

Eugeniusz Gostomski
Uniwersytet Gdański

Finansyzacja w gospodarce światowej

Celem niniejszego opracowania jest próba przedstawienia istoty finansyzacji i nakreślenie głównych problemów związanych z nasilaniem się tego zjawiska w gospodarce światowej. Finansyzacja rozumiana jako dominacja sektora finansowego nad sektorem realnym, co jest najbardziej widoczne w USA, była jedną z istotnych przyczyn globalnego kryzysu finansowego. Autor w oparciu o polską i zagraniczną literaturę przedmiotu oraz dane statystyczne przedstawił główne przyczyny, natężenie i skutki finansyzacji w krajach wysoko rozwiniętych. Szczególną uwagę zwrócono na negatywne następstwa finansyzacji na świecie. Mało prawdopodobne jest powstrzymanie nasilającej się finansyzacji, ale należy podejmować działania na rzecz większej regulacji rynków finansowych, co może ustabilizować ich funkcjonowanie i uchronić sferę realną gospodarki przed bolesnymi skutkami kolejnych kryzysów finansowych.

Financialization in the world economy

This paper aims to present the essence of financialization and outline the main problems associated with the intensification of this phenomenon in the world economy. Financialization, understood as the dominance of the financial sector over the real sector, which is most evident in the United States, was one of the major causes of the global financial crisis. Basing his analysis on Polish and foreign literature and statistical data, the author presents the main causes, intensity, and consequences of financialization in developed countries. Special attention is paid to the negative consequences of financialization in the world. It is unlikely to stop the process of growing financialization. However, action in favor of greater regulation of financial markets, which could stabilize their functioning and protect the real economy from the painful effects of successive financial crises, should be taken.

Keywords: financialisation, financial sector, real sector, financial markets

Klasyfikacja JEL: G1, F650

Wprowadzenie

Od końca lat siedemdziesiątych XX w. w gospodarce światowej, a szczególnie w krajach rozwiniętych z USA na czele, postępuje proces nadmiernego wzrostu sektora finansowego i jego odrywania się od realnej sfery gospodarczej. Jednakże w piśmiennictwie ekonomicznym większą uwagę temu zagadnieniu poświęca się

dopiero od wybuchu we wrześniu 2008 r. globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego, widząc w funkcjonowaniu sfery finansowej – a nie realnej – istotne źródło tego kryzysu. Zjawisko gwałtownego zwiększania się na świecie rozmiarów i znaczenia sektora finansowego przy jednoczesnej jego autonomizacji wobec realnego sektora gospodarczego nazywane jest finansyzacją. Istocie tego fenomenu, jego przyczynom i skutkom w polskiej literaturze poświęca się stosunkowo mało miejsca. Skłoniło to autora do naświetlenia w niniejszym opracowaniu kluczowych zagadnień związanych z postępującą w gospodarce światowej finansyzacją.

1. Istota finansyzacji

Finansyzację bardzo trudno jednoznacznie zinterpretować i dlatego istnieje wiele jej definicji o różnym stopniu szczegółowości i niejednakowym wyeksponowaniu konstytuujących ją czynników. Ponadto sam termin „finansyzacja” powszechnie jeszcze się nie przyjął. Równolegle używa się takich pojęć, jak „finansjeryzacja”, „finansjalizacja”, „ufinansowanie” czy „kapitalizm finansowy”, ale chyba najczęściej w literaturze fachowej na określenie dominacji sektora finansowego w gospodarce krajów rozwiniętych używa się pojęcia finansyzacji.

Najogólniej finansyzację rozumie się jako proces zwiększania się wpływu rynków finansowych i elit finansowych na politykę gospodarczą rządów i funkcjonowanie przedsiębiorstw oraz na życie społeczne w krajach wysoko rozwiniętych. Tak finansyzację pojmuje m.in. Larry G. Epstein, dla którego oznacza ona rosnącą rolę elit finansowych, rynków finansowych, podmiotów oraz instytucji finansowych w funkcjonowaniu zarówno gospodarek narodowych krajów rozwiniętych, jak i globalnej gospodarki. Innymi słowy, finansyzacja to nadrzędność sfery finansowej nad realną sferą gospodarki, czyli w życiu gospodarczym ta pierwsza staje się ważniejsza niż ta druga, generując więcej dochodów i determinując w coraz większym stopniu decyzje podmiotów niefinansowych. Znamienny przykład na poparcie powyższej tezy podaje Jerzy Żyżyński, który pisze, iż firma Porsche w roku fiskalnym kończącym się w lipcu 2008 r. zarobiła 6,8 mld EUR na handlu opcjami Volkswagena oraz dodatkowy 1 mld EUR dzięki rosnącej wartości swojego udziału w konkurencyjnej firmie, co pozwoliło jej zwiększyć dochody przed opodatkowaniem do poziomu 8,6 mld EUR, a więc zarobić znacznie więcej w porównaniu z tym, co zarobilaby, działając tylko w sferze produkcyjnej [Żyżyński, 2009, s. 173].

