polaryzacja w zakresie bogactwa pozostająca w związku z bezrobociem, drenaż sektorów produkcyjnych i instytucji publicznych w zamian za uzyskiwanie zysków krótkookresowych przez nieliczne przedsiębiorstwa finansowe i wreszcie rosnąca częstotliwość oraz rozległość, a także dotkliwość kryzysów finansowych<sup>92</sup>.

Luc Laeven i Fabián Valencia zidentyfikowali 147 kryzysów bankowych, 218 kryzysów walutowych oraz 67 kryzysów zadłużeniowych, jakie miały miejsce w latach 1970–2012<sup>93</sup>. Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff w książce zatytułowanej:

90 L. Lavinás, *The Takeover of Social Policy by Financialization. The Brazilian Paradox*, Palgrave Macmillan, New York 2017, s. 10.

91 J. Assa, *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, „Finance Research” 2012, Vol. 1(1), s. 38.

92 E. Correa, G. Vidal, V. Marshall, *Financialization in Mexico: Trajectory and Limits*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2012, Vol. 35(2), s. 256.

93 L. Laeven, F. Valencia, *Systemic Banking Crisis Database: An Update*, IMF Working Paper 2012, No. 12(163), s. 3. W artykule wskazano co prawda na 66 kryzysów zadłużeniowych,

*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* opisują przykłady 153 kryzysów bankowych w okresie 1980–2010, zestawiając je z dwoma przypadkami z lat 1945–1970 oraz dziewięcioma z lat 1970–1980<sup>94</sup>. Moritz Schularick i Alan Taylor z kolei wskazują, że częstotliwość kryzysów w okresie 1945–1970 wynosiła zero, lecz poczynając od roku 1971, kryzysy stały się dużo częstszym zjawiskiem, ujawniającym się z prawdopodobieństwem 4% w skali roku<sup>95</sup>. Natomiast Charles Kindleberger przekonuje, że mimo braku pełnej porównywalności między różnymi okresami analizy, wnioski nie pozostawiają wątpliwości co do tego, że w ostatnich 30 latach kryzysy finansowe były bardziej rozległe i powszechne niż w każdym innym okresie<sup>96</sup>. Słowa te padły na długo przed wybuchem ostatniego kryzysu finansowego. Po 1980 r. na giełdach na całym świecie wydarzyło się więcej kryzysów finansowych niż miało to miejsce w latach 1945–1980<sup>97</sup>.

W literaturze prezentowany jest pogląd, że zarówno skalę, jak i zakres kryzysów finansowych w okresie dominacji rynkowego paradygmatu w polityce gospodarczej ocenić można jako przytłaczające i olbrzymie w porównaniu z powojennym okresem rozwoju gospodarczego opartego na doktrynie keynesistowskiej. Globalny system finansowy z lat 1945–1972 ulegał co prawda recesjom o charakterze lokalnym i negatywnym korektom w zakresie wyceny kluczowych wartości rynkowych, jednak błędą one w porównaniu z częstotliwością kryzysów i związaną z nimi amplitudą reakcji w odniesieniu do wartości aktywów rynkowych, jaka miała miejsce w systemie, który po nim nastąpił, nieudolnie postrzeganym w sposób symboliczny jako „wielkie umiarkowanie” stanowiące tryumf określonej wizji makroekonomii<sup>98</sup>.

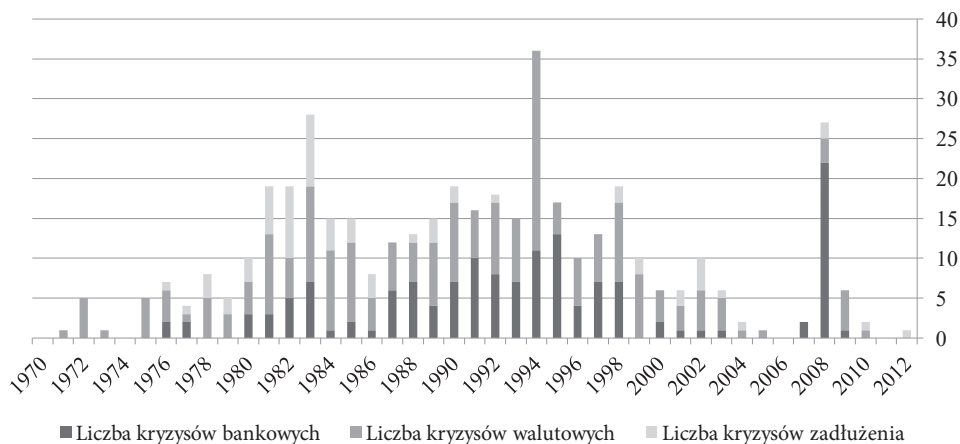
Co więcej, w chwili obecnej brak jest dowodów empirycznych świadczących o tym, że gospodarki krajów rozwiniętych stały się bardziej efektywne w następcstwie procesów zwiększających rolę sektora finansowego w gospodarce. Stopy wzrostu gospodarczego w tych krajach nie wzrosły<sup>99</sup>. Według Atifa Miana i Amira Sufiego istniejące dowody empiryczne wskazują, iż w skali międzynarodowej katastrofy gospodarcze prawie zawsze poprzedzane są dużym wzrostem zadłużenia

---

lecz w udostępnionej na stronie Międzynarodowego Funduszu Walutowego bazie danych stworzonej przez autorów podana wartość to 67.

- 94 C. Reinhart, K. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.
- 95 M. Schularick, M. Taylor, *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy Leverage Cycles and Financial Crisis, 1870–2008*, „American Economic Review” 2012, Vol. 102(4), s. 9.
- 96 C. Kindleberger, R. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ 2005.
- 97 A. Adamska, G. Główska G. Sobiecki, *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansyzacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018, s. 41.
- 98 J. Malvey, *The Early 21-st Century Evolution of Global Capital Markets. The Great Transition Era*, [w:] G. Strumeyer, S. Swamy (eds.), *The Capital Markets. Evolution of the Financial Ecosystem*, Wiley & Sons, New Jersey 2017, s. 11.
- 99 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 89.

gospodarstw domowych<sup>100</sup>. To właśnie finansyzacja jest odpowiedzialna za masowy rozwój zjawiska zadłużenia gospodarstw domowych<sup>101</sup>, czego rezultatem był ostatni kryzys finansowy.



**Rys. 3.1.** Liczba i rodzaje kryzysów finansowych w latach 1970–2012

**Źródło:** <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Systemic-Banking-Crises-Database-An-Update-26015> [dostęp: 11.12.2018]

Niektórzy autorzy przekonują, że katastrofa w postaci ostatniego światowego kryzysu finansowego miała miejsce w całości z własnej winy oraz była możliwa do uniknięcia. Nie była wynikiem wojny czy też zawirowań politycznych ani też konsekwencją konkurencji ze strony gospodarek wschodzących. W przeciwieństwie do problemów związanych ze stagflacją, które dotknęły liczne kraje rozwijające się w latach 70. ubiegłego wieku, nie była pochodną napięć leżących u podstaw dystrybucji dochodu ani też rozrzutności rządów prowadzących do wymknięcia się spod kontroli deficytu budżetowego czy też presji silnych związków zawodowych w zakresie roszczeń płacowych. Źródeł ostatniego kryzysu finansowego należy upatrywać w największych instytucjach finansowych, wywodzących się z Londynu i Nowego Jorku, jak również w globalnym systemie finansowym, w którym olbrzymie wynagrodzenia uzasadniane były rzekomymi wielkimi korzyściami ekonomicznymi, dostarczanych dzięki innowacjom finansowym oraz rosnącej aktywności finansowej<sup>102</sup>.

Szacuje się, że ekonomiczne koszty związane z ostatnim kryzysem finansowym obejmują środki równoważne 3% produktu krajowego brutto przeznaczone

100 A. Miam, A. Sufi, *House of Debt, How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again*, The University of Chicago Press, Chicago 2014, s. 9.

101 Problematyka finansyzacji gospodarstw domowych będzie przedmiotem pogłębionej dyskusji w rozdziale czwartym niniejszej monografii.

102 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 2–3.



na ratowanie i wsparcie systemu finansowego w krajach rozwiniętych. Obejmują one również wzrost o 34% długu publicznego w okresie 2007–2014 w relacji do PKB. Lecz co ważniejsze, dochody narodowe i standard życia w wielu krajach znajdują się o 10% poniżej poziomu, jaki mogłyby osiągnąć, gdyby nie ostatni kryzys finansowy. I to właśnie na tych stratach, jak przekonuje Adair Turner, należy koncentrować uwagę, bowiem pojawić się one mogą w przyszłości, nawet jeśli zdołamy stworzyć nowy reżim regulacyjny, zapewniający, że już nigdy więcej pieniądze publiczne nie będą kierowane na ratowanie upadających banków<sup>103</sup>.

Hossein Askari i Abbas Mirakhor wskazują z kolei, że z uwagi na istotne znaczenie sektora finansowego dla pozostałych sektorów gospodarki kryzysy finansowe są bardziej niszczące od tych, które generowane są w innych obszarach gospodarki. Gospodarcze i społeczne koszty kryzysów finansowych są ogromne oraz przytłaczające, a mogą stać się jeszcze bardziej dotkliwe i uciążliwe z każdym kolejnym kryzysem. Proces finansyzacji i zwiększanie zadłużenia są istotnymi powodami stagnacji płac realnych, rosnących nierówności dochodowych i majątkowych, słabszego wzrostu gospodarczego oraz stanowią paliwo napędzające powracające kryzysy finansowe. Dzieje się tak w dużym stopniu za sprawą reorientacji celów sektora finansowego, które powiązane są ze strukturą gospodarki, polityką ekonomiczną i zachowaniem przedsiębiorstw<sup>104</sup>.

Po drugie, jak wskazuje Lena Lavinas, w erze finansyzacji zmiany uległy reguły gry. Wraz z rosnącym bogactwem generowanym przez renty finansowe osłabiona została centralna pozycja przypisywana dotychczas wydajności produkcji i sposobom poszukiwania jej źródeł. Wyjaśnia to na przykład obserwowaną w wielu krajach tendencję do agresywnego ograniczania inwestycji jako elementu składowego agregatowego popytu. O ile wydajność stanowiła kręgosłup fordowskiego modelu wzrostu, o tyle obecnie jest nim konsumpcja, a dokładniej finansowanie konsumpcji, które pełni najważniejszą rolę w napędzaniu akumulacji w sferze finansowej. W poprzednim reżimie zawłaszczanie wartości nadwyżkowej (przenoszenie wartości) wynikało w dużym stopniu z wartości dodanej generowanej w sektorze produkcji. Jest to nierozzerwalnie związane z logiką kapitalizmu. Wydajność ma w tym przypadku znaczenie, a polityka społeczna wbudowane ma w sobie mechanizmy niezbędne do stałego wzrostu wydajności. Umożliwia to do pewnego stopnia pierwotną redystrybucję kapitału (zysków) na korzyść pracowników. Obecnie pod egidą finansyzacji kapitał przejawia się w formie własności papierów wartościowych, płatności odsetkowych od kredytów – ogólnie ujmując aktywów finansowych, które generują różne strumienie zysków. Niepohamowane rozprzestrzenianie się zadłużenia, a także szybki wzrost relacji zadłużenia do dochodów uzyskiwanych przez rodziny usytuowane w różnych grupach społecznych, szczególnie zaś te wywodzące się z klasy średniej oraz niższych warstw społecznych,

103 *Ibidem*, s. 3.

104 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis and How to Save Capitalism*, Palgrave Macmillan, New York 2015, s. 17–35.

wskazuje na stopniową zmianę i przekształcenia w obrębie sposobów akumulacji. Jest to zjawisko o charakterze globalnym<sup>105</sup>.

W początkowych okresach wzrostu systemu finansowego opartego na dźwigni występuje subtelna relacja pomiędzy finansowaniem a samymi realnymi inwestycjami w gospodarce. Przedsiębiorcy porównują oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji z oprocentowaniem lub mówiąc inaczej różnice pomiędzy oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji i kosztem kapitału lub płatnościami odsetkowymi. Kiedy jednak finansyzacja rozwija się dalej, a wraz z nią bardziej zaawansowane i wyrefinowane staje się sekurytyzowanie długu, związek ten zaczyna być coraz mniej istotny. Przytłaczająca dominacja sektora finansowego nad realną gospodarką może być dostrzeżona, kiedy wskaże się, że relacja wskaźnika globalnych aktywów finansowych do rocznego światowej produkcji dóbr i usług (produktu globalnego) wzrosła ze 109% w roku 1980 do 316% w roku 2005. W roku 2007 najbardziej płynna część globalnego rynku finansowego była według szacunków 12,5 razy większa od światowego PKB, przy czym w 80% płynność tego rynku opierała się na rynku instrumentów pochodnych<sup>106</sup>.

W opinii Hosseina Askariego i Abbasa Mirakhora finansyzacja zamieniła działalność gospodarczą ukierunkowaną na realną produkcję w pogoń przypominającą uczestnictwo w grze hazardowej, w której wykorzystuje się realne zasoby, lecz nie wytwarza realnego produktu ani też nie podejmuje realnych inwestycji. Taka gospodarka generuje powtarzające się bańki spekulacyjne w kolejnych segmentach sfinansowanych aktywów. Kiedy jedna z nich pęka, kapitał finansowy przenosi się do kolejnego segmentu. Tak właśnie działo się w okresie ostatnich trzech dekad, kiedy bańki wytworzone zostały, a następnie pękły na rynku długu krajów rozwijających się, w segmencie spółek internetowych, sektorze nieruchomości i na rynku surowców. W żadnym z tych przypadków podstawowym i pierwszoplanowym celem ekspansji długu i kredytu nie była chęć inwestycji w realną sferę produkcji. Było nim natomiast oczekiwanie wzrostu cen aktywów finansowych, które zachęcało uczestników do podejmowania stadnych działań spekulacyjnych, tworzących bańkę spekulacyjną, której ostatecznym przeznaczeniem było pęknięcie. Badania wskazują, że racjonalnie postępujące jednostki są w stanie uczestniczyć w bańkach spekulacyjnych, jeśli oczekują wzrostu cen aktywów. Pojawienie się i rozwój baniek są przyspieszane przez wzrost płynności, niskie stopy procentowe, wyższą dźwignię finansową i gwałtowny rozwój działalności kredytowej<sup>107</sup>.

W piśmiennictwie wskazuje się ponadto, że gwałtowny wzrost zysków zamiast dostarczyć podstawy dla przekształcenia i unowocześnienia technologicznego w przedsiębiorstwach został rozproszony w procesach fuzji i przejęć, ukierunkowanej na spekulację inżynierii finansowej oraz innych formach poszukiwania renty. W następstwie finansowej deregulacji z początku lat 80. ubiegłego wieku skłonność

105 L. Lavinias, *The Takeover of Social Policy by Financialization...*, s. 10.

106 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis...*, s. 12.

107 *Ibidem*, s. 12–13.

do podejmowania tego typu działalności osiągnęła nieprawdopodobne rozmiary, doprowadzając do bezprecedensowej serii boomów cenowych na rynkach aktywów. W tym samym czasie nadmierna płynność i spekulacje na rynkach aktywów utrzymywane były dzięki napływowi krótkoterminowego płynnego kapitału, pochodzącego z krajów odnotowujących nadwyżki, głównie z krajów Bliskiego Wschodu. Zjawisko finansyzacji jedynie odroczyło i przesunęło w czasie zbliżający się strukturalny problem, związany ze spadającą rentownością<sup>108</sup>.

Bill Lucarelli przekonywał w 2012 r., że globalna gospodarka doświadczyła w okresie dwóch dekad przewlekłej fazy nadmiernej akumulacji. Tego typu powszechny kryzys charakteryzował się chronicznym poziomem nadmiernych zdolności produkcyjnych w sektorze wytwórczym w porównaniu do poziomu globalnego efektywnego popytu i zbiegł się z uzyskaniem przez kraje Azji Południowo-Wschodniej statusu głównych eksporterów wyrobów przemysłowych. Niewystarczający efektywny popyt doprowadził do wzrostu nadmiernej płynności, która była kierowana w coraz większym stopniu na rynki finansowe i finansowała pęczniejący poziom długu, który z kolei wspierał nadmiernie pobudzony prywatny popyt konsumpcyjny, a także generował powtarzający się boom w odniesieniu do cen aktywów. W podobny sposób działał efekt majątkowy wzbudzony przez zjawisko finansowego lewarowania. Efekt ten uruchomił negatywną pętlę zwrotną w postaci dalszego wzmacniania błędnego koła konsumpcji finansowanej długiem i inflacji aktywów. Co więcej, zwykły cykl biznesowy sam w sobie pograżał się w napędzanym przez finanse reżimie akumulacji, w której wahania cen aktywów potęgowały fluktuacje w cyklu inwestycyjnym<sup>109</sup>.

Po trzecie, finansyzacja gospodarki pozostaje w związku z generowaniem długu. Zestawienie agregatowego długu (państwowego, korporacyjnego i gospodarstw domowych) z wielkością produkcji i kapitału w globalnej gospodarce przypomina kształtem odwróconą piramidę, w której olbrzymi nagromadzony dług opiera się na wąskiej bazie produkcyjnej rzeczywistych dóbr i usług, która powinna generować strumień zysków potrzebnych do obsługi tego zadłużenia. W skrócie, ten wzrost długu niemalże przeciął związek pomiędzy finansami a sferą produkcji dóbr i usług<sup>110</sup>. W wielu wypadkach współczesne przepływy kapitału nie pełnią pozytywnej roli przypisywanej im przez teorię ekonomii sprowadzającej się do najbardziej efektywnej w skali globu alokacji kapitału. Zamiast tego przepływy te zwiększają wielkość kreowanego w sposób niezrównoważony długu i wywołują efekty nawisu długu w okresach pokryzysowych<sup>111</sup>. Nawis długu będący rezultatem nadmiernego wzrostu zadłużenia może powodować tendencję deflacyjną nawet w gospodarce zamkniętej. Nadmiernie zadłużone podmioty ograniczają inwestycję i konsumpcję, gdy w tym samym czasie kredytodawcy netto w danej gospodarce

108 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances...*, s. 430.

109 *Ibidem*.

110 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis...*, s. 12.

111 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 152.

nie wykazują potrzeby zwiększania swoich wydatków. Jednak nawis długu jest szczególnie szkodliwy w przypadku nie zrównoważonego długu między krajami z uwagi na ograniczenia bilansu obrotów bieżących. Ograniczenia te pozostają nieznaczące dla kraju o największym deficycie, czyli Stanów Zjednoczonych, który korzysta z tytułu sprawowania kontroli nad walutą posiadającą status globalnej waluty rezerwowej. Jednakże w gospodarkach rozwijających się presja deflacyjna może być potęgowana przez skutki nieuniknionej w takim przypadku zmiany polityki gospodarczej. Nawet jeśli deficyt na rachunku obrotów bieżących i dług są w całości rezultatem pożyczania w sektorze prywatnym, gdy rynki reagują w sposób odzwierciedlający przekonanie o nie zrównoważonym charakterze powstałego deficytu, rządy mogą zostać zmuszone do zacieśnienia polityki fiskalnej i monetarnej w celu przeciwdziałania nadmiernej deprecjacji kursu walutowego. W konsekwencji tego spotęgować może to presję deflacyjną związaną ze zmniejszaniem dźwigni finansowej w sektorze prywatnym. W tym samym czasie kraje będące kredytodawcami netto nie są pod tego typu presją, związaną ze stymulowaniem popytu. W przypadku gospodarki zamkniętej rząd może być zdolny do zrekompensowania presji deflacyjnej związanej ze zmniejszaniem zadłużenia podmiotów sektora prywatnego poprzez bodźce fiskalne i monetarne. Jednak na poziomie międzynarodowym, w skali gospodarki globalnej, brak jest światowego rządu i światowego banku centralnego, które mogłyby wypełniać te role<sup>112</sup>.

Po czwarte, finansyzacji towarzyszy potęgowanie zjawiska nierówności dochodowych i majątkowych. Prawdopodobnie najbardziej rzucającym się w oczy rezultatem akumulacji zasobów gospodarczych w sektorze finansowym jest wzrost nierówności. Deregulacja międzynarodowych rynków finansowych i osłabienie kontroli nad przepływami kapitału wywierają wpływ na nierówności ekonomiczne w trzech wymiarach. Po pierwsze, przyspieszają deindustrializację prowadzącą do przejścia od dobrze płatnych, pewnych i bezpiecznych miejsc pracy w sektorze wytwórczym do słabo płatnych miejsc pracy w sektorze sprzedaży detalicznej i usług. Po drugie, obniżają pozycję przetargową pracowników. Po trzecie, zmieniają podział dochodu pomiędzy czynnik pracy i czynnik kapitału, a także popyt na niewykwalifikowane zasoby siły roboczej. Innymi słowy, wolny rynek dla kapitału inwestycyjnego może być korzystny z punktu widzenia efektywności ekonomicznej, lecz nie dla pracowników uzależnionych od swoich dochodów, w sytuacji gdy w podziale dochodów jest faworyzowany dochód posiadaczy kapitału. W okresie finansyzacji przesunięty został nacisk w polityce gospodarczej z troski o redystrybucję dochodów na rzecz efektywności rynków kapitałowych. Idea państwa dobrobytu była dyskredytowana, a polityka zakładająca swobodne działanie mechanizmu rynkowego, które w opinii jej zwolenników przyczynia się, jeśli nie w sposób bezpośredni, to pośrednio do uzyskiwania korzyści przez wszystkich, *de facto* wygenerowała znaczący wzrost dochodów w grupie podmiotów o najwyższych dochodach. Nierówności ekonomiczne nie były nieuniknioną konsekwencją

112 *Ibidem*.

systemu finansowego, lecz raczej zakorzenione były w polityce i ideologii, które wykazywały tendencję do nagradzania pewnych grup bardziej niż innych<sup>113</sup>.

Finansyzacja rozpatrywana w odniesieniu do dystrybucji dochodu ze stratą dla dochodów pochodzących ze świadczenia pracy jak również podtrzymywanie konsumpcji za cenę napędzania zadłużenia kreującego bankę spekulacyjną na rynku nieruchomości i wzrost oparty na niskim poziomie inwestycji w aktywa rzeczowe doprowadziły do stanu, w którym gospodarkę cechuje ryzyko oraz niestabilność<sup>114</sup>. Jacob Assa przekonuje, że istnieją mocne dowody empiryczne świadczące o negatywnym wpływie zjawiska finansyzacji na nierówności, wzrost i bezrobocie. Wniosek ten formułuje w oparciu o wyniki badań empirycznych na grupie krajów OECD w latach 1970–2008. Według autora wzrost o jeden punkt procentowy udziału sektora finansowego w wartości dodanej jest związany ze wzrostem nierówności o 0,57%. Z kolei wzrost o 1 p.p. udziału zatrudnienia w sektorze finansowym do całości zatrudnienia wiąże się ze wzrostem nierówności o 0,81%. Jeśli chodzi natomiast o wzrost gospodarczy, to dowody empiryczne przemawiają za wyciągnięciem wniosku, że finansyzacja jest wyraźnie związana ze słabszym wzrostem gospodarczym. Wzrost udziału sektora finansowego w tworzeniu wartości dodanej w gospodarce o 1 p.p. jest związany z słabszym o 0,12% wzrostem gospodarczym, natomiast wzrost o 1 p.p. udziału zatrudnienia w sektorze finansowym w całości zatrudnienia wiąże się ze wzrostem słabszym o 0,2%. W przypadku bezrobocia uzyskane przez przywołanego wyżej autora wyniki dowodzą, że wzrost udziału sektora finansowego w wartości dodanej o 1 p.p. jest związany ze wzrostem bezrobocia o 0,34%, podczas gdy wzrost udziału zatrudnienia w sektorze finansowym o 1 p.p. determinuje bezrobocie większe o 0,74%<sup>115</sup>.

Relacja wynagrodzeń osób sprawujących najwyższe stanowiska zarządcze w przedsiębiorstwie i przeciętnego wynagrodzenia pracownika w USA przybierała relację 20:1 w roku 1965, by następnie wzrosnąć do poziomu 30:1 w roku 1978, 123:1 w roku 1995, 296:1 w roku 2013. Obecnie wynagrodzenie dyrektorów generalnych ponad 300 razy przekracza średnią płacę pracownika. Łącznie w okresie 1978–2013 wynagrodzenie dyrektorów generalnych wzrosło o 937%, gdy w tym samym czasie wzrost wynagrodzenia przeciętnego pracownika wyniósł 10,2%<sup>116</sup>.

Bill Lucarelli przekonuje, że celem przeciwdziałania i odwrócenia tendencji w zakresie spadającej w latach 70. i na początku lat 80. ubiegłego wieku stopy zysku podejmowane były działania ukierunkowane na ograniczenie i tłumienie płac. Proces ten był następnie podtrzymany przez zjawisko finansyzacji. Spadek udziału dochodów z pracy w dochodzie narodowym był niezbędnym warunkiem

113 A. Styhre, *The Financialization of the Firm. Managerial and Social Implications*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK 2015, s. 51–54.

114 Ö. Onaran, E. Stockhammer, G. Lucas, *Financialisation, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA*, „Cambridge Journal of Economic” 2011, Vol. 35(4), s. 657.

115 J. Assa, *Financialization and its Consequences...*, s. 37–38.

116 R. Reich, *Saving Capitalism. For the Many, Not the Few*, Alfred A. Knopf, New York 2015, s. 207 (wersja elektroniczna publikacji – epub).



odwrócenia tendencji w obszarze malejącej stopy zysku. Jednakże przywrócenie zyskowności w sposób nieunikniony napotkało na barierę w postaci chronicznego braku efektywnego popytu. W większości gospodarek rozwiniętych stagnacja realnych płac pogorszyła jeszcze bardziej nierówności dochodowe<sup>117</sup>.

Ken-Hou Lin i Donald Tomaskovic-Devey, wykorzystując modele regresji i dane przekrojowo czasowe na poziomie sektorowym, dowodzą, że rosnąca zależność od dochodów finansowych w długim okresie jest związana z ograniczeniem udziału dochodów z pracy, wzrostem udziału wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla, a także rosnącym zróżnicowaniem zarobków w grupie pracowników. Ponadto, według tych autorów, finansyzacja odpowiada za ponad połowę spadku udziału wynagrodzenia pracowników, 9,6% wzrostu wynagrodzenia menedżerów oraz 10,2% wzrostu stopnia zróżnicowania dochodowego w okresie 1970–2008<sup>118</sup>.

Po piąte, finansyzacja pozostaje w bezpośrednim związku ze zjawiskiem inflacji aktywów. Bill Lucarelli wskazuje, że recyrkulacja zysków z wykorzystaniem rynków kapitałowych spowodowała dwa potężne jakkolwiek niezamierzone skutki. Gwałtowny wzrost popytu na finansowe aktywa spowodował przejawiającą się w długim okresie tendencję do inflacji cen aktywów. W dynamicznym procesie spekulacji wyższe ceny aktywów w relacji do cen produktów stanowiły przesłankę do obniżania marginesu bezpieczeństwa wbudowanego w system kredytowy banków. Z kolei wyższy poziom dźwigni finansowej napędzał dalszy wzrost cen aktywów. Cały ten proces spekulacji opartej na długu jedynie pogłębiał stopień niestabilności finansowej. W tym samym czasie wypaczony w swej naturze efekt majątkowy, będący pochodną rosnącej wartości aktywów, głównie na rynku akcji i rynku nieruchomości, zwiększał konsumpcję i był narzędziem kompensowania spadku siły nabywczej spowodowanego pozostającymi na niezmiennym poziomie realnymi wynagrodzeniami<sup>119</sup>.

Anastasia Nesvetailova przekonuje, że kiedy duży zasób aktywów przybiera formę zbliżoną do pieniądza, ma to bezpośredni wpływ na poziomy płynności, które powodują wzrost cen aktywów przy spadającym poziomie realnego oprocentowania. Euforia, która przyciąga nowych inwestorów, przyczynia się do zwiększania prędkości obrotu aktywami (która z kolei zwiększa płynność tych aktywów) może przybierać postać samonapędzającego się procesu dalszego zwiększania aktywów o charakterystykach zbliżonych do pieniądza. Bardzo duży napływ aktywów o wysokiej skali obrotu giełdowego może spowodować wzrost płynności rynkowej tak, jakby była ona skutkiem wzrostu podaży pieniądza<sup>120</sup>. Napływ kapitału na rynek

117 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances...*, s. 430.

118 K. Lin, D. Domaskovic-Devey, *Financialization and US Income Inequality: 1970–2008*, „American Journal of Sociology” 2014, Vol. 118(5), s. 1284–1329, cyt. za: G. Epstein, *On the Social Efficiency of Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 339.

119 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances...*, s. 431.

120 A. Nesvetailova, *United in Debt: Towards a Global Crisis Of Debt-driven Finance?*, „Science & Society” 2005, No. 69(3), s. 401.



kapitałowy, w wielkości przewyższającej aktualne potrzeby przedsiębiorstw oraz rządu skutkuje wzrostem cen oraz wzrostem obrotu aktywami. Ten wyższy obrót aktywami oznacza ich większą płynność. Tak więc, tak długo, jak ma miejsce generowanie inflacji na rynku kapitałowym, płynność wynikająca z motywu spekulacyjnego jest łatwiejsza do zaspokojenia w odniesieniu do rynku długoterminowych aktywów finansowych<sup>121</sup>.

Co więcej, inflacja na rynku kapitałowym (inflacja aktywów) podnosi premię związaną z oczekiwaną inflacją lub potencjalne i oczekiwane zyski kapitałowe, do stopy zwrotu na długoterminowych instrumentach finansowych. Kiedy więc ta stopa zwrotu spada, oczekiwane zyski kapitałowe nie będą maleć w odpowiedzi na aprecjację kapitału, lecz mogą nawet rosnąć, jeśli rzeczony spadek jest duży lub nagły. Podnoszenie krótkookresowych stóp procentowych nie wywoła więc zmiany preferencji w zakresie płynności wśród rentierów w kierunku krótkookresowych papierów wartościowych, dopóki bank centralny nie podniesie tych stóp powyżej poziomu wyznaczanego przez sumę oczekiwanych zysków kapitałowych i długookresowej stopy zwrotu z akcji. Tylko w takim przypadku nastąpi zmiana preferencji inwestorów wstrzymująca inflację na rynku kapitałowym lub pęknięcie bańki spekulacyjnej<sup>122</sup>.

Według Jana Toporowskiego, kiedy słabnie inflacja aktywów na rynkach kapitałowych, praktycznym celem funkcjonowania rynków przestaje być instytucjonalna służba na rzecz pozostałej części gospodarki, lecz zabezpieczenie i przedłużenie dalszego napływu kapitału. Rozwój gospodarczy staje się jedynie ubocznym i dodatkowym produktem funkcjonowania rynku kapitałowego<sup>123</sup>.

W okresie inflacji na rynkach kapitałowych równowaga tychże rynków może być osiągnięta poprzez balansowanie na krawędzi dzięki coraz większym napływom kapitału na te rynki. Rynki papierów wartościowych są uzależnione od napływu środków pochodzących z funduszy emerytalnych i innych tego typu podmiotów, co wymaga sukcesywnego zwiększania i pogłębiania działań podejmowanych w obszarze promocji tego typu systemów emerytalnych w celu podtrzymania stabilności rynków finansowych. Kiedy możliwości takiej ekspansji wyczerpują się, wówczas również rynki przestają być zdolne do finansowania pomocy społecznej, a także wsparcia socjalnego<sup>124</sup>.

Po szóste, finansyzacja wywiera wpływ na wzrost gospodarczy. Badania empiryczne uprawniają do stwierdzenia, że istotnie możliwe jest wystąpienie sytuacji, kiedy z ekonomicznego punktu widzenia finansów w danej gospodarce, w rozumieniu sektora finansowego, jest najzwyczajniej zbyt dużo. Dowodem empirycznym to potwierdzającym może być opracowanie, którego autorami są Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes i Ugo Panizza. Wyniki przez nich uzyskane na grupie

121 J. Toporowski, *The End of Finance...*, s. 57.

122 *Ibidem*.

123 *Ibidem*, s. 15.

124 *Ibidem*, s. 131.

kilkudziesięciu krajów w różnych przedziałach czasowych, poczynając od lat 70., a kończąc na roku 2010, dowodzą, że krańcowy wpływ głębokości finansowej na wzrost produkcji staje się negatywny, gdy wielkość kredytu do sektora prywatnego osiąga przedział 80–100% produktu krajowego brutto. Uzyskane wyniki pozytywnie przechodzą różnego rodzaju testy odporności, związane z uwzględnieniem zmiennych odzwierciedlających wahania makroekonomiczne, kryzysy bankowe oraz jakość systemu instytucjonalnego<sup>125</sup>. Co ciekawe, pułap, przy którym głębokość finansowa zaczyna w sposób negatywny oddziaływać na wzrost gospodarczy, jest podobny do tego, w przy którym głębokość finansowa zaczyna pozytywnie oddziaływać na wahania, tj. zwiększając amplitudę wahań w zakresie wzrostu<sup>126</sup>. Badania przeprowadzone przez cytowanych na wstępie akapitu autorów są pod względem wyników spójne z badaniami przeprowadzonymi przez Petera Rousseau i Paula Wachtela. Doprowadziły one autorów do konkluzji, że z punktu widzenia wzrostu gospodarczego efekt głębokości finansowej ma charakter zaniżający<sup>127</sup>. Być może jest to spowodowane faktem, że wiele krajów osiągnęło (lub przekroczyło) już punkt, w którym rozwój sektora finansowego zaczyna negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy<sup>128</sup>.

Podobne przekonanie dotyczące relacji pomiędzy wzrostem gospodarczym a wielkością sektora finansowego prezentują Stephan Cecchetti i Enisse Kharroubi. Według przywołanych autorów liczne rozwinięte gospodarki przekroczyły już punkt, w którym do tej pory rosnący sektor finansowy przekładał się na wyższą produktywność. Obserwowana relacja przybiera graficznie postać odwróconej litery U. Jej punkt przegięcia wyznacza poziom kredytu kierowanego do sektora finansowego odpowiadający 100% produktu krajowego brutto. Obecnie bardziej rozwinięty sektor bankowy i więcej kredytu w gospodarce są związane z niższym wzrostem gospodarczym. Może to mieć związek z okresowymi boomami o charakterze finansowym, które z natury wywierają negatywny wpływ na trend wzrostu gospodarczego. Autorzy przekonują jednocześnie, że wskazany poziom nie powinien być traktowany jako punkt referencyjny, lecz jako wskazówka, do jakiego poziomu można zbliżyć się w wyjątkowych okolicznościach. Utrzymywanie długu poniżej 90% produktu krajowego brutto daje natomiast przestrzeń do prowadzenia polityki gospodarczej w odpowiedzi na poważne szoki. W innym przypadku, kiedy ma miejsce kryzys, dodatkowa akumulacja długu skutkować będzie spowolnieniem wzrostu, co sprawi, że ożywienie gospodarcze

---

125 J.-L. Arcand, E. Berkes U. Panizza, *To Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, No. WP/12/161, s. 5–6.

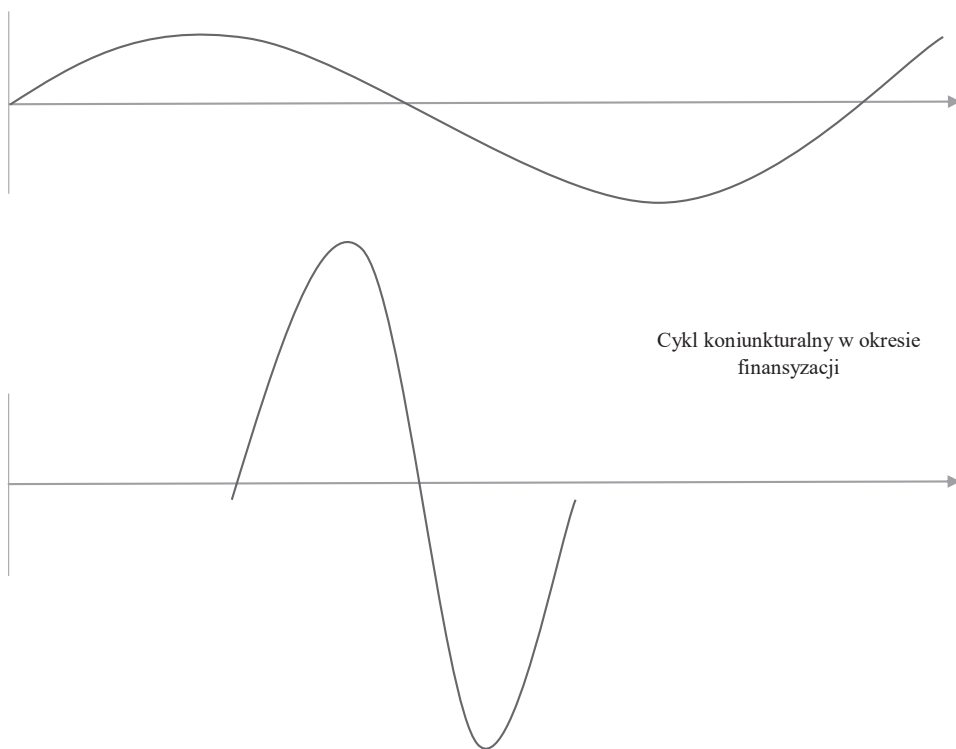
126 W. Easterly, R. Islam, J. Stiglitz, *Shaken and Stirred. Explaining Growth Volatility*, „Annual Bank Conference on Development Economics”, World Bank, Washington D.C. 2000.

127 P. Rousseau, P. Wachtel, *What is Happening to The Impact of Financial Deepening on Economic Growth?*, „Economic Inquiry” 2011, Vol. 49(1), s. 276–288.

128 U. Panizza, *Finance and Economic Development*, [w:] G. Carbonier (ed.), *International Development Policy. Aid, Emerging Economies and Global Policies*, Palgrave Macmillan, Geneva 2012, s. 155.

będzie jeszcze trudniejsze do osiągnięcia. Ponadto, cytowani badacze argumentują, że wzrost sektora finansowego może stanowić ciężar z punktu widzenia wzrostu produktywności, bowiem sektor finansowy konkuruje z pozostałą częścią gospodarki o ograniczone zasoby. Biorąc pod uwagę prezentowane dowody oraz doświadczenie związane z ostatnim kryzysem finansowym, autorzy konkludują, że istnieje pilna potrzeba zweryfikowania relacji pomiędzy sferą finansową a realnym wzrostem gospodarczym we współczesnych systemach gospodarczych, gdyż więcej finansów definitywnie nie oznacza lepszej sytuacji makroekonomicznej<sup>129</sup>.

Tradycyjny cykl koniunkturalny



**Rys. 3.2.** Przekształcenie cyklu przebiegu cyklu koniunkturalnego w następstwie procesu finansyzacji

**Źródło:** A. Szunke, *The Role of Financialization in Banking Sector Instability*, „Journal of Economics & Management” 2014, Vol. 14, s. 101

129 S. Cecchetti, E. Kharroubi, *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS Working Papers 2012, No. 381, s. 4–14.

W literaturze prezentowany jest również pogląd, zgodnie z którym finansyzacja przyczyniła się do zmodyfikowania przebiegu cyklu koniunkturalnego. Przebieg cyklu koniunkturalnego przed upowszechnieniem zjawiska finansyzacji i w okresie finansyzacji gospodarki zaprezentowany został na rys. 3.1<sup>130</sup>. W następstwie finansyzacji wahania stały się głębsze, a długość poszczególnych faz uległa skróceniu. Ponadto, w piśmiennictwie wskazuje się na proces finansyzacji cykli koniunkturalnych przejawiający się radykalnym wzrostem znaczenia czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunkturalnych<sup>131</sup>.

Po siódme, finansyzacja spotęgowała zjawisko skracania horyzontu inwestycyjnego i krótkowzrocność inwestorów, nie tylko inwestorów finansowych na rynkach. Kwestia krótkowzrocności jest jedną z najpowszechniej dyskutowanych wad kapitalizmu podlegającego procesowi finansyzacji. Pod tym pojęciem rozumie się krótki horyzont, w jakim są rozpatrywane przez podmioty gospodarcze decyzje związane z produkcją, inwestowaniem i finansowaniem. Działanie w takim trybie może prowadzić do niepodejmowania długoterminowych choć wysoce produktywnych i zyskowych inwestycji, niedoinwestowania zasobów siły roboczej, niedoinwestowania sfery badań i rozwoju, natomiast nadmiernego inwestowania w aktywność generującą krótkookresowe zyski, która jednak w długim okresie przynosić może straty oraz wiązać się z ryzykiem. Ten sam rodzaj presji odczuwają menedżerowie zajmujący się portfelami aktywów funduszy emerytalnych i innych inwestorów instytucjonalnych, co w rezultacie prowadzi do podobnego koncentrowania się na krótkoterminowych zwrotach, czasami ze stratą dla inwestycji długoterminowych. Przejawy krótkowzrocności obejmują skracanie przez inwestorów okresu przetrzymywania aktywów na rynkach finansowych, jak również ograniczanie przez menedżerów długookresowych rentownych inwestycji w celu osiągnięcia krótkoterminowych celów w zakresie zysku. Ponadto inwestorzy mają wyższe oczekiwania co do długoterminowych stóp zwrotu niż jest to w rzeczywistości konieczne<sup>132</sup>.

Przypuszcza się również, że ten krótkookresowy imperatyw inwestorów wpływa na zarządzanie przedsiębiorstwami niefinansowymi nie tylko dlatego, iż menedżerowie tych podmiotów stykają się z bezpośrednimi zachętami do podejmowania tego typu działań, lecz również z uwagi na presję zewnętrzną, jaka jest na zarządzających wywierana przez inwestorów i instytucje finansowe. W tej grupie znajdują się fundusze emerytalne i podobni do nich inwestorzy instytucjonalni jak również private equity i fundusze hedgingowe. Podmioty finansowe wymienione wyżej wykorzystują swój dostęp do długu i możliwości w zakresie inżynierii finansowej do wydobywania i pobierania w krótkim okresie wartości z przedsiębiorstw niefinansowych, prawdopodobnie kosztem inwestycji, podatników i pracowników<sup>133</sup>.

130 A. Szunke, *The Role of Financialization In Banking Sector Instability*, „Journal of Economics & Management” 2014, Vol. 14, s. 101.

131 Szerzej zob.: W. Małecki, *Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej*, „Gospodarka Narodowa” 2016, nr 4(284), s. 47–68.

132 G. Epstein, *On the Social Efficiency of Finance*, s. 336.

133 *Ibidem*.

### 3.6. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale przedmiotem rozważań były interakcje zachodzące między zjawiskiem finansyzacji gospodarki a sferą makroekonomiczną. Ukazane zostało w nim krytyczne spojrzenie na kwestię nadrzędności rynku wobec innych podmiotów gospodarczych oraz jego efektywności. Zaprezentowano również, jak w opinii niektórych autorów koncepcja rynku poddawana jest idealizowaniu, a także ideologizowaniu. W tym kontekście uprawnione zdaje się wskazanie, iż zakwestionowanie paradygmatu zakładającego efektywność rynku kapitałowego oraz jego supremację sprawia, że narracja związana z finansyzacją przestaje być osadzona na solidnym gruncie teoretycznym. Działania podmiotów gospodarczych przestają być uzasadniane efektywną alokacją zasobów oraz ich rynkową wyceną, a w rezultacie optymalną dystrybucją korzyści dla posiadaczy określonych aktywów w gospodarce jako całości. Stają się natomiast pogonią za rentą uprzywilejowanych z uwagi na dostęp do kapitału podmiotów finansowych drenujących zasoby generowane w realnej sferze gospodarki i obniżających możliwości dalszego zrównoważonego wzrostu. Jednocześnie dominacja narracji zakładającej efektywność rynku kapitałowego, sprowadzająca zasoby jedynie do roli aktywów finansowych, determinuje podejmowanie działań będących częstokroć pogonią za zyskiem, bez względu na człowieka, środowisko i planetę.

W rozdziale zaprezentowane zostało ponadto, w jaki sposób finansyzacja przyczyniła się do przekształcenia wybranych rynków towarowych, na których dominujący wpływ zyskały motywy finansowe i podmioty finansowe, kosztem dotychczasowych uczestników i motywów wynikających głównie z dążenia do zarządzania ryzykiem. Rezultatem tego jest wskazywany w literaturze przedmiotu zanik dotychczasowych funkcji pełnionych przez te rynki, m.in. informacyjnej funkcji ceny światowej. Nade wszystko przekształcenie produktów żywnościowych w aktywa finansowe stworzyło możliwość spekulacji na skalę światową niosącej za sobą negatywne skutki natury społecznej i politycznej.

Rozważania prowadzone w rozdziale trzecim dotyczyły również zagadnienia finansyzacji działalności państwa. Najbardziej dobitnym tego przykładem wydaje się przekształcenie polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne, która jednostronnie ukierunkowana została na kwestii sterowania inflacją. Polityce tej podporządkowano inne cele, m.in. tworzenie miejsc pracy, wzrost gospodarczy, a także kwestię dystrybucji dochodów w gospodarce. Banki centralne wielu krajów stały się w gruncie rzeczy instytucjonalnym, zapleczem dla zabezpieczania interesów jednego rodzaju podmiotów gospodarczych, tych wywodzących się z sektora finansowego. Neutralność banku centralnego wykorzystana została zaś jako argument do negocjowania potrzeby pełnienia przez tę instytucję funkcji służącej całej gospodarce nie zaś tylko i wyłącznie jednemu z jej sektorów. Innym wskazywanym w niniejszym rozdziale przejawem zjawiska finansyzacji państwa jest funkcjonowanie państwowych funduszy majątkowych. Dla wielu krajów rozwijających się podmioty te stały się narzędziem aktywnej, a zarazem innowacyjnej działalności

w ramach polityki gospodarczej. W warunkach dominacji ekonomicznej krajów zachodnich podmioty te pozwoliły czerpać korzyści synergiczne wynikające z łączenia zasad rynkowych i zaangażowania instytucji państwa, dając przewagę komparatywną i umożliwiając krajowym przedsiębiorstwom organiczny wzrost, zdobywanie kolejnych rynków oraz zwiększanie konkurencyjności. W tym aspekcie uprawniona wydaje się być konkluzja, że finansyzacja ułatwiła rozwój gospodarek z krajów azjatyckich, zwłaszcza zaś gospodarki chińskiej, które w największym stopniu czerpały korzyści z procesu globalizacji w ostatnich dekadach.

W niniejszym rozdziale szerokiej analizie poddano również zjawiska oraz trendy makroekonomiczne towarzyszące zjawisku finansyzacji gospodarki i bezpośrednio z nim związane. Wśród nich za kluczowe uznać można zwiększoną częstotliwość oraz dotkliwość kryzysów. W okresie dominacji rynkowego paradygmatu w polityce gospodarczej, który to okres pokrywa się z rozwojem zjawiska finansyzacji gospodarki, zakres i skala kryzysów były niewspółmierne względem częstotliwości tych zjawisk w okresie powojennym, kiedy to gospodarki większości krajów świata zachodniego funkcjonowały w oparciu o keynesistowskie paradygmaty w dziedzinie polityki gospodarczej. Ponadto okres finansyzacji gospodarki to również czas znaczącego zwiększania zadłużenia zarówno na poziomie państw, jak i przedsiębiorstw, a także gospodarstw domowych. Skutkiem tego są nie tylko same kryzysy finansowe wynikające z nadmiernego zadłużenia, lecz również trudności związane z powrotem gospodarek na ścieżkę wzrostu gospodarczego, co wiąże się ze zjawiskiem nawisu długu. Na poziomie makroekonomicznym finansyzacja wskazywana jest również jako czynnik potęgujący i determinujący zjawisko nierówności majątkowych i dochodowych w gospodarce. Przejawiają się one zwłaszcza w odniesieniu do spadku udziału dochodów pochodzących z pracy oraz rozwarstwienia dochodów pomiędzy kadrą zarządzającą przedsiębiorstw a szeregowymi pracownikami. Finansyzacja gospodarki pozostaje również w bezpośrednim związku ze zjawiskiem inflacji aktywów wymagającej stałego napływu kapitału na dany rynek. Wydaje się w tym kontekście, że realna sfera gospodarki została podporządkowana dostarczaniu tego kapitału, zaś rozwój gospodarki jako całości to jedynie efekt uboczny tego procesu. Sam wzrost gospodarczy, zgodnie z prezentowanymi badaniami empirycznymi, jest osłabiany przez nadmiernie rozbudowany system finansowy, co ma miejsce w wielu rozwiniętych gospodarkach na świecie.

Tematyką podjętą w kolejnym rozdziale monografii będzie zjawisko finansyzacji rozpatrywane w kontekście mikroekonomicznym, czyli przez pryzmat indywidualnych podmiotów gospodarczych, takich jak przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe.





## Rozdział IV

# Finansyzacja w ujęciu mikroekonomicznym

### 4.1. Wprowadzenie

Hyman Minsky zwracał uwagę, że od początku lat 80. ubiegłego wieku miał miejsce proces tworzenia kapitalizmu menedżerów finansowych (*money manager capitalism*). W jego opinii w gospodarce Stanów Zjednoczonych menedżerowie korporacyjni zastępowani byli menedżerami odpowiedzialnymi za zarządzanie pieniędzem. Miało to również związek z rozwojem instytucji finansowych, takich jak fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, które stawały się udziałowcami i właścicielami coraz większej puli aktywów na rynkach kapitałowych. W następstwie tego zmianie uległo podejście w zakresie portfela aktywów. Pasywna strategia kupuj i trzymaj zastąpiona została strategią zakładającą aktywne kształtowanie portfela inwestycyjnego. Głównym zadaniem menedżerów finansowych, a zarazem jedynym kryterium oceny efektywności ich działania była maksymalizacja wartości inwestycji dla uczestników funduszy. Aktywny sposób zarządzania aktywami oznaczał, że menedżerowi ci stale uczestniczyli w transakcjach na rynku kapitałowym, a stopy zwrotu, jakie osiągnęli, były pochodną wychwytywania krótkookresowych zmian stóp procentowych i zmian cen akcji. To właśnie takie źródła zysku dominowały nad długookresową strategią pasywnego inwestowania z zamiarem realizacji zysków długookresowych. W ten sposób spojrzenie krótkookresowe zastąpiło myślenie długookresowe w całej gospodarce. Podobnie jak menedżerowie finansowi odczuwali presję związaną z wynikami w najbliższym okresie, gdyż kapitał im powierzony mógłby migrować do podmiotów efektywniej zarządzających kapitałem, tak również menedżerowie korporacyjni znajdowali się pod presją podobnych oczekiwań. Rosnący wpływ i znaczenie menedżerów finansowych zmusił przedstawicieli biznesu do coraz silniejszej koncentracji uwagi na kwartalnych zyskach oraz rynkowej wartości akcji podległych im korporacji – innymi słowy

do nadania priorytetu wartości akcjonariuszy. Tego rodzaju presja stanowiła dla wielu przedsiębiorstw niefinansowych bodziec do zmniejszania i ograniczania kosztownej oraz pochłaniającej czas działalności produkcyjnej. Zamiast tego aktywność tych podmiotów ukierunkowana została na fuzje i przejęcia, których skala osiągnęła bezprecedensowe rozmiary, zaś uwaga zarządzających skupiała się na różnego rodzaju działalności pożyczkowej, inwestycyjnej, kredytowej – tradycyjnie przynależnej przedsiębiorstwom finansowym<sup>1</sup>.

