

JUSTYNA FRANC-DĄBROWSKA\*

## Ufinansowanie gospodarki i finansowy wzrost wartości

### Wprowadzenie

Współcześnie coraz więcej operacji gospodarczych pozornie odbywa się tylko i wyłącznie za pomocą pieniądza z pominięciem sfery realnej gospodarki. Można zaryzykować stwierdzenie, że to przede wszystkim pieniądz generuje zysk i tworzy kolejny pieniądz. Wątpliwość jednak budzi to, czy w trakcie takiego obrotu gospodarczego powstaje jakakolwiek wartość dodana. Pozornie wydaje się to raczej wątpliwe. Mimo to coraz więcej podmiotów specjalizuje się w operacjach finansowych i generowaniu dochodu właśnie z tego źródła. Powoduje to zwiększenie ryzyka charakteryzującego działalność finansową, tak pojedynczych podmiotów, całych ich grup, jak i gospodarek. Globalnie można uznać, że ryzyko działalności jest coraz większe, z powodu wzrostu udziału operacji finansowych w operacjach gospodarczych podmiotów, a zatem większe jest zagrożenie wystąpienia kolejnych kryzysów finansowych (a szerzej gospodarczych). Ze względu na zakres umiędzynarodowienia podmiotów gospodarczych i szybki przepływ pieniądza w świecie trudne jest ograniczenie zagrożeń wynikających z działalności finansowej. Z jednej strony taki kierunek zmian w gospodarce (coraz większe znaczenie operacji finansowych i ich oddzielenie od sfery realnej) można uznać za niepokojący, z drugiej jednak jest on naturalnym skutkiem racjonalnych postaw przedsiębiorców, którzy poszukują możliwości wzbogacenia się właśnie w operacjach finansowych. Zwiększanie się znaczenia operacji finansowych w gospodarce nazywa się jej ufinansowaniem, ubankowaniem czy finansjalizacją.

Podjęty problem dobrze oddają słowa G. Simmela: „*Reality and value as mutually independent categories through which our conceptions become images of the world*” (Simmel 2004, s. 56). Parafrazując słowa Simmela sprzed 100 lat, współcześnie wydaje się, że więcej w gospodarce *value* niż *reality*. A zatem podjęty problem badawczy wydaje się ważny i aktualny.

Celem artykułu jest przedstawienie wybranych rozważań nad naturą finansjalizacji gospodarki jako składowej rozwoju finansów, z uwzględnieniem jej pozy-

---

\* Dr hab. Justyna Franc-Dąbrowska, prof. SGGW – Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, SGGW w Warszawie; e-mail: justyna\_franc\_dabrowska@sggw.pl; orcid.org/0000-0002-5881-0343.

tywnych i negatywnych cech. Jednocześnie weryfikacji poddano tezę, że finanse są formą wyceny procesów gospodarczych i z nimi pokrewnych, a jednym z następstw rozwoju finansów jest zjawisko finansjalizacji. Dodatkowo zaproponowano schemat finansjalizacji, podejmując próbę jej operacjonalizacji.

Struktura artykułu jest zatem następująca: pierwszym elementem jest przedstawienie rozważań nad finansjalizacją gospodarki jako składową rozwoju jej finansów. Drugim elementem jest omówienie pozytywnych i negatywnych przejawów finansjalizacji. Trzecim elementem jest kwestia powiązania operacji finansowych ze sferą realną gospodarki, a zatem ujęcie finansjalizacji jako produktu obrotu pieniądza. Czwartym elementem jest zaproponowanie rozpatrywania działalności finansowej generującej dodatkową wartość na dwie sfery: pierwszą, którą można uznać za wynikającą z procesów ewolucji, i drugą, którą uznano za skutek „ciemnej strony finansów”, a która wynika z oszustw i nadużyć finansowych. Pojęcie finansjalizacji poszerzono o te elementy. W piątym – ostatnim kroku – zaproponowano model obiegu pieniądza w gospodarce z uwzględnieniem zjawiska finansjalizacji.