Marek Ratajczak rozróżnia finansyzację w wąskim i szerokim znaczeniu. W wąskim znaczeniu oznacza ona wzrost roli działalności finansowej w aktywności gospodarczej podmiotów niefinansowych, co prowadzi do tego, że w dochodach przedsiębiorstw o charakterze niefinansowym zwiększa się coraz bardziej

udział dochodów z działalności finansowej kosztem dochodów z tradycyjnej działalności operacyjnej i inwestycyjnej, Natomiast w szerokim znaczeniu finansyzacja to proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej i uzyskiwania nad nią nadrzędnej pozycji [Ratajczak, 2012, s. 282–283].

Finansyzacja jest też postrzegana jako nowe stadium kapitalizmu, nazywane „kapitalizmem finansowym”, „kapitalizmem rentierskim” czy „kapitalizmem odcinania kuponów” [Ratajczak, 2009, s. 19]. Spotyka się też określenie „kapitalizm kasynowy”, któremu wiele uwagi w książce *Kasino Kapitalismus* poświęcił niemiecki ekonomista Hans Werner Sinn. Píše on o przekształceniu się Wall Street w istne kasyno gry, co stało się przyczyną wybuchu globalnego kryzysu finansowego [Sinn, 2010, s. 14].

Na podstawie analizy definicji finansyzacji występujących w literaturze fachowej można stwierdzić, iż jej istotą jest narastająca dominacja sektora finansowego, w szczególności rynków kapitałowych i banków z ich wielorakimi spółkami zależnymi, nad sektorem przedsiębiorstw niefinansowych. Sfera finansowa staje się więc ważniejsza niż sfera realna. Generuje ona coraz więcej dochodów, a rynki finansowe wraz z działającymi na nich podmiotami finansowymi, które obracają instrumentami finansowymi, istotnie wpływają na decyzje podmiotów niefinansowych. Do wyróżników finansyzacji należą też takie czynniki, jak: ciągle poszerzający się wachlarz instrumentów i instytucji finansowych funkcjonujących w najbardziej rozwiniętych państwach na świecie, wzrost aktywów finansowych w ogólnej wartości majątku podmiotów niefinansowych, wzrost znaczenia instrumentów finansowych w sterowaniu dużymi przedsiębiorstwami, wzrost napędzanej kredytami konsumpcji gospodarstw domowych i zwiększające się zadłużenie sektora publicznego.

2. Przyczyny finansyzacji w gospodarce światowej

Proces finansyzacji najszybciej i w największym stopniu ogarnął gospodarkę USA. W mniejszym zakresie dotyczy on w zasadzie wszystkich krajów rozwiniętych. Finansyzacji towarzyszą zjawiska i procesy, które ją napędzają i bez których nie miałyby tak dużego znaczenia jak ma dzisiaj. Chodzi tutaj o:

- deregulację i globalizację rynków finansowych,
- gwałtowne poszerzenie oferty nowych instrumentów dostępnych na rynku finansowym,
- wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (wszelkiego rodzaju instytucji zarządzających funduszami inwestycyjnymi i emerytalnymi), banków inwestycyjnych i firm pożyczkowych stanowiących konkurencję dla tradycyjnych banków,

- wzrost zadłużenia sfery publicznej,
- gwałtowne poszerzenie się oferty kredytów i instrumentów inwestycyjnych dostępnych na rynku finansowym.

Nie ma jednej konkretnej przyczyny zapoczątkowania i pogłębiania się zjawiska finansyzacji w czasach współczesnych. Pomija się tutaj wcześniejsze przejawy finansyzacji, jak np. napływ w XVI i XVII w. z Ameryki do Hiszpanii kruszców, z których bito monety, przez co gwałtownie zwiększyła się podaż pieniądza w gospodarce hiszpańskiej. Towarzyszyła temu złudna wiara, iż sam pieniądz i obrót nim, bez normalnej aktywności w sferze realnej gospodarki, zagwarantują społeczeństwu dobrobyt. U podstaw współczesnej finansyzacji leży przede wszystkim deregulacja i liberalizacja rynków finansowych, która nasiliła się wraz z przejściem krajów kapitalistycznych do całkowicie papierowego pieniądza po załamaniu się w latach siedemdziesiątych XX w. systemu walutowego z Bretton Woods opartego na wymienialnym na złoto dolarze. Pieniądz papierowy, oparty wyłącznie na zaufaniu i obietnicy banku centralnego, iż inflacja utrzyma się na niskim poziomie, daje bankom centralnym arbitralną władzę manipulowania stopą procentową i drukowania teoretycznie dowolnej ilości banknotów, a bankom komercyjnym nieskrępowaną możliwość udzielania kredytów, czyli emisji pieniądza bankowego (bezgotówkowego).