Lynn Stout przekonuje, że w chwili obecnej w świecie biznesu myślenie przez pryzmat wartości dla akcjonariuszy ma charakter endemiczny. Jej zdaniem zapytani pięćdziesiąt lat temu dyrektorzy lub prezesi dużych korporacji o cel funkcjonowania przedsiębiorstwa odpowiedzieliby zapewne, że przedsiębiorstwo realizuje wiele celów: zapewnianie stałych zwrotów dla inwestorów udostępniających kapitał, tworzenie dobrych produktów, dostarczanie godnych środków do życia dla pracowników oraz wnoszenie wkładu na rzecz społeczności i kraju. Dzisiaj usłyszelibyśmy najprawdopodobniej odpowiedź, że cel przedsiębiorstwa jest jeden i jest nim maksymalizacja majątku akcjonariuszy. Takim sposobem myślenia kierują się obecnie dyrektorzy i kadra zarządzająca przedsiębiorstw, koncentrując się w sposób bezwzględny na wzroście cen rynkowych akcji. W pogoni za uwalnianiem wartości dla akcjonariuszy sprzedają oni kluczowe aktywa, zwalniają lojalnych i oddanych pracowników oraz bezlitośnie wykorzystują pozostałych pracowników, dokonują cięć w usługach posprzedażowych, w obszarze wsparcia i pomocy klientom, redukują nakłady na badania i rozwój, opóźniają wymianę przestarzałych, wyeksploatowanych i niebezpiecznych maszyn i urządzeń, obsypują dyrektorów generalnych opcjami na akcje i drogimi pakietami w celu ich motywowania. Ponadto w wielu wypadkach pozbawiają oni przedsiębiorstwa gotówki, która przeznaczana jest na wypłatę olbrzymich dywidend i wykup akcji własnych, a także zwiększają wykorzystanie dźwigni finansowej do poziomu zagrażającego wypłacalności przedsiębiorstwa. Lobbują oni również w instytucjach odpowiedzialnych za kształtowanie prawa regulującego rynki, by móc podążać za zyskiem krótkookresowym poprzez spekulacje z wykorzystaniem swapów ryzyka kredytowego i innych instrumentów pochodnych o wysokim ryzyku. Robią te wszystkie rzeczy, mimo iż wielu pojedynczych dyrektorów i członków organów zarządczych nie jest przekonanych co do tych strategii. Intuicyjnie wyczuwają oni, że ta orientacja na wyłącznie jednym celu w postaci rynkowego kursu akcji może nie służyć interesom społeczeństwa, przedsiębiorstwa lub nawet samym akcjonariuszom<sup>2</sup>.

Ukazane wyżej działania rozpatrywać należy w szerszym kontekście, gdyż to zjawisko finansyzacji gospodarki stanowi tło działań podejmowanych w przedsiębiorstwach. Finansyzacja przedsiębiorstwa może być rozpatrywana i definiowana

- 
- 1 Ch. Whalen, *Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky*, „e-Finance Financial Internet Quarterly” 2017, Vol. 13(2), s. 46.
  - 2 L. Stout, *The Shareholder Value Myth, How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett – Koehler Publishers, San Francisco 2012, s. 3.

w trzech aspektach. Po pierwsze, w wymiarze sieciowym (*network dimension*), który odnosi się do zmiany struktury własności i nadzoru. Pozostaje to w związku z rosnącym znaczeniem nowych kategorii właścicieli, takich jak np. inwestorzy finansowi, kosztem wcześniej najbardziej powszechnych i przeważających akcjonariuszy (indywidualnych, branżowych). Ci ostatni mogą być postrzegani albo jako wpływowi, lecz cierpliwi lub też jako pasywni, odizolowani i nieposiadający wpływu. Różne stopnie finansyzacji przedsiębiorstw w tym wymiarze można zidentyfikować z uwagi na stopień konstelacji typowego podmiotu; punktem wspólnym w tym wymiarze finansyzacji jest rozproszenie własności spółek notowanych na giełdzie, spoczywającej w rękach inwestorów instytucjonalnych. Po drugie, finansyzacja przedsiębiorstwa może przybierać wymiar szacunku instytucjonalnego (*institutional respect*). Charakteryzuje się on ustanawianiem nowych reguł dla przedsiębiorstw i rynków finansowych, które obecnie dają prawa i zwiększają możliwości wpływu bardziej zorganizowanym akcjonariuszom mniejszościowym w relacji do zarządzających, innych grup właścicieli, kredytodawców, pracowników, a także nakładają obowiązki na przedsiębiorstwa. Po trzecie, może to być wymiar poznawczo-kulturowy (*cognitive – cultural respect*), przejawiający się nowymi ideami przewodnimi w zakresie zarządzania i nadzoru korporacyjnego, które dostarczają paliwa do przeprowadzania reform na poziomie instytucjonalnym oraz dają podmiotom na poziomie pojedynczego przedsiębiorstwa nowy katalog argumentów. Są one rezultatem powstania teorii i heurystyk wykorzystywanych następnie do oceny i wyceny przedsiębiorstw na rynku kapitałowym (takich jak np. *Capital Asset Pricing Model*, *Discounted Cashflow*). Obejmują również teorie uzasadniające i usprawiedliwiające, dlaczego podmioty otrzymujące dochody rezydualne powinny posiadać również prawo rezydualnej kontroli, zaś zarządzający wynagradzani mają być w pierwszej kolejności za zabezpieczanie interesów akcjonariuszy (*agency theory*). Struktura każdego ze wskazanych obszarów i wymiarów sprawia, że finansyzacja przedsiębiorstwa może być determinowana przez wzajemne uzupełnianie, wzmacnianie i oddziaływanie pomiędzy czynnikami każdej z grup. Dlatego też panuje przekonanie, że przedsiębiorstwa mogą być sfinansyzowane w różnym stopniu (poddane procesom finansyzacji w różnym zakresie), nie zaś zwyczajnie tylko sfinansyzowane<sup>3</sup>.

Naturalną konsekwencją finansyzacji gospodarki na poziomie makroekonomicznym, co ukazane zostało w poprzednim rozdziale, jest przeniesienie motywów oraz imperatywów finansowych na poziom pojedynczych podmiotów gospodarczych – przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Celem rozdziału czwartego jest ukazanie przejawów finansyzacji w działalności przedsiębiorstw finansowych, przedsiębiorstw niefinansowych oraz gospodarstw domowych. Struktura rozdziału została podporządkowana właśnie temu celowi. W kolejnej jego części zaprezentowane zostaną kluczowe charakterystyki przedsiębiorstwa podlegającego procesowi

3 M. Faust, J. Kädtler, *The(Not Entirely) Financialized Enterprise – A Conceptual Proposal*, „Historical Social Research” 2019, No. 44, s. 294–295.

finansyzacji. Następnie omówione zostaną przejawy finansyzacji przedsiębiorstw niefinansowych, a w kolejnej części przedsiębiorstw finansowych, głównie banków komercyjnych. W ostatniej części przedmiotem rozważań będzie zjawisko finansyzacji gospodarstw domowych. Całość rozdziału kończy podsumowanie.

## 4.2. Charakterystyka przedsiębiorstwa poddanego procesowi finansyzacji

Przedsiębiorstwa znajdują się w centrum gospodarki kapitalistycznej, to bowiem one ją utrzymują poprzez swoją działalność produkcyjną i inwestycyjną. Pojawienie się na rynku kapitałowym struktur umożliwiających finansowanie typu spekulacyjnego podkreśla sprzeczność pomiędzy finansami jako użytecznym ułatwieniem dla działalności odbywającej się poza rynkiem kapitałowym a potrzebą mobilizowania zasobów finansowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w celu wsparcia płynności na rynku kapitałowym oraz wartością aktywów rynkowych, która podlega inflacji wraz z napływem nadmiernych strumieni finansowych na te rynki. Przy takiej inflacji aktywów rynek kapitałowy przestaje być użytecznym mechanizmem dla przedsiębiorstw produkcyjnych; preferencje w zakresie płynności indukowane niepewnością oraz nadmierna kapitalizacja zniechęcają takie przedsiębiorstwa do podejmowania działalności inwestycyjnej. Rynek kapitałowy ułatwia natomiast takim przedsiębiorstwom wzrost dzięki fuzjom i przejęciom, co jeszcze bardziej napędza inflację aktywów środkami kierowanymi nań przez przedsiębiorstwa. Współczesnym wzorem i ideałem przedsiębiorstwa produkcyjnego nie jest podmiot produkujący i sprzedający produkty przynoszące większe wartości użyteczne ze społecznego punktu widzenia. Jest nim natomiast podmiot produkujący i sprzedający towary w postaci spółek (obracający aktywami finansowymi), których wartość podlega wzrostowi na rynku poprzez inflację aktywów. Kiedy środki finansowe będące w posiadaniu przedsiębiorstw niefinansowych przeznaczone na inwestycje w wyposażenie majątkowe i technologie kierowane są na działalność finansową, należy postawić pytanie, czy tego typu przedsiębiorstwa nadal wypełniają swoje funkcje związane z przedsiębiorczością w sposób skuteczny i efektywny<sup>4</sup>. Andrzej Fierla dowodzi, że w okresie finansyzacji rozwój organiczny spółek zszedł na drugi plan, ustępując rozwojowi zewnętrznemu poprzez fuzje i przejęcia, nawet przy sprzeciwie kluczowych akcjonariuszy. Szybkość rozwoju zaczęła być ważniejsza od kosztów, choćby skrajnie wysokich<sup>5</sup>.

4 J. Toporowski, *The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, Routledge, London 2000, s. 132–133.

5 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 70.

Na poziomie organizacyjnym finansyzacja pociąga za sobą proces, w którym zewnętrzne podmioty finansowe, takie jak analitycy giełdowi, banki inwestycyjne i duzi inwestorzy oraz akcjonariusze są w stanie wpływać na wewnętrzne strategie organizacyjne i wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych oraz te strategie kontrolować. W tym sensie sektor finansowy stał się głównym agentem sprawującym nadzór i jednocześnie organizatorem w realnej gospodarce. Kluczowym dla tego sposobu nadzoru jest rozwój nowych instrumentów finansowych, nowych pośredników finansowych, takich jak fundusze hedgingowe, fundusze private equity, które czynią kapitał wysoce mobilnym i dostępnym. Umożliwia to szybkie kupno i równie szybką sprzedaż spółek lub ich aktywów. Jeśli akcje spółki giełdowej są niedoszacowane, wyceniane poniżej wartości w stosunku do posiadanych przez nią aktywów, w łatwy sposób mogą być zakupione, poddane reorganizacji z odsprzedażą nisko produktywnych części, a wszystko to z rynkiem w roli ostatecznego arbitra określającego wartość. Znaczenie mobilności kapitału wykracza poza kwestię traktowania przedsiębiorstw jako wiązki aktywów, która może być zakupiona i sprzedana. Z punktu widzenia strategii oznacza to również, że przedsiębiorstwa nie muszą już dłużej angażować się w konkurowanie na określonym rynku. Jeśli bowiem mają do czynienia z dużą konkurencją, mogą z tego rynku wyjść, co rezonuje z klasyczną teorią wyjścia, głosu i lojalności zaproponowaną przez Alberta Hirschmana. W chwili obecnej przedsiębiorstwa mogą opuścić te rynki, które uważają za zbyt konkurencyjne lub niespełniające ich oczekiwań. Jest to istotna różnica w porównaniu ze wcześniejszym okresem, kiedy to inwestycje w fabryki i ich wyposażenie wiązały kapitał z inwestycjami w aktywa rzeczowe, a menedżerowie, by móc konkurować, musieli znaleźć sposób na poprawę produktywności, jakości oraz wzrost innowacyjności<sup>6</sup>. W okresie finansyzacji gospodarki zmianie uległ rynek kontroli nad spółkami przejawiający się wzrostem znaczenia funduszy kosztem inwestorów branżowych. Ci pierwsi często działają w grupie, a ich horyzont inwestycji jest krótko- i średnioterminowy. Po przejściu kontroli wymuszają poprawę raportowanych wyników, co umożliwia im następnie dokonanie procesu korzystnej dezinvestycji. Akcje „wyeksploatowanej” spółki zostają później w portfelach innych inwestorów naiwnie wierzących w możliwość dalszej poprawy wyników i wzrosty notowań<sup>7</sup>.

Finansowy model przedsiębiorstwa narzucony przez podmioty traktujące je jako wiązkę aktywów doprowadził również do sytuacji, w której menedżerowie, chcąc uniknąć przejęcia, koncentrowali się na wycenie rynkowej akcji i wykorzystywali zyski zatrzymane do wykupu akcji własnych zamiast środki finansowe przeznaczać na badania i rozwój, innowacje czy też kompetencje, a także umiejętności pracowników. Ponadto relatywnie łatwe strategie wyjścia stały się kolejnym powodem, dla którego przedsiębiorstwa mogły zmniejszać swoje zaangażowanie

6 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, Upjohn Institute Working Papers 2013, No. 13–191, s. 5.

7 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 70.



w obszarze badań i rozwoju, które są kluczowe do długookresowego wzrostu i rozwoju. Działanie zgodnie z finansowym modelem biznesowym uzasadniało, dla czego łatwiejsze i bardziej dochodowe może być wyjście z określonego rynku niż inwestowanie w różnego rodzaju innowacje potrzebne do skutecznego konkurowania na trudnym globalnym rynku<sup>8</sup>.

W literaturze podnoszona jest również kwestia finansyzacji zysków przedsiębiorstw. Źródłem tego zjawiska należy upatrywać w kilku czynnikach. Po pierwsze, w ostatnich dekadach uległa zmianie struktura akcjonariatu, w której większy wpływ uzyskiwały podmioty inwestycyjne wykorzystujące należne im prawa własności do narzucenia finansowej logiki w strategicznym działaniu przedsiębiorstw. Logika ta obejmuje tworzenie zachęt dla kadry menedżerskiej najwyższego szczebla, by stosowała ona agresywne metody zarządzania gotówką, włączając w to emisję różnorodnych papierów wartościowych, a także przekształcała aktywa niepiłynne, takie jak zapasy, przysługę przychody ze sprzedaży, nakłady na badania i rozwój oraz różne aktywa niematerialne, w aktywa płynne zapewniające zysk<sup>9</sup>.

Wpływowi oraz dominacji inwestorów instytucjonalnych towarzyszył wzrost stopnia internacjonalizacji przedsiębiorstw. Postęp w zakresie finansyzacji, jaki zachodził w centralach zlokalizowanych głównie w najbardziej rozwiniętych krajach zachodnich, prowadził również do stałego procesu centralizacji zysków. W przypadku gospodarek krajów Ameryki Łacińskiej ogromne znaczenie miały relacje tych gospodarek z innymi krajami i regionami oraz różnice w systemach finansowych każdego z nich. Liberalizacja handlu oraz kryzysy finansowe znacząco obniżyły pozycje lokalnych korporacji oraz zwiększyły presję na największe krajowe przedsiębiorstwa finansowane środkami pochodzącymi z zagranicy<sup>10</sup>.

Teoria przewagi komparatywnej wspierana przez nurt zarządzania strategicznego dostarczyła racjonalnych argumentów i wskazówek w obszarze restrukturyzacji organizacji, które były spójne z koncepcją zarządzania wartością dla akcjonariuszy. Coimbatore Krishnarao Prahalad i Gary Hamel dowodzili, że przedsiębiorstwo może najlepiej konkurować na globalnych rynkach, kiedy skoncentruje się na swoich kluczowych kompetencjach i pozbędzie się pozostałych obszarów biznesowych. Był to bezpośredni atak na zdywersyfikowane konglomeraty, z których wiele osiągało słabe wyniki w latach 70. i 80. ubiegłego wieku. Koncentrując z precyzją lasera zasoby i talenty na podstawowym biznesie i nie będąc rozproszonymi przez inne działalności, przedsiębiorstwa są w stanie być pierwszymi w swoim obszarze. Choć sedno tej argumentacji nie koncentruje się na wartości dla akcjonariuszy, to jednak łączy się z teorią agencji. Sprzedaż niektórych części organizacyjnych przedsiębiorstwa, niepowiązanych z podstawową działalnością, które zwykle są mniej dochodowe, dostarcza natychmiastowo środków finansowych dla akcjonariuszy,

8 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization...*, s. 6.

9 E. Correa, G. Vidal, W. Marshall, *Financialization in Mexico: Trajectory and Limits*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2012, No. 35(2), s. 256.

10 *Ibidem*, s. 257.

poddając jednocześnie jeszcze większej kontroli ze strony akcjonariuszy podstawową, pozostałą po sprzedaży innych obszarów działalność przedsiębiorstwa. Podejście to znajdowało uzasadnienie w zarządzaniu strategicznym w nurcie teorii przewag komparatywnych<sup>11</sup>.

Szczególnie istotnym elementem w procesie upowszechniania finansowego modelu przedsiębiorstwa był olbrzymi wzrost wykorzystania opcji na akcję jako składnika wynagrodzeń menedżerów. Naukowym tego uzasadnieniem było przekonanie, że pomaga to rozwiązać problem agent – pryncypał, wiążąc interesy kadry zarządzającej i akcjonariuszy w taki sposób, że ci pierwsi będą podejmowali decyzje zmierzające do maksymalizacji wyników finansowych przedsiębiorstwa. Jednak słabym punktem w tej teorii akademickiej jest to, że w przeciwieństwie do akcjonariuszy kadra zarządzająca najwyższego szczebla nie inwestuje własnych pieniędzy, dlatego też nie jest narażona na ryzyko wynikające ze spadku kursu akcji. Ponadto jedynym miernikiem stosowanym do oceny dokonań przedsiębiorstwa był kurs akcji, a pozostałe wskaźniki miały znaczenie drugorzędne. Opcje na akcję zmieniły optykę menedżerów z zaangażowania na rzecz wyników organizacji i jej zrównoważonego rozwoju w kierunku działań zmierzających do zarządzania kursem akcji w celu maksymalizacji osobistych korzyści jako akcjonariusze<sup>12</sup>.

Lynn Stout stoi na stanowisku, że ideologia związana z wartością dla akcjonariuszy jest niczym innym jak tylko ideologią. Nie jest ona umocowanym prawnie wymogiem ani też nie wynika z praktycznej potrzeby i konieczności współczesnego życia biznesowego. W prawodawstwie amerykańskim dotyczącym spółek nie ma i nigdy nie było zapisów wskazujących, że od dyrektorów spółek publicznych wymaga się maksymalizacji czy to ceny rynkowej, czy bogactwa akcjonariuszy. Wręcz przeciwnie, tak długo, jak członkowie rady nadzorczej nie wykorzystują zajmowanej pozycji do bogacenia się, przepisy prawa dają im dużą swobodę w kierowaniu spółkami publicznymi, mając na uwadze inne cele, włączając do tej grupy wzrost przedsiębiorstwa, tworzenie produktów o dobrej jakości, ochronę zatrudnionych pracowników i służenie interesowi publicznemu. Pogoń za wartością dla akcjonariuszy jest wyborem samych menedżerów nie zaś wymogiem znajdującym uzasadnienie w przepisach prawa<sup>13</sup>.

Mimo to od lat 90. minionego wieku idea zakładająca, że przedsiębiorstwa powinny służyć tylko powiększaniu majątku akcjonariuszy, którego odzwierciedleniem jest rynkowy kurs akcji, zaczęła dominować nad innymi teoriami w zakresie celów funkcjonowania przedsiębiorstwa. Jak przekonuje Lynn Stout, kadra zarządzająca wespół z dziennikarzami i profesorami szkół biznesowych przyjęła i zaakceptowała potrzebę maksymalizacji wartości akcjonariuszy z niemalże religijnym zapałem. Świat akademicki przekonywał i dowodził, że menedżerowie w przedsiębiorstwach powinni koncentrować się wyłącznie na maksymalizacji korzyści

11 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization...*, s. 14.

12 *Ibidem*, s. 16.

13 L. Stout, *The Shareholder Value Myth...*, s. 3–4.

akcjonariuszy w spółkach. Podejście to w jakkolwiek błędny sposób określone zostało terminem prymat akcjonariuszy, gdy tymczasem bardziej właściwym zwrotem jest w tym przypadku absolutyzm akcjonariuszy lub dyktatura akcjonariuszy<sup>14</sup>. Sprowadzenie pierwotnie długoterminowego kryterium oceny przedsiębiorstwa, jakim była wartość dla akcjonariuszy, do okresu rocznego, a następnie kwartalnego doprowadziło do radykalnego skrócenia horyzontu decyzji menedżerskich oraz tych podejmowanych przez inwestorów. Ocena osiągnięć spółek w zakresie kreowania wartości w oparciu o bieżące komunikaty i informacje została scharakteryzowana przez Jacka Welcha jako najgłupszy pomysł na świecie<sup>15</sup>.

Koncentracja na zwiększaniu wartości majątku akcjonariuszy oraz kluczowych kompetencjach przedsiębiorstwa nie pozostawała bez związku z zatrudnieniem w przedsiębiorstwach. W literaturze wskazywane są dowody empiryczne sugerujące, że redukcja zatrudnienia była strategią wykorzystywaną do zwiększenia kursu akcji. Prawdopodobieństwo działań zmierzających do redukcji zatrudnienia było większe w przypadku ukierunkowanych na wyniki finansowe dyrektorów i przedsiębiorstw wypłacających wyższe dywidendy na akcję niż w pozostałych firmach. Ponadto, w przedsiębiorstwach, w których ogłaszano większe zwolnienia, w kolejnych latach menedżerowie otrzymywali wyższe wynagrodzenia. Trudno jednak w sposób jednoznaczny stwierdzić, czy redukcje były wynikiem znaczenia przywiązywanego do koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy, czy też wynikały z realnej presji, której poddawane były przedsiębiorstwa na opartych o konkurencję kosztową rynkach. Drugim rezultatem stał się wzrost udziału miejsc pracy o relatywnie niskim wynagrodzeniu. Wraz z tym, jak duże korporacje stosowały outsourcing, głównie w celu redukcji kosztów lub unikania umów ze związkami zawodowymi, zwiększeniu uległo zatrudnienie na nisko płatnych stanowiskach pracy, a także udział nisko płatnych miejsc pracy w poszczególnych gałęziach przemysłu<sup>16</sup>.

Wraz ze zmianą sposobu postrzegania zasobów przedsiębiorstwa jako relatywnie płynnych nie zaś trwałych aktywów, podobnie traktowani zaczęli być pracownicy uznani za dobro jednorazowego użytku. Również pogląd zakładający, że siła robocza jest *quasi*-stałym aktywem trwałym, a kapitał ludzki jest wartościowy i specyficzny dla każdego przedsiębiorstwa stały się nieaktualne. Pracy przywrócony został status kosztu zmiennego, który musi być minimalizowany. Ponieważ przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu czerpały zyski z działalności finansowej, a ich sukces w mniejszym stopniu zależny był od działalności produkcyjnej, dobrobyt przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu powiązany był z dobrobytem pracowników. Odwrócenie zależności w następstwie wysokiej mobilności kapitału zmieniło dotychczasowe tradycyjne zachowanie menedżerów ukierunkowane na inwestowanie w kompetencje i umiejętności pracowników oraz

14 *Ibidem*, s. 4.

15 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 59–60.

16 R. Batt, E. Appelbaum, *The Impact of Financialization...*, s. 20–21.

zaangażowanie w obszarze kształtowania wydajnych relacji między pracownikami a zarządzającymi<sup>17</sup>.

Zmniejszanie poziomu kapitału własnego i zastępowanie go kapitałem obcym było spójne z celami zakładanymi w koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy, która propagowała zwrot z kapitału własnego jako podstawową miarę efektywności działań podejmowanych przez menedżerów. Zwiększanie zadłużenia było postrzegane przez zwolenników koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy jako sposób na zapewnienie transferu wolnych przepływów pieniężnych generowanych w przedsiębiorstwie do inwestorów zamiast zatrzymania ich przez menedżerów i przeznaczenia na nieproduktywne inwestycje czy też rozrzutne i niepotrzebne wydatki. Rozszerzony zakres partycypacji menedżerów we własności podmiotów, którymi kierowali, był narzędziem wiążącym korzyści najwyższej kadry kierowniczej z korzyściami akcjonariuszy, a opcje na akcje miały za zadanie wyznaczenie długiego horyzontu, w którym menedżerowie mieli podejmować działania ukierunkowane na wdrażanie strategii zarządzania wartością. Jakkolwiek proces zastępowania kapitału własnego długiem pobudzał i przyspieszał wynagrodzenie menedżerów, to jednak równocześnie podkopywał relacje między aktywami i pasywami. Wystarczył bowiem mały spadek wartości niektórych aktywów, by przedsiębiorstwo doświadczyło problemów ze spłatą zobowiązań i niewypłacalnością<sup>18</sup>.

Jednak nawet bez jakiegokolwiek presji wywieranej na menedżerów, by ci zwiększali rentowność kapitału własnego, banki i przedsiębiorstwa niefinansowe mają skłonność i tendencję do minimalizowania wielkości kapitału stanowiącego podstawę ich funkcjonowania. Wynika to z przekonania, że kapitał podstawowy spoczywa w sposób bezproduktywny w bilansie, a zablokowane tam środki finansowe mogłyby przynosić zysk. W podobny sposób jako zbędne postrzegane są aktywa rezerwowe (rezerwy) deponowane przez banki komercyjne w banku centralnym, których zadaniem jest zapewnianie płynności banku. W następstwie tego w większości krajów rozwiniętych dał się zauważyć trend spadkowy w odniesieniu do kształtowania się wymaganego wskaźnika płynnych rezerw do aktywów, który osiągał poziom znacznie poniżej 10%. Spadek ten wydaje się być kolejną cechą charakterystyczną dla rozwoju finansowego i rozwoju gospodarczego. Z założenia potrzeba utrzymywania kapitału podstawowego jako kluczowego elementu kapitału znika, jeśli bilans przedsiębiorstwa jest całkowicie zabezpieczony zaś aktywa i pasywa są dokładnie dopasowane do wahań w zakresie wartości. Banki i instytucje niefinansowe usiłowały podążać za tym kierunkiem myślenia poprzez rosnące wykorzystanie instrumentów pochodnych, gdy rynek instrumentów pochodnych został poddany deregulacji, utrzymując poczucie bezpieczeństwa w sytuacji spadku bufora w postaci kapitału, nawet gdy nie były podejmowane próby ograniczenia

17 *Ibidem*, s. 6.

18 A. Shipman, *Capitalism without Capital. Accounting for the Crash*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke 2015, s. 55.

zobowiązań bilansowych<sup>19</sup>. Istniał też bardziej kluczowy i zasadniczy, oparty na gruncie teorii, powód, dlaczego miał miejsce relatywny spadek kapitałów własnych – był nim wyższy koszt tej formy finansowania niż finansowanie długiem. Pozostawało to bowiem zgodne z teorią struktury kapitału zaproponowaną przez Franco Millera i Mertona Modiglianiego<sup>20</sup>.

W modelu opisującym cechy przedsiębiorstwa podlegającego procesowi finansyzacji istotne miejsce zajmuje problematyka wynagradzania menedżerów tychże przedsiębiorstw. W literaturze jest wskazywane, że od połowy lat 90. ubiegłego wieku coraz większą część wynagrodzenia dyrektorów zarządzających i menedżerów najwyższego szczebla stanowiły zaczęły akcje spółek, które rady nadzorcze chętnie pośród nich rozdzielały. Przybierały one formę opcji na akcję lub nagród w postaci akcji. Kiedy natomiast ceny akcji malały, rady nadzorcze szybko reagowały nowymi opcjami na akcję i nagrodami w postaci dodatkowych akcji dla dyrektorów, by ci, kiedy akcje spółek znów wzrosną, nawet w sposób przejściowy, mogli zrealizować obfite zyski kapitałowe, realizując opcje i sprzedając akcje. Taka forma wynagradzania osób sprawujących najwyższe stanowiska kierownicze była zachętą do podejmowania działań zmierzających do krótkookresowego zwiększania wartości akcji zarządzanych spółek, nawet jeśli działania takie przynosiły korzyści dopiero w długim okresie. William Lazonick udokumentował, że głównym sposobem osiągnięcia tego celu było wykorzystywanie przez przedsiębiorstwa zysków do wykupu akcji własnych lub pożyczanie środków finansowych na ten cel. Działania tego typu prowadziły do napompowywania cen akcji poprzez mechanizm zmniejszania liczby akcji dostępnych na rynku giełdowym. W następstwie tego bez ponoszenia wysiłku niższa podaż akcji powodowała wzrost cen wszystkich pozostałych w obiegu giełdowym akcji. W ostatnich latach wykup akcji własnych stanowił największą kategorię wydatków kapitałowych ponoszonych przez spółki. Pomiędzy rokiem 2001 a rokiem 2013 odpowiadały one za 3,6 biliona dolarów wydatków poniesionych przez spółki zaliczane do indeksu Standard & Poor 500<sup>21</sup>. W roku 2005 akcjonariusze spółek europejskich otrzymali o 400% wyższe płatności z tytułu dywidendy i wykupu akcji własnych niż miało to miejsce w roku 1989. W tym samym czasie zyski nawet tych najlepiej prosperujących spółek niemieckich wzrosły o 87%. Podobnie sytuacja wyglądała w przypadku akcjonariuszy spółek ze Stanów Zjednoczonych; w roku 2007 otrzymali oni płatności o ponad 460% wyższe niż w roku 1993, choć w tym samym okresie zyski spółek wzrosły tylko o 66%. Interesariusze wywodzący się z instytucji finansowych pozyskiwali coraz wyższe kwoty z firm, podczas gdy przychody operacyjne tych spółek były relatywnie niezmiennie. Siłą rzeczy taki efekt dystrybucji działa na korzyść posiadaczy kapitału<sup>22</sup>.

19 *Ibidem*.

20 *Ibidem*.

21 R. Reich, *Saving Capitalism. For the Many, Not the Few*, Alfred A. Knopf, New York, 2015, s. 214–215. (wersja elektroniczna publikacji – epub).

22 G. Fuller, *The Great Debt Transformation, Households, Financialization and Policy Responses*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2016, s. 40.

Spółki muszą przekazywać do publicznej wiadomości decyzje rady nadzorczej dotyczące skupu akcji własnych oraz kwoty na nią przeznaczonej, lecz nie muszą ogłaszać i ujawniać, kiedy dokładnie zamierzają przeprowadzić tego typu operację na rynku giełdowym. Transakcje są przeprowadzone anonimowo przez brokerów zatrudnionych przez spółki. Tak więc ceny akcji mogą wzrosnąć, gdy tymczasem inwestorzy nie będą mieli pojęcia, że wzrost ten jest następstwem transakcji wykupu akcji własnych. Dodatkowo dyrektorzy generalni mogą wykorzystać informację niejawną dotyczącą terminu wykupu akcji własnych oraz wielkości planowanej transakcji do własnych celów, związanych czy to ze sprzedażą akcji, czy też realizacją opcji na akcje. Prawdopodobnie będą się one nakładały czasowo ze wzrostem cen akcji, który nazbyt często ma chwilowy charakter<sup>23</sup>.

Nieprzypadkowo działania te mają znamiona wykorzystywania informacji niejawnych i konfliktu interesów, kiedy to dyrektorzy generalni mają obowiązki powiernicze wobec akcjonariuszy. W okresie pomiędzy rokiem 1934 a rokiem 1982 Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) uznawała wykup akcji własnych jako potencjalne narzędzie manipulacji kursem akcji i nadużyć finansowych. Wymagano od spółek ujawniania informacji dotyczących wartości planowanych wykupów akcji oraz zabronione było dokonywanie wykupów, których wartość przekraczała 15% wartości wszystkich akcji z danego dnia notowań (w każdym dniu notowań). W roku 1982 przepisy regulujące kwestię wykupu akcji zostały usunięte przez powołanego przez Ronalda Reagana na stanowisko prezesa SEC Johna Shada. W następstwie tego menedżerowie mogli wykorzystywać skup akcji własnych do manipulowania kursem akcji spółek, którymi kierowali. Z kolei decyzja podjęta przez SEC w roku 1991 umożliwiła osobom posiadającym wiedzę na temat planowanych wykupów akcji (*company insiders*) wykorzystywanie informacji niejawnych i realizowanie opcji na akcję bez ujawniania tego opinii publicznej. W roku 1992 administracja prezydenta Billa Clintona umożliwiła spółkom dokonywanie odpisów podatkowych od wynagrodzeń przekraczających 1 milion dolarów amerykańskich, jeśli związane one były z wynikami spółek, tj. jeśli przybierały formę opcji na akcję powiązanych z kursem akcji. Nie dziwi zatem fakt, że następstwem tego był boom w zakresie przekazywania opcji na akcje<sup>24</sup>.

W rezultacie poszybowały w górę skala i zakres dokonywanych skupów akcji własnych, ponieważ stały się one gotowym narzędziem wykorzystywanych przez zarządzających do niepopartego wynikami działalności operacyjnej zwiększania cen akcji i uzyskiwania gotówki pochodzącej z realizacji opcji na akcje. Pomiedzy 2003 a 2012 rokiem dyrektorzy zarządzający dziesięciu spółek o najwyższej wartości transakcji wykupu akcji własnych (równowartości 859 miliardów dolarów) uzyskali 68% swojego wynagrodzenia w postaci akcji lub opcji na akcję. W samym tylko 2013 r. spółki z indeksu S&P 500 dokonały transakcji wykupu akcji własnych

23 R. Reich, *Saving Capitalism. For the Many...*, s. 216.

24 *Ibidem*, s. 216–217.



na kwotę 500 miliardów dolarów, przeznaczając na ten cel jedną trzecią pozostających w ich dyspozycji przepływów pieniężnych<sup>25</sup>.

Wykup akcji własnych nie tylko zwiększa majątek kadry zarządzającej najwyższego szczebla kosztem drobnych inwestorów indywidualnych, nieposiadających wiedzy na temat momentu i skali przeprowadzanych transakcji wykupu akcji własnych, lecz pozbawia spółki środków finansowych, które mogłyby zostać przeznaczone na badania i rozwój, długofalowy rozwój, zwiększenie wynagrodzenia pracowników i ich szkolenie. Na każdy dolar uzyskany przez zarządzających w następstwie sprzedaży akcji, których ceny były wcześniej zwiększane, przypada dużo więcej dolarów przeznaczonych przez spółki na transakcje wykupu. W opinii Roberta Reicha nie pozostawia to wątpliwości, jak perwersyjny jest taki sposób ustalania priorytetów w działalności spółki<sup>26</sup>.

Upowszechnienie się kontraktów opcyjnych jako formy wynagradzania menedżerów w gruncie rzeczy opierało się na dryfie kursów akcji w kierunku coraz wyższych cen na rynku giełdowym jako całości. Odbywało się to bez jakiegokolwiek istotnej roli odgrywanej przez dyrektorów zarządzających, których zadanie sprowadzało się praktycznie do obserwowania rosnących kursów akcji niemalże każdej spółki. Szacunki prezentowane przez Economic Policy Institute wskazują, że od 2007 do 2010 kwota 121,5 miliarda dolarów przeznaczona na wynagrodzenie kadry zarządzającej pomniejszyła ogólną pulę zysków osiągniętych w tym czasie przez spółki. W przybliżeniu 55% procent tej sumy stanowią wynagrodzenia związane ze zmianą wyników finansowych spółek, pozostające bez jakiegokolwiek związku z wysiłkiem podejmowanym przez kadrę zarządzającą<sup>27</sup>. W literaturze odnaleźć można termin „wewnętrzna finansyzacja” (*internal financialization*), który podkreśla odpowiedzialność menedżerów za silną orientację przedsiębiorstw na zarządzanie wartością akcjonariuszy, z uwagi na podejmowanie przez nich działań optymalizujących ich wynagrodzenie<sup>28</sup>.

Nie bez znaczenia w całym procesie finansyzacji przedsiębiorstw pozostaje rola odegrana przez System Rezerwy Federalnej oraz banki centralne najbardziej rozwiniętych gospodarek świata, dostarczające w ostatnich latach na rynek płynności w skali wydającej się niemal niemożliwej do absorpcji przez instytucje finansowe. Wobec powszechnie panującego ryzyka przypuszczać można, że znaczna jej część trafiła właśnie na rynek giełdowy. Dążenie do wywołania efektu bogactwa postrzegane przez kreatorów polityki monetarnej jako sposób rozwiązania kryzysu finansowego i ekonomicznego wywołało również najprawdopodobniej efekt uboczny w postaci wygenerowania wzrostów cen akcji do poziomu, który wydaje się nie mieć już związku z realnymi wynikami spółek ani też sytuacją makroekonomiczną gospodarki. Istnieją podstawy, by przypuszczać, że polityka monetarna

25 *Ibidem*, s. 217.

26 *Ibidem*.

27 *Ibidem*, s. 225.

28 K. Hahn, *Innovation In Times of financialization: Do Future – Oriented Innovation Strategies Suffer? Examples from German Industry*, „Research Policy” 2019, Vol. 48(4), s. 925.

była obok wykupu akcji własnych dodatkowym impulsem przyspieszającym samonapędzający się mechanizm wzrostu kursów akcji spółek giełdowych na rynku amerykańskim.

Podsumowując, można wskazać, iż wzrost motywów finansowych, wzrost siły oddziaływania instytucji finansowych i rynków finansowych, co utożsamiane jest z procesem finansyzacji gospodarki, przyczynił się do zmiany modelu funkcjonowania przeciętnego przedsiębiorstwa. Dotyczy to zarówno przedsiębiorstw finansowych, jak i przedsiębiorstw wywodzących się z realnych sektorów gospodarki (przedsiębiorstw niefinansowych – produkcyjnych i handlowych). Jednakże finansyzacja obu kategorii miała odmienne przejawy.

### 4.3. Finansyzacja w działalności przedsiębiorstw niefinansowych

Przeobrażenia na rynkach finansowych umożliwiły przedsiębiorstwom niefinansowym kierowanie zasobów do gospodarstw domowych i alokowanie w sektorze finansowym poprzez nabywanie produktów finansowych. Innymi słowy, w opinii Gregora Fullera, wzrost nowych rynków finansowych cechujących się relatywnie wysokimi stopami zwrotu, na których występują produkty finansowe o wysokiej jakości, tworzył zachęcającą alternatywę w stosunku do tradycyjnej działalności inwestycyjnej, prowadzonej przez te przedsiębiorstwa, przejawiającej się w alokowaniu środków finansowych w aktywa trwałe. Udostępnianie kapitału gospodarstwom domowym oraz instytucjom sektora bankowego pozwalało na osiągnięcie wyższej stopy zwrotu niż ta, którą firmy te byłyby w stanie osiągnąć w następstwie tradycyjnie rozumianej działalności inwestycyjnej. Zamiast więc być podmiotami dokonującymi inwestycji w obszarze produkcyjnym, nominalnie przedsiębiorstwa niefinansowe stały się instytucjami oszczędnościowymi i pożyczkowymi<sup>29</sup>.

W opozycji do prezentowanego wcześniej poglądu, że przedsiębiorstwa poddane procesom finansyzacji charakteryzują się wyższym niż uprzednio miało to miejsce poziomem wypłacanych akcjonariuszom zysków w literaturze dowodzone jest również, że niektóre z nich powiększają kapitał poprzez akumulację zysków zatrzymanych. Wskazywane i podkreślane jest ponadto, że związek pomiędzy rosnącym znaczeniem akcjonariuszy i krótkookresową orientacją na giełdowy kurs akcji jest kontrowersyjny. Gregory Fuller przekonuje bowiem, iż brak jest wątpliwości co do tego, że przedsiębiorstwa niefinansowe w coraz większym stopniu udostępniały swoje zasoby poprzez udzielanie pożyczek niż wykorzystywały je na własne potrzeby. Zjawisko to jest powszechnie uznawane i rozpoznawane choć określane bywa w różny sposób. Często nazywane bywa jako zagadka gromadzenia gotówki

29 G. Fuller, *The Great Debt Transformation...*, s. 19.

przez przedsiębiorstwa (*puzzle of corporate cash hoards*), kiedy to duże firmy zgromadziły olbrzymie sumy w postaci aktywów finansowych o wysokiej płynności, lub też jako zyski bez akumulacji (*profit sans l'accumulation*)<sup>30</sup>. Prowadzić to może do konkluzji, zgodnie z którą w przedsiębiorstwie poddanym procesowi finansyzacji w pierwszej kolejności ma miejsce transferowanie zysków do akcjonariuszy, kiedy zaś osiągnięty zostaje poziom uznawany przez rynek (akcjonariuszy, inwestorów, decydentów w spółkach) za optymalny i satysfakcjonujący, to pozostała część wygenerowanego zysku zostaje akumulowana. Przedstawiona hipoteza stanowić może punkt wyjścia do podjęcia pogłębionych badań, które ukierunkowane winny być na weryfikację, czy rentowność przedsiębiorstwa determinuje kierunki jego finansyzacji.

Oszczędności w obszarze aktywów trwałych przedsiębiorstwa (wyposażenie i technologia) są jednym ze sposobów, za pomocą których przedsiębiorstwo może zmniejszać zapotrzebowanie na kapitał finansowy niezbędny w procesie inwestowania. Jednak rozwój rynków finansowych i dostępnych innowacji finansowych umożliwia inny sposób działania. Wraz z upływem czasu kapitał finansowy stał się ważniejszym aspektem gospodarowania. Miało to miejsce częściowo za sprawą innowacji w procesach produkcji, których rezultatem był spadek jednostkowych kosztów stałych, częściowo było również wynikiem innowacji finansowych, które podniosły koszt kapitału dostępnego i potrzebnego przedsiębiorstwom, a to z uwagi na alternatywne możliwości alokowania kapitału. Ta druga kwestia wydaje się paradoksalna w sytuacji, gdy rynki finansowe rozwijały się za sprawą oferowania tańszego kapitału. Trendy w zakresie struktury przedsiębiorstw i sposobu zarządzania nimi w okresie ostatniego półwiecza mogą być przywołane jako dowód ich znaczenia. W piśmiennictwie prezentowany jest pogląd, że wartość współczesnej kadry zarządzającej leży w jej zdolności utrzymywania atrakcyjności przedsiębiorstwa w oczach inwestorów poprzez utrzymywanie stóp zwrotu z kapitału powyżej poziomu wyznaczanego przez koszt alternatywny<sup>31</sup>.

Zdaniem Alana Shipmana w podobny sposób jak firmy dążą do redukcji kapitału stałego, toczą one również stale walkę o ograniczanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Gotówka związana z nieprzetworzonymi materiałami (półproduktami) czy też niesprzedanymi wyrobami gotowymi nie pozwala na uzyskiwanie zysków z inwestycji, za wyjątkiem rzadkich okazji, kiedy to rośnie cena, którą można uzyskać za spoczywające w magazynie wyroby gotowe. Zakup i fizyczne magazynowanie zapasów wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów, co zwiększa skłonność do utrzymywania zapasów na minimalnym poziomie. Dobitym przykładem stosowania przez przedsiębiorstwa tego sposobu na osiągnięcie zysków przez zarządzanie zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w odniesieniu do dostawców są działania w zakresie *lean production* zapoczątkowane w branży motoryzacyjnej. W krajach o wysokim koszcie kapitału i wysokich

30 *Ibidem*, s. 20.

31 A. Shipman, *Capitalism without Capital...*, s. 67.

kosztach magazynowania przedsiębiorstwa dążą do realizowania szczupłej produkcji poprzez dostawy na czas zarówno do fabryki, jak i do salonów, a także skracają czas pomiędzy dostawą surowców i komponentów niezbędnych do produkcji oraz pomiędzy ukończeniem produkcji i dostarczeniem wyrobu gotowego do klienta (odbiorcy)<sup>32</sup>.

Przedsiębiorstwa niefinansowe rzadko kiedy są w stanie dorównać bankom, jeśli chodzi o stosowanie dźwigni finansowej w celu bardziej efektywnego gospodarowania kapitałem. Z tego powodu nie mogą one opierać strategii swojego działania na założeniu „zbyt duży by upaść” i zmuszone są poszukiwać innych sposobów minimalizowania zapotrzebowania na kapitał. Kierunki rozwoju międzynarodowych korporacji w ostatnich latach – zwiększona koncentracja procesów zarządzania w krajach, w których znajdują się centrale, i przenoszenie działalności operacyjnej do miejsc o niskich kosztach – zwyczajowo przypisywane jest potrzebie utrzymywania dotychczasowej rentowności poprzez oszczędności na kosztach pracy. Dążenie do uzyskiwania oszczędności w odniesieniu do kosztu kapitału stałego i kapitału pracującego okazuje się w równym stopniu dopasowane do ostatnich wzorców zachowań przedsiębiorstw<sup>33</sup>.

W pierwszych trzech dekadach po drugiej wojnie światowej większość przedsiębiorstw amerykańskich zwyczajowo zatrzymywała część wygenerowanych zysków i dokonywała ich reinwestycji. Poczynając od początku lat 80., coraz większa część zysków spółek przeznaczana była na wykup akcji własnych. W okresie 2003–2012 spółki z indeksu S&P 500 przeznaczały większość swoich zysków netto na wykup akcji własnych. Przykładem może być tutaj spółka IBM, która swojego czasu chwaliła się, że zapewnia swoim pracownikom dożywotnie zatrudnienie oraz podejmuje długoterminowe inwestycje w technologie przyszłości. W latach 90. zmieniła swoje priorytety, przeprowadzając zwolnienia pracowników, oszczędzając na badaniach, zwiększając znacząco skalę zadłużenia, wykorzystując pieniądze do skupu akcji własnych. Pomiędzy rokiem 2000 a 2013 IBM przeznaczyło 108 miliardów dolarów na transakcje wykupu akcji własnych, gdy w tym czasie przychody nie uległy niemalże zmianie. W roku 2014 pojawiły się oznaki, że ten sposób działania dobiega końca. Kiedy wartość rynkowa akcji spółki zaczęła gwałtownie spadać, w dzienniku „The New York Times” pojawiła się opinia, że wszystkie te działania ukierunkowane na akcjonariuszy przykrywały niewygodną prawdę, że sukces IBM w ostatnich latach związany był bardziej z inżynierią finansową, a nie rzeczywistymi dokonaniem i wynikami spółki. Co nie zmienia faktu, że w okresie 2003–2012 dyrektorzy zarządzający uzyskali w sumie wynagrodzenie 247 milionów dolarów pochodzące głównie z kontraktów opcyjnych i akcji<sup>34</sup>.

W piśmiennictwie odnaleźć można również pogląd, że rosnąca płynność osłabia ograniczenia budżetowe podmiotów gospodarczych. Przekłada się to z kolei

32 *Ibidem*.

33 *Ibidem*, s. 68.

34 R. Reich, *Saving Capitalism...*, s. 218.

na wyższy popyt na produkty finansowe, czego rezultatem jest wzrost cen tych produktów. Inflacja cen aktywów podnosi zyski inwestorów, a jednocześnie stanowi zachętę do jeszcze większego pożyczania kapitału i uzasadnia jego tworzenie przez instytucje finansowe. W rezultacie prowadzi to do wyższego poziomu płynności oraz wzrostu intensywności spekulacji na rynku. Ten proces generuje poważne efekty zewnętrzne. Wygórowane i nadmierne zyski kapitałowe, czerpane poprzez mechanizm dźwigni finansowej, wkrótce pomniejszają stopy zwrotu możliwe do osiągnięcia poprzez inwestycje w realnym sektorze gospodarki. W rezultacie tego rozpoczyna się swoisty proces wysysania. Procesowi temu podlega nie tylko kapitał niewykorzystany w realnej sferze gospodarki, który jest przyciągany do sektora finansowego, lecz również kapitał, który mógłby być zainwestowany w realnych sektorach danej gospodarki, ale zostaje zwabiony przez sektor finansowy obietnicą niewspółmiernych zysków. W ten sposób ma miejsce tworzenie baniek spekulacyjnych, w rozumieniu trwałego odchylenia cen aktywów rynkowych od wartości fundamentalnej. Można oczywiście argumentować, że rosnący popyt na kredyty doprowadzi do wzrostu stopy procentowej, co w konsekwencji spowoduje wyhamowanie całego procesu, lecz różnica pomiędzy zyskami kapitałowymi a kosztem kapitału nader często jest zbyt olbrzymia, by mogła stanowić jakikolwiek czynnik destymulujący. Paradoksalnie, opisany wyżej mechanizm jest powszechnie znany może poza wyjątkiem najbardziej ortodoksyjnych ekonomistów, którzy nadal zaprzeczają istnieniu baniek spekulacyjnych i przekonują, że nasilenie działalności finansowej tworzy wartościowe korzyści związane z efektywną alokacją<sup>35</sup>.

W gospodarkach krajów rozwijających liberalizacja finansowa w latach 80. i 90. ubiegłego wieku skutkowałą niepewnością i ryzykiem makroekonomicznym. Potęgowane było to dodatkowo problemami strukturalnymi związanymi z ramami instytucjonalnymi, które ograniczały możliwość kierowania funduszy na inwestycje produkcyjne. Tymi ograniczeniami były m.in. niedoskonałe rynki kapitałowe, które powodowały ograniczenia w zakresie pożyczek oraz wysokie ryzyko powodujące wysokie realne stopy procentowe. W połączeniu z możliwościami oferowanymi przez nowe innowacyjne instrumenty finansowe problemy te prowadziły w krajach rozwijających się do sytuacji, w której przedsiębiorstwa niefinansowe zwiększały krótkoterminowe inwestycje finansowe, a nie długookresowe inwestycje w aktywa trwałe. Jednym z najważniejszych obszarów inwestycji finansowych w krajach rozwijających się jest dług państwa stwarzający możliwość czerpania wolnej od ryzyka i relatywnie wysokiej stopy zwrotu z uwagi na wysokie potrzeby pożyczkowe państwa. W związku z tym zachowanie przedsiębiorstw niefinansowych w żadnym wypadku nie może być uznane za nieracjonalne, biorąc pod uwagę wysokie ryzyko podejmowania działań alternatywnych, czyli inwestowania w środki trwałe<sup>36</sup>.