## **1. Finansjalizacja gospodarki jako efekt rozwoju jej finansów**

Finansjalizacja gospodarki (finansyzacja, ubankowienie, ufinansowanie) wydaje się naturalnym, współcześnie postępującym zjawiskiem. Jeden z prekursorów podejmujących tę problematykę – J. Toporowski – w 2008 r. definiował finansjalizację jako inflację na rynkach kapitałowych (Toporowski 2008, s. 1), jednocześnie podając zwyczajowe jej ujęcie jako wzrostu wynagrodzeń akcjonariuszy oraz jego wpływu na podejmowanie decyzji dotyczących wydatków kapitałowych. Toporowski zwracał uwagę na problematykę poważnej zmiany w strukturze działalności gospodarczej podmiotów w kierunku kapitału na rynkach finansowych, co zatem również wpływa na inną naturę i dynamikę kapitalizmu (Toporowski 2008, s. 2). Ch.J. Whalen przypisuje zjawisku finansjalizacji kilka cech: poszukiwanie wartości dla akcjonariuszy, zarządzanie pieniędzmi i „handel” nimi, ewolucję bankowości i finansów, funkcjonowanie reguły akumulacji w ujęciu pieniężnym, a nie rzeczowym itp. (Whalen 2017, s. 10). Zasadniczo jednak te dwa podejścia są zbliżone.

Jednym z pierwszych (jeśli nie pierwszym) artykułem w Polsce podejmującym problematykę finansjalizacji jest opracowanie M. Ratajczaka z 2012 r., który zdefiniował finansjalizację szeroko jako rosnącą rolę sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki oraz w życiu ekonomicznym i społecznym, natomiast wąsko jako rosnące znaczenie działalności finansowej w aktywności podmiotów ekonomicznych o charakterze niefinansowym (Ratajczak 2012, s. 282). W. Małecki definiuje finansjalizację następująco: „(...) jako kapitalizm finansowy rozumie się radykalny wzrost znaczenia sektora finansowego w gospodarce, a także motywacji finansowej w działalności gospodarczej. Proces ten rozpoczął się w latach 70. XX w., po czym nabrał dynamiki, począwszy od lat 80., na fali deregulacji i liberalizacji sektora finansowego” (Małecki 2016, s. 49). Z kolei zdaniem Stanisława J. Adamczyka (2016, s. 5) finansjalizacja to znaczne natężenie skali władzy logiki

finansowej w procesach społeczno-gospodarczych, a źródła ufinansowania podmiotów upatruje w rozpoczętym w latach 70. XX w. przejściu od kapitalizmu menedżerskiego do finansowego jako skutku zmian instytucjonalnych. M. Ratajczak (2017b) wskazał na pierwsze przejawy finansjalizacji, a szczególnie spekulacji i kryzysów finansowych już w XVI/XVII w. w Hiszpanii, bańkę tulipanową w XVII w., Kampanię Missisipi, „Towarzystwo dla prowadzenia wielce korzystnego przedsięwzięcia, którego celu nikt nie może znać” w XVIII w., spółki kolejowe w XIX w., bańkę dotcomów XX/XXI oraz kryzys finansowy w XXI w. Jak twierdzi P. Szczepankowski, finansjalizacja rozpatrywana jest głównie w skali makro i mezo oraz oceniana z punktu widzenia wpływu zmian w systemie finansowym na zachowania podmiotów ekonomicznych i funkcjonowanie rynków (głównie finansowych) (Szczepankowski 2015, s. 497). Wszystkie te podejścia mają cechę wspólną – utożsamiają finansjalizację ze wzrostem znaczenia operacji finansowych w życiu gospodarczym.

Rzadko, a praktycznie wcale nie prowadzi się jak dotychczas badań dotyczących finansjalizacji w skali mikro (małych i średnich przedsiębiorstwach, czy gospodarstwach domowych). Wydaje się, że jest to interesujący obszar, który będzie niebawem powszechnie analizowany, szczególnie w tych gospodarkach, w których będzie zwiększała się skłonność społeczeństwa do zadłużania się, w tym szczególnie do nadmiernego finansowania się długiem. Zdaniem J. Osiatyńskiego w warunkach nieobecności autonomicznego popytu „reszty świata” i popytu sektora publicznego finansowanego przyrostem długu niski wzrost popytu wewnętrznego będzie skutecznie hamował prywatne inwestycje (Osiatyński 2016, s. 306). Współcześnie problem finansjalizacji dotyczy również małych i średnich przedsiębiorstw, a także gospodarstw domowych i wydaje się, że skala ufinansowania codziennych decyzji podejmowanych w małym podmiocie, podobnie jak wielkiej korporacji, będzie rosła. Dodatkowo proces ten nie jest całkiem oderwany od sfery realnej. W tym miejscu stawiam tezę, że finanse są formą wyceny procesów gospodarczych i z nimi pokrewnych, a jednym z następstw rozwoju finansów jest właśnie zjawisko finansjalizacji. Co więcej, zjawisko to będzie postępowało.