Jeszcze do wybuchu globalnego kryzysu finansowego (bankructwo Lehman Brothers 15 września 2008 r.) zgodnie ze wskazaniami monetarystów w większości krajów o gospodarce rynkowej prowadzono politykę ograniczania kreacji pieniądza gotówkowego przez banki centralne. Stanowiła ona hamulec dla ekspansji pieniądza kredytowego emitowanego przez banki komercyjne. Jednakże po deregulacji banki zaczęły obchodzić ograniczenia w zakresie kreacji pieniądza bankowego (bezgotówkowego). Wymyśliły one bowiem emisję różnego typu papierów dłużnych na dużą skalę. Jak pisze Tomasz Gruszecki, te instrumenty to aktywa finansowe, które powiększały wartość aktywów na rynku, a traktowane jako zabezpieczenia umożliwiły dalszą ekspansję działalności kredytowej banków komercyjnych. Doprowadziło to do eksplozji długu na świecie, zarówno publicznego, jak i prywatnego. W rezultacie w 2010 r. łączny dług publiczny i prywatny w krajach rozwiniętych wynosił już od 300 do 500% ich PKB [Gruszecki, 2013, s. 18].

W czasie globalnego kryzysu finansowego i kryzysu zadłużeniowego, który wystąpił bardzo wyraźnie w części krajów strefy euro w następstwie ratowania dużych banków przed bankructwem, pobudzania koniunktury gospodarczej za pomocą instrumentów finansowych i innych czynników, banki centralne (w tym także Europejski Bank Centralny) istotnie zwiększyły emisję pieniądza gotówkowego. Zwiększyła się więc baza monetarna, która pociągnęła za sobą także wzrost wolumenu pieniądza kredytowego. Agregat M3 będący miarą szeroko pojętej podaży pieniądza, który na początku lat osiemdziesiątych XX w. na świecie nie prze-

kraczał 10 bln USD, w 2010 r. wzrósł do 75 bln USD, czyli osiągnął wyższą wartość niż światowy PKB (55 bln USD) [Gruszecki, 2013, s. 12].

Istnienie pieniądza papierowego oraz silna tendencja do zadłużania się prywatnych i publicznych podmiotów gospodarczych na rynku finansowym nie wyczerpują przyczyn rozprzestrzeniania się finansyzacji na świecie. Thomas Palley przyczyny finansyzacji podzielił na trzy grupy:

- 1) zmiany w strukturze i funkcjonowaniu rynków finansowych,
- 2) zmiany w zachowaniu przedsiębiorstw niefinansowych,
- 3) zmiany w zakresie polityki gospodarczej i społecznej krajów rozwiniętych polegające na popieraniu procesów globalizacyjnych, ograniczaniu roli państwa w życiu gospodarczym, uelastycznianiu rynku pracy oraz preferowaniu w polityce ekonomicznej stabilności cen, nawet kosztem wzrostu bezrobocia [Palley, 2007, s. 11].

Ad. 1. Najistotniejsze z punktu widzenia finansyzacji zmiany na rynkach finansowych polegały na pojawieniu się nowych, często bardzo skomplikowanych instrumentów pochodnych i produktów ustrukturyzowanych, co nie byłoby możliwe bez rozwoju nowoczesnych technologii informatycznych. Równolegle na rynek finansowy gremialnie wchodził nowi pośrednicy, często nie objęci państwowym nadzorem finansowym. Następowala też deregulacja działalności finansowej, związana z wchodzeniem na krajowe rynki finansowe zagranicznych podmiotów finansowych, a szczególnie tzw. graczy globalnych. Ważnym motorem finansyzacji była też sekurytyzacja aktywów zamrożonych w bilansach podmiotów finansowych: należności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych, samochodowych i kartowych, a także z tytułu posiadanych obligacji skarbowych i korporacyjnych. Pozwoliła ona bankom i innym instytucjom finansowym nie tylko zwiększyć płynność i akcję kredytową, ale także przerzucić ryzyko na nabywców papierów wartościowych pochodzących z sekurytyzacji.

Ad. 2. Wśród czynników stymulujących rozwój finansyzacji występujących w sferze przedsiębiorstw niefinansowych na uwagę zasługuje oddzielenie w dużych firmach własności przedsiębiorstwa od zarządzania nim oraz silny nacisk akcjonariuszy na zarządzających, by zapewnili im uzyskanie wysokich stóp zwrotu. Tego rodzaju presja występuje szczególnie w przedsiębiorstwach, w których znaczącymi udziałowcami są fundusze inwestycyjne. Dla nich często ważniejsze jest uzyskiwanie w krótkim okresie wysokiej dywidendy niż zapewnienie przedsiębiorstwu stabilnego rozwoju w dłuższym okresie. W tej sytuacji menedżerowie często sięgają po innowacyjne instrumenty. Obrót nimi pozwala uzyskać wysokie zyski, ale też generuje duże ryzyko.