35 H. Woo, *Growth Without Inequality. Reinventing Capitalism*, Routledge, New York 2017, s. 47.

36 K. Akkemik, S. Özen, *Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-financial Firms: Case Study of Turkey*, „Socio-Economic Review” 2014, No. 12, s. 72.

Andrzej Fierla i Anna Grygiel-Tomaszewska przekonują, że finansyzacja przyniosła poważne zmiany w zakresie dostępu przedsiębiorstw niefinansowych do instrumentów, produktów oraz usług finansowych, a także skali wykorzystywania tychże narzędzi. Po pierwsze, finansyzacja przyniosła ilościowy rozwój publicznego rynku akcji zarówno w krajach, gdzie regulowane rynki istniały od dawna, jak i tych, jak np. były kraje socjalistyczne, w których aż do końca lat 80. ubiegłego wieku tego typu instytucje nie istniały. Zwiększyła i rozszerzyła zakres dostępu przedsiębiorstw działających w formie spółek giełdowych do zewnętrznego kapitału własnego. Istotnym elementem tego procesu było upowszechnienie akcji jako narzędzi systemów motywacyjnych poprzez programy opcji na akcje, których zadaniem było skłonienie członków zarządów, często także kluczowych pracowników, a czasem również członków rad nadzorczych spółek do podejmowania działań ukierunkowanych na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy, zwłaszcza poprzez doprowadzenie do wzrostów cen akcji. Opcje te nazywane potocznie opcjami menedżerskimi, a faktycznie będące warrantami subskrypcyjnymi, były i są nadal zwykle uwarunkowane. Wzmacnia to skłonność menedżerów i części innych pracowników spółek do realizacji celów krótkookresowych, przede wszystkim o horyzoncie do roku, na dalszy plan schodzą natomiast cele strategiczne. Z kolei dla przedsiębiorstw niebędących spółkami publicznymi finansyzacja przyniosła dostęp do zewnętrznych źródeł kapitałów własnych. Stało się to możliwe dzięki rozwojowi instytucji typu private equity i venture capital. Wskazuje się, że mimo licznych korzyści ten typ finansowania działalności cechują liczne wady, a pośród nich kluczową jest wysoki lub bardzo wysoki koszt pozyskanego kapitału, a także utrata pełnej kontroli nad przedsiębiorstwem przez dotychczasowych właścicieli. Ponadto rzeczzone podmioty nie są z założenia inwestorami docelowymi, lecz zakładają dezinvestycję najpóźniej po kilku latach od momentu wejścia kapitałowego do podmiotu. W tym okresie kładziony jest nacisk na spektakularny sukces przedsiębiorstwa, pozwalający na sprzedaż jego udziałów po cenie znacznie wyższej lub wielokrotnie wyższej niż cena nabycia. Taka strategia nie sprzyja budowaniu wartości przedsiębiorstwa będącego przedmiotem ich inwestycji. Horyzont działania podmiotów venture capital i private equity oraz główny cel ich funkcjonowania sprawiają, że bieżący rozwój przedsiębiorstwa odbywa się kosztem przyszłych możliwości i wyników<sup>37</sup>.

Po drugie, wiodącą cechą finansyzacji jest wzrost skali zadłużenia przedsiębiorstw, a także rozwój rynku dłużnych instrumentów finansowych, rozwój zarówno w wymiarze ilościowym, jak i jakościowym. Pozwoliło to znacznie rozszerzyć możliwości pozyskiwania kapitału obcego przez przedsiębiorstwa. Instytucje finansowe wprowadziły nowe rodzaje kredytów i pożyczek adresowanych do przedsiębiorstw. Jednak podstawowym kierunkiem zmian był rozwój korporacyjnych dłużnych papierów wartościowych. Obok pierwszorzędnych obligacji o stałym oprocentowaniu, przedsiębiorstwa coraz częściej emitowały inne typy obligacji,

---

37 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 72–73.



takie jak np. obligacje o zmiennym oprocentowaniu, obligacje z wkomponowanymi opcjami przedterminowego wykupu, obligacje z collateralem i obligacje podporządkowane. Jednocześnie rozwijane były programy korporacyjnych krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, a znaczna ich część trafiała do portfeli inwestycyjnych banków, zastępując częściowo udzielane kredyty. Banki dostrzegły kluczową z ich punktu widzenia zaletę tych instrumentów (w porównaniu z kredytami), którą jest możliwość relatywnie szybkiej zmiany rozmiarów, jak i samej struktury portfela dzięki transakcjom na rynku wtórnym, w tym również poprzez sprzedaż niepożądanych walorów klientom. Równocześnie miał miejsce rozwój instrumentów hybrydowych, w tym coraz bardziej różnorodnych form finansowych określanych mianem mezzanine. Dla podmiotów o niewystarczającej wiarygodności finansowej dostępny stał się w coraz większym stopniu leasing<sup>38</sup>.

Po trzecie, procesy finansyzacji otworzyły przed przedsiębiorstwami nowe możliwości w sferze zarządzania płynnością finansową. Banki udostępniły przedsiębiorstwom nowe formy kredytowania krótkoterminowego, w tym także elastyczne linie kredytowe. Ponadto, przedsiębiorstwa niefinansowe zyskały szansę alokowania nadwyżek finansowych nie tylko w bankach, ale także w różnego rodzaju dłużnych papierach wartościowych oraz w tytułach uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, zwłaszcza zaś w funduszach rynku pieniężnego. Nowym narzędziem zarządzania płynnością finansową stał się także faktoring, który nie tylko pozwolił na szybką konwersję należności na pieniądze, lecz dawał możliwość pełnego (lub częściowego) transferu ekspozycji na ryzyko kredytowe dłużnika z przedsiębiorstwa na faktora<sup>39</sup>.

Po czwarte, przedsiębiorstwa dzięki finansyzacji zyskały nowe możliwości zarządzania ryzykiem. Obok wskazanego wyżej faktoringu, wiodącą rolę w tym zakresie przejęły instrumenty pochodne, zwłaszcza pozagiełdowe instrumenty pochodne, z uwagi na większą elastyczność, jeśli chodzi o zarządzanie poszczególnymi rodzajami ryzyka. Wskazać jednak w tym miejscu należy, że transakcje papierami pochodnymi mające na celu zabezpieczenie przed ryzykiem przedsiębiorstw sektorów niefinansowych generują obecnie znikomą część obrotu na rynkach papierów pochodnych. Współcześnie dominują na tym rynku transakcje zawierane przez instytucje finansowe. Wykorzystanie papierów pochodnych przez podmioty niefinansowe celem zabezpieczania się przed ryzykiem jest opisywane często i czasem obszernie, lecz faktycznie ten motyw handlu instrumentami stanowi tło funkcjonowania obecnego systemu finansowego<sup>40</sup>.

Po piąte, przedsiębiorstwa niefinansowe z uwagi na rosnącą różnorodność i stopień skomplikowania instrumentów finansowych, a także przepisów, procedur księgowych oraz innych związanych z finansowymi aspektami funkcjonowania przedsiębiorstw w coraz większym stopniu korzystały z usług doradczych.

38 *Ibidem*, s. 73–74.

39 *Ibidem*, s. 75–76.

40 *Ibidem*, s. 76–77.

W rezultacie instytucje finansowe wypełniły powstałą lukę w sposób odpowiadający swoim interesom, podporządkowując także usługi doradcze ogólnemu kryterium maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy oraz kryterium szczegółowemu, czyli maksymalizacji swoich dochodów. W konsekwencji podmioty finansowe za pośrednictwem innych podmiotów i osób pełniących rolę doradców klienta faktycznie stawały się sprzedawcami swoich produktów, usług i instrumentów, działającymi z zamiarem osiągnięcia poprzez opłaty i prowizje jak największych korzyści. Instytucje finansowe częstokroć sprzedawały to, co chciały sprzedać, natomiast klient rzadko otrzymywał akurat to, co mu było najbardziej potrzebne. W szczególności dotyczyło to przedsiębiorstw mniejszych, niezdolnych w oparciu o własne zasoby do oceny korzyści z wykorzystania konkretnych instrumentów finansowych i z konieczności zdających się na opinię doradców. Finansyzacja przyniosła również przedsiębiorstwom niefinansowym szybki rozwój księgowości oraz konieczność korzystania z usług audytorskich związanych z weryfikacją sprawozdań finansowych. Jednak zamiast pomóc dostarczyć rzetelny obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, w wielu wypadkach wygenerowany został kolejny obszar ryzyka, a nawet niepewności, o czym świadczą chociażby głośne afery związane z działalnością firm audytorskich i rolą niektórych z nich w skandalach biznesowych. Co więcej, sposób prezentowania kondycji przedsiębiorstw przez te podmioty jest dla większości potencjalnych odbiorców niezrozumiały, skomplikowany i nierzadko nietrafny. W oparciu o generowane syntetyczne informacje decyzje podejmują głównie podmioty finansowe. Ma to niewiele wspólnego ze wspieraniem realnej gospodarki i działających w niej przedsiębiorstw, dla tych ostatnich stanowi zaś źródło dodatkowych, poważnych kosztów<sup>41</sup>.

W literaturze wskazuje się również, że na poziomie przedsiębiorstw finansyzacja wywiera negatywne konsekwencje w trzech obszarach. Po pierwsze, ma miejsce postępujące rozdzielanie sfery aktywności ekonomicznej od norm społecznych. W coraz większym stopniu zachowania gospodarcze postrzegane są przez pryzmat zmiennych finansowych, a więzy społeczne i normy są uznawane za nieefektywne ograniczenia, ilekroć nie pozostają w zgodzie z finansyzacją i nie wspierają jej. Po drugie, rozmywane są wartości moralne związane z procesami podejmowania decyzji gospodarczych wynikające z konsekwentnego i systematycznego podporządkowywania norm etycznych strategii maksymalizacji zysku. Cele etyczne, a także zasady etyczne postrzegane są jako koszty, w sytuacji gdy nie są do pogodzenia z krótkookresowymi strategiami ukierunkowanymi na zysk. Po trzecie, dominujące znaczenie zyskują korzyści natury finansowej kosztem innym względów ekonomicznych, takich jak np. zabezpieczenie podstawowych potrzeb materialnych ludzi, tworzenie miejsc pracy zapewniających godziwe warunki życia czy też ochronę środowiska<sup>42</sup>.

41 *Ibidem*, s. 77–79.

42 S. Solari, G. Maragoni, E. O`Boyle, *Financialization: Critical Assessment Based on Catholic Social Teaching*, „International Journal of Social Economic” 2009, Vol. 37(1), s. 7.

Wewnętrzna sprzeczność finansyzacji polega na tym, że dług, który umożliwia wydobywanie i zgrabianie zysku przedsiębiorstw przez akcjonariuszy, podnosi jednocześnie próg rentowności w odniesieniu do kosztów produkcji. Tak więc, finansowanie długiem przedsiębiorstwa produkcyjnego ma podobny skutek jak zwiększanie jego opodatkowania lub podnoszenie płac pracowników; chyba, że przedsiębiorstwo to działa jak monopolista<sup>43</sup>.

#### 4.4. Finansyzacja przedsiębiorstw finansowych na przykładzie banków komercyjnych

Finansyzacja stanowi jeden z czynników, który odpowiedzialny jest za przekształcenie modelu bankowości. Prosty i tradycyjny model, w którym banki opierały swoją działalność na przyjmowaniu depozytów od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a następnie wykorzystywaniu ich do udzielania kredytów, głównie kredytów inwestycyjnych, zastąpiony został modelem znacznie bardziej złożonym. Wzrósł też stopień powiązań łączących banki między sobą oraz banki z innymi uczestnikami rynku finansowego. Rezultatem tego był wzrost ryzyka systemowego w całym sektorze bankowym. Dzieje się tak z uwagi na fakt, że już upadek pojedynczego podmiotu może w obecnej sytuacji nieść ze sobą daleko idące konsekwencje dla całego systemu bankowego, zarówno w wymiarze krajowym, jak i globalnym. Ponadto, banki funkcjonujące jako zdywersyfikowane konglomeraty, podobnie jak cały system bankowy, stały się nieprzejryste. Te cechy stanowiły okoliczności sprzyjające wybuchaniu kryzysów bankowych niszczących reputację tych instytucji i zaufanie publiczne do tych podmiotów<sup>44</sup>.

System bankowy ukształtowany po kryzysie na rynku nieruchomości w latach 80. przestał być ukierunkowany na pożyczanie kapitału podmiotom sektora biznesowego, nie był już też uzależniony od zysków pochodzących z oferowanego oprocentowania. Zamiast tego system bankowy został oparty na zdolności banków do obrotu papierami wartościowymi w celu generowania zysków oraz uzyskiwania przychodów z opłat i prowizji<sup>45</sup>.

Banki komercyjne podlegały znaczącej transformacji w procesie finansyzacji. Czynnikiem bezpośrednio za to odpowiedzialnym był spadek uzależnienia dużych korporacji międzynarodowych od finansowania z wykorzystaniem sektora bankowego. Przedsiębiorstwa wywodzące się z krajów rozwiniętych finansowały

43 M. Hudson, *The Bubble and Beyond. Fictitious Capital, Debt Deflation and the Global Crisis*, ISLET – Verlag, Dresden 2012, s. 765 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

44 T. Dąbrowski, *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 210.

45 J. Kregel, *Minsky's Cushions of Safety*, Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief 2008, No. 93, s. 10.

działalność inwestycyjną, wykorzystując w tym celu w pierwszej kolejności zyski zatrzymane, a jeśli chodzi o finansowanie dłużne, to w coraz większym stopniu polegać one zaczęły na kapitale pozyskiwanym z rynków finansowych. Determiantą w procesie zmniejszania relacji pomiędzy dużymi korporacjami a sektorem bankowym była deregulacja finansowa zapoczątkowana w późnych latach 60. ubiegłego wieku. Duże korporacje nadawały impet do rozwoju otwartych rynków finansowych, dzięki którym możliwe było aktywne obchodzenie krajowych regulacji dotyczących oprocentowania kredytu i samej jego wielkości. Stworzyły to podstawy do deregulacji, a kiedy ona została już zapoczątkowana, banki komercyjne utraciły depozyty, które uprzednio pozwalały na prowadzenie działalności bankowej. Zasięg komercyjnej działalności bankowej skurczył się jeszcze bardziej. Odpowiedź banków komercyjnych była wieloraka, aczkolwiek dwie z nich wyróżniały się w sposób szczególny. Po pierwsze, banki zwróciły się w kierunku dochodów pracowników i innych źródeł zysków<sup>46</sup>. Po drugie, banki zaczęły koncentrować swoją działalność na pośredniczeniu na rynkach finansowych, w coraz większym stopniu przejmując funkcję banków inwestycyjnych<sup>47</sup>.

To bowiem rozwój otwartych rynków finansowych, na których miał miejsce obrót początkowo akcjami i obligacjami, a wraz z upływem czasu w coraz większym stopniu instrumentami pochodnymi, stworzył kolejne możliwości czerpania zysków dla banków komercyjnych. Szczególne możliwości prowadzenia ukierunkowanej na zysk działalności pojawiły się wraz upowszechnieniem się derywatów, które pozwalały uczestnikom przyjmowanie zakładów związanych z zarządzaniem ryzykiem lub najzwyczajniej spekulację. Ceny instrumentów pochodnych zawierają bowiem w sobie element fikcyjny będący pochodną praktyk instytucjonalnych oraz norm związanych z obrotem. Upowszechnienie modelu wyceny opcji w procesie finansyzacji gospodarki umożliwiło nadanie instrumentom pochodnym cech obiektywach, rzeczywistych (w rozumieniu kwantyfikacji ryzyka i wartości)<sup>48</sup>.

Otwarte rynki finansowe są bowiem naturalnym obszarem działania dla banków inwestycyjnych, które w sposób istotny różnią się od banków komercyjnych (depozytowych). Banki inwestycyjne są finansowymi pośrednikami na rynku dokonującymi mobilizacji funduszy krótkoterminowych kierowanych na inwestycje w papiery wartościowej. Z uwagi na to funkcjonują one poza strukturą regulacyjną obowiązującą banki depozytowe, w tym nie podlegają regulacjom związanym z adekwatnością kapitałową czy też ubezpieczeniem depozytów. Banki inwestycyjne czerpią zyski z opłat i prowizji z tytułu pośrednictwa finansowego jak również z handlu prawami własności<sup>49</sup>.

46 Ten aspekt omawiany jest szerzej w części poświęconej finansyzacji gospodarstw domowych.

47 C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston 2012, s. 29.

48 *Ibidem*, s. 36.

49 *Ibidem*.

Nie dziwi zatem, że w obliczu spadających możliwości rynkowych od końca lat 70. banki depozytowe zaczęły przekształcać się w kierunku banków inwestycyjnych. Istniały dwie zasadnicze przyczyny determinujące to zjawisko. Pierwszą z nich był sukces fali fuzji i przejęć, jaki miał miejsce w grupie przedsiębiorstw sfinansowanych. O ile same rynki kapitałowe nie stanowiły istotnego źródła kapitału na podejmowanie inwestycji w aktywa trwałe w ostatnich latach, o tyle jednak z pewnością ułatwiły koncentrację i centralizację kapitału poprzez pierwsze oferty publiczne (IPO), wykupy wspomagane długiem (LBO) i inne tego typu transakcje. Drugim czynnikiem wpływającym na przekształcenie modelu funkcjonowania bankowości depozytywnej był napływ oszczędności pracowników zgromadzonych na kontach emerytalnych w następstwie upowszechnienia modelu kapitałowego oraz umożliwieniu funduszom emerytalnym inwestowania na otwartych rynkach finansowych, co było rezultatem działań regulacyjnych w sferze państwowej. W późniejszym okresie przekształcenie działalności bankowej umożliwione i wspierane było przez zniesienie ograniczeń rozdzielających bankowość inwestycyjną i depozytową (*Glass-Steagall Act*). Zakaz łączenia obu działalności znajdował uzasadnienie w zasadniczej różnicy dotyczącej płynności oraz kapitałowych wymogów związanych z wypłacalnością w obu rodzajach bankowości<sup>50</sup>.

Banki komercyjne (depozytowe) z uwagi na swój charakter podmiotów pośredniczących w przekształcaniu kapitału krótkookresowego na długookresowy cechuje wysoki poziom dźwigni finansowej. Z tego właśnie powodu zmuszone są one utrzymywać pewien racjonalny poziom płynnych aktywów, niezbędnych do wykorzystania w związku z wypłatą środków finansowych z rozwiązywanych depozytów. Co więcej, banki zmuszone są zapewnić stały dopływ płynnych kapitałów celem finansowania działalności kredytowej. I wreszcie, działalność banku wymaga utrzymywania istotnego poziomu kapitału własnego, który stanowi swoisty bufor kapitałowy dla strat na działalności kredytowej oraz zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym. W rezultacie trzech wskazanych wyżej powodów banki te muszą ponosić koszty, co zmusza je do balansowania na cienkiej linii pomiędzy płynnością a wypłacalnością. Finansyzacja diametralnie zakłóca i zaburza ten proces. W literaturze prezentowany jest pogląd, zgodnie z którym zakłócenia w następstwie finansyzacji pojawiają się po obu stronach bilansu banków<sup>51</sup>.

Po stronie aktywów, z uwagi na czas trwania typowych umów kredytowych, czy to związanych z hipoteką, czy też kredytami konsumpcyjnymi, banki silnie zaangażowane w działalność kredytową mogą mieć problemy związane z niemożliwą do utrzymania wystarczającą płynnością. Odpowiedzią na tego typu problemy stała się sekurytyzacja i podejmowanie technik stosowanych w bankowości inwestycyjnej. Kredyty hipoteczne były co prawda udzielane, lecz nie znajdowało to odzwierciedlenia w bilansie banku, bowiem hipoteki przekazywane były do podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPV), tworzonych przez same

50 *Ibidem*, s. 37.

51 *Ibidem*, s. 38.

banki, które następnie emitowały papiery wartościowe oparte na płatnościach hipotecznych. Ryzyko tych papierów wartościowych szacowane było przez instytucje ratingowe, a same papiery były często gwarantowane przez instytucje ubezpieczające kredyty (w licznych przypadkach państwowe). Kiedy papiery te zostały sprzedane, bank otrzymywał kwotę odpowiadającą udzielonemu kredytowi hipotecznemu i mógł w ten sposób po raz kolejny od nowa zaangażować ją w następne kredyty hipoteczne. Płatności hipoteczne stanowiły dochody posiadaczy papierów pochodnych, a pozostali uczestnicy, wliczając w to podmioty inicjujące kredyty hipoteczne, zarabiali poprzez opłaty. W ten sposób banki depozytowe, przejmując praktyki banków inwestycyjnych, zamieniały działalność kredytową (zarabianie na oprocentowaniu) na działalność pośrednictwa finansowego (zarabianie na opłatach). Sekurytyzacja rozszerzona została na inne rodzaje oferowanych produktów, takie jak karty kredytowe, pożyczki na zakup samochodów czy pożyczki hipoteczne. W ten sposób niezależne banki inwestycyjne tworzyły również obligacje zabezpieczone długiem (*Collateralised Debt Obligations* – CDOs), dokonując sekurytyzacji szerokiej gamy aktywów bazowych obejmujących hipoteki, kredyty konsumpcyjne, obligacje, a nawet papiery pochodne oparte na płatnościach hipotecznych. Wydawało się, że banki odkryły sposób permanentnego utrzymywania płynności po stronie aktywów, stale angażując się jednocześnie w kolejne akcje kredytowe. Ten model bankowości określony został mianem *originate and distribute*<sup>52</sup>. To właśnie sekurytyzacja w sposób istotny zmieniła rolę banków jako pośredników finansowych od modelu tradycyjnej bankowości kredytowej do bankowości transakcyjnej<sup>53</sup>.

Zniesienie regulacji prawnych rozdzielających działalność depozytową i ubezpieczeniową umożliwiło bankom komercyjnym rozszerzenie aktywności kredytowej bazującej na modelu *originate and distribute*. Bankom komercyjnym pozwolono angażować się w działalność związaną z ubezpieczaniem długu. Banki mogły również tworzyć kredyty, które po 30 dniach w postaci obligacji zabezpieczonych długiem sprzedawane były na rynku wtórnym. W większości przypadków nabywane one były przez podmioty zależne. W tych operacjach związanych z sekurytyzacją upatrywać można początków bankowości cienia (*shadow banking*). Obligacje zabezpieczone długiem stały się bardzo atrakcyjnymi aktywami, ponieważ mogły być wykazywane poza bilansami banków, stanowiąc narzędzie ucieczki od konieczności spełniania określonych wymogów kapitałowych. W procesie ekspansji kredytowej banki uwolniły się od ograniczeń związanych z brakiem płynności. Ta oczywista iluzja wzmocniana była dodatkowo przez założenie, że bilanse banków mogą charakteryzować się płynnością tak długo, jak dostępny jest tani i powszechny kredyt oraz jak dług utrzymują się

52 *Ibidem*, s. 39.

53 S. Deku, A. Kara, *Securitization: Past, Present and Future*, [w:] P. Molyneux (ed.), *Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*, Palgrave Macmillan, London 2017, s. 1.



wysokie stopy zwrotu z tytułu emisji obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS). Innymi słowy, tak długo jak rynek nieruchomości przeżywa boom, a oferowany kredyt jest tani i łatwo dostępny, prowadzenie tego typu działalności może być racjonalne i uzasadnione<sup>54</sup>.

Co więcej, w okresie formowania się banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych banki rozszerzyły zakres swojego udziału w całym procederze. Biorąc pod uwagę łatwość pozyskiwania taniego kredytu na rynku, a jednocześnie wysokie stopy zwrotu zapewniane przez sprzedaż papierów sekurytyzowanych związanych z hipotekami, banki zaczęły tworzyć strukturyzowane podmioty inwestycyjne (SIVs) – podmioty finansowe, których zadaniem było pozyskiwanie kapitału z rynku pieniężnego. Odbywało się to poprzez sprzedaż obligacji lub komercyjnych papierów dłużnych. Kapitał ten był następnie przeznaczany na zakup aktywów sekurytyzowanych, włączając w to obligacje zabezpieczone długiem (CDOs). Z tych samych powodów banki umożliwiały również tego typu działanie innym instytucjom finansowym, w tym funduszom hedgingowym<sup>55</sup>.

Nie dziwi więc fakt, że filozofia działania strukturyzowanych podmiotów inwestycyjnych (SIVs) była bardzo podobna do tej, jaką kierują się banki. Jak przekonują Linda Allen i Anthony Saunders, w zasadzie były to instytucje bankowe niezwiązane przepisami i wymogami prawnymi regulującymi działalność banków. Podmioty te bowiem, podobnie jak tradycyjne banki, utrzymywały do terminu zapadalności aktywa związane z udzielanymi kredytami, a jednocześnie emitowały instrumenty dłużne (takie jak np. *Asset – Back Commercial Paper – ABCP*) służące finansowaniu portfela aktywów<sup>56</sup>. W opinii niektórych autorów ten sposób postępowania instytucji finansowych w gruncie rzeczy jest dowodem ignorowania przyjętego wcześniej modelu biznesowego w zakresie sekurytyzacji, w którym następował transfer ryzyka do innych inwestorów<sup>57</sup>. Gwałtowny rozwój rynku strukturyzowanych podmiotów inwestycyjnych wynikał z faktu, że dzięki tym podmiotom banki zyskiwały szansę czerpania zysków z inwestycji w nowe rodzaje papierów wartościowych bez konieczności tworzenia rezerw kapitałowych związanych z ryzykiem tychże papierów<sup>58</sup>.

54 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances: Prelude to Crisis*, „Review of Radical Political Economics” 2012, No. 44(4), s. 434.

55 C. Lapavistas, *Financialised Capitalism...*, s. 136.

56 L. Allen, A. Saunders, *Risk Management in Banking*, [w:] A. Berger, P. Molyneux, J. Wilson (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Second Edition, Oxford University Press, 2015, s. 161.

57 V. Acharaya, M. Richardson, *Causes of the Financial Crisis*, „Critical Review” 2009, Vol. 21 (2–3), s. 196.

58 C. Moolenkamp, D. Solomon, R. Sidel, V. Bauerlein, *How London Created a Snarl in Global Markets*, „Wall Street Journal”, 18 October: A1, cyt. za: G. Dymski, *Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis*, [w:] C. Lapavistas, *Financialised Capitalism...*, s. 73.

**Tabela 4.1.** Przykłady strukturyzowanych podmiotów inwestycyjnych tworzonych przez banki

Nazwa instytucji założycielskiej	Nazwa podmiotu
Barclays	Sheffield Receivables
Bank of Montreal	Links Finance, Parkland Finance
Citigroup	Beta, Centauri, Dorada, Five, Sedna, Vetra, Zela
Dresdner Kleinwort (Commerzbank)	K2
Fortis (PNB Paribas)	Scaldis Capital
HSBC	Asscher Finance, Cullinan Finance Solitaire Funding
Hypo	Morrigan TRR
Natixis	Portland Capital
Rabobank	Atlantis One, Tango Finance
Société Générale	Premier Asset Collateralised Entity
Standard Chartered	Whistlejacket Capital, White Pine

**Źródło:** [https://en.wikipedia.org/wiki/Structured\\_investment\\_vehicle](https://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle) [dostęp: 1.08.2019].

Aktywa banków rosły w końcu również w następstwie obrotu swapami ryzyka kredytowego (*Credit Default Swap* – CDS). Papiery te umożliwiały bankom ubezpieczenie na wypadek niewypłacalności podmiotów zaciągających dług. Były one zatem w istocie podobne do kontraktów ubezpieczeniowych, które pozwalały bankom zabezpieczyć rosnące pozycje bilansowe aktywów. Równocześnie stanowiły one doskonałe narzędzia do spekulacji dla banków, które szacowały ryzyko niespłacenia długu przez dany podmiot rynkowy. I to właśnie spekulacja wraz z upływem czasu stała się głównym powodem obrotu tego typu papierami wartościowymi<sup>59</sup>.

Jeśli chodzi natomiast o zmiany, jakie finansyzacja wywołała po stronie pasywów banków, to wskazać w tym miejscu należy, że w dążeniu do podtrzymania ekspansji poprzez sekurytyzację banki w jeszcze większym stopniu potrzebowały i uzależnione były od hurtowego dostępu do płynności, tj. do pożyczania na rynku pieniężnym. Banki inwestycyjne wykazywały jeszcze większą skłonność do polegania na emitowanych papierach, które następnie sprzedawane były na rynku pieniężnym. Za tym trendem podążały również banki depozytowe. Tego rodzaju filozofia działania banków poddanych procesowi finansyzacji wyjaśnia, dlaczego ostatni światowy kryzys finansowy zapoczątkowany został właśnie na rynku pieniężnym<sup>60</sup>.

Jego skutki wywarły poważny wpływ na wypłacalność obu rodzajów instytucji bankowych. Banki inwestycyjne, tradycyjnie działające w warunkach niższych wymogów kapitałowych niż banki depozytowe, doprowadziły i tak już niski poziom

59 C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism...*, s. 39.

60 *Ibidem*, s. 40.

kapitałów do ekstremalnie niskich, fałszywie wierząc, że powiększające się aktywa są bezpieczne, co było wynikiem upowszechnienia określonych narzędzi kwantyfikacji ryzyka, takich jak *Value at Risk* (VaR) czy też *Daily Earnings at Risk* (DEAR). Taka strategia działania była wysoce zyskowna, ale ostatecznie okazała się dysfunkcjonalna, gdy banki nie były zdolne amortyzować strat, które się pojawiły. Z kolei banki depozytowe, cechujące się z natury wyższym poziomem wskaźników kapitałowych, zmuszone były poprzez regulacje prawne (*Basel I*) do otrzymywania stałego poziomu kapitałów w relacji do aktywów. Jednakże w następstwie prowadzenia nowych regulacji dotyczących wskaźników kapitałowych i zarządzania ryzykiem (*Basel II*), uzależniających poziom wymaganych kapitałów od wagi ryzykownych aktywów, banki depozytowe mogły jeszcze bardziej obniżyć poziom kapitałów i zwiększyć stosowaną dźwignię. Stoi to w oczywistej sprzeczności z pierwotnym celem tychże regulacji, jakim było zwiększenie wypłacalności instytucji bankowych na świecie. W literaturze przedmiotu jest prezentowany również pogląd, że to właśnie te regulacje faktycznie i skutecznie przyczyniły się do upowszechnienia zjawiska sekurytyzacji aktywów. Banki bowiem, dążąc do zmniejszenia poziomu koniecznych do utrzymywania rezerw, transferowały niektóre aktywa poza własne bilanse jak również wykorzystywały swapy ryzyka kredytowego do obniżenia ważonego ryzyka swoich aktywów. Banki depozytowe, angażując się w praktyki banków inwestycyjnych, mogły obniżyć swoje kapitały, pozostając jednocześnie w zgodzie z wymogami regulacyjnymi w tym zakresie, a jednocześnie zwiększać wielkość aktywów zarówno tych bilansowych, jak i pozabilansowych. W takich realiach zarządzającym bankami wydawało się, że instytucje, którymi kierują, mogą gwarantować swoją wypłacalność, stając się jednocześnie bardziej płynnymi<sup>61</sup>.

Kiedy jednak w 2006 r. zapoczątkowana została fala niewypłacalności na rynku kredytów hipotecznych typu subprime w Stanach Zjednoczonych, ta konstrukcja, na której opierało się funkcjonowanie banków, w dużej mierze dzięki zjawisku finansyzacji gospodarki, okazała się być dysfunkcjonalna. Bankructwa kredytobiorców wywołały wzrost ryzyka sekurytyzowanych aktywów, co z kolei przełożyło się na trudności z ich sprzedażą, prowadząc w rezultacie do spadku cen tych instrumentów. Dla funduszy hedgingowych oraz strukturyzowanych podmiotów inwestycyjnych oznaczało to pogorszenie ceny i jakości posiadanych przez nich aktywów, uniemożliwiając pożyczanie na rynku pieniężnym. Stając w obliczu bankructwa, podmioty te wezwały banki założycielskie do podniesienia ich funduszy, dokapitalizowania. W następstwie tego banki zaczęły ponosić straty i zmuszone zostały do podnoszenia kapitałów własnych jak również ograniczania działalności kredytowej. W oczywisty sposób przełożyło się to na ekstremalny poziom niechęci i braku skłonności do udzielania pożyczek na rynku międzybankowym, co jeszcze bardziej zwiększyło trudności związane z zachowaniem płynności. Strach doprowadził do spadku cen na rynkach giełdowych, jeszcze bardziej zwiększając niepewność związaną z wypłacalnością banków. Wzajemnie destrukcyjne oddziaływanie płynności i wypłacalności skutkowało

61 *Ibidem*.

w ostateczności bankructwami, załamaniem kredytu dla gospodarki, kurczącym się popytem oraz narastającą zapaścią<sup>62</sup>.

W literaturze jest wskazywane również, że sekurytyzacja z jednej strony traktowana była jako innowacyjne narzędzie bardziej efektywnej dystrybucji ryzyka w gospodarce, zwiększania podaży kredytu oraz wzmocnienia odporności i stabilności systemu finansowego. Z drugiej wszakże przyczyniła się do obniżenia skłonności banków do kontroli i monitorowania, utrzymywania bardziej ryzykownych pożyczek, zwiększyła apetyt na ryzyko, doprowadziła do obniżenia standardów kredytowych lub wręcz pobłażliwego podejścia do kwestii wiarygodności kredytowej – ogólnie stała się czynnikiem destabilizującym system finansowy<sup>63</sup>.

Servaas Storm stoi na stanowisku, że sekurytyzacja jest najbardziej istotnym i nadal niedocenianym aktywatorem finansyzacji. Sekurytyzacja zamienia bowiem konkretne długoterminowe relacje pomiędzy bankiem a kredytobiorcą w abstrakcyjną relację pomiędzy anonimowymi rynkami finansowymi a kredytobiorcami. Banki komercyjne są jedynie przejściowo gwarantami hipoteki (szybko sprzedawanej i sekurytyzowanej), podczas gdy gospodarstwa domowe, które zaciągają kredyty hipoteczne są *de facto* podmiotami tworzącymi aktywa finansowe (emitentami) na globalnych rynkach finansowych. Stanowi to istotne przesunięcia w zakresie pośrednictwa finansowego pomiędzy bankami a rynkami finansowymi<sup>64</sup>.

Reasumując, proces finansyzacji gospodarki przejawiający się upowszechnieniem zjawiska sekurytyzacji aktywów odpowiedzialny jest za przekształcenie wielu dotychczasowych podmiotów finansowych (banków) i odejście od modelu *originate and hold* na rzecz modelu *originate and distribute*. Odzwierciedleniem tego może być wzrost udziału przychodów nieodsetkowych w ogólnej wartości przychodów banków (tabela 4.2). Ponadto finansyzacja stała się czynnikiem inicjującym powstanie nowych kategorii instytucji finansowych, połączonych siecią zależności z największymi podmiotami rynkowymi oraz przyczyniła się do powstania bankowości cienia, niepodlegającej oddziaływaniu sfery regulacyjnej.

**Tabela 4.2.** Udział przychodów nieodsetkowych w całości przychodów banków (w %)

Państwo	1980	1985	1990	1995	2000	2005
USA	24,9	30,5	30,3	32,1	39,7	40,7
Niemcy	20,4	20,6	26,8	21,0	35,8	34,2
Hiszpania	14,9	15,6	18,2	23,1	35,8	33,2
Francja	–	–	22,6	45,5	60,9	63,2

**Źródło:** P. dos Santos, *On the Content of Banking in Contemporary Capitalism*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston 2012, s. 87.

62 *Ibidem*, s. 41.

63 S. Deku, A. Kara, *Securitization: Past, Present...*, s. 1.

64 S. Storm, *Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 312–313.

System, jaki pojawił się w następstwie upowszechnienia sekurytyzacji aktywów, w sposób prawidłowy nazwany został bankowością cienia. Instytucje w nim funkcjonujące replikowały bowiem bankowy proces zamiany ryzyka związanego z terminem zapadalności określonych aktywów finansowych z tą wszakże różnicą, że działo się to poza sferą regulacyjną ograniczającą płynność banków oraz narzucającą im określone wymogi kapitałowe. W podobny sposób, jak czyni to tradycyjny system bankowy, kreując nowy kredyt i pieniądz, które uprzednio nie istniały, instytucje ulokowane w bankowości cienia i cały system tworzyły nowy kredyt i nowe formy *quasi*-pieniądza w saldach bilansowych funduszy rynku pieniężnego<sup>65</sup>.

Termin „bankowość cienia” (*shadow banking*) ma krótką, aczkolwiek nadzwyczaj owocną długość życia. Wymyślony został w roku 2007 w celu objaśnienia funkcjonowania kompleksowego, systemowego łańcucha kredytu, płynności i zadłużenia pozostających poza zasięgiem regulacyjnego nadzoru. Już w roku 2009 przedstawiciele grupy G20 skupili na nim swoją uwagę, dając przyzwolenie i mandat na utworzenie nowej międzynarodowej instytucji – Rady Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board* – FSB) – w celu zmapowania systemowego ryzyka, jaki niesie za sobą bankowość cienia. W roku 2016 rada zidentyfikowała główne obszary koniecznych reform, zaproponowała nowe zasady i wdrożyła praktykę rocznego raportowania osiągnięć krajów w implementacji koniecznych reform. W opinii Daniela Gabor, jeśli polityczna siła idei ekonomicznych jest demonstrowana poprzez szybkość, z jaką wywołują one zmiany instytucjonalne, to bankowość cienia jest wyjątkowo potężną ideą<sup>66</sup>.

Adair Turner dowodzi natomiast, że charakterystyka kluczowej funkcji banków jako instytucji pośredniczących zawarta w wielu współczesnych podręcznikach akademickich jest niebezpiecznie fikcyjna. Po pierwsze, banki nie pośredniczą w transakcjach opartych na już istniejącym pieniądzu, lecz tworzą kredyt, pieniądz i siłę nabywczą, która uprzednio nie istniała. Po drugie, zdecydowana większość działalności kredytowej banków komercyjnych w gospodarkach rozwiniętych nie jest ukierunkowana na wsparcie inwestycji biznesowych, a zamiast tego służy zwiększaniu konsumpcji lub nabywaniu już istniejących aktywów, w szczególności nieruchomości oraz ziemi. W konsekwencji, przy braku precyzyjnych regulacji, banki czynią gospodarkę niestabilną. Nowo tworzony kredyt i pieniądz zwiększają siłę nabywczą. Jeśli jednak napotka ona na ograniczenia po stronie podaży, wynikiem tego nie będą nowe inwestycje, lecz wzrost cen aktywów, który spowoduje wzrost popytu na kredyt i jeszcze większą podaż kredytu. Kluczową kwestią związaną z niestabilnością finansową we współczesnych gospodarkach jest interakcja pomiędzy dużymi możliwościami banków w zakresie kreowania nowych kredytów

65 A. Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2016, s. 98.

66 D. Gabor, *Goodbye (Chinese) Shadow Banking, Hello Market – based Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 395.

a ograniczoną podażą dóbr. Nieuchronną konsekwencją tego jest samonapędzający się mechanizm zwiększenia kredytu i cen aktywów<sup>67</sup>.

W opinii Doroty Korenik znacząca większość banków zmieniła rolę instytucji absorbujących ryzyko na rolę pośredników transferujących ryzyko do innych uczestników rynku za pomocą inżynierii finansowej<sup>68</sup>. Według Tomasza Dąbrowskiego podmioty te w coraz większym stopniu stawały się przedsiębiorstwami, a w coraz mniejszym pozostawały instytucjami zaufania publicznego<sup>69</sup>. Banki komercyjne z tradycyjnych podmiotów depozytowo-kredytowych stały się prężnie działającymi konglomeratami, wykonującymi czynności bankowe niemal w każdym obszarze rynku finansowego<sup>70</sup>. Istotnym elementem strategii zdywersyfikowanych konglomeratów bankowych stało się dążenie do osiągnięcia statusu *too big to fail*. Umożliwił on bowiem przewagę konkurencyjną nie tylko ze względu na korzystanie z ekonomii skali i ekonomii zakresu, lecz również z powodu możliwości prowadzenia bardziej ryzykownych operacji, a także pozyskiwania na ich prowadzenie tańszych funduszy. Wynikało to z istnienia *implicite* gwarancji zaangażowania środków publicznych w ratowanie tego typu podmiotów<sup>71</sup>.

Konkludując, można wskazać, że w istocie w procesie finansyzacji gospodarki podlegający koncentracji i konsolidacji sektor bankowy jako całość, a w szczególności największe instytucje bankowe przekształciły się z instytucji służących realnemu sektorowi gospodarki i dostarczającymi rozwiązań z zakresu zarządzania ryzykiem w podmioty, które zdominowały gospodarkę, narzuciły finansową logikę funkcjonowania podmiotom ze sfery realnej, a nade wszystko stały się podmiotami generującymi bardzo duże ryzyko systemowe dla całej gospodarki.

## 4.5. Finansyzacja gospodarstw domowych

Finansyzacja gospodarstw domowych nie wydaje się zjawiskiem wygenerowanym przez zmianę zachowań społecznych. Jest natomiast pochodną przekształceń, jakie dokonały się w gospodarce, w tym w szczególności w odniesieniu do ideologicznego postrzegania roli i znaczenia państwa w systemie gospodarczym.

Rządy – odpowiedzialne wcześniej za dostarczanie określonych dóbr i usług publicznych – dokonały outsourcingu części z nich do sektora finansowego. Jest to widoczne zarówno w relacjach państwo – przedsiębiorstwa, jak i państwo

67 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 6.

68 D. Korenik, *O roli służebnej banków komercyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 33.

69 T. Dąbrowski, *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik...*, s. 209.

70 W. Jaworski, A. Szelągowska, *Służebna rola banków w polskiej gospodarce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2014, nr 10(934), s. 20.

71 T. Dąbrowski, *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik...*, s. 209.



– gospodarstwa domowe. Generalne wycofywanie się instytucji państwa z roli bezpośredniego właściciela kapitału w przedsiębiorstwach i bezpośredniego źródła kapitału spowodowało, że przedsiębiorstwa niefinansowe w większym stopniu zaczęły opierać swoje funkcjonowanie na kapitale pozyskiwanym z rynków finansowych niż tym, który dostarczany był przez państwo lub też do którego dostęp państwo ułatwiało. To wycofywanie się państwa w odniesieniu do gospodarstw domowych określone zostało przez Raghurama Rajana jako zjawisko konsumpcji przez kredyt (*let them eat credit*). W celu podtrzymania dotychczasowego standardu życia rządy zachęcały gospodarstwa domowe do sięgania do rynków finansowych, nie zaś oczekiwania na programy rządowe w tym zakresie. Ułatwienia w zakresie dostępu do kredytu dla gospodarstw domowych, zwłaszcza kredytów hipotecznych, są przejawem prywatyzowania państwa dobrobytu<sup>72</sup>.

Postępujący proces odchodzenia od państwa dobrobytu w rozumieniu keynesistowskim i pojawienie się nowych rynkowych, opartych na aktywach form majątku oznaczało, że jednostki i gospodarstwa domowe, nadzorowane przez państwo, otrzymały zadanie samodzielnego planowania i zarządzania własnym, przyszłym bezpieczeństwem finansowym, głównie poprzez oszczędzanie i inwestowanie. W efekcie tego finanse przestały być zjawiskiem obserwowanym z perspektywy codziennego życia, a zamiast tego stały się procesem, w którym od jednostek oczekuje się aktywnego uczestnictwa i, co istotne, definiowania swojej tożsamości przez pryzmat pieniądza i finansów<sup>73</sup>.

W okresie powstawania bańki na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych finansyzacja dochodów osobistych dotarła od najbiedniejszych przedstawicieli klasy pracującej. W tamtym momencie jawiła się ona jako demokratyzacja finansów i zniesienie dyskryminacji najbiedniejszych ze strony banków komercyjnych, co działo się w poprzednich dekadach (tzw. *red lining*). Jednakże ten sposób rozwiązywania problemów mieszkaniowych poprzez finanse osobiste ostatecznie stał się katastrofalny w skutkach, narażając miliony obywateli na ryzyko bezdomności. Rynek hipoteczny typu *subprime*, mimo jego wzrostu, nie był jednak na tyle duży, by bezpośrednio spowodować zagrożenie dla gospodarki Stanów Zjednoczonych, a tym bardziej dla globalnych finansów. Wywarł on jednak olbrzymi wpływ z uwagi na równoległy wzrost bankowości inwestycyjnej, szczególnie poprzez sekurytyzację kredytów hipotecznych. Obejmowała ona w latach 2004–2006 aż 79,3% ogólnej liczby kredytów hipotecznych, zaś części długu typu *subprime* znajdowały się w całej masie nowych typów papierów wartościowych nabywanych przez instytucje finansowe na całym świecie i w rezultacie spoczywających w ich bilansach<sup>74</sup>.

W tle zjawiska boomu na rynku nieruchomości miała miejsce intensyfikacja innych form finansyzacji dochodów osobistych. Wraz z postępującym wzrostem

72 G. Fuller, *The Great Debt Transformation...*, s. 21.

73 S. Coppock, *The Everyday Geographies in Financialisation: Impact, Subjects and Alternatives*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6(3), s. 481.

74 C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism...*, s. 18.

cen nieruchomości ich właściciele zachęceni byli do refinansowania kredytów hipotecznych i pozyskiwania dodatkowego kapitału poprzez proceder określany jako *equity-extraction*. Bezpośrednim tego rezultatem był spadek oszczędności netto gospodarstw domowych, które w Stanach Zjednoczonych osiągnęły poziom zerowy w relacji do dochodów do dyspozycji. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że tendencja spadkowa w odniesieniu do oszczędności osobistych jest długookresowym przejawem finansyzacji, odzwierciedlającym rosnące zaangażowanie ludzi w funkcjonowanie systemu finansowego i jednoczesny wzrost zadłużenia osobistego ludzi. W przypadku Stanów Zjednoczonych spadek oszczędności netto następował niezmiennie od początku lat 80. minionego wieku<sup>75</sup>.

Innym przykładem oddziaływania finansyzacji w odniesieniu do gospodarstw domowych jest zjawisko wywłaszczenia finansowego (*financial expropriation*), które jako źródło zysków pojawiało się systematycznie w okresie ostatnich dekad. Należy je w sposób wyraźny odróżnić od zjawiska wyzysku pojawiającego się regularnie w procesie produkcji i pozostającego na gruncie teorii marksistowskiej fundamentem współczesnej gospodarki kapitalistycznej. Wywłaszczenie finansowe jest dodatkowym źródłem czerpania dochodów pochodzących ze sfery cyrkulacji. Jeśli odnosi się do dochodów osobistych, to obejmuje ono w większym stopniu obecne przepływy pieniężne i przepływy wartości niż nowe strumienie wartości dodanej. Dodatkowo, pomimo iż występuje w sferze wymiany, to ma jednak miejsce regularnie w toku procesów ekonomicznych, a zatem posiada znamiona wyzysku<sup>76</sup>.

Jak dowodzi Costas Lapavitsas, na gruncie marksizmu sfera wymiany nie jest naturalnym obszarem wyzysku z uwagi na fakt, że wymiana ma charakter *quid pro quo*. Jest on możliwy jedynie w przypadku, gdy handlujący są źle poinformowani, jeśli chodzi o wartość lub też pojawiają się dodatkowe siły ekonomiczne. Tym różni się on od zwykłego wyzysku kapitalistycznego, który jest z natury systemowy i ekonomiczny. Jednakże chodzi o to, że transakcje finansowe dotyczą pieniądza i kapitału pożyczkowego nie zaś wyprodukowanych dóbr. Z reguły transakcje tego typu obejmują obietnice i zobowiązania opierające się na zaufaniu, nie zaś bezpośredniej wymianie dobro za dobro. Ostateczny transfer wartości pomiędzy stronami kontraktów finansowych jest uzależniony od ram instytucjonalnych, uzgodnień prawnych, przepływu informacji, a nawet władzy społecznej. Przewaga instytucji finansowych w zakresie dostępu do informacji oraz siły rynkowej sprawia, że mogą one traktować podmioty indywidualne w odmienny sposób niż postępują z przedsiębiorstwami. Te ostatnie bowiem mają w pewnych przypadkach wystarczający dostęp do informacji i nie zajmują gorszej pozycji, jeśli chodzi o władzę społeczną i ekonomiczną. Usługi finansowe, jakie otrzymują, są dla nich niezbędne z punktu widzenia produkcji i wymiany samej wartości oraz wartości dodanej. Opłaty za tego typu usługi generalnie mieszczą się w ramach wyznaczanych przez

75 *Ibidem*, s. 19.

76 *Ibidem*, s. 32–33.

aktualnie dostępny kapitał i rentowność akumulacji realnej. Gdyby było inaczej, przedsiębiorcy z zasady podejmowaliby próby obejścia mechanizmu finansowego, np. w większym stopniu opierając swoją działalność na kredycie kupieckim lub też tworząc nowe, alternatywne mechanizmy *ab ovo*<sup>77</sup>.

W przeciwieństwie do przedsiębiorstw i przedsiębiorców, finanse związane z dochodami osobistymi indywidualnych podmiotów służą zaspokajaniu podstawowych potrzeb pracowników oraz tych związanych z mieszkaniem, zabezpieczeniem emerytalnym, konsumpcją, ubezpieczeniem itd. Różnią się zatem jakościowo od usług finansowych skierowanych do przedsiębiorców funkcjonujących czy to w sferze produkcji, czy też w sferze cyrkulacji. Gospodarstwa domowe są skoncentrowane na uzyskiwaniu wartości użytkowej, podczas gdy przedsiębiorcy na powiększaniu wartości. W rezultacie działania finansowe podejmowane przez podmioty indywidualne różnią się, jeśli chodzi o cele, motyw, informację, dostęp do rozwiązań alternatywnych oraz zdolność do ekonomicznej kalkulacji od tych, w które zaangażowane są przedsiębiorstwa. Ponadto, pojedynczy pracownicy poszukujący w finansach sposobu na zaspokojenie swoich podstawowych potrzeb mają niewiele alternatywnych możliwości obejścia czy też zastąpienia mechanizmu działania systemu finansowego. Dlatego też ich dochody stają się celem wywłaszczania finansowego<sup>78</sup>.

