

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

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: 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	
I. Pojęcie, istota i znaczenie zjawiska finansyzacji	21
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	
II. Teoretyczne fundamenty finansyzacji i problem pomiaru	63
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	
III. Makroekonomiczne aspekty finansyzacji	103
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

IV. Finansyzacja w ujęciu mikroekonomicznym	157
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

V. Definansyzacja jako kierunek ewolucji kapitalizmu	195
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 towarów¹.

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 finansyzacji². W literaturze przedmiotu dowodzone jest, że w istocie sekurytyzacja przekształciła globalny przyływ kapitału w niczym nieskrępowaną ekspansję kredytu hipotecznego dla najbiedniejszych kredytobiorców³. 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 finansowej⁴. 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 finansowo⁵.

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 potwierdzeniem⁶.

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 makroekonomii⁷. Alan Greenspan przekonywał w roku 2005, że rosnąca paleta pochodnych papierów wartościowych jest jednym z kluczowych czynników odpowiedzialnych za niezwykłą i nadzwyczajną odporność systemu bankowego⁸. 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 gospodarki⁹. 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 formie¹⁰.

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 kredytu¹¹.

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 prąd¹².

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 aktywach¹³.

Wydaje się, że zaprezentowany opis odpowiada gospodarce podlegającej procesowi finansyzacji – gospodarce sfinansyzowanej¹⁴. 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 instytucji¹⁵.

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 rynków¹⁶.

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 nurtu¹⁷.

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 ignorowane¹⁸.

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 Greenspana¹⁹. 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 całości²⁰.

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

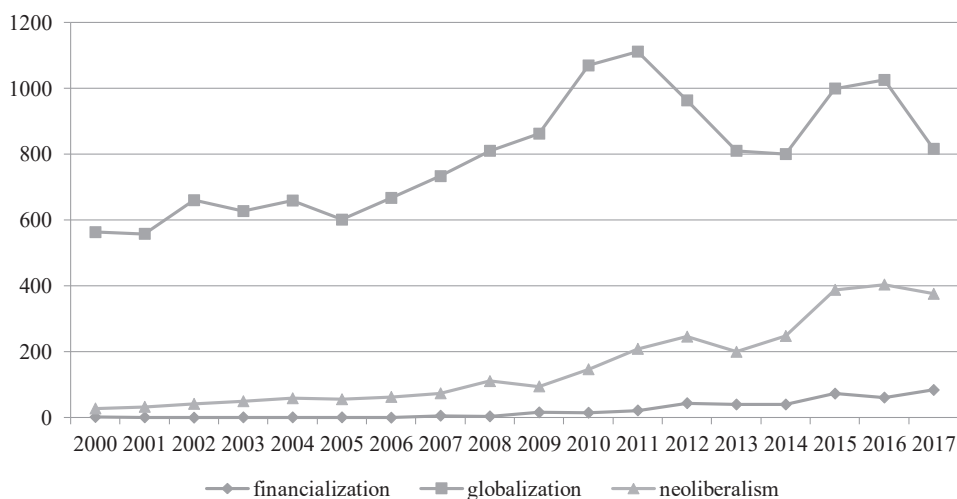
Pojęcie, istota i znaczenie zjawiska finansyzacji

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 zjawiskiem¹.



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.