Innym występującym w przedsiębiorstwach zjawiskiem, które napędzało finansyzację, było finansowanie firm głównie kapitałem obcym (kredyt, emisja obligacji) i stosowanie na dużą skalę dźwigni finansowej. Pozwalało to firmom

odnosić korzyści z tytułu tarczy podatkowej, ale też wiązało się z dużym ryzykiem i uzależniało je od sytuacji na rynku finansowym.

Należy podkreślić, że z dzwigni finansowej na dużą skalę (często kapitał obcy aż trzydziestokrotnie przewyższał zaangażowany w transakcję kapitał własny) korzystały instytucje finansowe, co następowało głównie w połączeniu z dynamicznym rozwojem rynku derywatów [Gruszecki, 2012, s. 25].

Ad. 3. Procesowi finansyzacji w krajach rozwiniętych sprzyjały też takie działania rządów, wspierane przez międzynarodowe instytucje finansowe, jak: liberalizacja i deregulacja rynków finansowych, ograniczanie wydatków budżetowych głównie poprzez redukcję wydatków socjalnych, liberalizacja prawa pracy i odejście od polityki pełnego zatrudnienia na rzecz zapewnienia stabilności poziomu cen [Marszałek, 2012, s. 223–225].

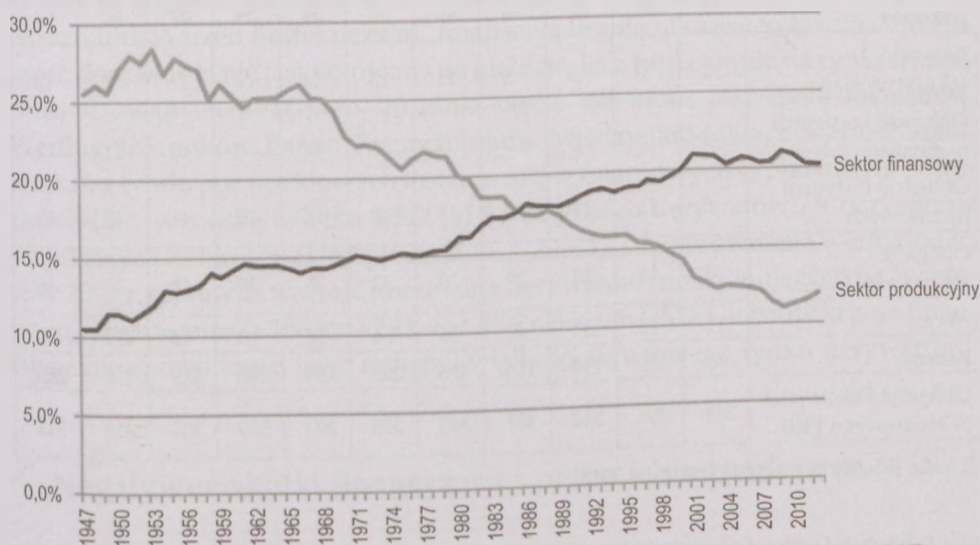
Oprócz przywołanych wyżej czynników finansyzacji należy też wymienić sytuację demograficzną w krajach rozwiniętych – wydłużanie się długości życia i wzrost udziału ludności w wieku poprodukcyjnym w ogólnej populacji. Sytuacja demograficzna połączona z przeświadczeniem, że dotychczasowe repartycyjne systemy emerytalne nie będą w stanie zapewnić godziwego życia na emeryturze, zmusza ludzi do większego oszczędzania na starość. Powstaje więc popyt na instrumenty finansowe, z którymi wiąże się oczekiwanie uzyskania wyższej stopy zwrotu w porównaniu z inwestycjami w sferze realnej gospodarki [Marszałek, 2012, s. 225–226].

3. Przejawy i skala finansyzacji

Najbardziej proces finansyzacji zaawansowany jest w USA. O finansyzacji gospodarki amerykańskiej najdobitniej świadczy wysoki udział sektora finansowego w tworzeniu PKB i również wysoki udział podmiotów finansowych w łącznych zyskach amerykańskich korporacji. W USA udział szeroko rozumianego sektora finansowego (zalicza się do niego oprócz banków, zakładów ubezpieczeniowych i innych podmiotów finansowych także wartość nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów hipotecznych) wzrósł w okresie powojennym z 10% w 1947 r. do 21% w 2009 r. Natomiast w sektorze przedsiębiorstw produkcyjnych w analogicznym okresie wystąpiła odwrotna tendencja – nastąpił spadek jego udziału w PKB z 26% do poziomu 11% (rys. 1).