W kapitalizmie finansowym warunki życia pracowników żyjących z pracy w coraz większym stopniu pokrywają się z kompetencjami systemu finansowego. Zależność jednostek od pieniądza jako formy płatności (nie tylko jako środka wymiany) stała się dużo silniejsza wraz z wycofywaniem się państwa z oferowania świadczeń społecznych w takich obszarach, jak budownictwo mieszkaniowe, systemy emerytalne, konsumpcja, edukacja itd. Dostęp do pieniądza w coraz większym stopniu warunkuje zdolność do uzyskiwania podstawowych dóbr, a jednocześnie tworzy czynnik ograniczający ich podaż<sup>79</sup>.

Szczególnym przykładem wywłaszczania finansowego były instrumenty finansowe oferowane przez instytucje finansowe najbiedniejszym gospodarstwom domowym w Stanach Zjednoczonych. Określane one są mianem drapieżnych kredytów – *predatory lending*. Paradoksalnie wcześniejsze wykluczenie finansowe na tle narodowościowym i dyskryminacja w dostępie do usług bankowych, w tym kredytów hipotecznych, zastąpione zostały przez wyjątkową i swoistą, rasową inkluzję finansową. Gospodarstwa domowe nieposiadające rachunków bankowych, wywodzące się często z najniższych klas społecznych i dochodowych uzyskały dostęp do kredytu, lecz wyłącznie na warunkach znacznie odbiegających od tych oferowanych pozostałym grupom. Dotyczyło to zarówno istotnie wyższych kosztów kredytów, jak również kar za naruszanie przepisów umowy. To właśnie banki, przejmując kontrolę nad podmiotami zależnymi i tworząc specjalne instrumenty

77 *Ibidem*, s. 33.

78 *Ibidem*, s. 34.

79 C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, s. 34.

finansowe oferowane osobom o niskich dochodach, ukierunkowały swoją działalność na tę kategorię klientów, którą wcześniej pomijały w swoim modelu biznesowym. Banki tworzyły, oferowały i sprzedawały wszelkiego rodzaju drapieżne instrumenty finansowe, w tym drapieżne kredyty. Te ostatnie bardzo często prowadziły do ponadprzeciętnej liczby niespłaconych kredytów przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, w następstwie czego miały miejsce upadłości i osobiste problemy finansowe, które pojawiły się na długo przed problemami na rynku hipotecznych w 2007 r.<sup>80</sup>

Asymetryczny charakter ryzyka spoczywającego na sprzedawcy i nabywcy określonych papierów wartościowych (np. *equity tranche* w przypadku CDO) czy też stron uczestniczących w procesach finansowych (np. alokowaniu środków finansowych w kapitałowych systemach emerytalnych albo podejmowanie przez banki inwestycyjne działalności ukierunkowanej na doprowadzenie do strat posiadaczy papierów wartościowych uprzednio im sprzedanych, klauzule abuzywne w umowach kredytowych) zdają się dobitnie potwierdzać prawdziwość stawianej wyżej tezy o związku procesu finansyzacji gospodarki ze zjawiskiem wywłaszczania finansowego w licznych gospodarkach rozwiniętych świata zachodniego. Jednocześnie zjawisko wywłaszczania finansowego zdaje się kluczowym argumentem dla wyjaśnienia bezprecedensowego ideologicznego dążenia zwolenników neoliberalizmu do tworzenia kolejnych rynków, na których asymetria w relacjach pomiędzy gospodarstwami domowymi a instytucjami finansowymi umożliwia tym ostatnim rozszerzanie zakresu wywłaszczania finansowego, często przy instytucjonalnym przyzwoleniu ze strony państwa.

Finansyzacja gospodarstw domowych jest kluczowym czynnikiem potrzebnym do wyjaśnienia ostatniego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego w Stanach Zjednoczonych. Ostateczną podporą w systemie finansowym zbudowanym na gruncie ideologii finansyzacji były hipoteki pracowników, często pracowników najbiedniejszych, wywodzących się z mniejszości etnicznych. Biorąc pod uwagę to, że płace robotników nie rosły w sposób istotny, na tak wątpliwym i słabym z punktu widzenia wartości fundamencie opierały się hipoteki i aktywa zabezpieczone hipoteką. System finansowy (którego ewolucja przebiegała pod dyktando imperatywu finansyzacji) zbudował na tak niepewnej podstawie olbrzymie struktury długu, podkopując tym samym w sposób krytyczny płynność i wypłacalność całego systemu<sup>81</sup>.

Upowszechnienie zjawiska finansyzacji gospodarki pozostaje również w relacji z obniżaniem znaczenia związków zawodowych, a także wartości leżących u podstaw układów zbiorowych oraz osłabieniem roli rządu za sprawą deregulacji i redefiniowania obywatela jako konsumenta – nabywcy szeregu usług nie zaś członka społeczeństwa z przynależnymi mu obowiązkami i prawami. Silna orientacja w kierunku bycia konsumentem nadaje priorytety użyteczności jednostek, jednocześnie

80 G. Dymski, *Racial Exclusion and the Political Economy...*, s. 65.

81 C. Lapavitsas, *Financialised Capitalism...*, s. 41.

lekceważąc problemy społeczności (i kwestie dóbr wspólnych) lub oparte na sprawiedliwości prawo do zaspokojenia podstawowych potrzeb człowieka<sup>82</sup>.

W piśmiennictwie z zakresu finansyzacji dowodzone jest, że gospodarstwa domowe zostały wepchnięte w ramiona prywatnego sektora finansowego wraz z wycofywaniem publicznych świadczeń z kolejnych obszarów gospodarki oraz stagnacją realnych dochodów z pracy. Prywatne instytucje finansowe stopniowo stawały się pośrednikami w zaspokajaniu potrzeb pracowników w zakresie mieszkalnictwa, systemów emerytalnych, codziennej konsumpcji, a w niektórych krajach również w ochronie zdrowia i edukacji. Pieniądz stanowiący dochody gospodarstw domowych i zasoby pieniądza będące w posiadaniu gospodarstw domowych stały się w ten sposób stałym źródłem zysku finansowego<sup>83</sup>.

Innym głównym czynnikiem przyspieszającym proces finansyzacji było podporządkowanie płac pracowników imperatywowi finansowemu. W erze neoliberalizmu drastycznemu ograniczeniu uległa działalność państwa w takich obszarach, jak mieszkalnictwo społeczne, systemy emerytalne, edukacja, systemy zabezpieczenia społecznego, co spowodowało, że pracownicy stali się nabywcami sprywatyzowanych usług w tych dziedzinach. Jednocześnie, oszczędności pracowników – w następstwie neoliberalnej polityki tworzenia kapitałowych programów emerytalnych i funduszy powierniczych – zostały skierowane na rynki finansowe. Te nowe formy transferów finansowych stały się integralnym elementem finansyzacji dochodów pracowników. To podporządkowanie płac jest bez wątpienia nową formą klasowego podporządkowania, które poszerza eksploatację w sferze produkcji<sup>84</sup>.

## 4.6. Podsumowanie

W literaturze przedmiotu prezentowany jest pogląd, zgodnie z którym do zjawiska finansyzacji gospodarki w znacznym stopniu przyczyniła się nauka, przy czym był to wpływ, ogólnie rzecz ujmując, dwukierunkowy. Z jednej strony do praktyki gospodarczej implementowane były naukowe koncepcje i modele ekonomiczne, w tym również te finansowe. Jednak w wielu wypadkach to, co sprawdzało się w modelach bazujących na licznych i mocnych założeniach teoretycznych, w złożonej rzeczywistości gospodarczej często okazywało się zawodne, nierzadko w sposób bardzo bolesny. Prowadziło to do konstatacji, że teoria naukowa jest praktyczna tylko wówczas, gdy jest sensownie implementowana. Z drugiej strony nauki ekonomiczne bazowały

82 S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation: Roots and Repercussions*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 354.

83 C. Lapavistas, J. Powell, *Financialisation Varied: A Comparative Analysis of Advanced Economies*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 364.

84 B. Lucarelli, *Financialization and Global Imbalances...*, s. 435.

na danych empirycznych, w tym również tych dotyczących postępowania praktyków, w szczególności osób kierujących spółkami oraz inżynierów finansowych. W ten sposób błędnie nadano walor naukowości działaniom bynajmniej niemającym rzeczywistych, pełnych podstaw naukowych. Co gorsza, tak formułowane idee przekazywane były następnie do kolejnych państw i regionów jako rozwiązania o charakterze aplikacyjnym bazujące na podstawach naukowych. W rezultacie finanse jako dyscyplina naukowa nie nadążały za wyzwaniami praktyki gospodarczej, a próba zmiany tego stanu rzeczy prowadziła do licznych porażek i błędów<sup>85</sup>.

W opinii niektórych autorów przejście do akumulacji wykorzystującej strategię finansowe nie jest, jak dowodzą zwolennicy podejścia gospodarki opartej na usługach, pośrednim i pochodnym fenomenem, w którym kapitał przemieścił się do sfery usług finansowych w poszukiwaniu wyższych zysków. Postrzegają oni natomiast finansyzację jako proces, w którym system finansowy stał się autonomiczną sferą dla akumulacji kapitału, sferą ze swoją własną niezależną logiką. W jej ramach nadużycia napędzane przez motywy finansowe i instytucje finansowe nie odzwierciedlają przejściowego transferu kapitału do obszarów generujących zyski poprzez usługi finansowe, lecz są wyrazem długookresowej restrukturyzacji gospodarki globalnej w kierunku uprzywilejowania tych podmiotów, które zaangażowane są w transakcje finansowe i rynki finansowe<sup>86</sup>.

Wraz z rosnącym zasobem nadwyżkowego kapitału trafiającego do systemu bankowego i innych instytucji finansowych, system finansowy przekształcił się stopniowo z postaci, w której był on czasowym i relatywnie płynnym miejscem alokowania kapitału, a stał się niezależnym, aktywnym miejscem generowania wartości, działającym według własnych zasad, łączącym potrzeby realnego sektora gospodarki z niewykorzystanymi zasobami kapitału nadwyżkowego<sup>87</sup>.

W literaturze dowodzi się również, że stagnacja w sferze realnej czy też nikły rozwój gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych jest wynikiem zaspokojenia popytu na dobra realne oraz niepowodzeniem albo tylko częściowym powodzeniem wysiłków podejmowanych w zakresie sztucznego kreowania nowych potrzeb konsumpcyjnych. Ponadto znaczna część produkcji, która mogła być z tych krajów wyprodukowana za granicę, do krajów pozwalających na ograniczenie kosztów w zakresie przekraczającym wartość utraty parametrów produktów i usług, została już przeniesiona. W rezultacie tak przeprowadzonej dezindustrializacji miało miejsce postępujące ograniczenie znaczenia większej części sfery realnej. Rozwiązaniem, a zarazem ratunkiem, dla krajów wysoko rozwiniętych stała się kreacja nowych potrzeb, produktów i miejsc pracy w sferze finansowej, pomimo narastającego przekonania, że w istocie jest to działalność jałowa i nieproduktywna, tzn. nieprzynosząca wartości w sferze realnej. Jednak współcześnie oferowane

85 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 306.

86 C. Lapavitsas, J. Powell, *Financialisation Varied...*, cyt. za: S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation...*, s. 353.

87 H. Woo, *Growth Without...*, s. 43.



produkty finansowe nie są faktycznie mniej użyteczne od istotnej części wytworów sfery realnej, w wielu wypadkach faktycznie zbędnych lub mało przydatnych. Problem leży więc głębiej, a finansyzacja gospodarki jest tylko jego objawem. Pośród bezpośrednich przyczyn finansyzacji gospodarki krajów wysoko rozwiniętych wskazuje się jeden czynnik odgrywający kluczową rolę. Jest nim wypieranie pracy przez kapitał, bowiem ta pierwsza, za sprawą obciążeń podatkowych i paropodatkowych, uczyniona została czynnikiem produkcji droższym od kapitału. Finansyzacja gospodarki bez zasadniczej zmiany w zakresie obciążeń związanych ze świadczeniem pracy będzie postępować. Zatrzymanie jej czy też powstrzymanie w normalnych warunkach, czyli bez załamania gospodarki i finansów lub też poważnego konfliktu zbrojnego, trudno uznać za możliwe. Wymagałoby to bowiem zasadniczego ograniczenia znaczenia państwa w sferach innych niż wąsko rozumiane bezpieczeństwo, marginalizacji większości zdobyczy socjalnych, a także wykreowania nowych potrzeb, których zaspokojenie zaangażowałoby aktywność rzesz ludzi. Zmiany takie mogą wystąpić jedynie w sytuacji nadzwyczajnej, czyli związanej z destrukcją<sup>88</sup>.

Podsumowując rozważania prezentowane w rozdziale czwartym, należy wskazać, że kluczowe z punktu widzenia finansyzacji podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych zdają się być cztery kwestie. Po pierwsze, jest nią dominacja rynkowego modelu gospodarki, z nadaniem mechanizmowi rynkowemu nadrzędnej roli w systemie gospodarczym przy jednoczesnym niedostrzeganiu lub oczywistym ignorowaniu ułomności założeń dotyczących rynku doskonale konkurencyjnego, w szczególności zaś przemilczaniu rzeczywistej efektywności rynków finansowych. Efektem tego było zdominowanie narracji gospodarczej, społecznej i politycznej przez zwolenników rozpatrywania każdej ze sfer jedynie przez pryzmat oczekiwań rynków, głównie rynków finansowych. Po drugie, na finansyzację przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wywarł wpływ dominujący pogląd, zgodnie z którym wszelka działalność państwa powinna być ograniczana, zaś sfery dotychczasowej ingerencji państwa oddane pod wyłączne działanie mechanizmu rynkowego, także w ramach nowych rynków, które były tworzone na szeroką skalę. Zmusiło to gospodarstwa domowe do podejmowania aktywności, które uprzednio były domeną państwa, lub też w których państwo w istotny sposób jako podmiot występowało. Po trzecie, finansyzacja na poziomie mikroekonomicznym w odniesieniu do przedsiębiorstw napędzana była i nadal jest przez upowszechnienie i dominację krótkookresowego imperatywu zaspokajania wyłącznie akcjonariuszy spółek kosztem pozostałych grup interesariuszy przedsiębiorstw. Istotną rolę w tym mechanizmie odgrywają menedżerowie, którzy dzięki regulacjom prawnym zyskali możliwość sztucznego, nieznajdującego oparcia w organicznym rozwoju przedsiębiorstw, kreowania krótkookresowego, księgowo-rynkowego przyrostu wartości. Takie narzędzia jak wykup akcji własnych sprawiły, że działania finansowe i manipulacje finansowe przejęły prymat

88 A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki...*, s. 90–91.

nad strategią zarządzania zakładającą koncentrowanie się na rynku, konsumencie, marży czy wartości dodanej. Finansyzacja sprawiła, że wiele przedsiębiorstw stało się zwykłymi giełdowymi tickerami, niematerialnymi bytami, podlegającymi nieustającej presji na wzrost wartości, nie zaś rzeczywistymi podmiotami rynkowymi, osadzonymi w określonych realiach konkurencyjnych i dostarczającymi wymiernych dóbr, usług i wartości dla innych uczestników realnej gospodarki. Finansyzacja gospodarki odebrała przedsiębiorstwom prawo do myślenia i działania w kategoriach lat i dekad, zmusiła zaś do funkcjonowania w realiach dni notowań giełdowych, tygodni, w których inwestorzy instytucjonalni żądają dalszego generowania wartości, kwartalnych prezentacji wyników, rocznych premii dla zarządu i dywidend dla akcjonariuszy. To finansyzacja jest odpowiedzialna za deindustrializację niektórych gospodarek zachodnich, w których ostatecznym narzędziem kreowania wartości stało się przeniesienie całych zakładów produkcyjnych na odległe kontynenty. Finansyzacja sprawiła, że dobro akcjonariuszy (i menedżerów) oraz oczekiwania rynków zyskały większą wartość niż kwestie społeczne, w tym zatrudnienie, godziwe warunki pracy, przestrzeganie praw pracowniczych oraz tworzenie warunków do zrównoważonego długotrwałego wzrostu i rozwoju gospodarczego danego kraju.

Po czwarte, ostatnią, zdaniem autora, kluczową kwestią z punktu widzenia finansyzacji przedsiębiorstw i gospodarstw domowych było wymknięcie się znacznej części sektora finansowego spod nadzoru regulacyjnego. Są przesłanki, by przypuszczać, że finansyzacja gospodarki nie byłaby możliwa w stopniu, jaki możemy obecnie obserwować, gdyby nie instytucjonalne przyzwolenie państwa. Chodzi zwłaszcza o kwestię tworzenia przez instytucje finansowe podmiotów zależnych i powstanie bankowości cienia. W wielu wypadkach działania podejmowane przez te podmioty budzą wątpliwości natury etycznej, zdają się być nieracjonalne z punktu widzenia ryzyka ponoszonego przez całą gospodarkę oraz wnoszą wątpliwą wartość w zrównoważony rozwój gospodarki zarówno krajowej, jak i światowej. W kontekście roli państwa odgrywanej w procesie finansyzacji można zadać również pytanie, na jakim poziomie musiałyby się ustalić rynkowa stopa zwrotu, stanowiąca rekompensatę za ponoszenie ryzyka inwestycyjnego dla inwestorów indywidualnych, by ci w sposób dobrowolny gotowi byli w miesięcznych interwałach powiększać portfel giełdowych aktywów przez 30 lat bez możliwości jego wcześniejszego upłynnienia? Czy w ogóle tego typu instrumenty finansowe miałyby szansę na upowszechnienie się w oparciu o działanie mechanizmu rynkowego tak mocno podkreślanego przez zwolenników neoliberalizmu? Pobieranie opłat związanych z comiesięczną replikacją portfela przy jednoczesnym całkowicie asymetrycznym ukształtowaniu ryzyka w całości spoczywającego na podmiocie odprowadzającym składki emerytalne mogą skłaniać do konkluzji, że główna rola tak skonstruowanych systemów emerytalnych sprowadza się do podtrzymywania wzrostu na rynku kapitałowym. W tym kontekście solidarność międzypokoleniowa zastąpiona została przez finansyzację gospodarstw domowych, a godność życia człowieka na emeryturze uzależniona została od notowań giełdowych.



## Rozdział V

# Definansyzacja jako kierunek ewolucji kapitalizmu

### 5.1. Wprowadzenie

Pogląd zakładający, że sektor finansowy jest w jakimś sensie zbyt duży oraz nieskoncentrowany w działaniu na swojej zasadniczej roli w gospodarce nie jest niczym nowym, chociaż jest on często odrzucany przez ekonomistów, polityków, nie wspominając już o przedstawicielach samego sektora finansowego. Ponad trzy dekady temu James Tobin artykułował sceptyczną opinię na temat efektywności olbrzymiego sektora finansowego, rynków finansowych i instytucji finansowych. Miał świadomość, że w obliczu ogólnego entuzjazmu związanego z deregulacją i niczym nieograniczoną konkurencją, a także podziwem przedstawicieli kręgów akademickich w odniesieniu do teorii efektywności rynków finansowych jego krytyka jest przykładem płynięcia pod prąd. Starał się on przekonać, że rynki papierów wartościowych w bardzo małym stopniu przekształcają oszczędności gospodarstw domowych w fundusze wykorzystywane do finansowania inwestycji. Tylko niewielka część olbrzymich transakcji na rynkach związana jest z finansowaniem faktycznych inwestycji rzeczowych. Banki komercyjne, instytucje oszczędnościowe, przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne są natomiast narzędziami transferowania nadwyżek uzyskiwanych przez jedną grupę gospodarstw domowych w celu finansowania deficytu pozostałych gospodarstw. Wskazywał on również na wyraźne oznaki konkurencji monopolistycznej na rynku pośredników finansowych. W jego opinii proces deregulacji nie powinien być tylko rutynowym wdrażaniem do praktyki filozofii wolnorynkowej ani też odpowiedzią na sektorowe konflikty interesów. Tworzenie prawa powinno być natomiast podyktowane trzeźwym pragmatyzmem, jeśli chodzi o kwestię tego, czym ma stać się sektor finansowy i jaki będzie tego społeczny koszt. Podawał on w wątpliwość sens i wartość przerzucania coraz większych zasobów, w tym również najlepiej wykształconej części zasobów ludzkich,

do sfery finansowej kosztem działalności związanej z produkcją dóbr i usług. Zasoby te wykorzystywane w sektorze finansowym są w jego opinii wynagradzane w stopniu nieproporcjonalnym do ich społecznej produktywności i użyteczności<sup>1</sup>.

Joseph Stiglitz przekonywał natomiast, że duża część przesłanek stojących za liberalizacją rynków finansowych nie jest oparta ani na należyтым zrozumieniu ekonomicznych mechanizmów działania tych rynków, ani też na potencjalnych możliwościach państwa w zakresie interwencji. Często też brak jest zrozumienia, w jaki sposób zdarzenia z przeszłości oraz siły polityczne doprowadziły do ukształtowania się państwa i rządu w jego obecnej formie. Zamiast tego liberalizacja uzasadniana jest ideologicznym przywiązaniem do wyidealizowanej koncepcji rynków, która nie jest osadzona ani w realiach gospodarczych, ani na gruncie teorii ekonomii. Innowacje finansowe, w jego opinii, wnoszą niewielki wkład w zapewnianie efektywności gospodarczej i mogą prowadzić do spadku dobrobytu. Dowodził i sugerował on również, że usprawnienie i poprawa funkcjonowania rynków finansowych niekoniecznie poprawi oraz wzmocni zdolność gospodarki jako całości do mobilizowania oszczędności i alokowania kapitału<sup>2</sup>.

Malcolm Sawyer wskazuje z kolei, że prezentowane w literaturze poglądy dotyczące sektora finansowego wydają się sugerować w różny sposób, że sektor finansowy, biorąc pod uwagę zasoby, jakie wykorzystuje, stał się zbyt duży w porównaniu do korzyści ekonomicznych i społecznych, których dostarcza. Niestabilność finansowa i związane z nią koszty kryzysu finansowego są pochodną finansyzacji i liberalizacji finansowej. Działalność sektora finansowego przesunęła się w kierunku tworzenia, a następnie handlu na masową skalę instrumentami pochodnymi, sekurytyzowanymi itd. i odeszła od oferowania usług ułatwiających oszczędzanie oraz finansowanie inwestycji. Nie zaskakuje być może, że wzrost sektora finansowego w relacji do produktu krajowego brutto nie jest powiązany ze wzrostem gospodarczym, jako że wzrost zasobu kapitału rzeczowego nie jest już ułatwiany dzięki operacjom przeprowadzanym w sektorze finansowym. Przekształcenia, którym podlegał sektor finansowy w ostatnich czterech dekadach, pozostają w kontraście do wskazywanych jako kluczowe funkcji systemu finansowego<sup>3</sup>.

Finansyzacja tworzy konstrukcję teoretyczną ważną dla zrozumienia integralnej pozycji pieniądza i finansów w życiu codziennym, a także jest punktem wyjścia dla działań politycznych podejmowanych w odpowiedzi na nierówny

- 
- 1 J. Tobin, *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyds Bank Review”, July 1984, s. 1–15, cyt. za: M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, [w:] P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *Financial Liberalization: Past, Present and Future, Annual Edition of International Papers in Political Economy*, Palgrave Macmillan, Cham 2016, s. 60–61.
  - 2 J. Stiglitz, *The Role of the State in Financial Markets*, [w:] M. Bruno, B. Pleskowic (eds.), *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, Supplement to the World Bank Economic Review and the World Bank Research Observer*, Washington D.C., 1993, s. 19–52, cyt. za: M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, s. 61.
  - 3 M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, s. 62.

zakres oddziaływania współczesnego kapitalizmu na jednostki i gospodarstwa domowe<sup>4</sup>. W opinii niektórych autorów współczesny kapitalizm można nazwać abstrakcyjnym kapitalizmem (*abstract capitalism*). Nie jest on już bowiem skoncentrowany na burżuazyjnej klasie właścicieli, lecz przejawia się w sposób bezpośredni i wyłączny poprzez siłę pieniądza. Finansyzacja upowszechniająca iluzję, że pieniądź jest w stanie wygenerować jakikolwiek produkt bez żadnego związku z faktyczną produkcją, dobitnie wyraża najwyższy stopień abstrakcyjnego charakteru współczesnego kapitalizmu<sup>5</sup>. Sfera finansowa dostarcza zysków i wartości dodanej do produktu krajowego brutto, która jest w dużej mierze wartością „pustą” – nieodpowiadającą użyteczności dostarczanej przez produkowane dobra i usługi niefinansowe<sup>6</sup>. W procesie finansyzacji to kapitał finansowy miał odgrywać rolę lokomotywy gospodarczej świata, a nowym motywem napędowym gospodarki kapitalistycznej miało stać się „robienie pieniędzy bez pośrednictwa produkcji”<sup>7</sup>. Ukształtowany w ostatnich dekadach kapitalizm finansowy jest systemem, w którym finanse pełniące uprzednio służebną i podporządkowaną sektorowi przemysłowemu funkcję przejęły wiodącą rolę czynnika napędzającego kapitalizm<sup>8</sup>. Finansjera wspólnie z największymi korporacjami międzynarodowymi, mając do dyspozycji olbrzymie zasoby, posiada dzisiaj uprzywilejowaną pozycję, pozycję drapieżnika w stosunku do innych przedsiębiorstw z realnych sektorów gospodarki<sup>9</sup>.

Tomasz Dąbrowski dowodzi, że skutki finansyzacji zostały w najpełniejszy sposób opisane w odniesieniu do sfery ekonomicznej, natomiast znacząco mniej dokładnie w odniesieniu do innych sfer, m.in. społecznej czy politycznej. Tymczasem wszystkie one są ze sobą ściśle powiązane lub wręcz występują między nimi liczne sprzężenia zwrotne. Cytowany autor przekonuje również, że konsekwencje ekonomiczne finansyzacji rodzą skutki społeczne, które mają swoje dalsze implikacje ekonomiczne i polityczne<sup>10</sup>. Ta myśl i przekonanie stanowią argument dla analiz prowadzonych w rozdziale piątym.

- 
- 4 S. Coppock, *The Everyday Geographies in Financialisation: Impact, Subjects and Alternatives*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 479.
  - 5 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, Pluto Press, London 2014, s. 33.
  - 6 A. Adamska, G. Główska, G. Sobiecki, *Pieniądź, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018, s. 51.
  - 7 H. Chołaj, *Ekonomia polityczna globalizacji. Wprowadzenie*, Wydawnictwo Fundacja Innowacje i Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna, Warszawa 2003, s. 270, cyt. za: W. Błasiak, *Światowy kryzys gospodarczy a globalna akumulacja kapitału*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 2(14), s. 46.
  - 8 R. Shiller, *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey 2012, s. 46.
  - 9 H. Woo, *Growth Without Inequality. Reinventing Capitalism*, Routledge, New York 2017, s. 62.
  - 10 T. Dąbrowski, *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 203.



Zasadniczym celem, jaki przyświeca autorowi w niniejszym rozdziale, jest dostarczenie argumentów popierających stawianą w tym miejscu tezę, że dla dalszego efektywnego i zrównoważonego funkcjonowania ustroju kapitalistycznego konieczne oraz niezbędne jest ograniczenie roli oraz znaczenia sektora finansowego. W przypadku niektórych gospodarek na świecie oznacza to *de facto* przeprowadzenie procesu definansyzacji<sup>11</sup>. Z kolei dla gospodarek o mniejszym stopniu sfinansyzowania wiąże się to z implementacją prawnych i instytucjonalnych rozwiązań ograniczających i hamujących ekonomicznie nieuzasadnioną ekspansję sektora finansowego. Jest to podyktowane logiką finansową, która zdominowała nie tylko działanie przedsiębiorstw finansowych, ale również w wielu przypadkach diametralnie zmieniła orientację podmiotów niefinansowych oraz przekształciła w sposób rewolucyjny relacje społeczne. Wyłącznie finansowe impulsy, pod wpływem których funkcjonuje w chwili obecnej, znaczna część podmiotów rynkowych nie tylko zmieniają tradycyjne zachowania podmiotów gospodarczych, ale co bardziej istotne – doprowadziły do momentu, w którym negatywne efekty zewnętrzne, jakie generuje sfinansyzowana gospodarka, stanowią zagrożenie dla jej stabilnego funkcjonowania w wymiarze zarówno ekonomicznym, jak i społecznym. Nadmiernie rozwinięty, ekspansywny i dominujący sektor finansowy może bowiem nie tylko stanowić przeszkodę w rozwoju i wzroście gospodarczym, lecz również osłabiać zdolność gospodarki do rozwoju zrównoważonego, opartego na spójności społecznej.

Struktura rozdziału odpowiada postawionemu celowi. W pierwszej części rozdziału piątego przedstawione zostanie, w jaki sposób charakteryzowany jest współczesny etap rozwoju kapitalizmu. Następnie ukazane wcześniej poglądy prezentowane w sferze akademickiej skonfrontowane zostaną ze społecznym odbiorem współczesnego kapitalizmu i samego sektora finansowego. Trzecia część rozdziału poświęcona jest analizie kapitalizmu finansowego i finansyzacji przez pryzmat demokracji. Następna część dostarcza praktycznych przykładów dotyczących tego, w jaki sposób możliwe jest ograniczenie dominacji sektora finansowego w gospodarce. Ostatnia część rozdziału to rozważania na temat potencjalnych kierunków ewolucji kapitalizmu i dominacji jednej z jego wersji. Rozdział kończy podsumowanie.

---

11 Termin „definansyzacja” jest wykorzystywany w literaturze przedmiotu m.in. przez takich autorów, jak: Jesús Ferreiro, Daniela Gabor, Brett Christophers, Hans-Jürgen Bieling. Zob.: J. Ferreiro, *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, [w:] P. Arestis (ed.), *Alternative Approaches in Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, Cham 2018, s. 199; D. Gabor, *(De)Financialization and Crisis in Eastern Europe*, „Competition & Change” 2010, Vol. 14(3–4), s. 248; B. Christophers, *From Financialization to Finance: For De-financialization*, „Dialogues in Human Geography” 2015, Vol. 5(2), s. 229; H.-J. Bieling, *European Capitalism and the Politics of (De-)financialization*, „Competition & Change” 2013, Vol. 17(3), s. 283; M. Sawyer, *Confronting Financialisation*, s. 43.

## 5.2. Współczesny kapitalizm w gospodarkach rozwiniętych – zarys problematyki

W okresie ostatniego półwiecza sektor finansowy i sfera finansowa wyszły poza obszar uznawany za tradycyjną domenę funkcjonowania. Autorzy i obserwatorzy zaczęli mówić o postępującym przekształcaniu kapitalizmu w kierunku rynków finansowych i imperatywów finansowych, o powstaniu kapitalizmu finansowego, kapitalizmu menedżerów finansowych i dominacji globalnego systemu finansowego. Proces ten przyspieszył pod koniec lat 70., a z pewnością na początku lat 80. ubiegłego wieku, i rozrósł się oraz upowszechnił się do tego stopnia, że w opinii niektórych wkroczyliśmy w fazę bezprecedensowej finansyzacji<sup>12</sup>.

Zmiany w sferze ekonomicznej nie pozostały bez wpływu na przeobrażenia w sferze społecznej. W literaturze prezentowany jest pogląd, zgodnie z którym społeczeństwo zachodnie przekształciło się w społeczeństwo pieniężnego totalitaryzmu. Naturalnie, powstał i mechanizm tworzący ten pieniężny totalitaryzm i strzegący go. Osiągnął on ogromne rozmiary i stał się jedną z ważniejszych sił zachodniego społeczeństwa. Tworzy go gigantyczny system finansowy, który określa przede wszystkim olbrzymia liczba operacji pieniężnych obejmujących wszystkie aspekty życia ludzi oraz społeczeństwa w całości. Przekształcenie systemu bankowego w pieniężny totalitaryzm doprowadziło do tego, że przeważająca liczba członków społeczeństwa posiadających jakieś źródła dochodów stała się współuczestnikami działalności banków i kapitalistów, oddając w ich zarządzanie swoje pieniądze, a więc realizującą podstawową część operacji pieniężnych przez banki. Do tego dołączył się wzrost przedsiębiorstw akcyjnych i banków. Czyniąc wszystkich ludzi, otrzymujących lub posiadających jakieś pieniądze, w mniejszej lub większej mierze prywatnymi kapitalistami, nie mówiąc już o akcjonariuszach, zachodnie społeczeństwo stało się w tym względzie prawie absolutnie kapitalistycznym. Kapitalizm stał się kapitalizmem totalnym<sup>13</sup>.

Dziś kapitalizm zaczyna naprawdę odpowiadać marksistowskiemu opisowi po tym, jak udało się mu w sposób istotny uwolnić od regulacji nie tylko politycznych, lecz także moralnych, etycznych czy kulturowych, których nie zrównoważyły żadne inne zasady. Rozlicza się już tylko przed samym sobą. Jednym ze skutków zaniku tego społecznego pluralizmu jest niezwykła eksplozja nierówności. Dziś wszystko należy robić po to, żeby zarabiać pieniądze, wszystko ma służyć akumulacji potężnych środków finansowych, które decydują o potędze politycznej, naukowej, kulturalnej, bo sprawy te mieszają się ze sobą. Ta kolonizacja ogółu społeczeństwa przez hegemoniczną logikę kapitalizmu niszczy dziedzictwo etyczne, normatywne, to, co George Orwell nazywał *common decency*, poczuciem tego,

12 S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation: Roots and Repercussions*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 351.

13 A. Zinowiew, *Post-komunistyczeskaja Rossija*, Wydawnictwo Respublika, Moskwa 1996, s. 230–231, cyt. za: I. Timofiejuk, *Redivivus Marks. Czy koło historii zatoczyło pełny obrót*, „Ekonomia. Rynek, Gospodarka, Społeczeństwo” 2001, nr 4, s. 42.

co należy i czego nie należy robić, a także samą możliwość robienia pewnych rzeczy „dla nich samych”, bez pieniędzy<sup>14</sup>. W opinii Karla Polanyiego największą wadą liberalizmu gospodarczego jest podporządkowanie człowieka logice bezosobowego mechanizmu rynkowego<sup>15</sup>. Kapitalizm wyłącznie finansowy wypaczył logikę kapitalizmu. Kapitalizm finansowy jest systemem nieodpowiedzialności i jest niemoralny. To system, w którym logika rynku usprawiedliwia wszystko<sup>16</sup>.

W piśmiennictwie dowodzi się, że neoliberalizm stanowi odzwierciedlenie obecnej fazy rozwoju globalnego kapitalizmu, a finansyzacja jest ekonomicznym rdzeniem neoliberalizmu. W kolejnych krajach, jeden za drugim, neoliberalizm i finansyzacja dokonały reorganizacji procesów produkcji, wymiany, dystrybucji i akumulacji wartości oraz doprowadziły do pojawienia się charakterystycznych rodzajów społecznej reprodukcji, włączając w to różne formy nadzoru, ideologii i podmiotowości. W tym kontekście finansyzacja życia codziennego zwiększyła skalę podporządkowania gospodarstw domowych rynkom finansowym i procesom finansowym niemalże w każdym miejscu globu<sup>17</sup>.

Fred Block i Margaret Somers uważają, że wyjątkowy wpływ idei wolnego rynku, który uzasadniał faktyczny demontaż rozwiązań instytucjonalnych i prawnych ustanowionych w ramach programu New Deal w okresie ponad 30 ostatnich lat, przestał już być kwestionowany. Spór toczy się jedynie o kwestię nazewnictwa. Niektórzy stosują termin „neoliberalizm”, inni *laissez-faire*, pozostali zwyczajnie „ideologia wolnego rynku”. Jest też pewna grupa badaczy używająca określenia „fundamentalizm rynkowy” (*market fundamentalism*), gdyż w ich opinii zwrot ten wyraża *quasi*-religijną pewność artykułowaną przez współczesnych zwolenników samoregulujących się rynków. Co więcej, określenie to podkreśla powinowactwo z religijnym fundamentalizmem, który opiera się na objawieniu lub roszczeniach do prawdy, niezależnie od weryfikacji empirycznej stanowiącej podstawę prowadzenia badań naukowych. Jakkolwiek nazywane, teoria wolnego rynku i polityka gospodarcza z nią związana zostały przywrócone do życia w latach 70. ubiegłego wieku, w odpowiedzi na porażkę rozwiązań ekonomicznych i społecznych stosowanych w okresie powojennym, które nie pozwoliły przezwyciężyć trudności oraz problemów gospodarczych oraz społecznych. Wspierane przez silne grupy interesu idee te szybko pokonały i zastąpiły zakorzenione idee keynesistowskie oraz rozwiązania polityczne, jakie dominowały w gospodarce Stanów Zjednoczonych od połowy lat 30. do lat 60. Przez następne cztery dekady, tak uaktualniona wersja leseferizmu, z pozycji marginalnej, jeśli chodzi o wpływ na rzeczywistość gospodarczą,

14 A. Caille, Wywiad dla „Liberation” opublikowany pt. *Jej totalność ekonomia* „Forum” 2001, nr 25, s. 14, cyt. za: I. Timofiejuk, *Redivivus Marks...*, s. 42.

15 F. Block, *Wprowadzenie*, [w:] K. Polanyi, *Wielka transformacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. XLII.

16 R. Shiller, *Finance and the Good Society*, s. 48.

17 L. Lavinias, *The Takeover of Social Policy by Financialization. The Brazilian Paradox*, Palgrave Macmillan, New York 2017, s. vii.

stała się konwencjonalną polityczną prawdą, której efekty w odniesieniu do transformacji na świecie odczuwalne są do dnia dzisiejszego<sup>18</sup>.

W literaturze przedmiotu dowodzone jest, że przejście w kierunku akumulacji wykorzystującej strategię finansowe nie było pośrednim i pochodnym zjawiskiem, w którym kapitał przemieścił się do sfery usług finansowych w poszukiwaniu wyższych zysków. Postrzegają oni natomiast finansyzację jako proces, w którym system finansowy stał się autonomiczną sferą akumulacji kapitału, z własną niezależną logiką. Z tego punktu widzenia ostatecznie nadużycia ze strony instytucji finansowych nie są odzwierciedleniem przejściowego transferu kapitału w kierunku zysków pochodzących z usług finansowych, lecz długookresowym procesem restrukturyzacji globalnej gospodarki na korzyść podmiotów zaangażowanych w transakcje finansowe i rynki finansowe<sup>19</sup>.

Kapitalizm finansowy stał się siecią zależności pomiędzy wykładniczo rosnącymi roszczeniami z tytułu płatności odsetkowych, która opłata gospodarkę realną. Wewnętrzna sprzeczność leżąca u jego podstaw prowadzi m.in. do zjawiska deflacji długu. Gospodarka zmienia się w piramidę finansową (schemat Ponziego) w której recyrkulacja długu służy udzielaniu kolejnych kredytów. Kredyty te z kolei powodują inflację cen nieruchomości (jak również innych aktywów inwestycyjnych) w stopniu uzasadniającym jeszcze większe kredytowanie. Ograniczeniem jest tutaj jednak kurczący się poziom przychodów i zysków, które zmniejszają możliwość spłaty długu w terminie jego wymagalności. Na tym, jak przekonuje Michael Hudson, opiera się w gruncie rzeczy istota procentu składanego z matematycznego punktu widzenia. Koszty długu rosną w sposób wykładniczy, kiedy banki i inne instytucje finansowe dokonują recyrkulacji środków finansowych pochodzących ze spłaty uprzednio udzielonych kredytów i pożyczek, przeznaczając je na kolejne bardziej ryzykowne kredyty, nie zaś na działalność kredytową ukierunkowaną na sferę realną gospodarki. W opinii cytowanego autora pół wieku doświadczeń związanych z wdrażaniem programów oszczędnościowych pod egidą Międzynarodowego Funduszu Walutowego dowodzi, jak destrukcyjna może być tak prowadzona polityka w kontekście ograniczania możliwości generowania nadwyżki przez gospodarkę. Mimo to w wielu gospodarkach na świecie nadal systemy emerytalne, ubezpieczeń zdrowotnych, finanse na poziomie krajowym i lokalnym oparte są na wierze w procent składany, jakby nie dostrzegając wewnętrznych sprzeczności, w których deflacja długu ogranicza rynek krajowy i stanowi przeszkodę w rozwoju gospodarczym<sup>20</sup>.

18 F. Block, M. Somers, *The Power of Market Fundamentalism. Karl Polanyi's Critique*, Harvard University Press, London 2014, s. 3–5.

19 C. Lapavistas, J. Powell, *Financialisation Varied: a Comparative Analysis of Advanced Economies*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, No. 6, s. 359–379, cyt. za: S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation: Roots*, s. 353.

20 M. Hudson, *The Bubble and Beyond. Fictitious Capital, Debt Deflation and the Global Crisis*, ISLET – Verlag, Dresden 2012, s. 440 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

Nie ma wątpliwości, jeśli chodzi o przekonanie, że zaawansowana gospodarka wymaga zaawansowanego sektora finansowego do pośrednictwa w efektywnym alokowaniu oszczędności milionów oszczędzających w miliony produktywnych przedsięwzięć biznesowych przy jednoczesnym zabezpieczeniu na wypadek ryzyka. Problemem i sporną kwestią jest to, czy finanse indywidualnie oraz proces finansyzacji nie zaszły za daleko, stając się bardziej skoncentrowane na wydobywaniu wartości dla klasy rentierskiej w opozycji do pełnienia funkcji wspierającej realne sektory gospodarki. Robert Solow wskazuje, że bardziej istotny niż społeczna użyteczność pracy wykonywanej przez wynagradzanych menedżerów z sektora finansowego jest fakt, że większą część rosnącej działalności finansowej stanowi handel i wyłącznie handel. W niewielkim stopniu dostarcza on użytecznej informacji na temat przekonań i opinii uczestników rynku, a w większości jest sposobem transferowania bogactwa na rzecz podmiotów o większych zdolnościach obliczeniowych i lepiej poinformowanych. Nie można w tym wypadku mówić o zwiększaniu efektywności ekonomicznej<sup>21</sup>. Jerzy Żyżyński natomiast formułuje pytanie: Czy dla rzeczywistej optymalizacji procesów finansowych potrzebna jest 50-krotna przewaga obrotów na rynkach finansowych nad wielkością PKB?<sup>22</sup>

Samir Amin z kolei dowodzi, że to właśnie ten system określane powszechnie jako neoliberalizm, system kapitalizmu monopolistycznego, zglobalizowany i sfinansyzowany z uwagi na potrzebę własnej reprodukcji rozpada się na naszych oczach. System ten najwidoczniej niezdolny do przezwyciężenia rosnących wewnętrznych sprzeczności skazany jest na porażkę. Kryzys systemu został w gruncie rzeczy spowodowany jego sukcesem. I rzeczywiście, jak dotąd wszystkie wdrażane strategie zawsze pozwalały na osiągnięcie zamierzonych celów: plany oszczędnościowe i te związane z redukcją wydatków społecznych, które są nadal nakładane na poszczególne gospodarki i społeczeństwa, niezależnie od oporu na jaki napotykały oraz walki jaka toczy się przy ich implementacji. Do dzisiejszego dnia inicjatywa pozostaje po stronie monopolistów, rynków i politycznych służących – rządów, które podporządkowane są oczekiwaniom tzw. rynków<sup>23</sup>. Karl Polanyi, pisząc w roku 1944 dzieło zatytułowane *Wielka transformacja*, przekonywał, że: „[...] idea samoregulującego się rynku implikowała utopię. Taka konstrukcja nie mogła bowiem istnieć przez dłuższy czas, nie unicestwiając jednocześnie ludzkich i przyrodniczych podstaw istnienia społeczeństwa. Z całą pewnością doprowadziłyby w końcu do fizycznego wyniszczenia ludzkości i przekształcenia jej naturalnego otoczenia w dzikie pustkowia”<sup>24</sup>. Znamienny jest w tym momencie fakt, że słowo „utopia” w odniesieniu do finansów użyte zostało przez współczesnych autorów. Raghuram Rajan i Luigi Zingales w monografii zatytułowanej *Saving Capitalism*

21 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis and How to Save Capitalism*, Palgrave Macmillan, New York 2015, s. 44.

22 J. Żyżyński, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji*, [w:] G. Kotodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 33.

23 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, s. 17.

24 K. Polanyi, *Wielka transformacja*, s. 4.

*from the Capitalists* przekonują, iż dramatyczne zmiany w systemach finansowych na całym świecie w ostatnich trzydziestu latach w stopniu tak naprawdę rewolucyjnym przyniosły wiele zalet. Zbliżyliśmy się do utopii finansów dla wszystkich<sup>25</sup>.

Fred Block we wprowadzeniu do książki Karla Polanyiego cytowanej powyżej wyraża pogląd, że:

Nawet jeśli gospodarka ma z założenia regulować się sama, to i tak państwo musi stale odpowiadać za dostosowywanie podaży pieniądza i kredytu, aby uniknąć podwójnego zagrożenia, związanego z inflacją i deflacją. Podobnie państwo musi kierować zmieniającym się popytem na pracowników, zapewniając pomoc społeczną w okresach bezrobocia, kształcić i szkolić przyszłych pracowników i usiłując wywierać wpływ na fale migracyjne. W przypadku ziemi władze państwowe starały się podtrzymywać ciągłość produkcji żywności, stosując różne rozwiązania w celu ochrony rolników przed skutkami fluktuacji zbiorów i zmienności cen. Na obszarach miejskich władze kierowały użytkowaniem ziemi poprzez regulacje środowiskowe oraz dotyczące gospodarowania gruntami. Krótko mówiąc, konieczność zarządzania fikcyjnymi towarami umieszcza państwo wewnątrz trzech spośród najważniejszych rynków. Całkowicie niemożliwe staje się w tej perspektywie obronienie właściwego liberalizmowi gospodarczemu poglądu, że państwo znajduje się „poza” gospodarką. [...] Usiłowanie wykorzenienia gospodarki ze społeczeństwa przez teoretyków wolnego rynku jest zatem z góry skazane na porażkę. Jednak to właśnie sama utopijność liberalizmu gospodarczego stanowi źródło jego niezwyklej intelektualnej trwałości. Społeczeństwa nieustannie rezygnują z projektów szeroko zakrojonej samoregulacji rynku. Decyzje te pozwalają teoretykom samoregulacji twierdzić, że wszelkie niepowodzenia biorą się nie z wadliwości projektu, lecz z braku politycznej woli wprowadzenia go w życie. Można z tego wnosić, że żadne doświadczenie historyczne nie ma takiej siły, żeby osłabić wiarę w mechanizm samoregulacji rynku. Zwolennicy tego rozwiązania w każdej sytuacji znajdują niepodważalne, swoim zdaniem, wytłumaczenie jego zawodności<sup>26</sup>.

W literaturze odnaleźć można pogląd, że zdolność rodzaju ludzkiego do działania znacznie przekracza jego zdolność do zrozumienia. W rezultacie cywilizacja staje w obliczu wybuchowej kombinacji problemów napędzanych przez przeludnienie, nadmierną konsumpcję najbogatszych, stosowanie szkodliwych środowiskowo technologii i rażące nierówności. Gwałtownie pogarszająca się sytuacja biofizyczna na Ziemi jest ledwie rozpoznawana i uznawana przez globalną społeczność zainfekowaną irracjonalnym przekonaniem, że materialne gospodarki mogą rosnąć w nieskończoność. Praktyki sektora finansowego demonstrują lekceważenie i brak

25 R. Rajan, L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalist. Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Collins Business, New Dehli, 2014, s. 168 (elektroniczna wersja publikacji – epub).

26 F. Block, *Wprowadzenie*, s. XXVIII–XXX.



szacunku dla społecznych oraz środowiskowych konsekwencji podejmowanych działań. Zaliczają się do nich krótkowzroczność, relacja rezerw banków do udzielanych kredytów, relacja kapitału kierowanego przez banki celem wsparcia realnej gospodarki w porównaniu ze spekulacją na nieruchomościach i z wykorzystaniem derywatów, niekontrolowaną kreacją kredytu – a faktycznie pieniądza – a także porażkę, jeśli chodzi o uwzględnianie długookresowego ryzyka klimatycznego i środowiskowego. Zdaniem Otto Scharmera posiadamy system finansowy, który akumuluje nadmierne zasoby pieniądza w obszarach generujących wysokie finansowe, a jednocześnie niskie środowiskowe i społeczne stopy zwrotu, a równocześnie w niewystarczającym stopniu zapewnia podaż pieniądza do obszarów inwestycyjnych, które służą zaspokajaniu społecznie ważnych potrzeb. Niezdolność systemu finansowego do uwzględniania ryzyka środowiskowego oznacza wywieranie presji na zasoby już w tej chwili ograniczone – drzewa są wycinane, zasoby wodne zanieczyszczane, tereny podmokłe osuszane, a eksploatacja ropy naftowej, gazu i węgla przyspiesza – tak długo, jak istnieje na nie popyt<sup>27</sup>.

Makoto Otoh przekonuje, że ostatni kryzys finansowy w sposób ewidentny i jednoznaczny ukazał ograniczenia neoliberalizmu oraz pokazał potrzebę zakończenia trzech dekad dominacji neoliberalizmu. Gospodarka kapitalistyczna znajdująca się pod dominacją neoliberalizmu w dużej mierze uwolniła się spod społecznej kontroli i wymknęła się regulacjom, zwłaszcza w obszarze finansów. Finansyzacja gospodarstw domowych (siły roboczej) rozwinęła się w sposób bezmyślny i na oślep. Kryzys finansowy zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych typu subprime nie jest niczym innym jak tylko katastrofalnym skutkiem uwolnienia sfinansyzowanego kapitalizmu, co dokonało się za sprawą upowszechnienia neoliberalizmu<sup>28</sup>.

Ostatni kryzys finansowy w opinii niektórych autorów stanowi bolesny dowód na to, że procesy finansyzacji napędzane przez intensywną liberalizację i deregulację rynków finansowych są źródłem niestabilności finansowej i gospodarczej. W obecnej sytuacji można stwierdzić, że wielkość rynków finansowych – odzwierciedlana przez wielkość bilansów instytucji finansowych zarówno w gospodarce jako całości, jak i indywidualnych podmiotów – jest nadmierna. Nadmiernie rozwinięty sektor finansowy nie tylko generuje negatywne impulsy z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, ale też prowadzi do pojawienia się i wzrostu nierównowagi w wymiarze finansowym oraz w realnej gospodarce. Wywiera to nie tylko negatywny wpływ na możliwość efektywnego prowadzenia polityki makroekonomicznej, czy to fiskalnej, czy też monetarnej. Problemy tego rodzaju są potęgowane w przypadku gospodarek w wysokim stopniu zintegrowanych, głównie należących do unii monetarnej, np. strefy Euro. Nie jest zatem przypadkiem, że to właśnie

27 E. von Weizsäcker, A. Wijkman, *Come On! Capitalism, Short-termism, Population and the Destruction of the Planet. A Report to the Club of Rome*, Springer Nature, New York 2018, s. 1–9.