Od połowy lat osiemdziesiątych XX w. w USA sektor finansowy pod względem udziału w tworzeniu PKB zaczął wyprzedzać sektor przemysłowy. Wpłynęła na to deregulacja rynków finansowych, stosowanie na dużą skalę sekurytyzacji długów i wzrost zadłużania się zarówno przez podmioty publiczne, jak i prywatne. Z danych zawartych w książce Thomasa Palleya [Palley, 2007, s. 7]

wynika, iż całkowity dług sektora finansowego i niefinansowego (kredyty, obligacje) wzrósł w latach 1973–2005 w USA nominalnie dziewięć razy. Zwiększał się on szybciej niż PKB i w efekcie udział długu w relacji do PKB wzrósł ze 157% w 1973 r. do 329% w 2005 r. Najszybciej zwiększał się dług sektora finansowego, który w latach 1973–2005 powiększył się aż 61 razy, a w relacji do całkowitego długu wzrósł z 10% do 32%. Jeżeli chodzi o zadłużenie sektora niefinansowego, to najszybciej zwiększały się kredyty gospodarstw domowych z kart płatniczych i kredyty mieszkaniowe. Zadłużaniu się gospodarstw domowych sprzyjały niskie stopy procentowe, dobra koniunktura przed 2007 r., upowszechnienie się w społeczeństwie amerykańskim stylu życia na kredyt, a z drugiej strony liberalne podejście instytucji finansowych do badania zdolności kredytowej osób ubiegających się o kredyt, co wiązało się z szeroko stosowaną praktyką odsprzedaży długów przez banki.



Rysunek 1. Udział sektora produkcyjnego i sektora finansowego w tworzeniu PKB w USA w latach 1947–2012

Źródło: [Kowall, 2013, s. 23].

Wyrazem finansyzacji jest też wysoki dług publiczny w USA. Pod koniec 2013 r. zadłużenie sektora publicznego przekroczyło 17 bln USD (z czego ponad 4 bln USD stanowiło zadłużenie zagraniczne), a w relacji do PKB wynosiło 106% [For-sal, 2013].

Inna oznaka finansyzacji to nieproporcjonalny wzrost zysków podmiotów finansowych. O ile na początku lat osiemdziesiątych XX w. zyski sektora finansowego stanowiły 16% całości zysków przedsiębiorstw, to w latach dziewięć-

dziesiątych oscylowały pomiędzy 21% a 30%, a na początku obecnej dekady wynosiły już 41% [Gruszecki, 2012, s. 18].

W warunkach nasilającej się finansyzacji zawrotne rozmiary w USA osiągają obroty sektora finansowego: w 1980 r. wynosiły one 17,8 bln USD, sześciokrotnie przekraczając wartość PKB, a dwadzieścia lat później wynosiły już 508,5 bln USD i były 51 razy wyższe niż PKB [Żyżyński, 2009, s. 174].

O finansyzacji gospodarki światowej najlepiej świadczą dane statystyczne dotyczące wartości nominalnej aktywów finansowych na świecie, dostępne w publikacjach Mc Kinsey Global Institute (tab. 1).

Tabela 1. Instrumenty dłużne i akcje jako zasadnicze elementy aktywów finansowych na świecie (w bln USD)

Wyszczególnienie	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	VI 2012
Niesekurytyzowane pożyczki	23	26	35	42	46	50	54	54	57	60	62
Pożyczki sekurytyzowane	2	3	5	9	11	13	14	14	13	13	13
Obligacje korporacji niefinansowych	3	3	5	7	7	8	8	9	10	11	11
Obligacje instytucji finansowych	8	11	19	30	35	30	42	42	41	42	42
Obligacje skarbu państwa	9	14	18	29	30	32	35	39	43	46	46
Akcje	11	18	37	47	56	64	36	48	54	477	50
Razem	56	75	119	165	185	206	189	206	219	218	225
Obligacje i akcje jako % światowego PKB	263	256	310	331	345	355	307	339	335	312	312

Źródło: [Mc Kinsey Global Institute, 2013].

Pod koniec czerwca 2012 r. wartość wyemitowanych na świecie instrumentów dłużnych osiągnęła wartość 175 bln USD (prawie czterokrotny wzrost w stosunku do 1990 r.), a wraz z akcjami wyniosła 225 bln EUR. Na tę kwotę złożyły się pożyczki niesekurytyzowane (62 bln USD), akcje spółek notowanych na giełdach (50 bln USD), obligacje skarbowe (42 bln USD) i pozostałe instrumenty dłużne. W relacji do światowego PKB wartość aktywów finansowych wynosiła 312%. Najwyższy poziom wskaźnik ten osiągnął w 2006 r. (345%), a w kryzysowym 2008 r. obniżył się do 307%. Dane te nie obejmują pieniądza gotówkowego, środków na rachunkach bankowych ani pochodnych instrumentów finansowych (derywatów).

Na skutek globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. wartość akcji spółek notowanych na giełdach zmniejszyła się o 44% (w 2007 r. osiągnęła rekordowy po-

ziom 65 bln USD), ale już od 2009 r. ponownie zaczęła wzrastać. Jak podaje Mc Kinsey Institute [2013], 30% wszystkich pod względem wartościowym wyemitowanych obligacji i akcji na świecie znajduje się w rękach podmiotów zagranicznych.