28 M. Itoh, *The Historical Significance and the Social Costs of the Subprime Crisis: Drawing on the Japanese Experience*, [w:] C. Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis...*, s. 160.

grupa krajów strefy Euro, cechująca się najwyższym poziomem integracji gospodarczej i finansowej, ale również najwyższą wielkością sektora finansowego, była tym obszarem globalnej gospodarki, który w najgłębszym stopniu odczuł negatywne konsekwencje kryzysu finansowego zapoczątkowanego w roku 2007. Oczywiście wydaje się zatem, że w celu przeciwdziałania negatywnym konsekwencjom kryzysu i recesji oraz powrotu gospodarki do przedkryzysowych warunków funkcjonowania konieczna jest reorientacja polityki makroekonomicznej. Tak czy inaczej, tego typu zmiany w ogólnych zasadach polityki makroekonomicznej będą bezużyteczne dopóki nie będą im towarzyszyć nowa regulacja i racjonalizacja (zmniejszenie) sektora finansowego<sup>29</sup>.

### **5.3. Społeczny odbiór współczesnego kapitalizmu i sektora finansowego – finansyzacja w aspekcie społecznym**

W opinii Roberta Reicha, kiedy ludzie mają poczucie, że system, w jakim przychodzi im funkcjonować, jest niesprawiedliwy i arbitralny, a ciężka praca się staje się nieopłacalna, straty ponoszą z tego tytułu wszyscy. Dzieje się tak na skutek szeregu negatywnych konsekwencji, wliczając w to powszechne oszukiwanie lub kradzieże, wzrost nieufności, skłonność do rezygnowania z podejmowania działań przynoszących wspólną korzyść, byleby tylko nie przyczynić się do większej korzyści osób już lepiej sytuowanych. Mimo to produkt narodowy brutto może jeszcze rosnąć wskutek dodatkowych wydatków na ochronę osobistą, księgowych, audytorów, prawników, urzędzenia skanujące i monitoring itd., lecz tego typu wydatki ochronne nie są w stanie poprawić warunków życia przeciętnego obywatela. Innym negatywnym skutkiem, który możemy obecnie zaobserwować, jest niewystarczający agregatowy popyt, spowodowany niewystarczającą siłą nabywczą i brakiem poczucia bezpieczeństwa ekonomicznego. Tego typu reakcje ludzi wyrządzają nieobliczalne szkody w systemie gospodarczym. Zmieniają gospodarkę i społeczeństwo w coś, co matematycy określają jako grę o stałej sumie. Jeśli kapitalizm przestaje generować korzyści dla większości, w końcu przestaje generować je dla wszystkich – nawet najbogatszej mniejszości na samym szczycie. Według Roberta Reicha, niestety tak nieszczęśliwie się składa, że ci nieliczni na szczycie jeszcze nie zrozumieli tej fundamentalnej prawdy<sup>30</sup>.

29 J. Ferreiro, *Macroeconomic Lessons...*, s. 203.

30 R. Reich, *Saving Capitalism. For the Many, Not the Few*, Alfred A. Knopf, New York 2015, s. 341.

Luigi Zingales – prezydent American Finance Association – wskazuje, że przekonanie świata akademickiego na temat korzyści niesionych przez finanse jest zawyżone i wygórowane w stosunku do społecznej percepcji. Przytacza na to dowód w postaci wyników ankiety, której uczestnikami byli czytelnicy tygodnika „The Economist”. 57% z nich nie zgadzało się ze stwierdzeniem, że innowacje finansowe przyspieszają wzrost gospodarczy, a 48% odpowiedziało, iż obecny system finansowy przynosi szkodę gospodarce amerykańskiej. O ile nie ma wątpliwości, że rozwinięta gospodarka potrzebuje rozwiniętego sektora finansowego, o tyle, według cytowanego autora, obecny stan wiedzy nie dostarcza ani teoretycznych, ani też empirycznych dowodów potwierdzających tezę o tym, iż cały wzrost sektora finansowego na przestrzeni ostatnich czterdziestu lat był korzystny dla społeczeństwa. Część tego wzrostu, czego dowodzi zarówno teoria, jak i wyniki empiryczne, przejawiała się zwyczajną pogonią za zyskiem, przynoszącą korzyść z punktu widzenia jednostek, lecz nie z punktu widzenia społeczeństwa jako całości<sup>31</sup>. Atif Mian oraz Amir Sufi dowodzą, że system finansowy, który kwitnie dzięki wykorzystywaniu na masową skalę długu przez gospodarstwa domowe, generuje efekty niepożądane – koncentruje ryzyko bezpośrednio na dłużniku. System finansowy stanowić powinien zabezpieczenie przed różnego rodzaju szokami, jak np. spadek cen mieszkań. Zamiast tego, konstrukcja systemu finansowego sprawia, że straty z tego tytułu pojawiają się po stronie właścicieli nieruchomości. System finansowy działa więc przeciwko podmiotom gospodarczym<sup>32</sup>.

Kuszące dla świata akademickiego, taki pogląd artykułuje Luigi Zingales, wydaje się ignorowanie oraz lekceważenie wyrażanego przez społeczeństwo braku zaufania do instytucji finansowych, a także sektora finansowego i traktowanie go jako wyrazu ignoranckiego populizmu. W końcu naukowcy zajmujący się finansami są niczym kapłani ezoterycznej religii, tylko oni są zdolni do odczytywania naukowych ksiąg oraz potrafią doceniać prawdę, która się w nich ujawnia. Z tego powodu naukowcy niemalże pławią się w publicznej pogardzie i odmawiają zaangażowania się w badania nad tą kwestią, zamiast zastanawiać się, czy istnieją jakiegokolwiek powody do wyrażania takich odczuć. Jest to olbrzymi błąd, bowiem akademicy zajmujący się finansami powinni być głęboko zainteresowani, w jaki sposób przemysł finansowy jest postrzegany przez społeczeństwo. Nie dlatego, że ma to wpływ na ich reputację, lecz dlatego, że w całej tej krytyce może być ziarno prawdy – prawdy, której świat nauki nie dostrzega, gdyż za bardzo zakotwiczony jest we własnym świecie. A nawet jeśli okaże się, że prawdy tej nie uda się odnaleźć (nie ma), naukowcy powinni mimo to interesować się, w jaki sposób takie postrzeganie i reputacja sektora finansowego wpływają na tworzenie regulacji dotyczących sektora finansowego oraz interwencji rządu

31 L. Zingales, *Presidential Address: Does Finance Benefit Society?*, „The Journal of Finance”, August 2015, Vol. LXX, No. 4, s. 1327–1363.

32 A. Mian, A. Sufi, *House of Debt, How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again*, The University of Chicago Press, Chicago 2014, s. 12.

w sferze finansów. I wreszcie ostatni, ale nie mniej ważny, powód do naukowego zainteresowania się zagadnieniem postrzegania sektora finansowego przez społeczeństwo wiąże się z ważną rolą, jaką on odgrywa w społeczeństwie, która to rola zależy od społecznego postrzegania sfery finansowej. Według przywołanego autora, broniąc wszelkich przejawów finansów i każdej jego postaci, przez brak woli do oddzielenia ziarna od plew świat akademicki utracił wiarygodność w prezentowaniu rzeczywistego wkładu finansów<sup>33</sup>.

James Galbraith przekonuje, że wolnorynkowi fundamentaliści muszą utrzymywać, że oszustwa w systemie finansowym są na tyle małe, że ich znaczenie można pominąć. Biorąc pod uwagę dowody, nie mogą oni zaprzeczyć istnieniu nadużyć i przestępstw finansowych. Pozycja, jaką zajmują, wymaga tego, by pomniejszali oraz bagatelizowali tę kwestię i wierzyli, że generalnie rynki są skutecznymi przekaznikami informacji, które trudno oszukać, a więc racjonalnie i prawidłowo wyceniają aktywa oraz szacują ryzyko. Dla zwolenników wolnego rynku problem leży w tym, że ciężar dowodów empirycznych wskazuje na coś zupełnie przeciwnego. W okresie poprzedzającym ostatni kryzys finansowy oszustwa finansowe były zjawiskiem powszechnym. Na rynku kredytów hipotecznych i powiązanim z nim rynku instrumentów pochodnych w pewnym stopniu były one częścią niemalże każdej transakcji. Na rynkach zauważano tendencję do nagradzania, a nie karania za popełnianie oszustw, która przejawiała się poprzez napływ funduszy do tych spółek, które najsukuteczniej podawały fałszywe informacje, dotyczące prowadzonej przez siebie działalności biznesowej. W ten sposób objawiało się prawo Greshama, a uczciwie działające podmioty wypierane były z rynku. Dla fundamentalistów rynkowych umniejszających rolę oszustw finansowych w ostatnim kryzysie finansowym gra toczy się zatem o wysoką stawkę, ponieważ uznanie tych faktów oznacza dla nich zniszczenie ich światopoglądu<sup>34</sup>.

Przywoływany wyżej autor dowodzi również, że już samo słownictwo wykorzystywane w sektorze finansowym jest wystarczającym sygnałem ostrzegawczym, wskazującym, że oszustwo finansowe stanowi centralny punkt tej filozofii biznesu: *Liar's loans* – „pożyczki dla kłamców”, przyjmujące postać kredytów hipotecznych, które udzielane były bez wymagania stosownej dokumentacji wiarygodności kredytowej. *Ninja loans* – kredyty dla osób bez dochodu, bez pracy i bez zabezpieczenia w postaci aktywów. *Neutron loans* – instrumenty zaprojektowane tak, by wybuchnąć, niszcząc ludzi w wymiarze finansowym, ale nie budynki (skonstruowane umowy praktycznie uniemożliwiały spłaty rat kapitałowych przez pożyczkobiorcę). *Toxic waste* czy też *first-loss-bearing equity tranche* w odniesieniu do obligacji zabezpieczonych długiem (CDOs). Oznacza to w praktyce, że nabywca tych papierów wartościowych jako pierwszy ponosi ryzyko inwestycyjne (największe ryzyko poniesienia straty spośród wszystkich

33 L. Zingales, *Presidential Address...*, s. 1327–1363.

34 J. Galbraith, *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*, Simon & Schuster, New York 2014, s. 256 (wersja elektroniczna publikacji – epub.).

nabywców transz CDO, wyższe niż ryzyko związane z kolejnymi transzami mezzanine lub senior tranches)<sup>35</sup>.

Badania przeprowadzone przez Tomasza Piskorskiego i Jamesa Witkina wskazują, że co dziesiąty przypadek kredytów hipotecznych był źle klasyfikowany. Zamiast wskazania, że jest to kredyt, w którym właścicielem nieruchomości jest inwestor (niebędący lokatorem), raportowano, że to właściciel nieruchomości jest jej lokatorem. Było to jawnym oszustwem i wprowadzeniem w błąd potencjalnych nabywców pochodnych papierów wartościowych (*Mortgage-Backed Security* – MBS) w kwestii ryzyka. Instytucje odpowiedzialne za tworzenie papierów pochodnych w sposób systemowy i systematyczny oszukiwały, nie raportując właściwie udziału bardziej ryzykownych kredytów hipotecznych. Ryzyko bankructwa tej źle raportowanej części kredytów hipotecznych było o 60% wyższe w porównaniu z innymi podobnymi przypadkami kredytów hipotecznych. Inwestorzy byli przekonywani, że kupują bardzo bezpieczne papiery wartościowe, podczas gdy w rzeczywistości wciągani byli w oszustwo. Przywołani autorzy przekonują, że niemalże każdy organizator procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych był zaangażowany w tego typu oszustwo finansowe. Była to cecha endemiczna procesu sekurytyzacji prowadzonego przez prywatne instytucje finansowe<sup>36</sup>.

Dla Hansa-Wernera Sinna produkty finansowe tworzone przez banki inwestycyjne są najlepszym przykładem ilustrującym istotę *lemon goods*, terminu ukuteego przez laureata Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii Georga Akerlofa. Zarządzane w sposób konserwatywny banki inwestycyjne oferujące bezpieczne produkty finansowe były wypychane z rynku, na którym pozostawały podmioty dostarczające bardziej ryzykownych, skomplikowanych aktywów inwestycyjnych. Wraz z tym, jak funkcjonujące w sposób konserwatywny banki nie były w stanie wyjaśnić przewagi swojej strategii inwestycyjnej, ukierunkowanej na bezpieczeństwo aktywów względem strategii realizowanej przez konkurentów, tracić zaczęły one swoich klientów, oferując im relatywnie bezpieczne papiery wartościowe, cechujące się jednak relatywnie niższą stopą zwrotu. W podobny sposób rzecz będzie dotyczyła akcjonariuszy. Instytucje finansowe o konserwatywnych strategiach będą traciły w skutek presji konkurencyjnej akcjonariuszy, gdy ci dostrzegą, że w następstwie konieczności oferowania podobnego oprocentowania spółka nie może im zaoferować porównywalnej stopy zwrotu z kapitału własnego. Podmioty tak działające będą w ostatecznym rozrachunku znikają z rynku, wypychane lub przejmowane przez banki, które realizują bardziej ryzykowne modele biznesowe. Oddaje to istotę ekonomicznego problemu związanego z handlem dobrami typu *lemon goods*. Banki inwestycyjne i inne banki zorientowane na wysokie stopy zwrotu ulegają pokusie uczestniczenia w swoistej grze hazardowej<sup>37</sup>.

35 *Ibidem*, s. 273–274.

36 A. Miam, A. Sufi, *House of Debt...*, s. 103.

37 H.-W. Sinn, *Casino capitalism: how the financial crisis came about and what needs to be done now*, Oxford University Press, New York 2010, s. 92–93.

Zdaniem Jamesa Galbraitha w licznych przypadkach oferowane produkty finansowe przypominały podróbki i miały niewiele wspólnego z produktami finansowymi, od których nazwy się wywodziły. Zjawisko fałszowania towarów jest dobrze znane już od czasów starożytnych. By mogło być skuteczniejsze, podrobione instrumenty finansowe muszą zostać przedstawione na szerszym rynku, z zamaskowanym źródłem ich pochodzenia oraz uczciwym poręczeniem (rękojmią). Ten proceder nosi nazwę prania brudnych pieniędzy (w rozumieniu zamiany jednej formy aktywów na drugą – legalizowania). Według przywołanego autora w procesie tym uczestniczyły agencje ratingowe, które przydzielając rating, umożliwiały przekształcenie kredytów hipotecznych typu subprime w papiery wartościowe. Większość z nich posiadała najwyższy rating (AAA lub jego odpowiedniki), oznaczający ryzyko porównywalne z ryzykiem związanym z nabywaniem obligacji emitowanych przez rząd Stanów Zjednoczonych, lecz zapewniające wyższe stopy zwrotu dla ich posiadaczy. Dla agencji ratingowych ten segment działalności biznesowej rozrósł się do rozmiarów, w których przychody stanowiły dużą część ogólnych przychodów. W rezultacie stały się one aktywnymi współnikami w całym procederze i nie widziały potrzeby dochodzenia w zakresie jakości kredytów stanowiących podstawę tworzenia wycenianych instrumentów pochodnych. Kiedy już papiery wartościowe uzyskały ocenę ryzyka (rękojmię), odbywała się ich sprzedaż, do opisu której James Galbraith używa określenia paserstwo, bowiem następował rzeczywisty transfer aktywów do ostatecznego kupca (inwestora), który mógł być lub nie świadomy pochodzenia nabywanych dóbr. Paserstwo było zadaniem banków komercyjnych i inwestycyjnych, takich jak: Bear Stearns, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Citi Group, Bank of America, Wells Fargo i JP Morgan Chase, które zdobywały nabywców na te aktywa finansowe. Nabywcy ci określani byli mianem celów (*marks*) i bardzo często byli to zagraniczni inwestorzy, niebędący w stanie ocenić rzeczywistej wartości i jakości aktywów, przyjmujący na wiarę oświadczenia i zapewnienia przedstawicieli banków oraz agencji ratingowych<sup>38</sup>. „Głupi Niemcy z Düsseldorfu” – biorący na poważnie agencje ratingowe i wierzący w zasady<sup>39</sup>.

W opinii Davida Harveya za sprawą deregulacji system finansowy stał się jednym z głównych centrów aktywności redystrybucyjnej dokonywanej na drodze

38 J. Galbraith, *The End of Normal...*, s. 273–274.

39 M. Lewis, *The Big Short. Inside the Doomsday Machine*, W.W. Norton & Company Ltd., London 2010, s. 206–207 (wersja elektroniczna publikacji – epub), por.: A. Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2016, s. 98. Hirokazu Miyazaki przekonuje, że kryzys na rynku kredytów hipotecznych typu subprime ujawnił prosty fakt, że finanse to nic innego jak oszustwo. Okazało się bowiem, że działalność finansowa miała charakter arbitrażowy i opierała się na luźnym dostępie do informacji pomiędzy tymi, którzy wiedzieli (przedstawicielami sektora finansowego) a tymi którzy nie wiedzieli (opinią publiczną). Nie był to arbitraż między rynkami. Zob.: H. Miyazaki, *Arbitraging Japan. Dreams of Capitalism at the End of Finance*, University of California Press, Berkeley 2013, s. 1.



spekulacji, drapieżnictwa, oszustw i złodziejstwa. Sztucznie windowane i nakręcanie ceny akcji, piramidy finansowe, strukturalne niszczenie aktywów za pośrednictwem inflacji, *asset stripping*, czyli niszczenie przedsiębiorstw poprzez ogoławanie ich z aktywów w następstwie fuzji i przejęć, upowszechnianie się poziomów zadłużenia, które sprowadzają do roli niewolników całe populacje nawet w wysoko rozwiniętych krajach kapitalistycznych, nie mówiąc o ewidentnych korporacyjnych oszustwach, ekspriopracji aktywów poprzez manipulacje kredytowe i giełdowe – wszystko to na stałe weszło do pejzażu kapitalistycznego systemu finansowego<sup>40</sup>. Według Jerzego Żyżyńskiego praca Davida Harveya jest dowodem na to, że w świecie naukowym (i nie tylko w nim) istnieje coraz powszechniejsze odczucie, że system kapitalistyczny podlega narastającym patologiom generowanym właśnie przez system finansowy<sup>41</sup>.

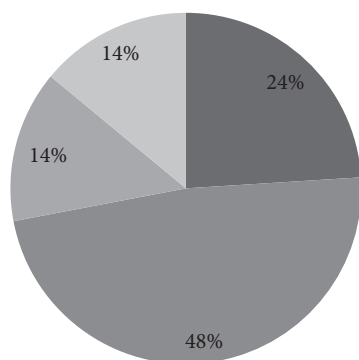
W opinii Jerzego Żyżyńskiego zasadniczy problem polega na tym, że system sfinansyzowany, by osiągać koniunkturę na rynkach finansowych, potrzebuje generowania stałego popytu na instrumenty finansowe. Wiele zasad funkcjonujących w ramach systemu finansowego opiera się na ukrytym założeniu, że kluczowe wielkości ekonomiczne będą podlegały stałemu wzrostowi, a odchylenia od stałej tendencji wzrostu będą krótkookresowe i niewielkie. Dlatego też rosnący popyt jest dla systemu finansowego niemal kwestią życia lub śmierci. W rezultacie system finansowy nie tylko staje się wielką bańką spekulacyjną, lecz jest niczym rak, który rozrastając się, wytwarza dla siebie naczynia krwionośne i zmusza organizm do produkowania coraz większej ilości krwi, zaś serce do jej pompowania. Na straży generowania popytu i dostarczania nowych zasobów pieniądza stoją międzynarodowe organizacje finansowe, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy, grupy lobbystyczne, media, których zadanie sprowadza się do wciągania kolejnych krajów do sfinansyzowanego systemu. Szczególnym przykładem są podejmowane w wielu krajach reformy systemów emerytalnych. Ich celem jest transferowanie na rynki finansowe części strumienia finansowego, który do tej pory – relatywnie sprawnie, choć w niedostatecznej ilości i z pewnym ryzykiem, wynikającym z niewątpliwych wad systemu – finansował emerytury w ramach umowy międzypokoleniowej. Konstruowane w ten sposób pasożytnicze systemy finansowe odegrały też kluczową rolę w przyspieszeniu procesów globalizacji, gdyż olbrzymie fundusze, do jakich powstania doprowadził rozregulowany mechanizm, musiały być alokowane na całym świecie, a ten zasób kapitału określany został mianem kapitału nomadycznego. Gospodarki krajów wschodzących starają się włączyć w istniejący mechanizm i rozwinąć sektor finansowy jako siłę napędową rozwoju ekonomicznego<sup>42</sup>.

40 D. Harvey, *Neoliberalizm. Historia katastrofy*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2008, s. 216, cyt. za: J. Żyżyński, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji*, s. 30.

41 J. Żyżyński, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji*, s. 30.

42 *Ibidem*, s. 34–35.

Krytyka kierowana pod adresem sektora finansowego nie pozostaje bez wpływu na społeczne postrzeganie samego kapitalizmu. Prezentowane poniżej wyniki międzynarodowych badań są tego bezpośrednim potwierdzeniem. Niemalże jedna czwarta respondentów jest przekonana, że kapitalizm wolnorynkowy powinien zostać zastąpiony innym systemem ekonomicznym, a blisko połowa sądzi, że konieczne są większe regulacje w celu przeciwdziałania słabościom kapitalizmu wolnorynkowego (rys. 5.1). Jedynie 14% pytanym osób zgadza się ze stwierdzeniem, że kapitalizm wolnorynkowy funkcjonuje w sposób prawidłowy, a ewentualne dalsze działania regulacyjne zmniejszą jego efektywność. Przytłaczająca większość respondentów dostrzega więc wady i słabości współczesnego kapitalizmu wolnorynkowego.

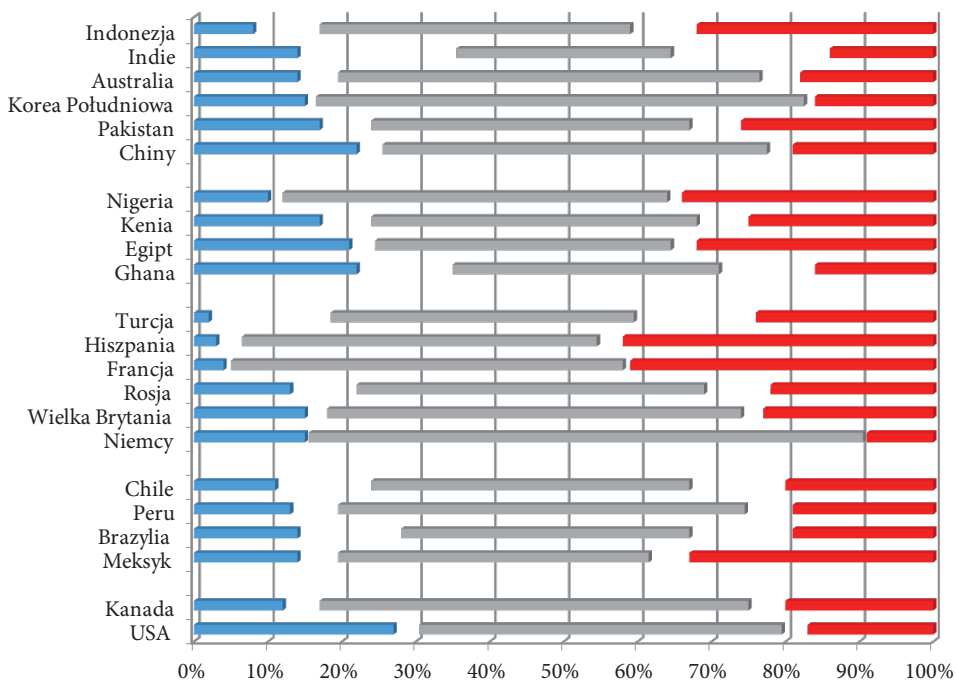


- Kapitalizm wolnorynkowy działa w sposób fatalnie wadliwy – potrzebny jest inny system ekonomiczny
- Kapitalizm wolnorynkowy posiada słabości – istnieje potrzeba większych regulacji, by im zaradzić
- Kapitalizm wolnorynkowy funkcjonuje prawidłowo – działania zwiększające regulacje sprawią, że będzie mniej efektywny
- To zależy / nie wiem / brak odpowiedzi

**Rys. 5.1.** Postrzeganie kapitalizmu wolnorynkowego przez obywateli 22 krajów w roku 2012  
 Uwagi: lista krajów obejmuje Stany Zjednoczone, Kanadę, Meksyk, Brazylię, Peru, Chile, Niemcy, Wielką Brytanię, Rosję, Francję, Hiszpanię, Turcję, Ghanę, Egipt, Kenię, Nigerię, Chiny, Pakistan, Koreę Południową, Australię, Indie i Indonezję

**Źródło:** <https://globescan.com/economic-system-seen-as-unfair-global-poll/> [dostęp: 3.12.2018]

Postrzeganie kapitalizmu wolnorynkowego w poszczególnych krajach, z których wywodzili się respondenci, prezentowane jest na rys. 5.2. Co warte podkreślenia, odsetek osób wyrażających najbardziej krytyczne opinie wywodzi się nie tylko z krajów rozwijających się (Indonezja, Nigeria, Egipt, Meksyk), ale także z krajów wysoko rozwiniętych (Hiszpania, Francja). Z kolei w grupie krajów, z których największy odsetek osób deklarował konieczność wprowadzenia większych regulacji, znalazły się Niemcy, Korea Południowa, Wielka Brytania, Australia i Kanada.



■ Kapitalizm wolnorynkowy funkcjonuje prawidłowo – działania zwiększające regulacje sprawią, że będzie mniej efektywny

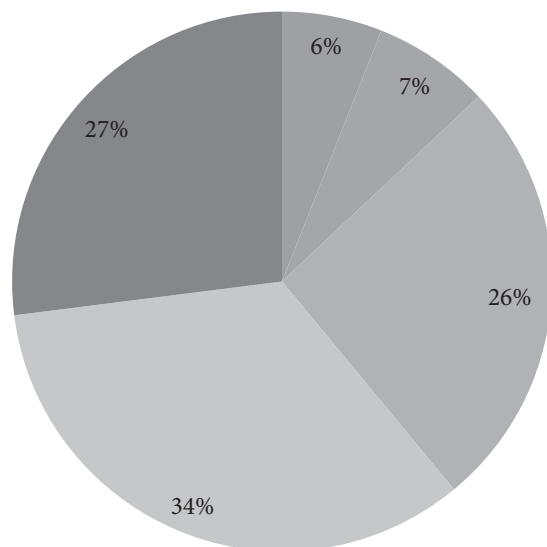
■ Kapitalizm wolnorynkowy posiada słabości – istnieje potrzeba większych regulacji, by im zaradzić

■ Kapitalizm wolnorynkowy działa w sposób fatalnie wadliwy – potrzebny jest inny system ekonomiczny

### Rys. 5.2. Ocena kapitalizmu wolnorynkowego w wybranych krajach w roku 2012

Uwagi: biała przestrzeń pomiędzy seriami danych to odpowiedzi: nie wiem, nie mam zdania, trudno powiedzieć

Źródło: <https://globescan.com/economic-system-seen-as-unfair-global-poll/> [dostęp: 3.12.2018]



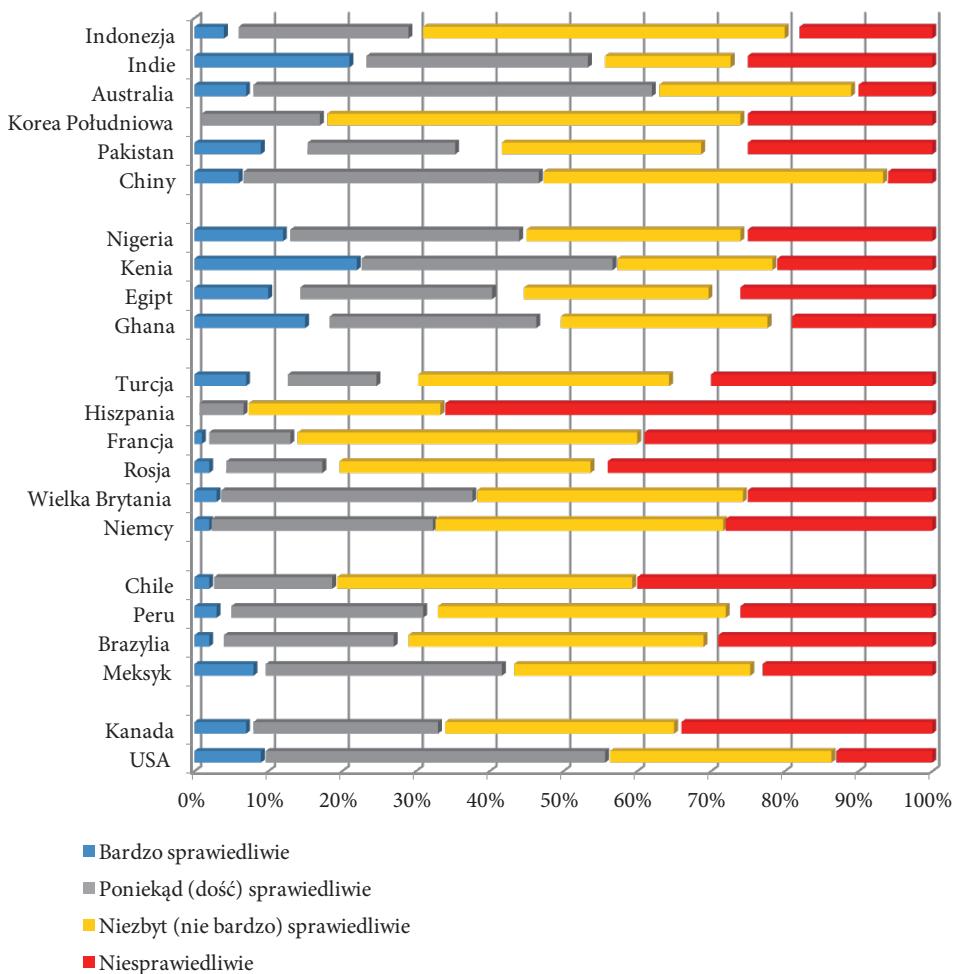
- To zależy / nie wiem / brak odpowiedzi
- Bardzo sprawiedliwie
- Poniekąd (dość) sprawiedliwie
- Niezbýt (nie bardzo) sprawiedliwie
- Niesprawiedliwie

**Rys. 5.3.** Wyniki odpowiedzi na pytanie: „Jak sprawiedliwie dzielone były korzyści i obciążenia ekonomiczne w twoim kraju w ostatnich latach?” w grupie wybranych krajów w roku 2012 r. Uwagi: lista krajów obejmuje Stany Zjednoczone, Kanadę, Meksyk, Brazylię, Peru, Chile, Niemcy, Wielką Brytanię, Rosję, Francję, Hiszpanię, Turcję, Ghanę, Egipt, Kenię, Nigerię, Chiny, Pakistan, Koreę Południową, Australię, Indie i Indonezję

**Źródło:** <https://globescan.com/economic-system-seen-as-unfair-global-poll/> [dostęp: 3.12.2018]

Natomiast w opinii zdecydowanej większości pytaných osób korzyści i obciążenia ekonomiczne nie są dzielone w sposób sprawiedliwy lub niezbyt sprawiedliwy (rys. 5.3). Jedynie 7% respondentów udzieliło odpowiedzi wskazującej, że ich zdaniem ma miejsce bardzo sprawiedliwy podział. Ogółem jedynie co trzeci pytany wyraził pogląd i przekonanie, że odbywa się sprawiedliwy lub relatywnie sprawiedliwy podział korzyści i obciążeń ekonomicznych.

Największy odsetek respondentów deklarujących, że ich zdaniem korzyści i obciążenia ekonomiczne są dzielone niesprawiedliwie wywodził się z takich krajów, jak: Hiszpania, Rosja, Francja, Chile i Kanada (rys. 5.4). Przekonanie o niesprawiedliwym lub niezbyt sprawiedliwym podziale prezentowało ponad 90% respondentów z Hiszpanii, ponad 80% z Francji i Korei Południowej, blisko 80% pytaných z Rosji i Chile. Dwa kraje, z których respondenci w największym stopniu są przekonani o sprawiedliwym bądź też relatywnie sprawiedliwym podziale obciążeń i korzyści, to Australia i Stany Zjednoczone.



**Rys. 5.4.** Wyniki odpowiedzi na pytanie: „Jak sprawiedliwie dzielone były korzyści i obciążenia ekonomiczne w twoim kraju w ostatnich latach?” w wybranych krajach w roku 2012 r.

Uwagi: biała przestrzeń pomiędzy seriami danych to odpowiedzi: nie wiem, nie mam zdania, trudno powiedzieć

**Źródło:** <https://globescan.com/economic-system-seen-as-unfair-global-poll/> [dostęp: 3.12.2018]

Robert Shiller przekonuje, że nadal cierpimy z powodu iluzji, że przedstawiciele świata biznesu są zdolni do powstrzymania się od czerpania korzyści z biznesowego podboju poprzez agresywne i nieludzkie działania. Z tego powodu ludzie myślą, że najbogatsi w naszym społeczeństwie – a pośród nich finansjera – mają realne

i autentyczne motywy oraz bodźce, by poprzez wypaczone powody atakować i podporządkowywać sobie ekonomicznie większość populacji<sup>43</sup>.

Dla wielu postronnych obserwatorów jest oczywiste, że w obecnym systemie finansowym występuje bezsensowna działalność, która generuje niepotrzebne koszty. Na większości rynków finansowych wartość zawieranych transakcji pomiędzy różnymi instytucjami finansowymi wielokrotnie przekracza wartość przepływów związanych z inwestycjami i handlem, które tworzą podstawę do aktywności finansowej. W opinii wielu przeciętnych obywateli część działalności handlowej jest społecznie bezużyteczna i teza ta jest dla osób tych oczywista<sup>44</sup>.

Jan Toporowski wskazuje natomiast, że generalnie społeczne i ekonomiczne funkcje pełnione przez finanse, poza działalnością na rynkach finansowych, powinny determinować wartość tychże finansów. Równowaga między przepływami finansowymi na rynkach kapitałowych (napływami kapitału i odpływami kapitału) wywiera wpływ na wartość aktywów na tych rynkach. W najogólniejszym znaczeniu te przepływy odzwierciedlają aktywność gospodarczą, a jednocześnie równowagę pomiędzy dochodami a wydatkami lub oszczędnościami w gospodarce jako całości. Proces inflacji na rynkach kapitałowych (inflacji aktywów) zaburza priorytety społeczne i ekonomiczne, umożliwiając finansom określanie własnych wartości. W tym miejscu neoklasyczna teoria zakładająca, że wartości na rynkach kapitałowych są determinowane przez produktywność aktywów niefinansowych leżących u podstaw określonych aktywów finansowych przestaje mieć jakiegokolwiek znaczenie. Rynki, na których ma miejsce obrót papierami pochodnymi, odzwierciedlają te odwrócone priorytety, umożliwiają one bowiem uczestnikom spekulowanie w zakresie przyszłej wartości aktywów finansowych w stosunku do rynkowego konsensusu i w odniesieniu do strumieni finansowych, które te wartości determinują. W ten sposób zredukowana zostaje społeczna wartość rynków, zamiast być zwiększana w następstwie specjalizacji i innowacji zachodzących na rynkach derywatów<sup>45</sup>.

Badania przeprowadzone przez Geralda Epsteina i Juana Montecio wskazują, że w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej, biorąc pod uwagę korzyści i koszty, system finansowy stanowi dla gospodarki obciążenie, którego wielkość w okresie 1990–2023 oszacowane zostało na poziomie 22,7 biliona dolarów<sup>46</sup>. Gerald Epstein przekonuje o nieefektywności sektora finansowego w gospodarce Stanów Zjednoczonych, dowodząc, że na każdy 1 dolar nadmiernych zysków tego sektora przypada ponad 5 dolarów kosztów ponoszonych przez społeczeństwo. Ukazuje

43 R. Shiller, *Finance and the Good Society*, s. 622.

44 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 43.

45 J. Toporowski, *The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, Routledge, London 2000, s. 131.

46 G. Epstein, J. Montecio, *Overcharged: The High Cost of High Finance*, Roosevelt Institute, New York 2016.



to istotę społecznej nieefektywności sektora finansowego<sup>47</sup>. Obecna forma bankowości i związane z nią spekulacyjne bańki finansowe w opinii cytowanego autora nie są czymś niezbędnym z punktu widzenia akumulacji kapitału. Wręcz przeciwnie, wnosząc swój wkład w błędną alokację zasobów, niestabilność finansową, rosnący poziom rent oraz nierówności, a także przez niezdolność do rozwiązywania głównych problemów społecznych, takich jak zmiany klimatu, podkopują one i osłabiają same podstawy zrównoważonej akumulacji oraz rozwoju w każdej jego formie<sup>48</sup>.

Adair Turner twierdzi natomiast, że fundamentalny problem związany z obecnym systemem finansowym polega na tym, że system ten pozostawiony sam sobie w sposób nieunikniony kreuje nadmierne ilości długu, a w szczególności takiego długu, który nie jest wykorzystywany do finansowania nowych inwestycji, lecz służy nabywaniu już istniejących aktywów, głównie zaś nieruchomości. To właśnie kreacja długu napędza okresowe wahania gospodarcze, w których okresy boomu przeplatają się z okresami spadku koniunktury<sup>49</sup>.

Janet Yellen przekonuje, że niskie i trwale utrzymujące się stopy procentowe mają skłonności do podkopywania stabilności finansowej, wnoszą bowiem wkład w rozwój baniek spekulacyjnych oraz innych form niestabilności finansowej. Dlatego jej zdaniem konieczne jest przywrócenie stóp procentowych do poziomu przed kryzysem. *Implicite* sugeruje to, zdaniem niektórych autorów, głęboką krytykę obecnego systemu finansowego. Jeśli nadmierna płynność w zakresie pieniądza prowadzi nie do wyższego poziomu inwestycji produkcyjnych, lecz do marnotrawstwa i irracjonalnej spekulacji aktywami, co mówi to o zdolności rynków finansowych do alokowania ograniczonych zasobów i koordynowania produkcji?<sup>50</sup>

Henry Woo formułuje pogląd na temat rynku w sposób bezpośredni, a zarazem bardziej skrajny. Twierdzi on mianowicie, że rynek, nawet jeśli wydaje się działać w sposób efektywny na poziomie mikro, nie posiada zdolności do utrzymywania neutralności dystrybucyjnej. Nie jest zdolny przeciwdziałać wzrostowi działalności ukierunkowanych na czerpanie renty. Zamiast tego wzmacnia siłę bogatych i osłabia pozycję biednych. Nie wygładza cyklu gospodarczego i nie przynosi długotrwałej stabilności gospodarki. Wręcz przeciwnie, rynek finansowy destabilizuje gospodarkę i przynosi katastrofalny w skutkach efekt niszczenia bogactwa, szczególnie dla podmiotów mniej przedsiębiorczych i zaradnych<sup>51</sup>.

Modelem gospodarczym, który dominował przez większą część XX w., była masowa produkcja wykorzystująca liczne zastępy pracowników, ukierunkowana na zaspokajanie masowej konsumpcji. Przestaje on być aktualny. Modelem przyszłości wydaje się być najprawdopodobniej nieograniczona produkcja oparta

47 G. Epstein, *On the Social Efficiency of Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 347.

48 *Ibidem*.

49 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 3–4.

50 A. Jayadev, J. Mason E. Schröder, *The Political Economy of Financialization in the United States, Europe and India*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 7.

51 H. Woo, *Growth Without...*, s. 89.

o pracę niewielu pracowników, zaspokajająca konsumpcję tych, których na to stać. Podstawowym problemem nie jest jednak liczba miejsc pracy, tylko alokacja zysków i majątku. Jeśli utrzymają się obecne trendy, to twórcy przełomowych idei (wynalazków) będą zarabiali coraz więcej. W następstwie tego zyskiwać będą nie-spotykaną władzę polityczną. Lecz większość ludzi nie będzie miała możliwości uczestniczenia w podziale pieniężnych zysków i ich polityczne znaczenie będzie zanikać. Będą widzieć olśniewającą paletę produktów i usług powstałych przy wykorzystaniu nowych technologii, ale nie będą w stanie ich nabyć, gdyż technologie zastąpią ich miejsca pracy i przyczynią się do obniżenia ich wynagrodzenia<sup>52</sup>. Żadna gospodarka ani żadne społeczeństwo nie jest w stanie się utrzymać przy systemie produkcji, w którym dochody i zyski w przytłaczającej większości trafiają do bardzo nielicznych<sup>53</sup>.

Z kolei Michael Hudson dowodzi, że rosnące zadłużenie związane z kredytami hipotecznymi sprawiło, że pracownicy boją się strajkować lub nawet narzekać na warunki pracy. W świecie, w którym mniej więcej jedna pensja dzieli ich od bezdomności albo co może mieć podobny skutek od niespłacenia jednej raty kredytu hipotecznego stali się bardziej posłuszni i łagodni. Znajdują się w sytuacji pełnej zależności od długu. Paul Krugman na opis takiego społeczeństwa używa określenia „społeczeństwo peonażu opartego na długu” (*debt-peonage society*)<sup>54</sup>. Gabriel Palma nazywa ten stan „rozkoszą rentierów” (*rentiers' delight*), w której finansyzacja podtrzymuje praktyki związane z czerpaniem renty przez oligopolistyczny kapitał, będący systemem dyscyplinującym i dokonującym wyzysku<sup>55</sup>. W opinii niektórych autorów trudno jest to pogodzić z jakąkolwiek akceptowalną definicją demokracji<sup>56</sup>.

## 5.4. Kapitalizm finansowy i finansyzacja w kontekście demokracji

Razmig Keucheyan przekonuje, że finanse są w swojej istocie niedemokratyczne: znajdują się poza kontrolą sprawowaną w oparciu o demokratyczną debatę. Finanse są nie tylko formą posiadania, ale również politycznego wywłaszczania, w których

52 R. Reich, *Saving Capitalism...*, s. 425–426.

53 *Ibidem*, s. 427.

54 S. Storm, *Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 308.

55 G. Palma, *The Revenge of the Market on the Rentiers. Why Neo-liberal Reports of the End of History Turn Out to be Premature*, „Cambridge Journal of Economics” 2009, Vol. 33(4), s. 833.

56 G. Mann, *Hobbes Redoubt? Toward a Geography of Monetary Policy*, „Progress in Human Geography” 2010, Vol. 34(5), s. 18.

nieliczni wybierają dla wielu. Więcej finansów oznacza mniej suwerenności, ponieważ finanse są najbardziej nieterytorialną formą relacji gospodarczych. Finanse są z natury mobilne i zglobalizowane<sup>57</sup>. To być może właśnie dlatego John Maynard Keynes przekonywał, że ponad wszystko finanse powinny pozostawać narodowe.

Upowszechniany wcześniej pogląd na temat pozytywnego wpływu liberalizacji gospodarczej na procesy demokratyzacji podawany jest obecnie w wątpliwość. W opozycji do niego prezentowane są najnowsze badania sugerujące, że polityka gospodarczego kapitalizmu ma tendencję do osłabiania perspektywy dla demokracji politycznej na szczeblu krajowym. W szczególności wskazywane jest, że kapitalizm generuje impulsy zachęcające rządy do wdrażania rozwiązań politycznych, często pod przymusem, faworyzujących inwestorów zagranicznych kosztem społeczeństwa i jego dobrobytu. Ten punkt widzenia rezonuje z szerszym poglądem, zakładającym działanie procesów urynkwienia gospodarki bezpośrednio przeciwko demokratycznym przekształceniom, a to z uwagi na konieczność i potrzebę istnienia oligarchii oraz silnego rządu, który legitymizuje taką restrukturyzację<sup>58</sup>. W literaturze prezentowany jest również pogląd, zgodny z którym kapitalizm finansowy, działający w sposób nieskrępowany, stwarza więcej problemów dotyczących demokracji niż miało to miejsce w okresie funkcjonowania idei państwa dobrobytu czy też dominacji nurtu keynesistowskiego. Kapitalizm finansowy zwiększa zakres wynaradawiania gospodarki oraz przyczynia się do wzrostu nierówności społecznych i ekonomicznych<sup>59</sup>.

W opinii Petera Blooma wiara w to, że rynki prowadzą do demokracji była potężnym globalnym mitem. W elegancki sposób łączyła tzw. wolność gospodarczą z wolnością polityczną. Była to opowieść o tym, jak dobrobyt i liberalizm mogą być zastosowane oraz wdrożone we wszystkich krajach i społeczeństwach. Łączyła kultury jak również różnice we wspólnym dążeniu do rozwoju ekonomicznego i politycznego. Dostarczała współczesnemu światu dyskursu pozwalającego puścić w niepamięć krwawą historię związaną z kolonializmem, zastępując ją wspólnym celem działania i wyznaczając kierunek przyszłego powszechnego postępu. Jednakże w dążeniu do nowoczesności okazało się, że jest nieco inaczej. Rynki w rzeczywistości nie torowały drogi do prawdziwych demokracji. Zamiast tego historia wydaje się prowadzić w kierunku autorytaryzmu, który łączy kapitalizm z „antyliberalizmem” (*illiberalism*), urynkwienie z presją i uciskiem, reformy gospodarcze z rosnącym poziomem politycznego despotyzmu. Sprzeczności pomiędzy wielkimi oczekiwaniami a kłopotliwą rzeczywistością odzwierciedlają głęboki kryzys współczesnego kapitalizmu i globalizacji. Ostatni kryzys finansowy dał możliwość uwidocznienia ideologicznych napięć i wątpliwości, poprzez podnoszenie pytań

57 R. Keucheyan, *Insuring Climate Change: New Risks and the Financialization of Nature*, „Development and Change” 2018, Vol. 49(2), s. 15.

58 P. Bloom, *Authoritarian Capitalism In the Age of Globalization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham UK 2016, s. 4.

59 W. Merkel, *Is Capitalism Compatible with Democracy?*, [w:] W. Merkel, S. Kneip (eds.), *Democracy and Crisis*, Springer, Cham 2018, s. 261.

dotyczących celowości rynków i kapitalizmu finansowego oraz konieczności sięgania po nowe paradygmaty ekonomiczne. Stworzyło to jednocześnie zapotrzebowanie na nową opowieść na temat kapitalizmu, która wzmacniałaby obecne urynkowanie jako zwiastun lepszego jutra dla wszystkich, we wszystkich krajach<sup>60</sup>.

Nowa narracja zmierza do nadania procesowi urynkowania odmiennej legitymizacji. Ponownie skupiana jest uwaga na zdolności rządów oraz międzynarodowych instytucji do właściwego prowadzenia i kierowania rynkami dla globalnego dobra społeczeństwa jako całości. A bardziej precyzyjnie dokonuje się reafirmacji ideologicznej poprawności, zakładającej, że to kapitalizm jest narzędziem ukierunkowującym rozwój. Co więcej, wykorzystywana jest ponownie narracja dotycząca nadchodzącej prosperity z udziałem i rzeczywistą potrzebą silnej władzy narodowej i ponadnarodowej, zapewniającej właściwe zarządzanie tym procesem, ochronę tego projektu przed współczesnymi – wewnętrznymi i zewnętrznymi – zagrożeniami. Co istotne, zmianie ulega charakter prowadzonego dyskursu w zakresie rozwoju z opowieści o nieuchronności tego procesu na współczesną opowieść z morałem, w której obywatele, a także rządy w różnych kontekstach i na całym świecie muszą być odpowiedzialni finansowo. To ich moralnym obowiązkiem jest spłacanie długów oraz opieranie się pokusie wydawania dzisiaj celem oszczędzania na własną przyszłość. Oczywiście grzech działania przeciwko takiej ortodoksji rynkowej może być dość kuszący i pociągający. Społeczności i państwa łatwo mogą paść ofiarą „nieodpowiedzialnych” inwestycji w opiekę społeczną oraz zwiększanie własności państwowej i zakresu oferowanych usług. To właśnie z tego powodu potrzebna jest silna władza państwowa i suweren, by zapewnić, że obywatele oraz rządy wypełniali swoje obowiązki jako podmioty rynkowe<sup>61</sup>.

W opinii Wolfganga Streecka to rynki posiadają obecnie nadrzędną pozycję względem demokracji i ją ograniczają, nie zaś demokracja wybiera wpływ na rynek<sup>62</sup>. Kapitalizm finansowy spowodował, że niektóre rządy przestały być podmiotami ustanawiającymi reguły i zasady, a stały się pasywnymi wykonawcami określonej polityki, podlegającymi stałej kontroli ze strony agencji ratingowych<sup>63</sup>. Obecne procesy globalizacji i dyskurs, jaki im towarzyszy, przesuwają rolę rządu z demokratycznego podejmowania decyzji na rzecz bardziej technokratycznego, a w praktyce w kierunku władzy despotycznej i nieliberalnej. Nacisk kładziony na dobre zarządzanie przyznaje państwu prawo do samodyscyplinowania instytucji państwowych i grup celem wspierania procesu urynkowania. Ponadto dostarcza on rządowi przesłanek etycznych i racjonalnych nie tylko do obrony, lecz do promowania *implicite* czy też *explicite* autorytaryzmu<sup>64</sup>.

60 P. Bloom, *Authoritarian Capitalism...*, s. 158–159.

61 *Ibidem*, s. 160.

62 W. Streeck, *Bying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*, Verso, London 2014, s. 116, cyt. za: W. Merkel, *The Challenge of Capitalism to Democracy*, „Zeitschrift für Vergleichende Politikwissenschaft” 2016, No. 10, s. 61–80.

63 W. Merkel, *Is Capitalism Compatible with Democracy?*, s. 265.

64 P. Bloom, *Authoritarian Capitalism...*, s. 164.

Logika autorytarnego kapitalizmu obejmuje najważniejsze aspekty urynkowania i globalizacji. Zgodnie z tradycyjnym paradygmatem liberalnym rządy posiadają władzę oraz mandat do zajmowania się problemami i nieefektywnością generowaną przez gospodarkę rynkową. Zmniejszanie nierówności, budowanie infrastruktury, inwestowanie w badania i rozwój technologii – wszystko w różnym stopniu uzależnionym od kontekstu – opiera się na istnieniu silnego sektora publicznego. Jednakże obecnie ta liberalna argumentacja poddana została rekonfiguracji. Dzisiaj państwo zwraca się w kierunku prawidłowego kierowania procesem urynkowania w taki sposób, by najlepiej odpowiadał on specyficznym warunkom narodowym i kulturowym. Co istotne, państwo po raz kolejny staje się centralnym punktem w procesie rozwoju. Jest wysuwane i wskazywane jako jedna z głównych sił, jeśli nie najważniejsza siła, mogąca zapewnić właściwe podążanie przez kraj zgodnie z projektem urynkowania, w kierunku osiągnięcia i utrzymania gospodarczej prosperity. Rządy muszą robić wszystko to, co niezbędne, a także konieczne do zagwarantowania, by polityka i społeczeństwo nie odchyłały się od właściwych, prawidłowych oraz słusznych rynkowych przepisów i zaleceń<sup>65</sup>.

Według Petera Blooma jesteśmy świadkami powstania i wzrastania kapitalizmu autorytarnego w erze globalizacji. Nieunikniony marsz urynkowania w skali globalnej idzie ręką w rękę z niszczeniem demokracji, a także propagowaniem usankcjonowanych prawnie represji. Na głębszym poziomie tworzy to nowy rodzaj kapitalistycznych podmiotów rozciągających się od poziomu międzynarodowego i krajowego do poziomu indywidualnych jednostek, których głównym zadaniem jest wypełnianie swoich obowiązków oraz powinności względem rynku lub ponoszenie konsekwencji wynikających z nieprzestrzegania zasad<sup>66</sup>. W opinii Wolfganga Merkela najnowsza historia dowodzi i potwierdza, że żadna rozwinięta demokracja nie była w stanie funkcjonować bez ustroju kapitalistycznego. Natomiast kapitalizm mógł współistnieć lub nawet rozkwiąć w ramach różnych ustrojów politycznych, zarówno w demokracji, jak i pod rządami dyktatury<sup>67</sup>. W opinii niektórych to demokracja winna być podporządkowana rynkowi i do niego dostosowana, nie zaś odwrotnie<sup>68</sup>.

---

65 *Ibidem*, s. 166.

66 *Ibidem*, s. 171.

67 W. Merkel, *Is Capitalism Compatible with Democracy?*, s. 254.

68 *Ibidem*, s. 266.

## 5.5. Praktyczne sposoby i narzędzia przywrócenia równowagi pomiędzy sektorem finansowym a realną sferą gospodarki

Fred Block we wprowadzeniu do książki Karla Polanyiego zatytułowanej *Wielka transformacja* pisze następująco:

Polanyi twierdzi, że powstanie w pełni samoregulującej się gospodarki rynkowej wymaga, aby istoty ludzkie i ich otoczenie przyrodnicze przekształciły się w zwykłe towary, co oznaczałoby zniszczenie zarówno społeczeństwa, jak i naturalnego środowiska człowieka. Jego zdaniem, teoretycy i zwolennicy samoregulujących się rynków bezustannie spychają społeczeństwa na skraj przepaści. Jednak gdy konsekwencje tworzenia nieograniczonych rynków stają się widoczne, ludzie zaczynają się im opierać. Nie chcą się zachowywać jak stado lemingów, które maszeruje w przepaść, ku własnej zgubie. Rezygnują wówczas z założeń samoregulującej się gospodarki – jest to odruch obronny, który ma uratować społeczeństwo i przyrodę przed unicestwieniem. W takim układzie odniesienia proces wykorzeniania jest jak olbrzymia, rozciągana gumka. Wysiłki zmierzające do powiększenia autonomii rynku prowadzą do wzrostu napięcia. Gumka, którą bez przerwy się rozciąga, wreszcie pęka, co oznacza dezintegrację społeczną, natomiast gdy obniży się napięcie, gospodarka powróci do stanu zbliżonego do pierwotnego<sup>69</sup>.

Na kolejnej stronie przywołany autor formułuje pogląd, że:

Jednak jeszcze ważniejszą tezę Polanyiego jest ta, że liberalizm gospodarczy wymaga od zwykłych ludzi rzeczy niemożliwych. Robotnicy, rolnicy i drobni przedsiębiorcy nie będą długo tolerować takiego modelu gospodarczego, który co jakiś czas przynosi dramatyczne wahania, bezpośrednio odczuwane przez te grupy. Mówiąc w skrócie, urzeczywistnienie utopijnego marzenia neoliberalów o świecie bez granic i wojen wymagałoby od milionów ludzi na świecie zmagania się – być może nawet co pięć czy dziesięć lat – z coraz dłuższymi okresami, podczas których ich dochód zmniejszałby się co najmniej o połowę. Polanyi uważa, że wystawianie ludzi na taką próbę jest nie tylko niemoralne, ale wręcz niemożliwe. Jego zdaniem, w takim przypadku ludzie nieuchronnie zaczną się organizować w celu obrony przed wstrząsami w gospodarce<sup>70</sup>.

Spółeczeństwo ma dwie możliwe opcje do wyboru. Pierwsza zakłada podjęcie działań zmierzających do ochrony gospodarki jako całości poprzez redukcję

69 F. Block, *Wprowadzenie*, s. XXVII.

70 *Ibidem*, s. XXXVIII.



długu do poziomu możliwego do udźwignięcia bez drenażu gospodarki. Druga opcja zakłada ochronę sektora finansowego, utrzymując fikcję, że dług rosnący zgodnie z procentem składanym może być kiedykolwiek spłacony. W przypadku systemów emerytalnych i innych programów społecznych sprowadza się w gruncie rzeczy do wyboru, czy transfery emerytalne uzależnione będą od rzeczywistych nadwyżek w realnej gospodarce, czy też opierały się będą na fikcyjnym założeniu, że fundusze mogą osiągać roczne stopy na poziomie 8% lub więcej poprzez inflację cen aktywów napędzaną przez zwiększanie zadłużenia i wyłącznie finansowe manipulacje i zabiegi<sup>71</sup>.

Przy obecnym systemie monetarnym możliwe są jedynie dwa scenariusze – pierwszy, w którym gospodarka rośnie, i drugi, w którym gospodarka się kurczy. Gospodarka z zerowym wzrostem, pożądana przez ekologów, nie jest możliwa, bowiem wkrótce upadłaby i przekształciła się w gospodarkę z ujemnym wzrostem. Gospodarka z ujemnym tempem wzrostu nie jest gospodarką, w której spada zużycie zasobów naturalnych i ma miejsce zrównoważony styl życia, co jest wymagane, by poradzić sobie z problemami środowiskowymi i kryzysami energetycznymi. Jest natomiast gospodarką z recesją, bezrobociem i presją wywieraną na rząd<sup>72</sup>. W opinii Adaira Turnera potrzebny jest obecnie wzrost kredytu na poziomie 10–15% rocznie, by zapewnić inflację około 2% i wzrost gospodarczy zbliżony do poziomu potencjalnego dla danej gospodarki. Jeśli tak, to pojawia się dylemat: potrzebny jest wzrost kredytu szybszy niż wzrost produktu krajowego brutto, by ten ostatni osiągnął odpowiedni poziom, co jednak prowadzi do wzrost zadłużenia, a efektem tego jest kryzys i recesja następująca po nim. Nieunikniony wydaje się więc wybór pomiędzy niestabilnością finansową i makroekonomiczną a nieoptymalnym, wolnym wzrostem. Rezultatem są albo okresowe kryzysy finansowe, albo stagnacja<sup>73</sup>.

Kevin Philips wyraża pogląd, że szeroko rozumiane usługi finansowe przejęły dominującą ekonomiczną, kulturową i polityczną rolę w gospodarce narodowej<sup>74</sup>. O ile jednak dominacja finansów jest procesem, który rozwijał się przez dekady, o tyle bieżący jego charakter oraz współczesna rola, a także znaczenie pieniądza i finansów – zarówno pod względem ilościowym, jak i jakościowym – różnią się od tego, co miało miejsce wcześniej. Finanse przestały już zwyczajowo wspierać funkcjonowanie i działanie realnej sfery gospodarki dóbr i usług, lecz tę sferę zdominowały lub wręcz wyparły. Przesłanki oraz praktyki finansowe na nowo ukształtowały wskaźniki wydajności nie tylko przedsiębiorstw działających we

71 M. Hudson, *The Bubble and Beyond. Fictitious Capital, Debt Deflation and the Global Crisis*, ISLET – Verlag, Dresden 2012, s. 446 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

72 A. Jackson, B. Dyson, *Modernizing Money. Why Our Monetary System Is Broken and How It Can Be Fixed*, Positive Money, London 2012, s. 334 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

73 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 109.

74 K. Phillips, *American Theocracy: The Persil and Politics of Radical Religion, Oil, and Borrowed Money in the 21st Century*, Viking Penguin, New York 2006, s. 268.

wszystkich sektorach gospodarki, ale również sektor publiczny oraz sektor usług komunalnych, włączając w to ochronę zdrowia i opiekę społeczną (usługi socjalne), wpływając tym samym w sposób bezpośredni na dobrobyt społeczny i dobrostan gospodarstw domowych<sup>75</sup>. Finansyzacja stworzyła nową sytuację, w której wymagania stawiane przez sektor finansowy wywierają nadmierną presję na działalność produkcyjną<sup>76</sup>.

Konieczność zapanowania nad finansyzacją gospodarki podnoszona jest również na gruncie literatury polskiej. Agata Gemzik-Salwach i Krzysztof Opolski dowodzą, że:

„Okiełznanie” finansjalizacji jest jednym z najistotniejszych zadań, które stoją przed współczesnością. Od jego realizacji zależą społeczno-gospodarcze warunki życia przyszłych pokoleń. Wyzwaniem dla nauk ekonomicznych jest zrozumienie zachodzących procesów, ich prawidłowa analiza oraz – przede wszystkim – zaproponowanie konstruktywnych rozwiązań problemów, które ze sobą niesie. Zmiany, jakie zachodzą w obszarze finansów wymuszają zmianę paradygmatu głównego nurtu ekonomii. Aby przeciwdziałać negatywnym skutkom związanym z finansjalizacją, konieczne jest rozszerzenie ekonomii o komponent społeczny<sup>77</sup>.

Nadrzędnym imperatywem stojącym za podjęciem działań zmierzających do przywrócenia tradycyjnej roli sektora finansowego w gospodarce jest więc zapewnienie instytucjonalnych ram dla bardziej zrównoważonego rozwoju instytucji finansowych. Rozwoju uwzględniającego na równi potrzeby krajowej gospodarki, oczekiwania ekonomiczne podmiotów, jak i potrzeby społeczeństwa oraz ograniczenia środowiskowe, nie zaś zdominowanego przez pragnienia i oczekiwania bardzo wąskiej grupy podmiotów. W chwili obecnej sfinansowana gospodarka, gospodarka z dominacją sektora finansowego i nadrzędnym krótkookresowym imperatywem zysku nazbyt często wypacza idee gospodarki rynkowej, zniekształca tradycyjne relacje społeczne oraz wyznacza błędny azymut działania podmiotów gospodarczych. Nadmierna finansyzacja gospodarki jest tym zjawiskiem, które stanowi zagrożenie dla opartego na inkluzji społecznej oraz na spójności ekonomicznej i regionalnej wzrostu gospodarczego.

W opinii Roberta Shillera konieczna jest demokratyzacja finansów. Demokratyzacja finansów pociąga za sobą poleganie w większym stopniu na skutecznych instytucjach zarządzania ryzykiem, których działanie ma zapobiegać przypadkowej redystrybucji władzy i bogactwa. Przywołany autor dowodzi, że finanse powinny tę przypadkowość i losowość redukować, a nie zwiększać. Aby system

75 S. Christopherson, R. Martin, J. Pollard, *Financialisation...*, s. 352.

76 F. Chesnais, D. Plihon, *Prologo a la Edición Espanola*, [w:] F. Chesnais, D. Plihon (eds.), *Las Tempas de las Finanzas Mundiales*, Akal Ediciones, Madrid 2003, s. 11.

77 A. Gemzik-Salwach, K. Opolski, *Finansjalizacja w świetle wyzwań współczesnej gospodarki*, [w:] A. Gemzik-Salwach, K. Opolski (red.), *Finansjalizacja wpływ na gospodarkę i społeczeństwo*, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 21–22.

finansowy działał prawidłowo, należy pracować nad jego wewnętrzną logiką, nad sposobem, w jaki zawierane są transakcje między niezależnymi i wolnymi ludźmi – transakcje, w następstwie których korzyści osiągają wszyscy. Demokratyzacja finansów wymaga poprawy w zakresie charakteru i stopnia partycypacji w systemie finansowym, włączając w to świadomość dotyczącą fundamentalnych informacji na temat sposobu działania systemu finansowego. Opinia publiczna potrzebuje rzetelnych i wiarygodnych informacji, a te mogą być dostarczone przez doradców, przedstawicieli prawnych i nauczycieli, którzy dostrzegają swoją rolę jako upowszechniających ideę oświeconego zarządzania. Kiedy ludzie będą mogli korzystać z takiej pomocy, w mniejszym stopniu będą odczuwać, że gospodarka jest kierowana przez elitę władzy. W chwili obecnej większość ludzi ma niewielki dostęp do informacji lub nie ma do niej dostępu w ogóle. Zamiast tego regularnie konfrontowani są ze sprzedawcami usług finansowych, którzy posiadają niewystarczającą motywację do tego, by mówić swoim klientom rzeczy, jakie oni najbardziej potrzebują wiedzieć. Ten stan rzeczy mógłby ulec zmianie w prawdziwie oświeconym systemie kapitalizmu finansowego<sup>78</sup>.

Demokratyzacja finansów i oświecony system kapitalizmu finansowego to jednak za mało z punktu widzenia definansyzacji. To bowiem w gruncie rzeczy kierowanie się przekonaniem, że mechanizmy zawadzające w krótkim okresie zaczną wreszcie działać w długim. W opinii Geralda Epsteina, o ile w kwestii tego, że nieuregulowane finanse mogą mieć wpływ na finansową niestabilność i kryzysy finansowe panuje wśród przedstawicieli ekonomii głównego nurtu, jak również tych lokujących siebie w nurcie heterodoksyjnym, dość duża zgodność, o tyle jest ona dużo mniejsza, jeśli chodzi o długookresowy wpływ współczesnych finansów na akumulację kapitału i procesy dystrybucji. Większość przedstawicieli głównego nurtu opiera się na wygodnym, ale uproszczonym i często błędnym przekonaniu że krótki okres, w którym wiele różnych rzeczy – jak na przykład rynek pracy (bezrobocie), gospodarka (kryzysy) mogą funkcjonować w sposób nieprawidłowy – można zgrabnie i elegancko oddzielić od długiego okresu, w którym siły związane z elastycznością cenową, preferencjami i chęcią zysku sprawią praktycznie, że na poziomie makroekonomicznym wszystko działać będzie w sposób prawidłowy<sup>79</sup>.

Kilkadziesiąt lat funkcjonowania gospodarek poddanych w różnym stopniu presji finansyzacyjnej może i powinno być w końcu uznane za argument, iż również w długim okresie niektóre działania nie przynoszą pożądanych ekonomicznych i społecznych rezultatów. Tych kilkudziesięciu lat nie można stale utożsamiać z krótkim okresem, w którym podmioty gospodarcze czekają na moment, kiedy wreszcie zaistnieją efektywne rynki, w tym rynki finansowe. Dlatego też potrzebne jest wdrożenie rozwiązań systemowych fundamentalnie przebudowujących strukturę i motywę działania większości instytucji finansowych, włączając w to banki

78 R. Shiller, *Finance and the Good Society*, s. 662–663.

79 G. Epstein, *On the Social Efficiency...*, s. 331.

centralne, banki komercyjne, instytucje giełdowe. Poniżej zaprezentowane są niektóre, najbardziej istotne rozwiązania ukierunkowane na ograniczenie nadmiernej finansyzacji gospodarki.

Kluczowe dla zastopowania procesu finansyzacji w krajach, w których odnotowywana jest gwałtowna i nadmierna ekspansja sektora finansowego – ekspansja ponad rzeczywiste potrzeby rozwijającej się gospodarki realnej oraz odwrócenia procesu w gospodarkach nadmiernie sfinansyzowanych – wydaje się być wprowadzenie ponadnarodowych instytucji i regulacji. Jak przekonuje bowiem Ulf Dahlsten, główny problem polega na tym, że rynki finansowe są w coraz większym stopniu globalne, podczas gdy instytucje zapewniające ich funkcjonowanie są głównie narodowe. Brak jest instytucji o charakterze globalnym, które mogłyby w trosce o wspólny interes ustalać regulacje prawne dotyczące rynków, a następnie nadzorować ich wdrażanie. Brak jest globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji, brak jest globalnego banku centralnego, który mógłby zarządzać nierównowagą globalną, płynnością globalną, emisją globalnej waluty rezerwowej, wprowadzaniem międzynarodowych regulacji prawnych dotyczących sektora finansowego. Istnieje co prawda Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz szeroki globalny networking, lecz nie ma władzy międzynarodowej do podejmowania decyzji. Rynki finansowe są prawdopodobnie tym obszarem, w którym potrzeba stworzenia Międzynarodowego Prawa Rynku (*International Market Law*) jest najbardziej oczywista. Instytucje międzynarodowe, bankowość centralna i organy regulujące rynki – wszyscy oni potrzebują nowych organów władzy i na nowo wymyślonych narzędzi do działania<sup>80</sup>.

Wydaje się również, że nawet najbardziej przemyślane, innowacyjne rozwiązania prawne i instytucjonalne, tworzone na poziomie pojedynczych krajów, nie będą w stanie zapewnić osiągnięcia pożądaných ekonomicznie i społecznie skutków w sytuacji, gdy możliwe będzie realizowanie krajowej polityki swoistego dumpingu regulacyjnego przejawiającego się najdobitniej poprzez funkcjonowanie rajów podatkowych. Zasadniczym krokiem, jaki należy podjąć w celu ograniczenia nadmiernej ekspansji sektora finansowego, jest więc wykluczenie możliwości tworzenia i korzystania przez krajowe instytucje finansowe z podmiotów specjalnego przeznaczenia. Działania tego typu są niezbędne, gdyż trudno oczekiwać międzynarodowego konsensusu w kwestii zakazu rajów podatkowych.

Pośród sposobów wskazywanych przez Hansa-Wernera Sinna jako remedium na kryzysy finansowe, które mogą być implementowane w ramach strategii definsyzacji gospodarki, jest zakaz tworzenia oraz korzystania przez instytucje finansowe ze spółek specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicles*) oraz funduszy hedgingowych (*hedge funds*). Doświadczenia pokazują bowiem, że wiele instytucji finansowych unikało regulacji lub wykorzystywało luki w regulacjach oraz nadzorze poprzez transferowanie ryzyka poza bilanse do podmiotów poza jurysdykcją prawną, często zlokalizowanych w rajach podatkowych. Z uwagi na stopień rozwoju

80 E. von Weizsäcker, A. Wijkman, *Come On! Capitalism...*, s. 153.

rynku finansowego i jego wrażliwość na impulsy destabilizujące za konieczne i niezbędne uznać należy wprowadzenie obowiązku prezentowania w sprawozdaniach finansowych wszystkich aktywów i pasywów, znajdujących się pod kontrolą danej instytucji finansowej. Brak wiedzy na temat rzeczywistego ryzyka generowanego przez instytucje sektora finansowego był jednym z czynników odpowiedzialnych za ostatni kryzys finansowy. Co więcej, istnieją również przesłanki do wnioskowania, że to brak wiedzy na temat skali transferowania ryzyka do podmiotów inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia, brak dostępności do informacji na temat rzeczywistej skali rozwoju bankowości cienia były stymulantami nadmiernego rozwoju sektora finansowego. Podobnie postąpić należy z funduszami hedgingowymi, które podejmują najczęściej ekstremalnie wysokie ryzyko, operują z wykorzystaniem olbrzymich dźwigni finansowych, dysponują relatywnie niewielkimi kapitałami, a jednocześnie nie podlegają praktycznie kontroli ze strony organów nadzorczych. Bardzo często ich działalność nie ma nic wspólnego z rzeczywistym zabezpieczaniem przed ryzykiem, a jest tylko i wyłącznie wyrazem hazardu *par excellance*<sup>81</sup>. W opinii Samira Amina suwerenne państwa powinny mieć prawo do zakazania działalności na swoim terytorium funduszom spekulacyjnym<sup>82</sup>.

Wskazane wyżej krajowe zapisy prawne powinny nie tylko warunkować udzielenie licencji na prowadzenie działalności finansowej, lecz, co więcej, ich złamanie (nawet przez podmioty zależne od danej instytucji finansowej) wiążące powinno się z nałożeniem automatycznych dotkliwych kar finansowych, na odebraniu prawa do prowadzenia działalności kończąc. W długim okresie z punktu widzenia społeczeństwa i stabilności krajowego systemu finansowego trudno odnaleźć jakiegokolwiek istotne korzyści, jakie niesie ze sobą bankowość cienia realizowana przez podmioty specjalnego przeznaczenia. Dla bezpieczeństwa krajowego systemu finansowego niezbędne i pilne jest odcięcie możliwości prowadzenia w wielu przypadkach *stricte* hazardowej działalności finansowej przez krajowe podmioty, które uważa się za instytucje zaufania publicznego. Obecne funkcjonowanie licznych instytucji finansowych stanowi w wielu wypadkach zaprzeczenie tej idei. Społeczeństwo ma prawo wymagać od instytucji zaufania publicznego zachowań ponadprzeciętnie etycznych. Jeśli nadal utrzymywana ma być koncepcja, że niektóre podmioty są na tyle wyjątkowe, iż nie mogą upaść, to powinny to być tylko te podmioty, które w sposób wzorowy realizują strategię społecznej odpowiedzialności biznesu. Niedopuszczalne jest więc, by instytucje finansowe mogły podejmować działania poza jurysdykcją prawną danego kraju, działania stwarzające częstokroć zagrożenie nie tylko dla stabilności tak krajowego, jak i globalnego systemu finansowego, ale również dla bezpieczeństwa narodowego.

Istotną kwestią związaną z wprowadzanymi regulacjami zmierzającymi do ograniczenia znaczenia sektora finansowego w danej gospodarce pozostaje ich

81 H.-W. Sinn, *Casino Capitalism...*, s. 283–284.

82 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, s. 142.

wiarygodność. W tym przypadku kluczowe jest przekonanie łamiących zasady podmiotów rynkowych o determinacji rządów do przywrócenia pożądanej sytuacji (np. wymogów kapitałowych). Bez z góry określonych kar za ich łamanie nawet najlepsze rozwiązania prawne pozbawione będą realnej mocy sprawczej<sup>83</sup>.

Przekonanie zarządzających instytucjami finansowymi, że w przypadku trudności finansowych, mimo łamania przez nich reguł i zasad, rządy lub banki centralne będą i tak w sposób automatyczny dostarczały im kapitał chroniący przed bankructwem, nie skłoni ich do zaprzestania działalności nadmiernie ryzykownej czy wręcz hazardowej. Dlatego też krańcowo ważne zdaje się być uzależnienie ewentualnej pomocy państwa niesionej niektórym instytucjom sektora finansowego od częściowej lub całkowitej wymiany kadry zarządzającej, której działania doprowadziły do konieczności korzystania z pomocy publicznej. Co więcej, uzasadnione wydaje się również wprowadzenie regulacji prawnych zmierzających do czasowego uniemożliwienia wypłaty w takich sytuacjach premii, realizacji opcji na akcje, a także wypłat dywidendy. Wydaje się to logiczne, biorąc pod uwagę, jak mocno podkreślana jest przez zwolenników teorii agencji potrzeba wiązania celów menedżerów i właścicieli. Ponadto ograniczenie szkodliwej dla gospodarki i społeczeństwa działalności wybranych instytucji sektora finansowego mogłoby być częściowo spełnione za sprawą regulacji prawnych zakładających automatyczną częściową lub pełną nacjonalizację podmiotów zmuszonych do korzystania z programów naprawczych, a następnie umorzenie części akcji oraz podział podmiotów i sprzedaż pozostałym podmiotom rynkowym. Byłaby to kluczowa i istotna modyfikacja w ramach teorii zarządzania wartością akcjonariuszy. Oczywiście należy w tym miejscu mieć pełną świadomość występowania wskazywanego przez Martina Hellwiga paradoksu regulacyjnego<sup>84</sup>.

W ramach dążenia do ograniczenia znaczenia sektora finansowego w relacji do sektora realnego konieczne wydaje się również przywrócenie regulacji prawnych rozdzielających działalność depozytową od działalności inwestycyjnej oraz ubezpieczeniowej. To bowiem odseparowanie banków komercyjnych od banków inwestycyjnych wskazywane jest w literaturze jako czynnik zapewniający stabilność finansową przez okres ponad 40 lat, poczynając od roku 1933<sup>85</sup>. Rozdzielenie to z natury wiązać się powinno z podzieleniem największych instytucji finansowych na mniejsze podmioty o wąskim profilu działalności. Z jednej strony może to być pośrednim sposobem na zmierzenie się z problemem instytucji zbyt dużych i na tyle znaczących systemowo, że wbudowane mają one w chwili obecnej w istotę swojego funkcjonowania domniemane założenie dotyczące niemalże pewnej pomocy publicznej. Z drugiej strony, powstanie mniejszych podmiotów o węższej specjalności może pozwolić na systemowe i bardziej precyzyjne identyfikowanie ryzyka oraz zarządzanie nim przez instytucje nadzorcze. Ponadto w literaturze

83 H.-W. Sinn, *Casino Capitalism...*, s. 276–277.

84 *Ibidem*, s. 277.

85 E. von Weizsäcker, A. Wijkman, *Come On! Capitalism...*, s. 153.



wskazuje się, na zasadność tworzenia instytucji finansowych oraz udzielania licencji na prowadzenie działalności podmiotom, które ukierunkowane są na kredytowanie start-upów, przedsiębiorstw rodzinnych oraz tych działających lokalnie czy też regionalnie. Podmioty takie mogą być mniej rentowne, a działania ekonomiczne przez nie podejmowane mniej zyskowe, lecz są one częstokroć bardzo ważne z punktu widzenia społeczeństwa i lokalnej społeczności. Przywilej związany z udzielaniem przez organy państwa licencji na prowadzenie działalności bankowej, finansowej i ubezpieczeniowej powinien być zatem wykorzystywany w sposób ostrożny i selektywny<sup>86</sup>.

W następstwie tego wydaje się możliwe przekształcenie struktury sektora finansowego tak, by w większym stopniu instytucje w nim zlokalizowane podporządkowane były również pozafinansowym oczekiwaniom podmiotów gospodarczych, gospodarstw domowych i społeczeństwa. Kształtowanie społecznie pożądanej struktury sektora finansowego można uznać za swoisty przykład społecznego inwestowania ukierunkowanego (*impact investing*), koncepcji wywodzącej się z nurtu społecznej odpowiedzialności biznesu. Przy czym inwestowanie to odbywa się na poziomie gospodarki jako całości poprzez tworzenie instytucji finansowych zorientowanych na zaspokajanie ważkich i ważnych potrzeb środowiskowych, społecznych nie zaś tylko i wyłącznie finansowych oraz ekonomicznych. W opinii Samira Amina istnieją zatem mocne argumenty uzasadniające konieczność przywrócenia specjalizacji w sektorze bankowym i wyodrębnienia podmiotów zorientowanych na określone potrzeby potencjalnych odbiorców kredytów, a także z uwagi na gospodarcze ich znaczenie<sup>87</sup>.

Konieczność przeprowadzenia fundamentalnych zmian w sektorze bankowym podkreślana jest również przez jego przedstawicieli. I tak w opinii Neela Kashkariego – prezydenta i dyrektora generalnego banku Systemu Rezerwy Federalnej w Minneapolis – należy brać pod uwagę szeroki zakres rozwiązań, włączając w to: rozbicie dużych banków na mniejsze, mniej powiązane i mniej ważne jednostki, przekształcenie dużych banków w instytucje publiczne poprzez wymuszone podniesienie wymogów kapitałowych do poziomu, w którym ich upadek przestaje być praktycznie możliwy, opodatkowanie długu występującego w całym systemie finansowym w stopniu, który przyczyni się do redukcji ryzyka systematycznego wszędzie tam, gdzie ono występuje<sup>88</sup>.

Fundamentalnym z punktu widzenia definansyzacji gospodarki jest przywrócenie jasnej i jednoznacznej granicy między instytucjami rynkowymi a instytucjami nadzorczymi i regulacyjnymi. Niezbędne okazać się może wprowadzenie państwowych instytucji ratingowych. Te obecnie funkcjonujące nie spełniają swojej kluczowej funkcji, jaką jest szacowanie ryzyka. Model biznesowy współczesnych,

86 *Ibidem*.

87 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, s. 141.

88 N. Kashkari, *Lessons from the Crisis: Ending Too Big to Fail*, Remarks at the Brookings Institution, Washington, D.C., February 16, 2016, s. 1–7.

prywatnych agencji ratingowych jest nieakceptowalny, biorąc pod uwagę oczekiwania gospodarki jako całości. Hans-Werner Sinn przekonuje, że konieczne jest podjęcie działań w czterech obszarach. Po pierwsze, funkcjonujące obecnie agencje ratingowe nie mogą być zaangażowane w proces strukturyzowania produktów finansowych, które następnie one oceniają z punktu widzenia ryzyka. Konieczne jest rozdzielenie obu obszarów biznesowych i wyodrębnienie prawnie i instytucjonalnie niezależnych podmiotów. Po drugie, z uwagi na publiczny charakter dóbr, jakimi są ratingi, agencje ratingowe powinny być opłacane przez nabywców papierów wartościowych lub rządu. Po trzecie, instytucje ratingowe powinny być w pełni transparentne, jeśli chodzi o kryteria, jakimi kierują się przy ustalaniu ratingów, oraz podlegać w tym zakresie międzynarodowej kontroli. Po czwarte, celem stworzenia przeciwwagi dla dominującej, monopolistycznej pozycji obecnie działających agencji ratingowych, zasadne jest stworzenie kolejnych tego typu podmiotów przez inne kraje oraz w ramach innych rynków finansowych<sup>89</sup>. Nowe instytucje ratingowe muszą ponosić odpowiedzialność za wydawane opinie i oceny ryzyka, najlepiej gdyby była to odpowiedzialność przed suwerenną władzą i społeczeństwem, nie zaś praktycznie jedynie i wyłącznie przed akcjonariuszami. Raz jeszcze konieczne jest zatem podkreślenie, że to instytucja państwa powinna przejąć pełniejszą i skuteczniejszą rolę tworzenia otoczenia instytucjonalno-prawnego dla rynku finansowego oraz efektywnego egzekwowania ustalonych reguł.

Kolejnym sposobem na ograniczenie nieuzasadnionej ekspansji sektora finansowego może stać się odejście od niepełnej odpowiedzialności i braku roszczeń regresowych związanych z emisją i obrotem papierami pochodnymi, takimi jak zabezpieczone dłużne instrumenty finansowe (CDOs) i papiery wartościowe bazujące na wierzytelnościach kredytowych zabezpieczonych hipotecznie (MBS). Niemalże całkowity zanik rynku MBS i CDO w okresie kryzysu finansowego oraz przejście instytucji związanych z finansowaniem (ubezpieczeniem) kredytów hipotecznych stanowią dowód potwierdzający konieczność podjęcia drastycznych kroków regulacyjnych na tym rynku w celu stworzenia transparentności, wiarygodności i odpowiedzialności, które są warunkiem wstępnym przywrócenia zaufania do tych produktów finansowych. Całkowicie zabronione powinno zostać tworzenie papierów wartościowych związanych z sekurytyzacją na poziomach wyższych od zwykłego CDO, a więc syntetycznych (drugiego i kolejnych stopni). Jest to uzasadnione tym, że nawet w przypadku zwykłych CDO nabywca może mieć już trudności z oszacowaniem prawdopodobieństwa płatności w ramach różnych transz, a także jednoznacznym stwierdzeniem, wobec kogo dokonuje on nabycia roszczeń. Jak dowodzone jest w literaturze, kolejne piętra syntetycznych CDO – przekraczające sześć, a nawet czterdzieści poziomów – są po prostu absurdalne i nie pełnią żadnej ekonomicznej funkcji. Tam gdzie brak jest regulacji zapewniających roszczenie regresowe związane z finansowaniem dłużnym, tego typu przepisy prawne powinny zostać uchwalone. To bowiem brak tego typu regulacji sprawia,

89 H.-W. Sinn, *Casino Capitalism...*, s. 289–290.

że właściciele nieruchomości w niektórych krajach (oraz inni dłużnicy) nie ponoszą pełnej odpowiedzialności. W tym kontekście upadłość konsumencka jest wystarczającym zabezpieczeniem dla właścicieli domów przed wierzytelnościami, które mogłyby obniżyć ich standard życia poniżej pewnego poziomu. Ponadto należy dążyć do rozwiązań zmuszających każdą instytucję dokonującą sekurytyzacji do utrzymywania we własnych bilansach określonej frakcji, tworzonych w ten sposób papierów wartościowych. Wymóg ten powinien dotyczyć każdej transzy nowo tworzonych papierów. W ten sposób możliwe jest wywarcie wpływu na instytucje finansowe, by te nie tylko w sposób bardziej ostrożny angażowały się w działania kredytowe na rynku nieruchomości, ale również były bardziej odpowiedzialne przy wyborze płatności związanych z hipoteką, które stanowią podstawę konstruowania CDOs. Innym przykładem pożądanym rozwiązań w omawianym obszarze jest tworzenie impulsów dla inwestorów do unikania inwestowania w papiery sekurytyzowane bez prawa regresu. Mogłoby to nastąpić poprzez ustanowienie i rozwój międzynarodowego rynku zabezpieczonych obligacji hipotecznych (*covered mortgage bonds*). Tego typu instrumenty finansowe byłyby nie tylko zabezpieczone w oparciu o aktywa bazowe, ale w pierwszej kolejności wiązałyby się z roszczeniami wobec instytucji finansowej, która je emituje. Tego typu potrójne zabezpieczenie papierów wartościowych (instytucja emitująca papiery wartościowe, hipoteka oraz właściciel) najprawdopodobniej sprawiałoby, że papiery te charakteryzowałyby się najwyższym poziomem wiarygodności spośród prywatnie emitowanych aktywów<sup>90</sup>. Poprzez wskazane wyżej rozwiązania w obszarze sekurytyzacji w sposób istotny obniżone mogłoby zostać ryzyko systemowe związane z funkcjonowaniem instytucji finansowych oraz jego silniejsze powiązanie z oczekiwaniami społecznymi, a nie tylko wewnętrzną napędzaną przez finansyzację logiką samego sektora finansowego.

W ramach podejmowania działań ukierunkowanych na ograniczenie nadmiernej ekspansji sektora finansowego w gospodarce zasadne wydaje się również rozwiązanie kwestii w wielu wypadkach asymetrycznego podejścia do kwestii ryzyka pomiędzy stronami w transakcjach finansowych. Podział ryzyka związanego z zawieraniem transakcjami finansowymi powinien być normą, nie zaś wyjątkiem. Umowy finansowe oparte na podziale ryzyka między obiema stronami kontraktu są ważne nie tylko z punktu widzenia kredytów hipotecznych, kredytów na zakup samochodów i innych dóbr konsumpcyjnych, ale również w przypadku finansowania przedsiębiorstw i finansów państwa, bowiem ich upadłość może również prowadzić do dotkliwych w skutkach kryzysów ekonomicznych<sup>91</sup>. Zmianie uleg powinny przepisy odnoszące się do zasad funkcjonowania funduszy emerytalnych, w których całkowite ryzyko spoczywa po stronie osób odprowadzających składki, nie zaś na kapitale (gdzie we wszystkich innych przypadkach ryzyko to podawane jest jako argument za osiąganymi stopami zwrotu). Konieczne jest odejście

90 *Ibidem*, s. 290–291.

91 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis...*, s. 45.

od systemu emerytalnego rynkowego na rzecz powszechnego systemu, opartego na świadczeniach dostarczanych przez państwo, przy jednoczesnej możliwości indywidualnego, komplementarnego systemu prywatnego<sup>92</sup>.

Proponowane przez Samira Amina działania, zmierzające do zmniejszenia stopnia ufinansowania gospodarki mogą być według niego zrekapitulowane za pomocą zwrotu „świat bez Wall Street”. I ten stan jest według niego możliwy i pożądany. Gospodarka nadal w dużym stopniu pozostawałaby pod kontrolą rynku, lecz rynki te byłyby po raz pierwszy prawdziwie transparentne, poddane regulacjom tworzonym w procesie demokratycznym poprzez negocjacje w obrębie rzeczywistych partnerów społecznych. Partnerzy ci po raz pierwszy przestaliby być oponentami, przeciwnikami, tak jak ma to miejsce w obecnym systemie kapitalistycznym<sup>93</sup>. Polityka publiczna nie powinna być determinowana założeniem, że jeszcze więcej innowacji finansowych, pełne urzeczywistnienie rynku oraz coraz więcej płynności są z definicji czymś dobrym. Zmniejszenie i ograniczenie finansów może być lepszym rozwiązaniem, a rozwiązania zakładające opodatkowanie transakcji finansowych mogą uczynić gospodarkę bardziej efektywnymi. Polityka ta powinna również odzwierciedlać rzeczywistość związaną z faktem, że alokacja kapitału przez państwo może być jeszcze bardziej wadliwa, a nawet niedoskonałe rynki finansowe odgrywają ważną rolę. Reformy w obszarze finansów muszą być zatem skoncentrowane na określonych obszarach, w których nadmiernie rozwinięty sektor finansowy może wywoływać najbardziej szkodliwy w skutkach wpływ<sup>94</sup>. Pogląd zakładający, że międzynarodowa integracja finansowa jest zawsze i pod każdym względem korzystna jest zwyczajnym urojeniem i iluzją<sup>95</sup>. Rynki mniej rozwinięte mogą być czasami rynkami lepiej pełniącymi swoje funkcje. Regulacje ograniczające zakres dostępnych na rynku kontraktów finansowych mogą okazać się w pewnych warunkach uzasadnione. Mniej handlu i mniej płynności rynkowej to na niektórych rynkach dobre rozwiązanie. Fragmentaryzacja globalnych rynków kapitałowych może być celem pożądany oraz wskazanym<sup>96</sup>.

Ograniczenie presji rynków, w tym rynków finansowych, na działania podmiotów gospodarczych w realnej sferze gospodarki implikuje w sposób oczywisty pytanie o zakres redukcji ekonomicznej roli rynków w gospodarce. Nie wydaje się, że można to uczynić w sposób łatwy i szybki. Adair Turner argumentuje bowiem, iż pewna część handlu instrumentami finansowymi jest źródłem istotnych korzyści, choć nie przejawiają się one w sposób bezpośredni. Płynne rynki ułatwiają inwestycje kapitałowe i zapewniają świadomą alokację kapitału. Płynne rynki z kolei wymagają istnienia market – markerów gotowych kupować, gdy inwestorzy chcą sprzedawać i sprzedawać, gdy istnieje popyt na określone aktywa finansowe. Jest to w sposób nierozdzielny związane z przyjmowaniem określonej pozycji

92 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, s. 142.

93 *Ibidem*.

94 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 17.

95 *Ibidem*, s. 159.

96 *Ibidem*, s. 170.

w kontraktach, a przyjmowanie to jest formą zakładu. System finansowy pełniący jedynie społecznie użyteczne funkcje nadal byłby tym, w którym wiele firm i podmiotów czerpie olbrzymie zyski z działalności handlowej, w oparciu o wartość pozostającą dla wielu osób zagadnieniem tajemniczym i niezrozumiałym<sup>97</sup>.

Zasadniczo jednak wydaje się, że najważniejszą kwestią, jaką należy rozstrzygnąć i uregulować z punktu widzenia ograniczenia nadmiernej roli sektora finansowego, jest odejście od imperatywu krótkiego okresu, któremu podporządkowane jest funkcjonowanie podmiotów gospodarczych. Narzędziem umożliwiającym to może być opodatkowanie transakcji finansowych. Podatek ten powinien determinować preferencje podmiotów gospodarczych w zakresie wyboru horyzontu czasowego realizacji zysku. Zróźnicowanie stawek tego podatku, uzależnionych od czasu, w którym transakcje finansowe generują zysk (poczynając od ultrakrótkiego, krótkiego, średniego, na długim mierzonym w latach kończąc), powinno wyrażać potrzebę długoterminowego wiązania inwestorów z instrumentami finansowymi, a także odzwierciedlać potrzeby kapitałowe realnego sektora gospodarki. Degresywna w wymiarze czasowym skala podatkowa dla transakcji finansowych mogłaby istotnie zmodyfikować koncepcję zarządzania wartością dla akcjonariuszy, jeśli akcjonariusze ci mogliby uzyskiwać istotnie wyższe korzyści długookresowe oparte na wynikach fundamentalnych w relacji do korzyści krótkookresowych, przejściowych, będących wynikiem działań częstokroć posiadających znamiona spekulacyjnych. Nie wydaje się również, by działania zmierzające do definansyzacji mogłyby zakończyć się powodzeniem bez zakwestionowania samej koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy.

Kluczowym z punktu widzenia przywrócenia właściwej – ugruntowanej historią gospodarczą świata – roli sektora finansowego jest rozwiązanie kwestii dalszego generowania długu. Długu związanego z emisją i kreacją pieniądza fiducjarnego. To zagadnienie omawiane jest na zakończenie niniejszego podrozdziału właśnie przez wzgląd na jego wagę. Zaprezentowane wcześniej propozycje rozwiązań mają zdaniem autora istotne znaczenie, aczkolwiek drugorzędne. Siła ich oddziaływania na system finansowy, by ten ponownie zaczął pełnić służebną funkcję względem gospodarki i społeczeństwa, będzie ograniczona do momentu, gdy nie zostanie rozwiązany problem kreowania długu, w tym głównie długu powstającego wraz z każdą jednostką nowego pieniądza. Dopiero połączenie wcześniejszych rozwiązań z nowym paradygmatem w dziedzinie tworzenia pieniądza może wywołać pożądany z punktu widzenia gospodarki jako całości efekt synergii, a w rezultacie ograniczenie nadmiernej roli sektora finansowego.

Jest to fundamentalnie ważne, bowiem cały świat jest uzależniony od długu. Zadłużenie gospodarstw domowych, rządów i przedsiębiorstw wzrosło od poziomu odpowiadającego 246% światowego PKB w roku 2000, do 327% w roku 2017. Oznacza to, że w skali gospodarki globalnej na każdy 1 dolar wytworzonego

97 *Ibidem*, s. 43.

produktu wykreowanych zostało niemalże 10 dolarów dodatkowego długu<sup>98</sup>. W opinii Adaira Turnera zanieczyszczanie systemu gospodarczego nadmiernym długiem, podobnie jak zanieczyszczanie środowiska, musi być ograniczone poprzez politykę państwa<sup>99</sup>. Dług jest tani, ponieważ rząd w sposób masowy subsydiuje jego używanie. Cały system finansowy opiera się na gwarancjach rządowych dla długu instytucji pośredniczących, czy to *implicite*, czy też *explicite*. To dlatego finansowanie dłużne może być tanie dla indywidualnych podmiotów gospodarczych, gdyż koszty z nim związane są ponoszone przez podatników, a negatywne efekty zewnętrzne związane z nadmiernym kreowaniem długu przenoszone są na całą gospodarkę<sup>100</sup>.

Wydaje się, że w chwili obecnej zdolność prywatnych instytucji finansowych, czy to do kreowania pieniądza *sensu stricte*, czy też *quasi*-pieniądza w rozumieniu aktywów finansowych relatywnie łatwo zamienialnych na pieniądź, stanowi ten rodzaj katalizatora, który w sposób nieuchronny inicjuje reakcję przechodzenia gospodarek z finansowania zabezpieczonego do finansowania typu Ponzi. Jak przekonują zwolennicy hipotezy niestabilności finansowej, proces ten jest trudny do zahamowania, a może nawet niemożliwy, bowiem nawet bank centralny zdaje się nie zawsze posiadać wystarczająco efektywnych narzędzi do zatrzymania ekspansji monetarnej banków komercyjnych<sup>101</sup>.

Nawet gdyby bank centralny takowe instrumenty posiadał – czemu zdają się przeczyć dowody empiryczne dotyczące baniek spekulacyjnych w różnych klasach aktywów – to i wówczas mogą okazać się one niewystarczające i nieefektywne. Dzisiaj bowiem największe instytucje finansowe w gospodarkach najbardziej sfinansyzowanych stały się same dla siebie podmiotami o cechach *quasi*-banków centralnych. Praktycznie bez większych ograniczeń tworzą one kolejne piętra papierów pochodnych, dla których pierwotny dług i płatności związane z jego obsługą są podstawą do kreowania kolejnych papierów pochodnych. W tym sensie system finansowy wykształcił swoisty obieg równoległy – *bypass*, zapewniający dość znaczny poziom autonomii w zakresie generowania aktywów finansowych czy to będących substytutami pieniądza, czy też formami relatywnie łatwo na pieniądź zamienialnymi na rynkach finansowych. Zmniejsza to uzależnienie prywatnych instytucji finansowych od polityki realizowanej przez banki centralne, zmniejsza tym samym efektywność nadzoru systemu bankowego w fazach jego ekspansji. Kiedy skala nieprawidłowości narosłych w systemie finansowym w fazie finansowania spekulacyjnego staje się trudna do ukrycia lub zaakceptowania bądź też podmioty rynkowe uznają, że ryzyko kontynuowania działalności jest

98 S. Storm, *Financialization and Economic Development...*, s. 309.

99 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 4.

100 A. Miam, A. Sufi, *House of Debt...*, s. 182.

101 Charles Goodhart wskazuje, że praktycznie każdy ekonomista zajmujący się polityką pieniężną wierzy, że bank centralny może kontrolować bazę monetarną w rozumieniu zasobów pieniądza i rezerw. Niemalże wszyscy, którzy pracują w bankowości centralnej wiedzą, że ten pogląd jest całkowicie błędny.



zbyt wysokie, te same instytucje finansowe gotowe są poddać się przejściowo większemu nadzorowi tylko po to, by dokapitalizowane przez państwo, z bilansami oczyszczonymi z toksycznych aktywów kosztem całego społeczeństwa, mogły raz jeszcze powtórzyć cały cykl po raz kolejny. Z tą tylko różnicą, że poprzez uprzywilejowany dostęp do nowo kreowanego pieniądza, będący jawnym przejawem braku neutralności pieniądza, staną się jeszcze silniejsze i zdolne do bardziej skutecznego dominowania względem pozostałych podmiotów rynkowych, narzucając im finansową logikę funkcjonowania, częstokroć ze szkodą dla gospodarki i społeczeństwa jako całości.

Dlatego właśnie kwestią o fundamentalnym znaczeniu staje się paradygmat związany z kreowaniem pieniądza w gospodarce. Prowadzi to do pytania o to, które podmioty powinny z tego przywileju korzystać i jaki powinien być zakres tych uprawnień. W chwili obecnej banki komercyjne tworzą pieniądz fiducjarny *out of thin air*, co gorsze jednak, wydaje się, że tworzą go w tempie trudnym do uzasadnienia potrzebami realnej gospodarki. W tym kontekście być może uzasadnione wydaje się formułowanie pytań dotyczących konieczności ustanowienia społecznej (demokratycznej) kontroli nad podażą pieniądza i generowaniem długu w gospodarce.

Problematyka związana z zagadnieniem ograniczenia sektora finansowego jest bez wątpienia zagadnieniem wielowymiarowym również z uwagi na interakcje między kluczowymi elementami. Zdają się to potwierdzać słowa Adaira Turnera. W jego opinii należy zdać sobie sprawę, że wolny rynek zarówno nie zapewnia optymalnego ze społecznego punktu widzenia poziomu prywatnego kredytu, jak i jego efektywnej alokacji. Nie należy jednak ingerować w procesy generowania, a następnie kierowania akcji kredytowej do określonych podmiotów czy też na określone działalności biznesowe. Trzeba natomiast ograniczać ogólną wielkość kredytu i przeciwstawić się potencjalnej skłonności uwarunkowanej działaniem mechanizmu rynkowego do spekulacyjnego finansowania zakupu istniejących aktywów<sup>102</sup>. Wszystkie rynki finansowe są do pewnego stopnia niedoskonałe i pozostają pod wpływem gwałtownych wzrostów entuzjazmu, po których następuje zwątpienie. Powoduje to znaczące odchylenie cen od poziomów racjonalnej równowagi, czego rezultatem jest nieefektywna alokacja zasobów kapitału. W rzeczywistości więc, większa działalność finansowa nie jest zawsze korzystna, co powinno sprawić, że należy kierować się ostrożnością i nieufnością, jeśli chodzi o wolnorynkowe podejście do regulacji finansowych. Nieskrępowane, wolne rynki finansowe mogą generować więcej aktywności związanej z handlem aktywami niż jest to społecznie użyteczne; dlatego też opodatkowanie transakcji finansowych jest z natury rzeczy ze wszech miar uzasadnione. Ponadto instytucje finansowe korzystają z większych możliwości niż inne sektory gospodarki w odniesieniu do zarabiania pieniędzy bez tworzenia wartości w sensie realnym, a to za sprawą uzyskiwania ekonomicznej renty. Z tego względu interwencje poprzez politykę gospodarczą celem ochrony

102 A. Turner, *Between Debt and the Devil...*, s. 208.

inwestorów przed tego typu wykorzystywaniem i wyczyszczeniem są uzasadnione, a często wręcz niezbędne. Co więcej, rynki finansowe samodzielnie nie są zdolne zapewnić wystarczającego wsparcia dla podejmowanej działalności inwestycyjnej i innowacyjnej, która napędza rozwój gospodarczy; rządy odgrywają często w tym przypadku ważną rolę<sup>103</sup>.

Adair Turner przywołuje argument, że inżynierowie odpowiedzialni za projektowanie systemów takich jak np. elektrownie atomowe, w sposób zamierzony i celowy tworzą zapory bezpieczeństwa między poszczególnymi elementami, nawet jeśli odbywa się to kosztem obniżenia maksymalnej potencjalnej efektywności. Światowy system finansowy zbudowany został jego zdaniem na pełnym pychu i arogancji przekonaniu, że wyszukane techniki zarządzania ryzykiem mogą uczynić skomplikowany na masową skalę i globalnie powiązany system stabilnym. Istnieją mocne argumenty na rzecz ustanowienia i wydzielenia rozgraniczeń w systemie finansowym w celu wzmocnienia jego odporności, nawet jeśli ceną za to zapłaconą będzie utrata możliwych do osiągnięcia, wskazywanych na gruncie teoretycznym korzyści związanych z efektywnością samego systemu<sup>104</sup>.