W kryzysowym 2008 r. załamał się rosnący trend w zakresie transgranicznych przepływów kapitałowych, które obejmują bezpośrednie inwestycje zagraniczne, kredyty udzielone podmiotom zagranicznym oraz zakup akcji i obligacji przez podmioty zagraniczne. Ich wartość obniżyła się z 11,8 bln USD w 2007 r. do 2,2 bln USD w 2008 r. i 1,7 bln USD w 2009 r., ale w 2012 r. wynosiła już 4,6 bln USD (39% wartości transgranicznych przepływów kapitału ze szczytowego poziomu w 2007 r.) [Mc Kinsey Global Institute, 2013, s. 23–25].

W ostatnich 20–30 latach do gigantycznych rozmiarów na świecie rozwinął się rynek pochodnych instrumentów finansowych. O ile początkowo funkcjonowały one jako instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem, to z czasem stały się głównie instrumentami spekulacyjnymi. Odpowiadają one w znacznym stopniu za kryzys finansowy, szczególnie te emitowane w związku z sekurytyzacją aktywów, które Warren Buffet nazwał „finansową bronią masowego rażenia”. Większość derywatów nie jest notowana na giełdzie, lecz funkcjonuje na rynkach zdecentralizowanych (OTC), co utrudnia ujęcie ich przez statystykę finansową. Według szacunków Banku Rozrachunków Międzynarodowych wartość zobowiązań z tytułu pozagiełdowych instrumentów finansowych w pierwszym półroczu 2013 r. wynosiła 693 bln USD (81% wszystkich derywatów), a derywatów walutowych 73 bln USD (15%) [BIS, 2013, s. 20–21]. Dla porównania warto dodać, iż w 2001 r. całkowita wartość nominalna derywatów funkcjonujących na światowym rynku wynosiła 150 bln USD, a w 2007 r. 596 bln USD. Globalny kryzys finansowy nie spowodował więc redukcji wielkości światowego rynku derywatów.

4. Negatywne skutki finansyzacji i próba ich ograniczenia

Większość badaczy finansyzacji ocenia ją negatywnie. Fakt, iż stanowiła ona istotny czynnik sprawczy wystąpienia kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych subprime, a następnie rozlania się kryzysu finansowego po całym świecie, tę ocenę finansyzacji jeszcze pogorszył. Wiąże się ją bowiem z pomocą rządów w postaci dokapitalizowania, pożyczek i gwarancji dla banków i zakładów ubezpieczeń, których nadmiernie ryzykowna działalność doprowadziła do kryzysu. Ostateczny ciężar tej pomocy ponieśli podatnicy, z których większość nie była w żaden sposób związana z instytucjami finansowymi i nie partycypowała w wysokich zyskach tego sektora w okresie przedkryzysowym. Również konsekwencje globalnego kryzysu finansowego w postaci spadku PKB i wzrostu bezrobocia w krajach dotkniętych kryzysem poniosły głównie osoby spoza sektora finansowego.

Finansyzację najbardziej krytykuje się za to, że umożliwia sektorowi finansowemu przejmowanie zbyt dużej nadwyżki finansowej, powstającej w sferze realnej, w stosunku do oferowanej jej wartości. Uchodzący za znawcę świata finansów John Bogle zauważa, iż sektor finansowy tworzy wiele zbędnych instrumentów i przeprowadza transakcje, które podrażają tylko koszty inwestorów. „Im więcej bierze dla siebie sektor finansowy, tym mniej zarabia inwestor. Inwestor jest bazowym żywicielem obecnie istniejącego, niezmiernie kosztownego łańcucha pokarmowego” [Bogle, 2010, s. 32].

W wyniku wysysania przez sektor finansowy ze sfery realnej znacznej części jego nadwyżki finansowej przedsiębiorstwa niefinansowe wolniej się rozwijają, co prowadzi do osłabienia procesów wzrostu gospodarczego. Ponadto sektor finansowy przez to, że jest w stanie płacić pracownikom znacznie więcej niż sektor realny, zgarnia z rynku najlepszych pracowników, ograniczając przez to możliwość pozyskania wybitnych jednostek przez przedsiębiorstwa niefinansowe i zmniejszając szanse ich rozwoju.

Oczekiwanie ciągłych i szybkich zysków wywiera presję na menedżerów tak w sektorze finansowym, jak i niefinansowym, zmuszając ich do podejmowania ryzykownych przedsięwzięć i skracania perspektywy podejmowanych decyzji, głównie przez cięcie wydatków, które przynoszą efekty dopiero w dłuższym okresie.

Finansyzacja niesie ze sobą wielość instytucji i instrumentów finansowych. Prowadzi to z jednej strony do wzrostu możliwości lokowania i pozyskiwania środków finansowych przez podmioty niefinansowe, ale z drugiej strony, ze względu na złożoność oferowanych na rynku instrumentów i uzależnienie ich wartości od szybko zmieniającej się sytuacji na rynku, utrudnia wybór optymalnych źródeł finansowania i form lokowania oszczędności. Na przykład, banki przy udzielaniu kredytów prawie całkowicie odeszły od stałych stóp procentowych na rzecz zmiennego oprocentowania, które wiąże się z większym ryzykiem dla kredytobiorców. Joseph Stiglitz w kontekście kryzysu subprime podkreśla, że rynki finansowe nie zarządzały ryzykiem, lecz je stwarzały. Nie pomogły amerykańskim rodzinom w łagodzeniu ryzyka zmiennych stóp procentowych i w rezultacie miliony ludzi tracą domy. Poza tym rynki źle ulokowały setki miliardów dolarów [Stiglitz, 2006].

Finansyzacja stwarza bodźce dla państwa, przedsiębiorstw i osób prywatnych do nadmiernego zadłużania się na rynku finansowym, co uzależnia je od instytucji finansowych. Jerzy Żyżyński za Davidem Harveyem pisze, iż system finansowy w wyniku deregulacji „stał się jednym z głównych centrów aktywności redystrybucyjnej dokonywanej na drodze spekulacji, drapieżnictwa, oszustw i złodziejstwa. Sztuczne nakręcanie cen akcji, piramidy finansowe, strukturalne niszczenie aktywów za pośrednictwem inflacji, *asset stripping*, czyli niszczenie przedsię-

biorstw poprzez оголаćanie ich z aktywów w następstwie fuzji i przejęć, upowszechnienie się poziomów zadłużenia, które sprowadzają do roli niewolników całe populacje, nawet w wysoko rozwiniętych krajach kapitalistycznych, nie mówiąc o ewidentnych korporacyjnych oszustwach, ekspropriacji aktywów przez manipulacje kredytowe i giełdowe (spadek wartości funduszy emerytalnych i ich dziesiątkowanie w wyniku krachów giełdowych i bankructw) – wszystko to na stałe weszło do pejzażu kapitalistycznego systemu finansowego” [Żyżyński, 2009, s. 175–176].

Finansyzacja, której przejawem jest m.in. pojawianie się na rynku coraz to nowych i bardzo skomplikowanych instrumentów finansowych, utrudniła funkcjonowanie instytucji nadzoru finansowego, który często nie nadąża za tymi zmianami, pozostawiając je bez regulacji ostrożnościowych. Rządy często są bezsilne wobec rozmaitych technik „kreatywnej” księgowości, powstawania wielkich holdingów finansowych, rozwoju inżynierii finansowej i innych czynników związanych z finansyzacją. Ponadto, pozostając w zależności od rynków finansowych z powodu konieczności obsługi starych długów i finansowania kredytami bieżących potrzeb, rządy zaczęły niejako poddawać się dyktatowi rynków finansowych. Stały się też zakładnikami globalnych banków, którym ze względu na duże znaczenie dla gospodarki narodowej nie można odmówić pomocy w sytuacji, gdy grozi im bankructwo. Rządy muszą więc postępować w myśl doktryny „too big to fail”, co generuje po stronie banków wzmoczoną pokusę nadużycia i stymuluje zjawisko finansyzacji [Marszałek, 2012, s. 226–227].

Istnieje jeszcze wiele innych zagrożeń ze strony finansyzacji dla realnej gospodarki, takich jak tendencja do dużych fluktuacji kapitału między państwami, która powoduje zwiększenie ryzyka i kosztów zabezpieczenia się przed nim, czy też wzrost spekulacji na rynkach towarowych, w tym na rynku surowców do produkcji żywności, w wyniku wchodzenia na te rynki inwestorów finansowych i zawierania tam nie tylko kontraktów terminowych, ale i innych transakcji spekulacyjnych. Jednak zagadnienia te ze względu na szczupłość miejsca nie mogą być przedmiotem analizy w niniejszym opracowaniu.

Podsumowanie

Negatywne skutki gigantycznego wzrostu sektora finansowego i jego oderwanie się od realnej gospodarki, co bardzo boleśnie obnażył globalny kryzys finansowy i gospodarczy, inspirują polityków i ekonomistów do poszukiwania sposobu odwrócenia tych niekorzystnych procesów. Jacek Kulawik [2009] pisze o potrzebie definansyzacji, zaznaczając, jak trudne to będzie zadanie. Aby powstrzymać postępujący proces finansyzacji, należałoby zmienić obecny porządek

ekonomiczny i polityczny świata, dominujące wzory rozwoju gospodarczego, funkcję celów przedsiębiorstwa, systemy wynagradzania i motywowania menedżerów, a także zachowania konsumentów i inwestorów, co jest mało prawdopodobne. Realne jest jednak zreformowanie systemów bankowych na świecie tak, by były one bardziej stabilne, a skutki przewyższenia kolejnego kryzysu bankowego nie obciążały budżetu państwa.