Międzynarodowe elity finansowe są dosyć skuteczne, jeśli chodzi o odpieranie inicjatyw zmierzających do def finansyzacji. Co więcej, są w stanie wprowadzać do agendy nowe inicjatywy w zakresie finansyzacji i jej pogłębiania<sup>105</sup>. Bez względu na starania lobby z sektora finansowego nie można zaprzeczyć, że waga fundamentalnych reform, zmierzających do silniejszego oraz bardziej kompleksowego systemu regulacyjnego, który mógłby przeciwdziałać kolejnym kryzysom, jest olbrzymia. Korzyściami są oszczędzenie gospodarkom i społeczeństwom niszczących konsekwencji, jakie mogłaby przynieść kolejna zapaść finansowa i kryzys ekonomiczny, w wymiarze strat pieniężnych i społecznych, które mogą stać się trwałym elementem przyszłych kryzysów<sup>106</sup>.

## 5.6. Finansyzacja gospodarki w kontekście kierunków ewolucji kapitalizmu

Robert Reich podkreśla fakt, że rynki tworzone są przez ludzi podobnie jak ma to miejsce w odniesieniu do rządów, przepisów prawa i przedsiębiorstw będących wytworami człowieka. Jak w przytoczonych przykładach podobnie i tutaj istnieje wiele sposobów zorganizowania oraz ukształtowania rynków. Sposób, w jaki zostanie to dokonane, i zasady, jakie zostaną przyjęte, determinują zachowania ludzi, a także

103 *Ibidem*, s. 5.

104 *Ibidem*, s. 206.

105 H.-J. Bieling, *European Financial Capitalism and the Politics...*, s. 295–296.

106 H. Askari, A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis...*, s. 45.

są bodźcami do podejmowania określonych działań. W idealnym przypadku motywują one ludzi do pracy i współdziałania, do bycia produktywnymi, wydajnymi, twórczymi i kreatywnymi, pozwalają osiągać to, czego oczekują oni w życiu. Zasady odzwierciedlają również wartości moralne oraz sądy na temat tego, co jest dobre, sprawiedliwe, godne i uczciwe. Zasady nie są statyczne i niezmiennie; zmieniają się wraz z upływem czasu, a większość oczekuje, że zmiany te doprowadzą do tego, że zasady i reguły będą lepsze i bardziej sprawiedliwe. Nie zawsze jednak tak się dzieje. Zasady i reguły mogą być również zmieniane, gdy władzę uzyskują określone osoby, którzy dokonują zmian w oczekiwaniu własnych korzyści. Taka sytuacja ma miejsce w ostatnich dekadach w Stanach Zjednoczonych i wielu innych krajach<sup>107</sup>.

Prawa własności, ograniczanie praktyk monopolistycznych, umowy i kontrakty, upadłość lub inne sposoby radzenia sobie z niewypłacalnością oraz egzekwowanie reguł i zasad stanowią niezbędne elementy, leżące u podstaw każdego rynku. Kapitalizm i przedsiębiorczość wymagają istnienia takich zasad. Ale każda z tych zasad może zostać nagięta i służyć w większym stopniu uzyskiwaniu korzyści przez grupę nielicznych niż większość. Poszczególne zasady zależą od szerokiej gamy decyzji podejmowanych przez prawników, przedstawicieli różnego rodzaju instytucji oraz sędziów. Każdy z tych podmiotów może wprowadzać zmiany w obrębie zasad w odpowiedzi na zmianę okoliczności, postęp technologiczny, ujawnianie się nowych problemów i kwestii, wobec których wcześniejsze rozwiązania stają się przestarzałe i nieadekwatne. Ten mechanizm działania nie ma nic wspólnego z wielkością sektora państwowego i skalą jego ingerencji. Nie ma też wpływu na nakładane przez państwo podatki czy też wielkość realizowanych wydatków rządowych. Rynek zwyczajnie nie może obyć się i funkcjonować bez tych decyzji. Władza ustawodawcza, instytucje i sądy muszą podejmować tego typu decyzje niezależnie od realnej wielkości sektora państwowego. Abstrakcyjne pojęcie dobra publicznego nie jest w tym wypadku pomocne w wyjaśnianiu przesłanek podejmowania tych decyzji, bowiem często brak jest zgodności, co ono w rzeczywistości oznacza. Również termin „zwiększona efektywność” tylko w niewielkim stopniu dostarcza wskazówek, gdyż istnieją trudności w pomiarze korzyści i kosztów wielu proponowanych rozwiązań. Co więcej, nawet jeśli tego typu decyzje poprawiają sytuację niektórych ludzi bez pogarszania sytuacji pozostałych, podejmowane w ich następstwie działania mogą zwiększyć występujące nierówności, gdy w punkcie wyjścia beneficjenci zmian znajdują się w lepszej pozycji od pozostałych. W warunkach idealnych decyzje te odzwierciedlają najlepszy osąd i przekonanie osób, które posiadają demokratyczny mandat do ich podejmowania, kierując się dobrem i oczekiwaniami większości społeczeństwa. Jednakże w ostatnich dekadach rzeczywiste decyzje podejmowane są za zamkniętymi drzwiami, w procesie negocjacji, na który niewspółmiernie duży wpływ wywierają olbrzymie korporacje, największe banki i bogate jednostki<sup>108</sup>.

107 R. Reich, *Saving Capitalism...*, s. 181–182.

108 *Ibidem*, s. 182–183.

W coraz większym stopniu duże korporacje i bogate jednostki wpływają na instytucje polityczne, których decyzje determinują sposób zorganizowania rynku, sposób zapewniający, że to właśnie te podmioty w następstwie prowadzonych zmian korzystają w największym stopniu. Zwiększa to ich bogactwo, a tym samym umacnia ich pozycję i zdolność do wywierania jeszcze większego wpływu na tego typu decyzje w przyszłości<sup>109</sup>.

Rosnące nierówności majątkowe i dochodowe nie są więc wyłącznie spowodowane przez globalizację i zmiany technologiczne, które nagradzają bardzo dobrze wykształconych, posiadających rozległe relacje, a jednocześnie karzą jednostki nieposiadające tych przymiotów. Nie są również wynikiem skutecznego lobbingu prowadzonego przez korporacje i najbogatsze elity w celu obniżenia podatków, zwiększania luk prawnych i bardziej szczodrych subsydiów rządowych. Podatki rządowe i subsydia stanowią tylko niewielką część ogólnego zjawiska nierówności. Rosnące nierówności są nierozłączną cechą i elementem konstytuującym wolny rynek jako taki. Nawet bez globalizacji i postępu technologicznego, przy braku zwolnień podatkowych i subsydiów, część dochodu narodowego trafiająca do korporacji oraz menedżerów i inwestorów, których dochody w znacznym stopniu zależą od zysków korporacji, nadal zwiększałaby się w stosunku do części otrzymywanej przez pracowników. Tego typu błędne koło samo w sobie doprowadziłoby do powstania i powiększenia nierówności<sup>110</sup>.

Proces ten nie jest jednak ani nieunikniony, ani też nieodwracalny. Równie prawdopodobne jest wystąpienie sytuacji, w której dobrobyt dzielony w sposób bardziej powszechny generuje sprzyjające inkluzji społecznej instytucje, które z kolei kształtują rynek w sposób umożliwiający szerszą partycypację w korzyściach wynikających ze wzrostu i poszerzonych możliwości. Taka sytuacja miała już miejsce w niektórych społeczeństwach w okresie blisko trzech dekad następujących po drugiej wojnie światowej. Idea wolnego rynku rozdzielająca i odseparowująca rynek od państwa wykorzystywana była jako użyteczne narzędzie przez tych, którzy nie chcą, by mechanizm rynkowy został w pełni odsłonięty i zdemaskowany. Podmioty te wywierają największy wpływ i dążą do tego, by taki stan rzeczy utrzymywał się nadal. Użyteczność mitologii kryje się właśnie w sile, którą ona w sobie zawiera. Pierwszym krokiem w procesie odwracania zakłętego kręgu jest dostrzeżenie, czym w istocie jest mechanizm rynkowy<sup>111</sup>.

Joseph Stiglitz w słowie wstępnym do książki *Wielka transformacja* wyraził następujący pogląd:

Polanyi napisał *Wielką transformację*, zanim jeszcze współczesna ekonomia ukazała ograniczenia samoregulujących się rynków. Nie ma dziś liczącego się wsparcia intelektualnego dla twierdzenia, że rynki pozostawione samym sobie działają

109 *Ibidem*, s. 184.

110 *Ibidem*, s. 184–185.

111 *Ibidem*, s. 187.

sprawnie, nie mówiąc już o sprawiedliwości efektów ich działania. Ilekroć brakuje jakiś informacji albo gdy rynki są niekompletne – a więc w gruncie rzeczy zawsze – dochodzi do interwencji, która zasadniczo mogłaby poprawić wydajność alokacji zasobów. Ogólnie biorąc, przesunęliśmy się w ostatnich latach w kierunku bardziej wyważonego stanowiska: dostrzegamy zarówno siłę, jak i ograniczenia rynków oraz rozumiemy konieczność odgrywania przez państwa większej roli w gospodarce – choć granice tej roli pozostają przedmiotem dyskusji. Istnieje na przykład ogólna zgoda co do znaczenia rządowych regulacji rynków finansowych, ale nie ma zgody co do najlepszego sposobu, w jaki regulacje te powinny być realizowane<sup>112</sup>.

Noblista przekonuje również, że:

[...] obecnie już tylko najbardziej uparci i twardogłowi są gotowi walczyć o którąś z dwóch skrajności: o samoregulującą się gospodarkę, z jednej strony, albo o gospodarkę zarządzaną przez państwo, z drugiej. Wszyscy zdają sobie sprawę z siły rynku i wszyscy przyjmują do wiadomości jej ograniczenia. Ale nie zmienia to faktu, że poglądy ekonomistów pozostają ogromnie zróżnicowane. Bez niektórych łatwo moglibyśmy się obejść, na przykład bez ideologii i obrony pewnych grup interesu w przebraniu nauki ekonomicznej i dobrej polityki. Konkretnym przykładem takiej maskarady może być niedawna ofensywa na rzecz liberalizacji rynków finansowych i kapitałowych w krajach rozwijających się<sup>113</sup>.

Z kolei Mervyn King, były prezes Banku Anglii, tłumaczy, że: „powinniśmy unikać pychy, która stoi za stwierdzeniem, że rozumiemy, jak działa gospodarka, a także pychy kryjącej się za przekonaniem, że pozostawienie rynków samym sobie pozwoli nam osiągnąć nirwanę”<sup>114</sup>.

Na tym tle zasadne wydaje się wskazanie globalnego trendu przejawiającego się powrotem do rozważań teoretycznych (przykładem tego może być nowa ekonomia strukturalna) i upowszechnianiem w praktyce gospodarczej wielu krajów rozwijających się koncepcji kapitalizmu państwowego. Joshua Kurlantzick przekonuje, że kraje te – szukając oparcia i podpory dla kontroli sprawowanej przez władzę polityczną, odwracając się od modelu gospodarczego opartego na Konsensusie Waszyngtońskim i rozwijając krajowych championów gospodarczych w sektorach uważanych za strategiczne, takich jak telekomunikacja czy zasoby naturalne – porzuciły pierwotną koncepcję gospodarki rynkowej (kapitalizmu rynkowego). Zamiast tego stworzyły nową erę gospodarki opisywanej jako kapitalizm państwowy. I choć okres, w którym państwa interweniowały w gospodarkę mierzyć można stuleciami, to jednak w ostatnich dwóch dekadach kapitalizm państwowy osiągnął

112 J. Stiglitz, *Słowo wstępne*, [w:] K. Polanyi, *Wielka transformacja*, s. VIII.

113 *Ibidem*, s. X.

114 L. Fischer, J. Hasell, Ch. Proctor, D. Uwakwe, Z. Ward-Perkins, C. Watson (red.), *Pomyślcie ekonomię od nowa. Przewodnik po głównych nurtach ekonomii heterodoksyjnej*, Wydawnictwo Ekonomiczne Heterodox, Poznań 2018, s. 156.

dużo większą skalę wraz z tym, jak wiele najsilniej rozwijających się krajów coraz bardziej zwróciło się w kierunku interwencji państwa. W dodatku, współczesny kapitalizm państwowy jest praktykowany w sposób odmienny niż miało to miejsce w ostatnim stuleciu – łączy on w sobie państwowe strategie z wybranymi elementami wolnorynkowych korporacji międzynarodowych w sposób dużo bardziej wyrafinowany niż w kapitalizmie państwowym w XX w. Kapitalizm państwowy obecnie ma większe szanse przetrwania w długim okresie w porównaniu z jego wcześniejszymi wersjami. Współczesny kapitalizm państwowy posiada prawdziwe i autentyczne mocne strony, których nie posiadały poprzednie koncepcje rzucające wyzwanie gospodarce wolnorynkowej. Różne wcielenia współczesnego kapitalizmu państwowego, korzystające i czerpiące z narzędzi pozostających w rękach silnego rządu oraz biznesowych strategiach innowacyjnych i przełomowych korporacji międzynarodowych, mogą być zdolne do adaptacji, innowacyjności, przetrwania konkurencji z zachodnimi koncernami międzynarodowymi, a także do ekspansji i poszerzania zakresu swojego oddziaływania na inne części globu<sup>115</sup>.

W rezultacie, jak przekonuje Joshua Kurlantzick, ten nowy rodzaj kapitalizmu państwowego, jakkolwiek niepozbawiony wad oraz niedoskonałości, udowodnił, że jest bardziej odporny i elastyczny, bardziej kompleksowy oraz wielowymiarowy niż wiele wcześniejszych modeli, które rzucały wyzwanie ekonomicznemu modelowi gospodarki rynkowej. Kapitalizm państwowy odzwierciedla poważne wyzwanie wobec gospodarki wolnorynkowej, właśnie z uwagi na swoją obecną zdolność do dostosowywania się jak również przez fakt łączenia tradycyjnego państwowego planowania gospodarczego z elementami konkurencji wolnorynkowej. Współczesny kapitalizm rynkowy w opinii cytowanego autora stanowi realną i potencjalną alternatywę dla modelu gospodarki rynkowej. W okresie ostatnich dwóch dekad kapitalizm państwowy rozpowszechnił się dramatycznie wśród niektórych najważniejszych krajów rozwijających się, przy czym część z nich, choć w nomenklaturze Banku Światowego uznawana jest nadal za gospodarki rozwijające się lub rynki wschodzące, to w rzeczywistości są równie bogate lub nawet bogatsze od tak zwanych krajów rozwiniętych. Co istotne, w nadchodzących dekadach kraje te będą odpowiedzialne za znaczną część globalnego wzrostu gospodarczego i w rezultacie będą zdolne do jeszcze większego oddziaływania na instytucje międzynarodowe<sup>116</sup>.

Zrozumiałe mogą być przeto obawy o to, czy kapitalizm państwowy nie stwarza poważnego zagrożenia dla politycznej i ekonomicznej stabilności współczesnego świata. Praktyka pokazuje, że kapitalizm państwowy nie zawsze stanowi powód do niepokoju – może on współistnieć z demokracją oraz stabilnym i przewidywalnym rządem. Generalnie jednak kapitalizm państwowy z reguły proponuje wizję przyszłości, w której jest więcej protekcjonizmu, więcej zagrożeń dla

115 J. Kurlantzick, *State Capitalism. How the Return of Statism is Transforming the World*, Oxford University Press, New York 2016, s. 22.

116 *Ibidem*, s. 23–24.



bezpieczeństwa i prosperity oraz więcej zagrożeń dla wolności politycznych niż ma to miejsce w modelu kapitalizmu wolnorynkowego<sup>117</sup>. Czy jednak obecny model gospodarki wolnorynkowej cechuje aby na pewno moralna wyższość?

Preferowanym przez współczesny kapitalizm systemem sprawowania władzy jest plutokracja, łatwo idąca w parze z utrzymaniem instytucji demokracji pośredniej (przedstawicielskiej), która staje się demokracją niskiej skali intensywności: obywatele mają wolność głosowania na kogokolwiek chcą, ponieważ ich głos tak naprawdę nie ma znaczenia. O wszystkim decyduje bowiem rynek, a nie przedstawiciele wybrani w demokratycznych wyborach. Rynek jest w stanie dojść do porozumienia równie dobrze z autokratycznymi reżimami, podobnie jak to czyni z reprezentantami posiadającymi demokratyczny mandat wyborczy<sup>118</sup>. Kapitalizm, jaki wykształcił się w okresie ostatnich dekad, zamieniony został w plutokrację<sup>119</sup>.

Robert Reich przekonuje, że nadchodzącym wyzwaniem nie jest postęp technologiczny ani też ekonomia. Tym wyzwaniem jest demokracja. Kluczowa dla przyszłości debata nie dotyczy wielkości rządu, ale tego, dla kogo istnieje rząd i komu władza publiczna oraz instytucja państwa służą. Zasadniczy wybór nie rozgrywa się pomiędzy wolnym rynkiem a rządem. Dotyczy natomiast wyboru pomiędzy rozwiązaniem, w którym rynek zorganizowany jest tak, by dostarczać dobrobyt szerokiej grupie odbiorców, a rozwiązaniem, w którym rynek zaprojektowano z myślą o niemalże całkowitych korzyściach trafiających do nielicznych na samym szczycie drabiny społecznej. Istotną kwestią nie jest to, jak bardzo opodatkować należy bogatych, by redystrybuować środki na rzecz tych, którzy nimi nie są, ale to, w jaki sposób określić zasady i reguły funkcjonowania rynku, aby gospodarka generowała sama w sobie w odczuciu większości ludzi sprawiedliwą dystrybucję, niewymagającą znacznej redystrybucji<sup>120</sup>.

Charles Whalen wskazuje, że „kapitalizm dostępny jest w tylu odmianach, co korniszony Heinza, więc z pewnością mamy wiele opcji do wyboru”<sup>121</sup>. Wydaje się jednak, że optyka patrzenia na zasady funkcjonowania gospodarki w krajach zachodnich nie uległa zmianie. Ideologia ekonomiczna, która doprowadziła do ostatniego światowego kryzysu, pozostaje jednak w stanie nienaruszonym i nie została zakwestionowana. Nie dokonano jej rozliczenia ani też nie wyciągnięto lekcji z ratowania instytucji finansowych i ich akcjonariuszy kosztem całej pozostałej części społeczeństwa, z masowego ratowania przed upadkiem za publiczne pieniądze, z polityki zerowych stóp procentowych oraz bezprecedensowej akcji dostarczania płynności przez banki centralne. Finanse dokonały wielkiego powrotu na scenę

117 *Ibidem*, s. 23.

118 S. Amin, *The Implosion of Capitalism*, s. 29.

119 R. Kuttner, *Can Democracy Survive Global Capitalism*, W.W. Norton & Company, New York 2018, s. 740 (wersja elektroniczna publikacji – epub).

120 R. Reich, *Saving Capitalism...*, s. 444–445.

121 Ch. Whalen, *Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky*, „e-Finance Financial Internet Quarterly” 2017, Vol. 13(2), s. 55.

– zyski, dywidendy, zarobki i bonusy w sektorze finansowym powróciły do wcześniejszego poziomu, podczas gdy działania zmierzające do regulacji finansów utknęły w niekończących się negocjacjach politycznych. Tymczasem rynki giełdowe osiągają swoje historyczne maksima, rynki derywatów rosną w bardzo szybkim tempie, zaś niedoszacowane ryzyko na rynkach finansowych ulega ponownej kumulacji, tym razem w sposób szczególnie na największych rynkach wschodzących. Za sprawą tychże procesów globalne finanse stały się jeszcze bardziej skoncentrowane i zintegrowane z kapitalistyczną produkcją i akumulacją. Przyczyna i powody, dla których nawet wielki kryzys finansowy nie naruszył supremacji interesów finansowych i nie zakwestionował logiki funkcjonowania, są proste. Brak w chwili obecnej akceptowanej alternatywy dla sposobu i trybu regulacji społecznej, która mogłaby zastąpić aktualny sfinansyzowany sposób koordynacji i podejmowania decyzji. Ostatecznie bowiem idee i koncepcje klasy rządzącej są w każdej epoce ogólnie obowiązującymi oraz panującymi ideami i zasadami<sup>122</sup>.

Spór toczy się więc w zasadzie o ideologiczne przekonanie oraz empiryczną weryfikację czy to sfinansyzowany model gospodarki wolnorynkowej jest zdolny w przyszłości do ekonomicznie efektywniejszej, społecznie bardziej sprawiedliwej redystrybucji dochodów. Nade wszystko jednak, czy zdolny jest on do bardziej pożądanego z punktu widzenia gospodarki danego kraju modelowania efektów funkcjonowania rynku, w tym stabilności systemu gospodarczego, czy też cele te mogą być efektywniej realizowane w modelu kapitalizmu państwowego. To równocześnie konkurencja pomiędzy krajami rozwiniętymi wywodzącymi się głównie ze świata zachodniego a krajami rozwijającymi się, w szczególności azjatyckimi. Finansyzacja jawi się w tym kontekście jako czynnik, który w sposób istotny zdeterminować może upowszechnienie się określonego modelu kapitalizmu, a być może nawet jego dominację. W chwili obecnej wydaje się, że rezultaty osiągnięte w gospodarce poddanej procesom finansyzacji nie mogą zostać uznane za argument świadczący o wyższości modelu kapitalizmu finansowego nad kapitalizmem państwowym.

## 5.7. Podsumowanie

Tematyka poruszana w niniejszym rozdziale dotyczyła interakcji pomiędzy zjawiskiem finansyzacji gospodarki a sferą społeczną i polityczną. W literaturze przedmiotu tego typu analizy nie są podejmowane zbyt często. Punktem wyjścia rozważań była teza, zgodnie z którą dla dalszego efektywnego i zrównoważonego funkcjonowania ustroju kapitalistycznego konieczne oraz niezbędne jest ograniczenie roli oraz znaczenia sektora finansowego w gospodarce w relacji do jej sektora realnego. Z jednej strony oznacza to konieczność modelowania rozwoju sektora

122 S. Storm, *Financialization and Economic Development...*, s. 307.

finansowego w stopniu zapewniającym spójność z rzeczywistymi potrzebami i oczekiwaniami podmiotów rynkowych. Z drugiej, w przypadku niektórych gospodarek o najwyższym poziomie finansyzacji, przeprowadzenia procesu definansyzacji. Najważniejsze konkluzje płynące z przeprowadzonych analiz są następujące.

Po pierwsze, w literaturze coraz dobitniej prezentowany jest pogląd, że w niektórych gospodarkach krajów rozwiniętych sektor finansowy osiągnął nadmierne rozmiary. Doprowadziło to do przekształcenia kapitalizmu w kapitalizm finansowy, w którym zasoby niezbędne do rozwoju realnych sektorów gospodarki przejmowane i zawłaszczane są przez sektor finansowy. Sam sektor finansowy przestał pełnić w gospodarce funkcję służebną stał się natomiast autonomiczną sferą akumulacji kapitału, uzyskując dominującą pozycję i narzucając swoją logikę nie tylko podmiotom rynkowym, ale również przenosząc ją na poziom społeczeństwa. Działalność sektora finansowego w licznych przypadkach jedynie w niewielkim stopniu generuje użyteczne z punktu widzenia gospodarki informacje i nie przyczynia się do zwiększania poziomu efektywności ekonomicznej podmiotów. Ponadto akumulacja kapitału koncentruje się w sposób nadmierny w dziedzinach zapewniających wysokie stopy zwrotu, zaś zupełnie pomija lub czyni to w niewystarczającym stopniu w obszarach ważnych społecznie i środowiskowo.

Po drugie, przekształcenia w ramach ustroju kapitalistycznego, do których doprowadziła finansyzacja i zjawiska ekonomiczne, jakie pozostają w związku z nią, skutkują znacznym poziomem niezadowolenia społecznego i krytyki kierowanej przez obywateli pod adresem ustroju kapitalistycznego. Jest to również wynikiem ujawniania praktyk sektora finansowego w odniesieniu do oferowania gospodarstwom domowym produktów finansowych, które noszą znamiona oszustw finansowych, oraz podają w wątpliwość kwestię etycznego zachowania pracowników niektórych instytucji finansowych. Coraz powszechniej prezentowane jest przekonanie i odczucie, że obecny system kapitalistyczny podlega coraz silniej patologiom, których źródeł upatrywać można w sektorze finansowym. Zestawienie kosztów i korzyści funkcjonowania nadmiernie rozwiniętego sektora finansowego skłania niektórych autorów do wniosku, że sektor ten przestał spełniać kryterium społecznej efektywności.

Po trzecie, zjawisko finansyzacji w gospodarce kapitalistycznej generuje więcej negatywnych skutków w odniesieniu do demokracji niż miało to miejsce w poprzednich wersjach ustroju kapitalistycznego. Formułowane są opinie, że kapitalizm finansowy doprowadził do uprzedmiotowienia państw i rządów, które stały się pasywnymi odbiorcami polityki tworzonej w oparciu o oczekiwania rynków i pozostającej pod nieustanną kontrolą zarówno międzynarodowych instytucji finansowych, jak i prywatnych podmiotów, takich jak np. agencje ratingowe. Funkcjonujący obecnie w najwyżej rozwiniętych gospodarkach model kapitalizmu finansowego stanowi w opinii niektórych autorów coraz większe zagrożenie dla ustroju demokratycznego. Zapewne dzieje się tak, dlatego że w dekalogu niektórych zwolenników gospodarki sfinansyzowanej termin rynek znajduje się znacząco

wyżej w hierarchii wartości niż takie pojęcia, jak społeczeństwo, obywatel czy prawa człowieka.

Po czwarte, konieczne jest, zdaniem autora, przywrócenie równowagi między sektorem finansowym a realną sferą gospodarki. Oznacza to przywrócenie uprzedniej funkcji i roli sektora finansowego w gospodarce. Była to funkcja służebna i podporządkowana. W procesie tym konieczne jest odrzucenie i zakwestionowanie paradygmatu, zgodnie z którym sektor finansowy ma prawo narzucać logikę funkcjonowania pozostałym sferom w gospodarce oraz dokonywać przekształceń norm i relacji społecznych zgodnie z pieniężną wyceną każdej z nich. Wśród kluczowych problemów, jakie należy rozwiązać, znajdują się: ograniczenie długu generowanego przez system finansowy, zakaz podejmowania określonych działalności związanych z nadmiernym ryzykiem, w tym takich jak np. tworzenie i obrót syntetycznymi CDO, przekształcenie struktury systemu bankowego z wyraźnym odseparowaniem działalności depozytowej od działalności inwestycyjnej, rozdzielenie instytucji nadzorujących od instytucji rynkowych oraz wprowadzenie ponadnarodowych regulacji wymuszających większą społeczną odpowiedzialność podmiotów z sektora finansowego.

Po piąte, wydaje się również, że to właśnie działania podejmowane w najbliższych latach, zmierzające do ograniczenia zjawiska finansyzacji w najwyżej rozwiniętych gospodarkach świata zachodniego (czy też ich zaniechanie) odegrają najbardziej istotną rolę w procesie konkurowania dwóch modeli ustroju kapitalistycznego: kapitalizmu finansowego i kapitalizmu państwowego. W chwili obecnej trudno jednoznacznie wskazać wynik tej konfrontacji.



# Zakończenie

W roku 1984 James Tobin w alarmujący sposób informował i przekonywał o pojawieniu się tzw. gospodarki papierowej – *paper economy*. Niewiele ponad dekadę później ta papierowa gospodarka nie tylko zdominowała realny sektor gospodarki, lecz co więcej – znajdowała się już na drodze do oderwania się od niego. Ten typ gospodarki posiada wyraźne finansowe cechy charakterystyczne: finanse i sektor finansowy ukierunkowane są na spekulację bardziej niż na działalność produkcyjną, skoncentrowane są one na krótkim okresie, w którym ma miejsce obrót papierami wartościowymi z dużą częstotliwością, częściowo oderwane są od realnego sektora gospodarki, a także czerpią wartość z sektora realnego bardziej niż ją tworzą oraz w sposób iluzoryczny, a w najlepszym wypadku wątpliwy i wirtualny, zakotwiczone są w realnych aktywach<sup>1</sup>.

Wydaje się, że zaprezentowany opis odpowiada gospodarce podlegającej procesowi finansyzacji – gospodarce sfinansyzowanej. W chwili gdy padały wskazane słowa, przywołany autor nie znał pojęcia „finansyzacja”. Nie istniało ono jeszcze bowiem w katalogu języka akademickiego z dziedziny nauk ekonomicznych. Od czasu, gdy po raz pierwszy wybrzmiały cytowane wyżej słowa, ze wszech miar uprawnione wydaje się twierdzenie o oderwaniu się sfery finansowej od fundamentów tworzonych przez realną część gospodarki. Sektor finansowy stał się dominującym bytem równoległym, kierującym się własną logiką. Logika ta nie tylko zdominowała najbardziej rozwinięte gospodarki świata, sporą część przedsiębiorstw funkcjonujących w formie spółek giełdowych i wywarła wpływ na funkcjonowanie instytucji państwa oraz zdeterminowała zachowania zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych podmiotów na różnych rynkach, lecz – co więcej – przekształciła zachowania społeczne ludzi.

---

1 H. Askari A. Mirakhor, *The Next Financial Crisis and How to Save Capitalism*, Palgrave Macmillan, New York 2015, s. 26–27.



Finansyzacja gospodarki była i nadal jest możliwa zasadniczo dzięki zbudowaniu określonego katalogu przekonań początkowo w kręgach akademickich i finansowych, a następnie organach regulujących rynki oraz sferach związanych ustanowieniem prawa i sprawowaniem władzy, przekonań częstokroć nieugruntowanych w wystarczającym i zadowalającym stopniu na fundamencie empirycznej weryfikacji. W gruncie rzeczy, finansyzacja rozwinęła się dzięki sformułowaniu kilku założeń – upowszechnieniu kilku przekonań. Po pierwsze, że jest możliwe tworzenie wartości finansowej w oderwaniu od realnej sfery gospodarki lub przy minimalnym jej udziale. Po drugie, że pożądane i zasadne jest powszechne zastosowanie dźwigni finansowej. Po trzecie, że dzięki inżynierii finansowej można matematycznie zredukować lub wręcz pozbawić ryzyka prawie każdy rodzaj aktywów finansowych lub każdą działalność biznesową. Po czwarte, że przedstawiciele sektora finansowego posiadają wyjątkową umiejętność precyzyjnego dyskontowania wartości bardzo wielu aktywów z okresów mierzonych w dziesięcioleciach. Po piąte, że w oparciu o zdyskontowane przepływy pieniężne jest możliwe stworzenie kolejnych piętér aktywów finansowych w skali dalece, kilkudziesięciokrotnie przekraczającej wartość tego, co gatunek ludzki jest zdolny fizycznie i realnie wytworzyć w gospodarce. Po szóste, że sektor finansowy jest zdolny stworzyć swoiste *perpetuum mobile* generujące w wielu wypadkach wartość wątpliwą z punktu widzenia społeczeństwa, a równocześnie umożliwiające realne oraz natychmiastowe spieniężenie zysków dla nielicznych oraz, że ten stan jest ekonomicznie i społecznie pożądany. Po siódme, ale nie mniej ważne, że gatunek ludzki odnalazł w końcu rozwiązanie pozwalające rozwikłać problem ciągłego i postępującego wzrostu gospodarczego na planecie o ograniczonych zasobach.

Pomijana i przemilczana jest przy tym, wydawać by się mogło prosta, prawda, że wzrost sfery realnej gospodarki musi pozostawać w związku ze wzrostem sfery finansowej. Sektor finansowy nie może na dłuższą metę rosnąć w tempie znacznie szybszym niż sektor realny, bowiem to ten drugi odpowiada za możliwości finansowania wzrostu i rozwoju gospodarczego opartego na dźwigni. Zgrabianie wartości tworzonej w sektorze realnym gospodarki przez sektor finansowy jeszcze bardziej te możliwości ogranicza. Wykładniczo generowany dług oraz bezprecedensowy poziom nierówności podważają nie tylko naukowo osadzone przekonanie, lecz także intuicyjne odczucia coraz liczniejszej części społeczeństw na świecie, dotyczące możliwości efektywnego funkcjonowania gospodarki światowej, tak by mogła ona być narzędziem wykorzystywanym do zmierzenia się z globalnymi wyzwaniami, wynikającymi m.in. ze wzrostu liczby ludności oraz postępującą destabilizacją ekosystemów.

Tak jak istnieje sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem gospodarczym i długiem, finansyzacją i długiem, finansyzacją i wzrostem gospodarczym, tak również występuje ono pomiędzy wzrostem gospodarczym i globalnym ekosystemem. Wydaje się zatem, że najprawdopodobniej tak długo trudno będzie rozwiązać narastające globalne problemy gospodarcze, społeczne i środowiskowe, jak długo nie zostanie zrewidowany pogląd, że nadrzędnym celem ekonomicznym jest wzrost

gospodarczy, wzrost wymagający powiększania długu w procesie, w którym finansyzacja zdaje się odgrywać obecnie kluczową rolę. Zakwestionowanie zasadności dalszego powiększania długu to zasadniczo zakwestionowanie obecnego modelu finansyzacji gospodarki, któremu towarzyszą nierozłącznie powiększające się radykalnie nierówności oraz powtarzające się kryzysy odzwierciedlające niestabilność kapitalizmu w obecnej jego formie. Proces podziału bogactwa w okresie ostatnich dekad rozwoju gospodarczego zdominowanego przez zjawisko finansyzacji gospodarki oraz neoliberalne podejście do gospodarki trudno uzasadnić etycznie, religijnie czy też ekonomicznie. Z kolei wrażliwość systemów gospodarczych na impulsy destabilizujące zdaje się być nieporównywalna względem wcześniejszych okresów rozwoju, a trudno upatrywać jej jedynie w rosnących globalnych zależnościach natury ekonomicznej.

W perspektywie krótkookresowej możliwe wydaje się akceptowanie paradygmatu zakładającego finansyzację gospodarki i kwestionowanie krytycznych poglądów na temat zasad funkcjonowania gospodarki kapitalistycznej, w tym zwłaszcza tych odnoszących się do zasadności tworzenia kolejnych pięt instrumentów finansowych, jeszcze bardziej oderwanych od rzeczywistości gospodarczej niż ich wcześniejsze wersje. W długim okresie trudno jest sobie jednak wyobrazić wzrost oraz tworzenie inkluzyjnego dobrobytu ekonomicznego bez inwestowania w realną sferę gospodarki. Kapitalizm w obecnej formie zniechęca i tworzy bariery do podejmowania tego typu działań, by nie powiedzieć, że w licznych przypadkach w sposób bolesny i bezwzględny karze podmioty i jednostki, które nie podporządkowują się kryteriom maksymalizacji efektów działania w krótkim okresie.

Ten wyścig o najwyższą stopę zwrotu i pogoń za tworzeniem wartości oderwanej od realnych fundamentów – by nie powiedzieć wartości fikcyjnej i iluzorycznej – powodują, że w dyskursie społecznym wiele kategorii nabiera cech finansowych. Emerytury i renty – generalnie szeroko rozumiane świadczenia społeczne – przestają być elementem solidarności międzypokoleniowej zapewnianej w ramach ukształtowanego w procesie demokratycznym konsensu społecznego. Stają się zamiast tego produktem finansowym, który indywidualne podmioty muszą samodzielnie kupować na rynku, stając się stroną zakładu o kształtowanie się rynkowej wartości aktywów w czasie pozostającym poza zasięgiem jakiegokolwiek wiarygodnego prognozowania, a niemalże zawsze poza percepcją zwykłych ludzi.

Edukacja akademicka w wielu krajach, jedno z fundamentalnych praw człowieka i dobra o charakterze publicznym, staje się inwestycją podejmowaną przez jednostkę w oparciu o kredyt, którego ryzyko jest w całości po stronie kredytobiorcy. Ubezpieczenie zdrowotne i dostęp do służby zdrowia zamiast być przywilejem należnym z racji płacenia podatków na rzecz państwa, a zarazem niezbywalne prawo człowieka przekształcane jest na wzór aktywa finansowego, które w ramach mechanizmu rynkowego gospodarstwa domowe muszą samodzielnie nabywać. Zasoby naturalne, żywność nie są rozpatrywane przez pryzmat bieżących potrzeb i oczekiwań coraz liczniejszej rzeszy obywateli krajów trzeciego świata, jak również w kontekście solidarności międzypokoleniowej, stają się natomiast coraz częściej

przedmiotem spekulacyjnego handlu i manipulacji cenowych z wykorzystaniem derywatów. Podatki płacone przez podmioty gospodarcze, w tym korporacje transnarodowe, oraz składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawcę przestają być postrzegane jako zasadniczy element zapewniający spójność społeczną, a stają się jedynie rachunkowym kosztem, który poprzez dumping społeczny, raje podatkowe można zredukować, byle by tylko zadowolić rynki nieustannie oczekujące maksymalizacji zysków i wartości.

Kolosalne, dramatyczne i bezprecedensowe nierówności społeczne i ekonomiczne między menedżerami a pracownikami, posiadaczami kapitału a ludźmi żyjącymi z pracy, bogatymi i biednymi nie są uznawane za kluczową przeszkodą dla dalszego harmonijnego funkcjonowania gospodarki globalnej. Dla wielu są one jedynie odzwierciedleniem efektywności działania mechanizmu rynkowego dokonującego nieomyślnej wyceny ekonomicznej wartości jednostki.

Gospodarka, w której przywileje nielicznej elity finansowej tak drastycznie przewyższają korzyści będące udziałem zdecydowanej większości społeczeństwa, gospodarka, w której instytucje finansowe i reguły finansowe stawiane są ponad człowiekiem nie będzie w stanie sprostać wyzwaniom XXI w. W sposób nieuchronny zbliża się zatem moment, kiedy konieczne będzie odejście od modelu rozwoju opartego na długu i przywrócenie prawidłowych relacji między sferą realnej gospodarki i sferą finansową – relacji odzwierciedlających rzeczywistość społeczną użyteczność i wartość produktu tworzonego w każdej z nich.

Definansyzacja nie jest wyłącznie moralnym imperatywem i logicznym, uzasadnionym naukowo rozwiązaniem, a także przejawem troski o losy przyszłych pokoleń. Wydaje się nade wszystko bezwzględna i nieuchronna koniecznością związaną ze zreformowaniem współczesnego kapitalizmu, który w perspektywie długookresowej jest przez zjawisko finansyzacji wyraźnie osłabiany. W przeciwnym bowiem wypadku kapitalizm finansowy i finansyzacja stać się mogą zagadnieniami omawianymi za czas jakiś na akademickich kursach historii gospodarczej jako przykład chybionych rozwiązań w zakresie ustroju gospodarczego. Rozwiązań, które wypaczyły i w jakimś stopniu zdyskredytowały idee wolności gospodarczej, dzięki którym ludzkość osiągnęła niespotykany postęp w wielu dziedzinach rozwoju, a dobrobyt stał się udziałem grup społecznych w skali nieznajdującej precedensu w najnowszej historii.

Nawet najbardziej algorytmicznie wyrafinowane oraz wyszukane techniki tworzenia papierów wartościowych, a także matematyczne modele kwantyfikacji ryzyka nie zastąpią i nie zapewnią same w sobie harmonijnego, zrównoważonego i trwałego funkcjonowania gospodarki. O tym decyduje bowiem sfera realna, w której instytucja państwa i pieniądz przez państwo emitowany oraz gwarantowany powinny pełnić kluczową i fundamentalną rolę. Definansyzacja gospodarki powinna więc oznaczać przywrócenie roli, pozycji i znaczenia należnych instytucji państwa w systemie gospodarczym. Oznacza ona jednocześnie upodmiotowienie ludzi i uprzedmiotowienie rynków, większe podporządkowanie sektora finansowego demokratycznie wybranej władzy i zmuszenie go do wypełniania roli służebnej

względem społeczeństwa i gospodarki oraz takie ukształtowanie reguł i zasad funkcjonowania mechanizmu rynkowego, by w jego naturalnym następstwie ekonomiczne korzyści zapewniające godne życie były udziałem większości.

Jeśli tak się nie stanie, to można przypuszczać i oczekiwać, że pręcej czy później rynki finansowe oraz sfera finansowa dokonają pełnej kolonizacji demokracji i przejmą nad nią całkowitą kontrolę. Rodzi się zatem pytanie o to, co jest wartością nadrzędną. Kapitalizm, który przestaje generować korzyści dla większości, w ostatecznym rozrachunku przestanie generować je również dla wąskiej i uprzywilejowanej grupy. Dzisiaj nie wydaje się możliwe, by tak działający kapitalizm mógł w dłuższej perspektywie stabilnie współistnieć z realnym funkcjonowaniem ustroju opartego na demokracji. Współczesny kapitalizm można jeszcze zreformować, znosząc hegemonię sektora finansowego. Hegemonia ta odzwierciedlana jest poprzez finansyzację gospodarki i przejawia się nie tylko w relacji krajów rozwiniętych do rozwijających się, lecz również oznacza finansowe podporządkowanie dużej części społeczeństw krajów najbardziej rozwiniętych.

Konstruktywna krytyka kierowana pod adresem zjawiska finansyzacji gospodarki – niemożliwa do przeprowadzenia w oderwaniu od jej neoliberalnego podłoża instytucjonalnego – nie jest wszakże jednoznacznie negatywną oceną gospodarki kapitalistycznej jako generalnej filozofii funkcjonowania danego systemu gospodarczego. I nie powinna być w ten sposób odbierana. Osiągnięcia krajów, które w różnym stopniu opierały się na wolnorynkowym fundamencie, dowodzą, że to w tym systemie możliwa jest efektywniejsza alokacja zasobów niż w systemach alternatywnych, by wskazać w tym miejscu system gospodarki centralnie planowanej. Doświadczenia krajów Europy Środkowej i Wschodniej przekonują, że transformacja gospodarki już na przestrzeni dwóch pokoleń jest w stanie doprowadzić do nieporównywalnego wzrostu poziomu dobrobytu gospodarczego w społeczeństwie. I choć w procesie tym, częstokroć w sposób bolesny, poniesione zostały przez różne grupy społeczne olbrzymie koszty, generowane są nierówności w nieporównywalnych dotychczas rozmiarach, to jednak nie wydaje się uprawnione formułowanie wniosków, że kapitalizm wolnorynkowy można obecnie w sposób łatwy i szybki zastąpić zupełnie innym rozwiązaniem. Tym niemniej możliwe jest do wyobrażenia rozwiązanie o charakterze hybrydowym. Joseph Stiglitz przekonuje, że o ile komunizm dostarczył zasadniczych dowodów potwierdzających wyższość systemu rynkowego nad socjalizmem, o tyle sukces krajów Azji Wschodniej przyniósł równie zasadnicze potwierdzenie zalet takiej gospodarki, w której państwo odgrywa aktywną rolę wobec samoregulującego się rynku<sup>2</sup>.

Przykład gospodarki Chin wskazuje i dowodzi, że nawet częściowe przyjęcie rozwiązań charakterystycznych dla gospodarki kapitalistycznej przy jednoczesnym silnym akcencie na rolę państwa może doprowadzić w relatywnie krótkim okresie do spektakularnego sukcesu gospodarczego. Za taki należy uznać ograniczenie

2 J. Stiglitz, *Słowo wstępne*, [w:] K. Polanyi, *Wielka transformacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. XV.

biedy i ubóstwa setek milionów obywateli oraz przeobrażenie kraju w najbardziej proeksportową gospodarkę na świecie. Na gruncie gospodarczym być może to rozwiązania chińskie (lub nawet szerzej – azjatyckie) stanowić mogą cenną inspirację dla kreatorów polityki gospodarczej w innych krajach w kontekście umiejętności wdrażania reguł zapewniających bilans i równowagę między rynkiem a państwem. Nowa ekonomia strukturalna może być uznana w tym kontekście za przejaw dążenia do zaproponowania teoretycznej przeciwwagi dla nadal dominującej w świecie zachodnim ideologii neoliberalnej.

W tym miejscu warto postawić pytanie, czy z geopolitycznego punktu widzenia finansyzacja gospodarek krajów zachodnich, w tym w szczególności Stanów Zjednoczonych, może być uznana za instrument i narzędzie przewagi komparatywnej. Wydaje się, że nie, choć trudno nie dostrzec krótkookresowych korzyści, jakie ona dla tych krajów przyniosła i nadal niesie. Można jednak postawić hipotezę o istotnym i pozytywnym oddziaływaniu finansyzacji gospodarek krajów najwyżej rozwiniętych na wzrost i rozwój gospodarczy krajów Azji Południowo-Wschodniej. Hipoteza ta wymaga rzecz jasna podjęcia badań empirycznych zmierzających do jej falsyfikacji. Wskazane zagadnienie wydaje się poznawczo ważne i interesujące, i warto mu poświęcić odrębne opracowanie.

Finansyzacja gospodarki, będąca przedmiotem naukowej eksploracji w niniejszej monografii, może być dowodem potwierdzającym tezę, że rynku nie jest wcale zbyt mało, jak na kwestię anomalii rynkowych i kryzysów finansowych wolą patrzeć zwolennicy neoliberalizmu, ale paradoksalnie jest odwrotnie – rynku jest w niektórych obszarach najzwyczajniej zbyt dużo. Urynkowienie relacji społecznych i finansyzacja niemalże każdego elementu procesu gospodarowania (produkcji, wymiany, podziału i dystrybucji) z doprowadzonym częstokroć do absurdu krótkookresowym imperatywem maksymalizowania wartości narzucanym przez sektor finansowy można i powinno skłaniać do podjęcia naukowego sporu w kwestii teoretycznej zasadności i praktycznej możliwości wdrażania rozwiązań przywracających równowagę między rynkiem a państwem. W promowaniu rozwiązań hybrydowych konieczne jest, zdaniem autora, intelektualne zaplecze i wsparcie środowiska akademickiego oparte o refleksję dotyczącą zasadniczych pojęć i paradygmatów, które funkcjonują obecnie w dyskursie akademickim. Być może zasadne oraz niezbędne jest nawet redefiniowanie niektórych pojęć ekonomicznych oraz zakwestionowanie pewnych finansowych zasad i reguł oraz ekonomicznych paradygmatów.

I tak po pierwsze, czy przedsiębiorstwo funkcjonujące w formie spółki giełdowej powinno być rozumiane wyłącznie jako wiązka aktywów, podmiot zobligowany jedynie do zaspokajania finansowych krótkookresowych oczekiwań inwestorów finansowych oraz podmiot zarządzany w oparciu o konflikt między oczekiwaniami kadry zarządzającej i właścicieli a pozostałymi interesariuszami, w tym pracownikami? Czy w istocie potencjalne różnice w dążeniach pryncypała i agenta wymagają realizowania wyłącznie strategii zorientowanej na zarządzanie wartością akcjonariuszy oraz wynagradzania najwyższej kadry zarządzającej



za działania zakładające z gruntu prymat myślenia i działania krótkookresowego nad długookresowym?

Po drugie, czy rynek ma nadal pozostawać podmiotem postrzeganym jako nieomylny oraz ostateczny weryfikator, a także wyznacznik jedynie prawdziwej i nadrzędnej wartości w gospodarce, zaś sektor finansowy nie jako koordynator działalności i instytucja pośrednicząca między podmiotami gospodarczymi, lecz jako strona dominująca i narzucająca zasady funkcjonowania pozostałym podmiotom gospodarczym? Czy nadal należy wierzyć i oczekiwać, że rynki w bliżej nieokreślonym momencie w przyszłości staną się efektywne, tak jak postrzegają to niektórzy ekonomiści, choć doświadczenia kilku ostatnich dekad pokazują, że tak nie jest?

Po trzecie, czy wzrost gospodarczy stanowić ma nadrzędny cel, związany z koniecznością finansowania dotychczasowego zadłużenia i dalszego kreowania długu, niezależnie od tego, czy wiąże się on z destrukcją ekosystemów oraz narastaniem nierównowagi globalnej i eskalacją nierówności majątkowych i dochodowych? Czy rozwiązaniem problemu zadłużenia krajów ma być kreowanie kolejnych warstw długu i przekonanie, że rolowanie długu jest możliwe w długim okresie bez uszczerbku dla postrzegania waluty i jej akceptowania, a także moralne z punktu widzenia przyszłych pokoleń obywateli?

Po czwarte, czy kapitał powinien być nadal bardziej uprzywilejowany niż praca ludzi? Wydaje się bowiem, że obciążenia podatkowe z tytułu świadczenia pracy w sposób niewspółmierny i społecznie, ekonomicznie oraz etycznie nieuzasadniony przekraczają te nakładane na kapitał, niezależnie od formy, jaką on przyjmuje. Finansyzacja zdaje się to uprzywilejowanie potęgować, nie zaś ograniczać.

Po piąte, czy należy utrzymywać przeświadczenie, że kapitał obcy, niezależnie w jak ryzykowny sposób jest on generowany, uznawać każdorazowo należy za tańszą formę finansowania działalności gospodarczej? Konieczne wydaje się zrewidowanie poglądów dotyczących teorii źródeł finansowania, gdyż nie zawierają one komponentu instytucjonalnego, konkretnie zaś nie uwzględniają kwestii *to big to fail* oraz *moral hazard*. Należy postawić pytanie, czy obecny poziom zadłużenia wielu spółek giełdowych byłby możliwy do osiągnięcia, gdyby instytucje finansowe to umożliwiające funkcjonowały w realiach bez domniemanego zabezpieczenia na wypadek upadłości ze strony instytucji państwa. To bowiem państwo stanowi w tym wypadku swoistą formę ubezpieczenia, którą wybrane instytucje finansowe zyskują, stając się na tyle duże, że są systemowo ważne. Nie należy stawiać jedynie retorycznego pytania, czy struktura finansowania i dźwignia finansowa są determinowane skłonnością państwa do ratowania instytucji finansowych oraz czy aby na pewno skłonność do zadłużania i koszt kapitału dłużnego uwzględniają negatywne efekty zewnętrzne, jakie w warunkach kryzysów proceder ten generuje.

Po szóste, czy należy zaakceptować fakt i permanentnie dopuszczać do sytuacji, kiedy zyski sektora finansowego są niemalże zawsze zyskami indywidualnych osób oraz inwestorów i instytucji, a straty mają obciążać całe społeczeństwa? Ani instytucje finansowe, ani indywidualni menedżerowie, których działalność doprowadziła do wybuchu ostatniego kryzysu finansowego nie ponieśli konsekwencji, które



w opinii autora mogłyby stanowić argument do zaprzestania dotychczasowej działalności. Największe instytucje finansowe są jeszcze silniejsze, bardziej wpływowe i lobbystycznie wyrafinowane, a ramy instytucjonalno-prawne w niewystarczającym stopniu ograniczają społecznie destrukcyjny w wielu wypadkach imperatyw pogodni za zyskiem. Czy oznacza to konieczność zaakceptowania przez społeczeństwo faktu, że kryzysy będą się pojawiały, a płacić za nie i największe koszty ponosić będą nie ci, którzy je wywołują. Czy społeczeństwa w istocie potrzebują tak wielkich instytucji finansowych, których ratowanie przekracza realne możliwości pojedynczych gospodarstw?

Po siódme, czy kontrakty finansowe, umowy finansowe, aktywa finansowe mają nadal posiadać wbudowane mechanizmy asymetrycznego ryzyka? Czy instrumenty pochodne mają pozostawać pod minimalną lub poza jakąkolwiek kontrolą ze strony organów nadzorujących i instytucji powoływanych w ramach demokratycznego państwa prawa, skoro w powszechnym przekonaniu są bronią masowego rażenia? Czy u podstaw konstrukcji kolejnych grup derywatów finansowych będzie leżało DNA człowieka, liczba ginących gatunków czy też grunt znajdujący się na odległych i nadal niedostępnych dla człowieka planetach?

Po ósme, czy banki centralne mogą i powinny dostarczać płynności w stopniu, jaki obecnie można obserwować? Czy niemalże darmowe przekazywanie pieniądza dla prywatnych instytucji finansowych jest pożądane, gdy w wielu wypadkach banki centralne pozbawione są prawa do bezpośredniego finansowania państwa? Historia gospodarcza dowodzi, że pieniądz wiązał się z jakąś formą władzy państwowej, której narzędziem w ostatnich stuleciach stał się bank centralny jako instytucja. To dopiero w ostatnich dekadach pod wpływem neoliberalizmu bank centralny stał się bardziej narzędziem służącym rynkowi, a konkretnie największym i najsilniejszym podmiotem na danym rynku. Doktryna niezależności banku centralnego być może również powinna być poddana pod dyskusję. Może konieczne jest empiryczne przetestowanie modelu zakładającego komplementarne i spójne realizowanie polityki gospodarczej przez rząd i bank centralny. Dane empiryczne na temat tego, jakie są ekonomiczne rezultaty działania obu instytucji w oderwaniu od siebie są już w dyspozycji ekonomistów. I nie jest to krótki szereg czasowy. Zidentyfikować można pierwsze przesłanki, że w tej materii dochodzi do zmiany, czego wyrazem mogą być rozważania na temat rozszerzenia zadań banku centralnego o komponent związany z produktywnością gospodarki.

Po dziewiąte, czy państwa mają być jedynie cichym stróżem nocnym w okresach euforii rynkowej i ekspansji sektora finansowego, a stawać się ostatnią i jedyną deską ratunku dla zagrożonych upadkiem instytucji finansowych? Czy rynki finansowe mają być wykorzystywane w roli złego policjanta w celu korygowania postaw polityków i oczekiwań werbalizowanych przez klasy społeczne coraz bardziej zagrożone wykluczeniem. Czy reguły demokracji mają być wtórne względem reguł rynkowych i finansowych? I pytanie być może o charakterze fundamentalnym: czy należy poświęcić demokrację i złożyć ją na ołtarzu w ofierze, by nadal mógł być realizowany ukierunkowany na jeden sektor wzrost gospodarczy w wybranych

krajach świata zachodniego? To ostatnie pytanie bywa zadawane w kręgach ekonomicznych, a publicyści ekonomiczni piszą wprost, że „sektor finansowy ogrywa demokrację”, gdy tymczasem powinien „realizować strategię ludzi, których wybraliśmy w wyborach”.

Po dziesiąte, czy ekonomiści nadal mają zakładać neutralność pieniądza, gdy ciężar dowodów empirycznych wskazuje na coś zupełnie przeciwnego. Najbardziej dobitnym tego przykładem jest ignorowanie roli banków komercyjnych i kreowanego przez nich pieniądza w większości modeli makroekonomicznych gospodarki. Modelowanie wzrostu gospodarczego i tworzenie teorii ekonomicznych bez kluczowej roli komponentu monetarnego, bez analizowania interakcji sektora finansowego poprzez nieustannie generowany pieniądź z realną gospodarką trudno ocenić inaczej niż jako założenia błędne.

Po jedenaste, czy przywilej tworzenia pieniądza nie powinien być zarezerwowany wyłącznie dla instytucji państwa oraz ewentualnie wybranych podmiotów prywatnych. Dzisiaj nawet najbardziej destrukcyjne działanie banków komercyjnych nie wiąże się z odebraniem prawa do kreacji pieniądza. Prawo do tworzenia wyjątkowego dobra, jakim jest pieniądź, powinno wiązać się z odpowiedzialnością instytucji, która z tego prawa korzysta. Co więcej, bank centralny powinien mieć realną możliwość stosowania perswazji kredytowej oraz dzielenia banków, jeśli struktura rynku zagraża jego stabilności. Jeśli państwo ma prawo wybierać podmioty komercyjne jako partnerów na pierwotnym rynku dłużnym, w ten sam sposób powinien móc postępować bank centralny, tworząc sieć najbardziej zaufanych instytucji finansowych, które zyskują czasowy przywilej kreowania pieniądza.

Jest rzeczą oczywistą, że formułowane wyżej pytania mogą budzić kontrowersje. Taki też był zamysł autora, lecz nie stanowił on przesłanki o charakterze nadrzędnym. Kwestionowanie dominującego poglądu – nawet jeśli wiąże się z pewnymi niedociągnięciami merytorycznymi, zawiera luki lub logiczne niespójności – jest bowiem działaniem skłaniającym do refleksji na temat tego, w jaki sposób zaprojektowane może zostać rozwiązanie alternatywne. Ekonomiści mają nie tylko akademickie motywacje, ale są społecznie zobowiązani, by kwestionować finansowe prawo grawitacji. Jak przekonują niektórzy autorzy, wiele pomysłów na zreformowanie systemu finansowego może brzmieć radykalnie. Dzieje się tak jednak dlatego, że obecny system finansowy jest tak bardzo odległy od tego, jaki powinien być<sup>3</sup>.

Stawiane wyżej pytania pozostają w bezpośrednim związku ze zjawiskiem finansyzacji, które stanowiło przedmiot analiz i rozważań w niniejszej monografii. Zdaniem autora formułowanie powyższych pytań znajduje dwa uzasadnienia. Pierwszym z nich jest warstwa poznawcza i przekonanie autora o konieczności zasygnalizowania potrzeby głębszego dyskursu naukowego, opartego bardziej na obserwowalnych faktach i zjawiskach – w tym również odczuciach, którym wyraz

3 A. Miam A. Sufi, *House of Debt, How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again*, The University of Chicago Press, Chicago 2014, s. 186.

daje społeczeństwo – w mniejszym stopniu będącego pod wpływem ideologicznych postaw i uprzedzeń. W obliczu wyzwań, przed jakimi obecnie staje gospodarka światowa i społeczność międzynarodowa, postawa zakładająca radykalną nieomyślność w zakresie prezentowanych poglądów nie powinna być postrzegana jako wyraz konsekwencji i determinacji, lecz raczej jako przejaw braku dojrzałości i gotowości do zaakceptowania odmiennego paradygmatu, który być może właśnie powstaje. Takim paradygmatem może być zarówno zrównoważenie rozwoju sektora finansowego i jego harmoniczne współistnienie z realnym sektorem gospodarki, jak również mniejsze lub większe podporządkowanie sektora finansowego instytucji państwa i powrót finansów do pełnienia usługowej roli ekonomiczno-społecznej. Trudno przesądzać, który kierunek zostanie obrany. Wydaje się jednak, że dotychczasowy rozwój sfery finansowej jest nie do pogodzenia z czekającymi ludzkość wyzwaniem, zarówno tymi demograficznymi i społecznymi, jak i gospodarczymi oraz środowiskowymi.

Drugim powodem, który skłonił autora do sformułowania pytań, była warstwa aplikacyjna. Gospodarka polska w okresie ostatnich trzech dekad jest bezprecedensowym przykładem, jak w pokojowy sposób przeprowadzić można transformację ustrojową i gospodarczą. W chwili obecnej Polska posiada sektor bankowy, który stawiany jest za wzór na świecie dla krajów rozwijających się. Tym niemniej, mimo ogłoszonego niedawno statusu gospodarki rozwiniętej w odniesieniu do stopnia rozwoju sektora finansowego, w tym zwłaszcza upowszechnienia finansowych instrumentów pochodnych oraz skali zaangażowania obywateli w transakcjach finansowych, gospodarka polska zdaje się nadal gospodarką o statusie rozwijającej się. Skłania to do refleksji na temat zasadności naśladownictwa zachowań charakterystycznych dla gospodarek rozwiniętych, w tym szczególnie w odniesieniu do sektora finansowego. Autor niniejszej monografii chce wierzyć i żywi przekonanie, że lektura książki stanowić może przyczynek do dyskusji na temat potencjalnych kierunków rozwoju sektora finansowego w Polsce i relacji, w jakiej pozostawał on będzie względem realnego sektora gospodarki.

# Bibliografia

- Aalbers M. (2008), *The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis*, „Competition & Change”, Vol. 12(2), s. 148–166.
- Acharya V., Richardson M. (2009), *Causes of the Financial Crisis*, „Critical Review”, Vol. 21(2–3), s. 195–210.
- Acharya V., Lochstoer L., Ramadorai T. (2013), *Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 109(2), s. 441–465.
- Adamczyk S. (2016), *Finansyzacja przedsiębiorstwa jako czynnik jego alienacji od sfery realnej*, Autoreferat rozprawy doktorskiej napisanej pod kierunkiem naukowym prof. SGH dr hab. Marii Aluchny, Warszawa.
- Adams Z., Glück T. (2015), *Financialization in Commodity Markets: A Passing Trend or the New Normal?*, „Journal of Banking & Finance”, No. 60, s. 93–111.
- Adams Z., Kartsakli M. (2017), *Has Crude Oil Become a Financial Asset? Evidence from Ten Years of Financialization*, „University of St. Gallen Working Papers”, No. 10, s. 1–32.
- Adamska A. (2017), *Finansjalizacja a zmiana matrycy instytucjonalnej*, „FINANSE Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN”, nr 1(10), s. 45–56.
- Adamska A., Główska G., Sobiecki G. (2018), *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Ailon G. (2014), *Financial Risk-taking as A Sociological Gamble: Notes on the Development of a New Social Perspective*, „Sociology”, Vol. 48(3), s. 606–621.
- Akkemik A., Özen Ş. (2013), *Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non – financial Firms: Case Study of Turkey*, „Socio-Economic Review”, Vol. 12(1), s. 71–98.
- Allen J., Pryke M. (2013), *Financializing Household Water: Thames Water, MEIF and Ring-fenced Politics*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society”, Vol. 6(3), s. 419–439.
- Amir S. (2014), *The Implosion of Capitalism*, Pluto Press, London.
- Appleyard L., Rowlingson K., Gardner J. (2016), *The Variegated Financialization of Sub-prime Credit Markets*, „Competition & Change”, Vol. 20(5), s. 297–313.

- Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. (2012), *Too Much Finance?*, „IMF Working Paper”, No. WP/12/161, s. 1–50.
- Arestis P., Sawyer M. (2003), *Inflation Targeting: A Critical Appraisal*, The Levy Economics Institute and University of Leeds, Working Paper, No. 388, s. 1–31.
- Arestis P., Sawyer M. (eds.) (2018), *Inequality*, „International Papers in Political Economy”, Palgrave Macmillan, Cham.
- Arrighi G. (1994), *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, Verso, New York.
- Askari H., Mirakhor A. (2015), *The Next Financial Crisis and How to Save Capitalism*, Palgrave Macmillan, New York.
- Assa J. (2012), *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, „Finance Research”, No. 1(1), s. 35–39.
- Baines J. (2017), *Accumulation through Food Crisis? Farmers Commodity Traders and the Distributional Politics of Financialization*, „Review of International Political Economy”, Vol. 24(3), s. 497–537.
- Ball L., Sheridan N. (2003), *Does Inflation Targeting Matter?*, NBER Working Paper Series, No. 9577, Cambridge, s. 1–50.
- Barba A., Pivetti M. (2009), *Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – a Long-period Analysis*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 33(1), s. 113–137.
- Basley T., Hennessy P., *List do Królowej Brytyjskiej*, 22 July 2009, s. 1–3.
- Batt R., Appelbaum E. (2013), *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, Upjohn Institute Working Paper, No. 13–191, s. 1–45.
- Becker J., Jäger J., Leubolt B., Weissenbacher R. (2010), *Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective*, „Competition & Change”, Vol. 14(3–4), s. 225–247.
- Berger A., Molyneux P., Wilson J. (eds.) (2014), *The Oxford Handbook of Banking*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford.
- Bieling H.-J. (2013), *European Capitalism and the Politics of (De-)financialization*, „Competition & Change”, Vol. 17(3), s. 283–298.
- Biondi Y., Sierra M. (2018), *Pension Management between Financialization and Intergenerational Solidarity: A Socio-economic Analysis and a Comprehensive Model*, „Socio-Economic Review”, Vol. 16(4), s. 791–822.
- BIS (2001), *Annual Report*, June.
- Blaug M. (1994), *Teoria ekonomii: ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa.
- Blecker R. (2005), *Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Block F. (2010), *Wprowadzenie*, [w:] K. Polanyi, *Wielka transformacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Block F., Somers M. (2014), *The Power of Market Fundamentalism. Karl Polanyi's Critique*, Harvard University Press, London.
- Bloom P. (2016), *Authoritarian Capitalism in the Age of Globalization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham UK.
- Błasiak W. (2010), *Światowy kryzys gospodarczy a globalna akumulacja kapitału*, „Współczesna Ekonomia”, nr 2(14), s. 35–51.

- Bonizzi B., Kaltenbrunner A., Powell J. (2019), *Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies*, „Greenwich Papers in Political Economy”, No. GPERC69, s. 1–16.
- Botzem S., Sobusch L. (2017), *Financialization as Strategy: Accounting for Inter-Organizational Value Creation in the European Real Estate Industry*, „Accounting, Organizations and Society”, No. 59, s. 31–43.
- Brown A., Spencer D., Passarella M. (2017), *The Extend and Variegation of Financialisation in Europe: A Preliminary Analysis*, „Revista de Economia Mundial”, No. 46, s. 49–69.
- Bruno M., Pleskovic B. (eds.) (1993), *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, Supplement to the World Bank Economic Review and the World Bank Research Observer*, Washington D.C., s. 19–52.
- Bryan D., Rafferty M. (2006), *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*, Palgrave Macmillan, New York.
- Buchanan B. (2017), *The Way we Live Now: Financialization and Securitization*, „Research in International Business and Finance”, No. 39, s. 663–677.
- Buiter W. (2014), *The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Monetary Economics*, „MPRA Paper”, No. 58407, s. 1–6.
- Caille A. (2001), *Wywiad dla „Liberation” opublikowany pt. Jej totalność ekonomia*, „Forum”, nr 25, s. XX–XX.
- Camacho C., Nieto J. (2012), *The Globalization of Financial Capital, 1997–2008*, [w:] C. Lapa-vitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston.
- Cecchetti S., Kharroubi E. (2012), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, „BIS Working Papers”, No. 381, s. 1–21.
- Cheng I.-H., Xiong W. (2014), *Financialization of Commodity Markets*, „Annual Review of Financial Economics”, No. 6, s. 419–441.
- Chesnais F., Plihon D. (2003), *Prologo a la Edición Espanola*, [w:] F. Chesnais, D. Plihon (eds.), *Las Tempas de las Finanzas Mundiales*, Akal Ediciones, Madrid.
- Cholaj H. (2003), *Ekonomia polityczna globalizacji. Wprowadzenie*, Wydawnictwo Fundacja Innowacje i Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna, Warszawa.
- Christophers B. (2015), *From Financialization to Finance: For De-financialization*, „Dialogues in Human Geography”, Vol. 5(2), s. 229–232.
- Christopherson S., Martin R., Pollard J. (2013), *Financialisation: Roots and Repercussions*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society”, No. 6, s. 351–357.
- Clapp J., Helleiner E. (2012), *Troubled Futures? The Global Food Crisis and the Politics of Agricultural Derivatives Regulation*, „Review of International Political Economy”, No. 19(2), s. 181–207.
- Clapp J., Isakson S. (2018), *Risky Returns: The Implications of Financialization in the Food System*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 437–460.
- Cooper M., Gulen H., Rau R. (2009), *Performance for Pay? The Relation Between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance*, Unpublished Working Paper.
- Coppock S. (2013), *The Everyday Geographies in Financialization: Impact, Subjects and Alternatives*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society”, Vol. 6(3), s. 479–500.
- Correa E., Vidal G., Marshall V. (2012), *Financialization in Mexico: Trajectory and limits*, „Journal of Post Keynesian Economics”, Vol. 35(2), s. 255–275.



- Crotty J. (2005), *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA).
- D'Arista J. (2005), *The Role of International Monetary System in Financialization*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Davis G. (2009), *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, Oxford University Press, Oxford.
- Davis L. (2017), *Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature*, „Journal of Economic Surveys”, No. 31(5), s. 1332–1358.
- Davis L. (2017), *Financialization and the Non-financial Corporation: An Investigation of Firm-level Investment Behavior in the United States*, „Metroeconomica. International Review of Economics”, Vol. 69(1), s. 1–38.
- Dąbrowski T. (2017), *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Dąbrowski T., Fierla A., Grygiel-Tomaszewska A. (2018), *Pomiar finansyzacji. Próba konceptualizacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Deku S., Kara A. (2017), *Securitization: Past, Present and Future*, [w:] P. Molyneux (ed.), *Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*, London.
- Dembinski P. (2009), *Finance: Servant or Deceiver? Financialization at the Crossroads*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke.
- Desmarais A., Qualman D., Magnan A., Wiebe N. (2017), *Investor Ownership or Social Investment? Changing Farmland Ownership in Saskatchewan, Canada*, „Agriculture and Human Values”, Vol. 34(1), s. 149–166.
- Dixon A., Sorsa V. (2009), *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, „Competition & Change”, Vol. 13(4), s. 347–367.
- Dore R. (2008), *Financialization of the Global Economy*, „Industrial and Corporate Change”, Vol. 17(6), s. 1097–1112.
- Dos Santos P. (2012), *On the Content of Banking in Contemporary Capitalism*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston.
- Dudziński J. (2013), *Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 315, s. 223–233.
- Duménil G., Lévy D. (2005), *Cost and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Dymski G. (2012), *Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston.
- Easterly W., Islam R., Stiglitz J. (2000), *Shaken and Stirred. Explaining Growth Volatility*, „Annual Bank Conference on Development Economics”, World Bank Washington D.C.
- Engelen E. (2008), *The Case for Financialization*, „Competition & Change”, Vol. 12(2), s. 111–119.
- Epstein G. (2018), *On the Social Efficiency of Finance*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 330–352.

- Epstein G. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Epstein G., Jayadev A. (2005), *The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*, [w:] G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA).
- Epstein G., Montecio J. (2016), *Overcharged: The High Cost of High Finance*, Roosevelt Institute, New York.
- Erturk I., Solari S. (2007), *Banks as Continuous Reinvention*, „New Political Economy”, Vol. 13(3), s. 369–388.
- Etula E. (2013), *Broker – Dealer Risk Appetite and Commodity Returns*, „Journal of Financial Econometrics”, Vol. 11(3), s. 486–521.
- Falkowski M. (2011), *Financialization of Commodities*, „Contemporary Economics”, Vol. 5(4), s. 4–17.
- Fastenrath F., Schwan M., Trampusch Ch. (2017), *Where States and Markets Meet: The Financialisation of Sovereign Debt Management*, „New Political Economy”, Vol. 22(3), s. 273–293.
- Faust M., Kädler J. (2019), *The (Not Entirely) Financialized Enterprise – A Conceptual Proposal*, „Historical Social Research”, No. 44, s. 285–307.
- Ferrarese M. (2016), *The Truth of the Market*, [w:] B. Lomfeld, A. Somma, P. Zumbansen, *Reshaping Markets. Economic Governance, the Global Financial Crisis and Liberal Utopia*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ferreiro J. (2018), *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, [w:] P. Arestis (ed.), *Alternative Approaches in Macroeconomics. Essays in Honour of John McCombie*, Palgrave Macmillan, New York.
- Fierla A. (red.) (2017), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Fierla A., Grygiel-Tomaszewska A. (2017), *Proces finansjeryzacji*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Fine B. (2013), *Towards a Material Culture of Financialisation*, „FESSUD Working Paper Series”, No. 15, s. 1–55.
- Fine B., Saad-Filho A. (2018), *Ekonomia marksistowska*, [w:] L. Fischer, J. Hasell, Ch. Proctor, D. Uwakwe, Z. Ward-Perkins, C. Watson (eds.) *Pomyśleć ekonomię od nowa. Przewodnik po głównych nurtach ekonomii heterodoksyjnej*, Wydawnictwo Ekonomiczne Heterodox, Poznań.
- Foster B., Magdoff F. (2009), *La Gran Crisis Financiera. Causas y Consecuencias*, „Fondo de Cultura Económica”, s. 242–246.
- Foster J.B. (2007), *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review”, Vol. 58(11), s. 1–12.
- Franc-Dąbrowska J. (2018), *Ufinansowanie gospodarki i finansowy wzrost wartości*, „Ekonomista”, nr 6, s. 701–718.
- French S., Leyshon A., Wainwright T. (2011), *Financializing Space, Spacing Financialization*, „Progress in Human Geography”, Vol. 36(6), s. 798–819.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (2000), *Shareholder Value and Financialization: Consultancy, Promises, Management Moves*, „Economy and Society”, Vol. 29(1), s. 80–110.
- Fuller G. (2016), *The Great Debt Transformation, Households, Financialization and Policy Responses*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.

- Gabor D. (2010), *(De)Financialization and Crisis in Eastern Europe*, „Competition & Change”, Vol. 14(3–4), s. 248–270.
- Gabor D. (2018), *Goodbye (Chinese) Shadow Banking, Hello Market-based Finance*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 394–419.
- Galbraith J. (2014), *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*, Simon & Schuster, New York.
- Gemzik-Salwach A., Opolski K. (2016), *Finansjalizacja w świetle wyzwań współczesnej gospodarki*, [w:] A. Gemzik-Salwach, K. Opolski (red.), *Finansjalizacja – wpływ na gospodarke i społeczeństwo*, CeDeWu, Warszawa, s. 13–22
- Gemzik-Salwach A., Perz P. (2018), *Financialization in the Region Aspect. An Attempt to Measure a Phenomenon*, „Central European Economic Journal”, No. 5(55), s. 1–11.
- Gkanoutas-Leventis A. (2017), *Spikes and Shocks. The Financialisation of the Oil Market from 1980 to the Present Day*, Palgrave Macmillan, London.
- Gkanoutas-Leventis A., Nesvetailova A. (2015), *Financialisation, oil and the Great Recession*, „Energy Policy”, No. 86, s. 891–902.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P. (2015), *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, R. LXXVII, z. 4, s. 197–215.
- Gortz P., Kaltenbrunner A. (2018), *The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 375–393.
- Gostomski E. (2014), *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej”, nr 33, s. 299–311.
- Greenspan A. (2005), *Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago*, May 5.
- Guay-Boutet C. (2019), *The Financialization of Quebec Student Debt and the Theory of Monetary Circuit: A Case for A Reinterpretation?*, „Studies in Political Economy”, Vol. 99(3), s. 1–22.
- Gulski B. (2018), *Finansyzacja jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH”, Zeszyt Naukowy nr 160, s. 79–97.
- Guttman R. (2016), *Finance-Led Capitalism. Shadow Banking, Re-regulation, and the Future of Global Markets*, Palgrave Macmillan, New York.
- Hahn K. (2019), *Innovation in Times of financialization: Do Future-oriented Innovation Strategies Suffer? Examples from German Industry*, „Research Policy”, Vol. 48(4), s. 923–935.
- Haiven M. (2014), *Cultures of Financialization. Fictitious Capital in Popular Culture and Everyday Life*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- Hardie I. (2011), *How Much Can Government Borrow? Financialization and Emerging Markets Government Borrowing Capacity*, „Review of International Political Economy”, No. 18(2), s. 141–167.
- Hardie I. (2012), *Financialization and Government Borrowing Capacity in Emerging Markets*, Palgrave Macmillan UK, London.
- Hardie I., Howarth D. (2009), *Die Krise but not La Crise? The Financial Crisis and the Transformation of German and French Banking Systems*, „Journal of Common Market Studies”, Vol. 47(5), s. 1017–1039.
- Harvey D. (2008), *Neoliberalizm. Historia katastrofy*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa.

- Harvey D. (2018), *Przewodnik po Kapitale Karola Marksa*, cz. 2, Wydawnictwo Heterodox, Poznań. <http://sjp.pwn.pl/slowniki/gospodarki.html> [dostęp 23.07.2019].
- Hudson D. (2008), *Developing Geographies of Financialisation: Banking the poor and Remittance Securitization*, „Contemporary Politics”, Vol. 14(3), s. 315–333.
- Hudson M. (2012), *The Bubble and Beyond. Fictitious Capital, Debt Deflation and the Global Crisis*, ISLET – Verlag, Dresden.
- IMF (2006), *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, April, s. 1–204.
- Itoh M. (2012), *The Historical Significance and the Social Costs of the Subprime Crisis: Drawing on the Japanese Experience*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston.
- Jackson A., Dyson B. (2012), *Modernizing Money. Why Our Monetary System Is Broken and How It Can Be Fixed*, Positive Money, London.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, [w:] J. Czekaj, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- Janc A., Jurek M., Marszałek P. (2015), *Polish Financial System in the Age of Financialisation*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Jaworski W., Szelańska A. (2014), *Służebna rola banków w polskiej gospodarce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 10(934), s. 19–34.
- Jayadev A., Mason J., Schröder E. (2018), *The Political Economy of Financialization in the United States, Europe and India*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 353–374.
- Jensen N., Barrett C. (2017), *Agricultural Index Insurance for Development*, „Applied Economic Perspectives and Policy”, Vol. 39(2), s. 199–219.
- Jha R., Gaiha R., Deolalikar A. (eds.) (2014), *Handbook on Food. Demand, Supply, Sustainability and Security*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Kamela-Sowińska A. (2014), *Finansyzacja gospodarki wyzwaniem dla rachunkowości*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 329, s. 145–151.
- Kamiński T. (2018), *Pieniądze w służbie dyplomacji. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki zagranicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kashkari N. (2016), *Lessons from the Crisis: Ending Too Big to Fail*, Remarks at the Brookings Institution, Washington, D.C., February 16, s. 1–7.
- Kąsek L., Lubiński M. (2010), *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia”, nr 1(13), s. 5–20.
- Keucheyan R. (2018), *Insuring Climate Change: New Risks and the Financialization of Nature*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 484–501.
- Kindelberger C., Aliber R. (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Kluza K., Cholewiński R. (2010), *Wnioski z kryzysu w kontekście hipotezy niestabilności finansowej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu”, nr 143, s. 33–43.
- Kołodko L. (2009), *Główne nurty marksizmu*, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kołodko G. (red.) (2010), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Korenik D. (2009), *O roli służebnej banków komercyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

- Kosowski P., Rychlicki S., Stopa J. (2008), *Transakcje „spot” i „futures” na rynku ropy naftowej*, „Wiertnictwo, Nafta, Gaz”, t. 25, z. 2, s. 389–396.
- Kregel J. (2008), *Minsky’s cushions of safety*, Levy Economics Institute of Bard College, „Public Policy Brief”, No. 93, s. 1–31.
- Krippner G. (2004), *What Is Financialization?*, UCLA.
- Krippner G. (2005), *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review”, Vol. 3, s. 173–208.
- Krippner G. (2011), *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Cambridge.
- Kurlantzick J. (2016), *State Capitalism. How the Return of Statism is Transforming the World*, Oxford University Press, New York.
- Kuttner R. (2018), *Can Democracy Survive Global Capitalism*, W.W. Norton & Company, New York.
- Laeven L., Valencia F. (2016), *Systemic Banking Crisis Database: An Update*, „IMF Working Paper”, No. 12(163), s. 1–33.
- Lagoarde-Segot T. (2017), *Financialization: Towards a New Research Agenda*, „International Review of Financial Analysis”, No. 51, s. 113–123.
- Langley P. (2008), *The Everyday Life of Global Finance. Saving and Borrowing in Anglo-America*, Oxford University Press, Oxford.
- Langley P. (2008), *Financialization and the Consumer Credit Boom*, „Competition & Change”, Vol. 12(2), s. 133–147.
- Langley P. (2004), *In the Eye of the Perfect Storm: The Final Salary Pensions Crisis and Financialisation of Anglo-American Capitalism*, „New Political Economy”, No. 9, s. 539–558.
- Lapavistas C. (2009), *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, „Historical Materialism”, No. 17, s. 114–148.
- Lapavistas C. (2011), *Theorizing Financialization*, „Work, Employment and Society”, No. 25(4), s. 611.
- Lapavistas C. (2012), *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston.
- Lapavistas C. (2012), *Introduction: A Crisis of Financialisation*, [w:] C. Lapavistas (ed.), *Financialisation in Crisis*, „Historical Materialism Book Series”, Vol. 32, Brill, Leiden–Boston, s. 3–4.
- Lapavistas C. (2013), *Profiting Without Producing. How Finance Exploits Us All*, Verso, London.
- Lapavistas C., Powell J. (2013), *Financialisation Varied: A Comparative Analysis of Advanced Economies*, „Cambridge Journal of Regions, Economy and Society”, No. 6(3), s. 359–379.
- Lavinas L. (2017), *The Takeover of Social Policy by Financialization. The Brazilian Paradox*, Palgrave Macmillan.
- Lazonick W. (1992), *Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism*, „Industrial and Corporate Change”, Vol. 1(3), s. 445–488.
- Lazonick W. (2010), *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, „Business History Review”, No. 84, s. 675–702.
- Lee R., Clark G., Pollard J., Leyshon A. (2009), *The Remit of Financial Geography – Before and After the Crisis*, „Journal of Economic Geography”, Vol. 9(5), s. 723–747.
- Lewis M. (2010), *The Big Short. Inside the Doomsday Machine*, W.W. Norton & Company Ltd., London.

- Lin K., Domaskovic-Devey D. (2013), *Financialization and US Income Inequality: 1970–2008*, „American Journal of Sociology”, Vol. 118(5), s. 1284–1329.
- Lucarelli B. (2012), *Financialization and Global Imbalances: Prelude to Crisis*, „Review of Radical Political Economics”, Vol. 44(4), s. 429–447.
- Lucas R. (2003), *Macroeconomic Priorities, Presidential Address to the American Economic Association*, Washington, DC, January.
- Machaj M. (2012), *Krótki przewodnik po teorii pieniądza*, Instytut Edukacji Ekonomicznej im. Ludwiga von Misesa.
- Mączyńska E. (2011), *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, nr 9, s. 43–70.
- Madrack J. (2014), *Seven Bad Ideas. How Mainstream Economics Have Damaged America and the World*, Alfred A. Knopf, New York.
- Małecki W. (2016), *Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej*, „Gospodarka Narodowa”, nr 4(284), s. 47–68.
- Malvey J. (2017), *The Early 21-st Century Evolution of Global Capital Markets. The Great Transition Era*, [w:] G. Strumeyer, S. Swamy (eds.), *The Capital Markets. Evolution of the Financial Ecosystem*, Wiley & Sons, New Jersey.
- Mann G. (2010), *Hobbes Redoubt? Toward a Geography of Monetary Policy*, „Progress in Human Geography”, Vol. 34(5), s. 601–625.
- Marks K. (1986), *Zarys krytyki ekonomii politycznej*, Książka i Wiedza, Warszawa.
- Marszałek P. (2012), *Finansyzacja – problemy i kontrowersje*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 247, s. 220–230.
- Marszałek P. (2013), *Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 306, s. 235–246.
- Martin F. (2014), *Money the Unauthorized Biography*, Vintage, London.
- Martin R. (2002), *Financialization of Daily Life*, Temple University Press, Philadelphia.
- Martin R., Fafferty M., Bryan D. (2008), *Financialization, Risk and Labour*, „Competition & Change”, Vol. 12 (2), s. 120–132.
- Massó M. (2016), *The Effects of Government Debt Market Financialization: The Case of Spain*, „Competition & Change”, Vol. 20(3), s. 166–186.
- Merkel W. (2016), *The Challenge of Capitalism to Democracy*, „Zeitschrift für Vergleichende Politikwissenschaft”, No. 10, s. 61–80.
- Merkel W., Kneip S. (eds.) (2018), *Democracy and Crisis*, Springer.
- Miam A., Sufi A. (2014), *House of Debt, How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Michailidou D. (2016), *The Inexorable Evolution of Financialisation. Financial Crisis In Emerging Markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire.
- Mirowski P. (2013), *Never Let a Serious Crisis go to Waste: How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, Verso, New York.
- Mises L. von (2012), *Teoria pieniądza i kredytu*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Mitręga-Niestrój K. (2014), *Niestabilność finansowa i jej źródła w współczesnym świecie*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach”, nr 171, s. 9–30.



- Miyazaki H. (2013), *Arbitraging Japan. Dreams of Capitalism at the End of Finance*, University of California Press, Berkley.
- Mongomerie J. (2006), *The Financialization of the American Credit Card Industry*, „Competition & Change”, Vol. 10(3), s. 301–319.
- Mongomerie J. (2009), *The Pursuit of (Past) Happiness?: Middle-class Indebtedness and American Financialisation*, „New Political Economy”, Vol. 14(1), s. 1–24.
- Moolenkamp C., Solomon D., Sidel R., Bauerlein V. (2007), *How London Created a Snarl in Global Markets*, „Wall Street Journal”, 18 October: A1.
- Moosa I. (2018), *Does Financialization Retard Growth? Time Series and Cross-sectional evidence*, „Applied Economics”, Vol. 50(31), s. 3405–3415.
- Nesvetailova A. (2005), *United In debt: Towards a Global Crisis of Debt-driven Finance?*, „Science & Society”, Vol. 69(3), s. 396–419.
- Newberry S., Robb A. (2008), *Financialisation: Constructing Shareholder Value ... For Some*, „Critical Perspective on Accounting”, No. 19, s. 741–763.
- O’Boyle E., Solari S., Maragoni G. (2009), *Financialization: Critical Assessment Based on Catholic Social Teaching*, „International Journal of Social Economics”, Vol. 37(1), s. 4–16.
- Onaran Ö., Stockhammer E., Grafl L. (2011), *Financialisation, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 35(4), s. 637–661.
- Orhangazi O. (2008), *Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003*, „Cambridge Journal of Economics”, No. 32, s. 863–886.
- Palley T. (2007), *Financialization: What It Is and Why It Matters*, „The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper”, No. 525, s. 1–31.
- Palley T. (2013), *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan, London.
- Palma G. (2009), *The Revenge of the Market on the Rentiers. Why Neo-liberal Reports of the End of History Turn Out to be Premature*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 33(4), s. 829–869.
- Panizza U. (2012), *Finance and Economic Development*, [w:] G. Carbonier (ed.), *International Development Policy. Aid, Emerging Economies and Global Policies*, Palgrave Macmillan, Geneva.
- Papadimitriou D., Wray L. (eds.) (2011), *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Elgar, Cheltenham.
- Pasianos A., Guevara D., Pierros C. (2016), *Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20<sup>th</sup> Century in the United States*, Levy Economics Institute of Bard Colleges, Working Paper, No. 869, s. 1–39.
- Pataccini L. (2017), *From „Communautaire Spirit” to the „Ghost of Maastricht”: European Integration and the Rise of Financialization*, „International Journal of Political Economy”, Vol. 46(4), s. 267–293.
- Pellandini-Simányi L., Hammer F., Vargha Z. (2015), *The Financialization of Everyday Life or the Domestication of Finance? How Mortgages Engage with Borrowers’ Temporal Horizons, Relationship and Rationality in Hungary*, „Cultural Studies”, Vol. 29(5–6), s. 733–759.
- Phillips K. (2006), *American Theocracy: The Persil and Politics of Radical Religion, Oil, and Borrowed Money in the 21st Century*, Viking Penguin, New York.
- Piketty T. (2015), *Kapitał XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa.
- Polanyi K. (2010), *Wielka transformacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Rachon L.-P. (2012), *Financialization and the Theory of the Monetary Circuit: Financial and Monetary Policies Reconsidered*, „Journal of Post Keynesian Economics”, No. 35(2), s. 167–169.
- Rajan R., Zingales L. (2014), *Saving Capitalism from the Capitalist. Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Collins Business, New Dehli.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3, s. 281–302.
- Ratajczak M. (2014), *Ekonomia i edukacja ekonomiczna w dobie finansyzacji gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3, s. 207–219.
- Ratajczak M. (2017), *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, „Bezpieczny Bank”, nr 3(68), s. 7–22.
- Reich R. (2015), *Saving Capitalism. For the Many, Not the Few*, Alfred A. Knopf, New York.
- Reinhart C., Rogoff K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rousseau P., Wachtel P. (2011), *What is Happening to The Impact of Financial Deepening on Economic Growth?*, „Economic Inquiry”, Vol. 49(1), s. 276–288.
- Richardson D., Castree N., Goodchild M., Kobayashi A., Liu W., Marston R. (eds.) (2017), *International Encyclopedia of Geography*, John Wiley & Sons Ltd.
- Salerno J. (1994), *Ludwig von Mises's Monetary Theory in Light of Modern Monetary Thought*, „The Review of Austrian Economics”, Vol. 8(1), s. 71–115.
- Sawyer M. (2014), *What is Financialization?*, „International Journal of Political Economy”, No. 42(4), s. 5–18.
- Sawyer M. (2016), *Confronting Financialisation*, [w:] P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *Financial Liberalization: Past, Present and Future*, Annual Edition of International Papers in Political Economy, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, s. 34–85.
- Schularick M., Taylor M. (2012), *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy Leverage Cycles and Financial Crisis, 1870–2008*, „American Economic Review”, Vol. 102(4), s. 1029–1061.
- Shaikh A. (2016), *Capitalism. Competition, Conflict, Crisis*, Oxford University Press, Oxford.
- Shiller R. (2012), *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Shipman A. (2015), *Capitalism without Capital. Accounting for the Crash*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke.
- Shucksmith M., Brown D. (eds.) (2016), *Routledge International Handbook of Rural Studies*, Routledge.
- Sieroń A. (2015), *Efekt Cantillona*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, nr 2(74), s. 68–87.
- Sieroń A. (2016), *Znaczenie efektu Cantillona w teorii ekonomii*, „Ekonomia – Wrocław Economic Review”, No. 22(3), „Acta Universitatis Wratislaviensis”, nr 3732, s. 9–25.
- Sieroń A. (2014), *Neutralność pieniądza*, „Studia Ekonomiczne INE PAN”, nr 1(LXXX), Warszawa, s. 88–107.
- Silvennoinen A., Thorp S. (2013), *Financialization, Crisis and Commodity Correlation Dynamics*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, Vol. 24(C), s. 42–65.
- Sinapi C. (2013), *The Role of Financialization in Financial Instability: A Post-Keynesian Institutional Perspective*, „Svetska Ekonomska I Društvena Kriza”, No. 3, s. 207–231.
- Singleton K. (2014), *Investor Flows and the 2008 Boom / Bust Oil Prices*, „Management Science”, Vol. 60(2), s. 300–318.

- Sinn H.-W. (2010), *Casino Capitalism. How The Financial Crisis Came About And What Needs To Be Done Now*, Oxford University Press, New York.
- Soener M. (2015), *Why Do Firms Financialize? Meso-level Evidence from the US Apparel and Footwear Industry, 1991–2005*, „Socio-Economic Review”, Vol. 13(3), s. 549–573.
- Sokół H. (2017), *Krótkoterminowe papiery dłużne w zarządzaniu płynnością przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Spoz A. (2016), *Wpływ finansyzacji na działalność i sprawozdawczość przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 436, s. 270–277.
- Stiglitz J. (2010), *Słowo wstępne*, [w:] K. Polanyi, *Wielka transformacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stockhammer E. (2004), *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics”, No. 28, s. 719–741.
- Stockhammer E. (2010), *Financialization and the Global Economy*, „University of Massachusetts Working Paper”, No. 240, s. 1–18.
- Stockhammer E. (2012), *Financialization, Income Distribution and the Crisis*, „Investigación Económica”, Vol. 71(279), s. 39–70.
- Storm S. (2018), *Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance*, „Development and Change”, Vol. 49(2), s. 302–329.
- Stout L. (2012), *The Shareholder Value Myth, How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett – Koehler Publishers, San Francisco.
- Streeck W. (2014), *Bying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*, Verso, London.
- Styhre A. (2015), *The Financialization of the Firm. Managerial and Social Implications*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Svilokos T., Burin I. (2017), *Financialization and Its Impact on Process of Deindustrialization in the EU*, „Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci”, Vol. 35(2), s. 583–610.
- Sweezy P. (1997), *More (or Less) on Globalization*, „Monthly Review”, No. 49(4), s. 1–4.
- Szczepankowski P. (2015), *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73, s. 497–510.
- Szczepankowski P. (2016), *Finansyzacja przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 1(38), s. 31–47.
- Szczepankowski P. (2017), *Financialisation of the Non-Financial Corporations and Enterprise Value Migration. Evidence from the Polish Stock Market: 2000–2015*, „Studia i Prace WNEiZ US”, nr 50(3), s. 155–172.
- Szunke A. (2014), *The Role of Financialization in Banking Sector Instability*, „Journal of Economics & Management”, Vol. 16, s. 97–111.
- Tabb W. (2012), *The Restructuring of Capitalism*, Columbia University Press, New York.
- Tabb W. (2013), *The International Spread of Financialization*, [w:] W. Martin, G. Epstein (eds.), *Handbook of the Political Economy of Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford.
- Tang K., Xiong W. (2012), *Index Investment and Financialization of Commodities*, „Financial Analyst Journal”, Vol. 68(6), s. 54–74.

- Timofiejuk I. (2001), *Redivivus Marks. Czy koło historii zatoczyło pełny obrót*, „Ekonomia. Rynek, Gospodarka, Społeczeństwo”, nr 4 s. 39–53.
- Tobin J. (1984), *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyds Bank Review”, July, s. 1–15.
- Tomaskovic-Devey D. (2015), *Beware Financialization, Attractive and Dangerous, But Mostly Dangerous*, „Teorija in Praksa”, No. 52(3), s. 382–393.
- Tomaszewski J. (2012), *Inwestycje w indeksy rynków towarowych a poziom cen i ryzyka na rynkach towarowych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Sectio H., Vol. XLVI(1), s. 395–404.
- Tomaszewski J. (2015), *Finansjalizacja a zmiany strukturalne na rynku towarów rolnych w pierwszych latach XXI wieku*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H”, Vol. XLIX(4), s. 601–610.
- Tomaszewski J. (2016), *Finansjalizacja rynku towarowego a regulacja rynku towarowych instrumentów pochodnych Unii Europejskiej*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1(79), s. 137–147.
- Toporowski J. (2000), *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives, and Pension Fund Capitalism*, Routledge, London.
- Tori D., Onaran Ö. (2018), *The Effects of Financialization on Investment: Evidence from Firm-level Data for the UK*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 42(5), s. 1393–1416.
- Tridico P., Pariboni R. (2018), *Inequality, Financialization and Economic Decline*, „Journal of Post Keynesian Economics”, Vol. 41(2), s. 236–259.
- Turbeville W. (2013), *Financialization and a New Paradigm for Financial Markets*, <https://www.demos.org/sites/default/files/publications/Turbeville.pdf> [dostęp 4.11.2018].
- Turner A. (2016), *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Urban D. (2017), *Państwowe fundusze majątkowe. Pomiędzy krajową gospodarką a globalnymi rynkami finansowymi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Van der Zon H. (2016), *Globalized Finance and Varieties of Capitalism*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke.
- Van der Zwan N. (2014), *Making Sense of Financialization*, „Socio-Economic Review”, Vol. 12(1), s. 99–129.
- Varoufakis J. (2017), *Talking to My Daughter About the Economy. A Brief History of Capitalism*, The Bodley Head, London.
- Vasudevan R. (2009), *From the Gold Standard to the Floating Dollar Standard: An Appraisal in the Light of Marx's Theory of Money*, „Review of Radical Political Economics”, Vol. 41(4), s. 473–491.
- Vercelli A. (2013), *Financialisation in a Long-run Perspective: An Evolutionary Approach*, „International Journal of Political Economy”, Vol. 42(2), s. 19–46.
- Vercelli A. (2017), *Crisis and Sustainability. The Delusion of Free Markets*, Palgrave Macmillan.
- von Weizsäcker E., Wijkman A. (2018), *Come On! Capitalism, Short-termism, Population and the Destruction of the Planet. A Report to the Club of Rome*, Springer Nature, New York.
- Wayne B. (2006), *Ownership and Security: Individualized Pensions and Pension Policy in the United Kingdom and the United States*, „Competition and Change”, No. 10, s. 321–337.
- Waliszewski K. (2016), *Financialization of the Economy and the Need for Personal Finance Advisory Services*, „Financial Internet Quarterly e-Finance”, Vol. 12(2), s. 13–23.

- Whalen Ch. (2017), *Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky*, „Financial Internet Quarterly e-Finance”, Vol. 13(3), s. 45–61.
- Williams K. (2000), *From Shareholder Value to Present-day Capitalism*, „Economy and Society”, Vol. 29(1), s. 1–12.
- Wisman J. (2013), *Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 37(4), s. 921–945.
- Wiśniewski P. (2018), *Państwowe fundusze majątkowe jako globalny inwestor alternatywny*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Woo H. (2017), *Growth Without Inequality. Reinventing Capitalism*, Routledge, New York.
- Wrzesiński M. (2014), *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, [w:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Xie F., Li A., Zhu A. (2013), *Marxist Crisis Theory and the Rate of Profit In the U.S. Economy during 1975–2008*, „Economic and Political Studies”, Vol. 1(1), s. 44–78.
- Zaremba A. (2014), *Wykorzystanie surowców do dywersyfikacji portfela wobec zjawiska finansjalizacji*, „Studia Ekonomiczne”, nr 2(LXXXI), s. 243–263.
- Zingales L. (2015), *Presidential Address: Does Finance Benefit Society?*, „The Journal of Finance”, August, Vol. LXX(4), s. 1327–1363.
- Żelazny J. (2016), *Financialization and Commodity Market Stability*, „Financial Internet Quarterly e-Finance”, Vol. 12(4), s. 33–42.
- Zinowiew A. (1996), *Post-komunistyczna Rossija*, Wydawnictwo Respublika, Moskwa.

# Spis rysunków

Rysunek 1.1.	Wyniki wyszukiwań w bazie Web of Science	22
Rysunek 1.2.	Wyniki wyszukiwań w bazie Scopus	23
Rysunek 1.3.	Finansyzacja w kontekście podziału dochodu według Thomasa Palleya	30
Rysunek 1.4.	Kluczowy katalog pojęciowy związany z terminem „finansyzacja” – szerokie ujęcie definicyjne	31
Rysunek 1.5.	Kluczowy katalog pojęciowy związany z terminem „finansyzacja” – wąskie ujęcie definicyjne	32
Rysunek 2.1.	Kapitalizacja giełd w wybranych krajach w relacji do produktu krajowego brutto	92
Rysunek 2.2.	Obrót akcjami spółek giełdowych w relacji do produktu krajowego brutto	93
Rysunek 2.3.	Aktywa funduszy emerytalnych w relacji do produktu krajowego brutto	94
Rysunek 2.4.	Wielkość bazy monetarnej do produktu krajowego brutto	94
Rysunek 2.5.	Wielkość bazy monetarnej (2015 = 100)	95
Rysunek 2.6.	Wielkość kredytu krajowego w relacji do produktu krajowego brutto	95
Rysunek 2.7.	Wartość dodana w sektorze przemysłowym w relacji do produktu krajowego brutto	96
Rysunek 2.8.	Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do nadwyżki operacyjnej brutto	97
Rysunek 2.9.	Pozycja kredytowa przedsiębiorstw	97
Rysunek 2.10.	Wielkość aktywów finansowych gospodarstw domowych w relacji do produktu krajowego brutto <i>per capita</i> w cenach stałych z roku 2010 (w dolarach amerykańskich)	98
Rysunek 2.11.	Oszczędności netto gospodarstw domowych jako procent dochodów do dyspozycji	98
Rysunek 3.1.	Liczba i rodzaje kryzysów finansowych w latach 1970–2012	143



## 270 Spis rysunków

Rysunek 3.2.	Przekształcenie cyklu przebiegu cyklu koniunkturalnego w następstwie procesu finansyzacji	152
Rysunek 5.1.	Postrzeganie kapitalizmu wolnorynkowego przez obywateli 22 krajów w roku 2012	211
Rysunek 5.2.	Ocena kapitalizmu wolnorynkowego w wybranych krajach w roku 2012	212
Rysunek 5.3.	Wyniki odpowiedzi na pytanie: „Jak sprawiedliwie dzielone były korzyści i obciążenia ekonomiczne w twoim kraju w ostatnich latach?” w grupie wybranych krajów w roku 2012 r.	213
Rysunek 5.4.	Wyniki odpowiedzi na pytanie: „Jak sprawiedliwie dzielone były korzyści i obciążenia ekonomiczne w twoim kraju w ostatnich latach?” w wybranych krajach w roku 2012 r.	214

# Spis tabel

Tabela 1.1.	Wybrane definicje finansyzacji prezentowane w pracach polskich autorów	33
Tabela 1.2.	Różnice pomiędzy finansyzacją typu 1 i finansyzacją typu 2	53
Tabela 1.3.	Fazy finansyzacji w gospodarce amerykańskiej	56
Tabela 1.4.	Przykłady działań legislacyjnych przyczyniających się do rozwoju zjawiska finansyzacji w gospodarce Stanów Zjednoczonych od 1974 r.	57
Tabela 1.5.	Historyczne czynniki i decyzje przyczyniające się do rozwoju zjawiska finansyzacji w gospodarce światowej	58
Tabela 2.1.	Pola badawcze i mierniki proponowane do oceny różnych aspektów finansyzacji	91
Tabela 4.1.	Przykłady strukturyzowanych podmiotów inwestycyjnych tworzonych przez banki	181
Tabela 4.2.	Udział przychodów nieodsetkowych w całości przychodów banków (w %)	183