Najpełniejsza koncepcja nowego systemu funkcjonowania sektora bankowego w krajach Unii Europejskiej zawarta jest w Raporcie de Larosière'a opublikowanym na początku 2009 r. [Kasiewicz, Kurkliński, Marcinkowska, 2013, s. 18–22]. Raport ten wyznaczył kierunek dyskusji o nowych regulacjach działalności bankowej, które doprowadziły do nakreślenia kształtu i zapoczątkowania budowy Unii Bankowej w strefie euro.

W USA w 2010 r. przyjęto ustawę Dodd-Franka z terminem obowiązywania od lipca 2012 r., która wprowadziła szereg ograniczeń dla banków:

- mogą one inwestować w fundusze hedgingowe i *private equity* maksymalnie do 3% kapitałów własnych,
- nie mogą kontrolować więcej niż 3% jednostek udziałowych poszczególnych funduszy inwestycyjnych,
- nie mogą być powiązane kapitałowo z funduszami, w które lokują środki, ani poręczać ich zobowiązań,
- mają zakaz zawierania transakcji stwarzających istotny konflikt interesów między bankiem a jego klientami,
- mają zakaz zawierania transakcji skutkujących istotnym wzrostem ekspozycji na ryzykowne aktywa lub ryzykowne strategie inwestycyjne [Kasiewicz, Kurkliński, Marcinkowska, 2013, s. 22–23].

Prace nad ściślejszą regulacją globalnych rynków finansowych, zapewniającą ich większą stabilność, zapoczątkował szczyt G20 w Londynie w kwietniu 2009 r. Następnie były one kontynuowane na kolejnych szczytach G20.

Prace te dotyczyły m.in. następujących zagadnień:

- wprowadzenia wyższych wymogów kapitałowych dla banków, co później znalazło wyraz w Trzeciej Umowie Bazylejskiej (wdrażana w bankach od początku 2014 r.),
- wdrożenia zintegrowanego zestawu środków przeciwdziałających zagrożeniom dla światowego systemu finansowego stwarzanym przez instytucje finansowe o znaczeniu systemowym,
- bankowości równoległej (tzw. *shadow banking*),
- międzynarodowych standardów rachunkowości,
- agencji ratingowych,
- pozagiełdowych instrumentów pochodnych.

Większość tych prac daleka jest od ukończenia. Jeżeli wprowadzone zostaną proponowane rozwiązania, mające bardziej ustabilizować systemy finansowe, zapewne ograniczą one natężenie zjawiska finansyzacji w gospodarce światowej.

Bibliografia

- BIS, 2013, *BIS Quarterly Review*, December.
- Bogle J., 2010, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, PTE, Warszawa.
- Forsal, 2013, *Dług USA będzie rósł i na koniec dekady sięgnie 25 bln dolarów*, <http://www.forsal.pl> [dostęp: 21.10.2013].
- Gruszecki T., 2012, *Przerost sektora finansowego. Zjawisko finansyzacji na przykładzie USA*, [w:] *Nowe zjawiska na rynku finansowym*, red. T. Gruszecki, J. Bednarz, Wydawnictwo KUL, Lublin.
- Gruszecki T., 2013, *Współczesne problemy pieniądza papierowego*, [w:] *System finansowy wobec wyzwań rozwojowych*, red. J. L. Bednarczyk, M. Sobol, Instytut Naukowo-Wydawniczy „Spatium”, Radom.
- Kasiewicz S., Kurkliński L., Marcinkowska M., 2013, *Sektor bankowy – motor czy hamulec wzrostu gospodarczego?*, WIB, Warszawa.
- Kowall N., 2013, *Das neoliberale Modell. Genese, Politiken, Bilanz*, Arbeitskammer Wien, Wien.
- Kulawik J., 2009, *Pora na definansyzację?*, <http://biznes.interia.pl> [dostęp: 26.07.2009].
- Marszałek P., 2012, *Finansyzacja – problemy i kontrowersje*, [w:] *Finanse publiczne*, red. J. Sokołowski i in., Prace Naukowe UE we Wrocławiu, nr 47, Wrocław.
- Mc Kinsey Global Institute, 2013, *Financial Globalization. Retreat or reset?*, March.
- Palley T., 2007, *Financialisation. What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute, Washington D.C., Working Paper no. 525, December.
- Ratajczak M., 2009, *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa.
- Ratajczak M., 2012, *Finansyzacja gospodarki*, *Ekonomista*, nr 3.
- Sinn H. W., 2010, *Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist*, ULLstein, Berlin.
- Stiglitz J., 2006, *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Żyżyński J., 2009, *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, *Ekonomista*, nr 2.