Jak zauważa K. Jajuga, historia badań naukowych z zakresu rynku finansowego sięga początków XX w., kiedy L. Bachelier (Bachelier 1900; zob. też Girlich 2002) po raz pierwszy zastosował podejście stochastyczne do analiz cen akcji. Jednak właściwe prace dotyczące rynku finansowego pojawiały się jeszcze wcześniej (np. książka C. Castellego (Castelli 1877) o zastosowaniu i właściwościach opcji) (Jajuga 2015, s. 165). Jak twierdzą N. Levy i E. Ortiz (2016), kapitał finansowy odgrywał wiodącą rolę we wszystkich czynnikach produkcji, wpływając na strukturę produkcji, wielkość akumulacji i dystrybucji nadwyżek wśród klas społecznych, a także pomiędzy krajami; w wyniku tego procesu powstała koncepcja finansjalizacji (Levy, Ortiz 2016, s. 3).

Sięgając w odległą przeszłość, interesującym historycznie przykładem może być udokumentowana słabość ludzkiej natury przejawiająca się w pokusie nadużycia bankierów, którzy deponując środki pieniężne nie utrzymywali odpowiednich rezerw na pożyczki, których udzielali. Jak zauważa J.H. de Soto (2009, s. 31–33), udokumentowane zostało oszustwo Pasiona, które polegało na próbie sprzeniewierzenia w sprzyjających warunkach pieniędzy klienta. Pasion miał problem ze zwróceniem pieniędzy, gdyż nie utrzymywał stuprocentowej stopy rezerw oraz wykorzystywał zdeponowane

pieniądze w prywatnych interesach. A zatem Pasion próbował przywłaszczyć depozyt złożony w jego banku (J.H. de Soto 2009, s. 31–33). Jest to o tyle interesujące zjawisko, że dotyczy zdarzeń z IV w p.n.e., a swoimi cechami przypomina ciemną stronę współczesnych finansów – w tym pewne cechy przypisywane zjawisku finansjalizacji.

De Soto zauważa także, że pierwszy dokument wskazujący na prowadzenie przez greckich bankierów zapisów księgowych depozytów klientów oraz ich wycofywanych pieniędzy pochodzi z 362 r. p.n.e. (mowa sądowa Isokratesa, opisana przez niego w 393 r. p.n.e.) (de Soto J.H. 2009, s. 30–31, 35). Idąc dalej wykazuje, że oczekiwania klientów dotyczące zabezpieczenia zdeponowanych pieniędzy czy łatwo dostępnych usług kasowych i wypłat nie zostały spełnione. Mimo że istniały już pewne podstawowe zasady uprawnionej bankowości, to jednak część bankierów ulegała pokusie przywłaszczenia sobie depozytów (realizując znaczny zysk), wykorzystując zaufanie klientów. Dodatkowo, działając wbrew ogólnym zasadom prawnym i utrzymując tylko cząstkowe rezerwy, bankierzy prowadzili do ekspansji kredytu, który nie miał pokrycia w oszczędnościach. To następnie prowadziło do sztucznego, inflacyjnego ożywienia gospodarczego, a w konsekwencji następował kryzys i recesja gospodarcza, z jednoczesnym bankructwem niektórych banków (de Soto 2009, 36–37). Takie działania bez wątpienia można porównać do współczesnego generowania zysków z operacji finansowych, a niezwiązanych w pełni ze sferą realną gospodarki. Trudno zatem uznać, że finansjalizacja to wyłącznie problem współczesny. Jeśli chodzi o skalę zjawiska, to bez wątpienia tak, ale jeśli chodzi o sam mechanizm bogacenia się przedsiębiorców z wykorzystaniem obrotu pieniądza i jego ekwiwalentów, to takie operacje datuje się na 25 wieków wcześniej. Finansjalizacja jest zatem efektem rozwoju finansów, a nie nowym zjawiskiem, i jej początków należy upatrywać w czasach przed Chrystusem. Istotnym czynnikiem współczesnej intensyfikacji operacji finansowych i poszukiwania w nich dodatkowych korzyści jest zwiększone tempo i ogromna skala operacji gospodarczych, związane z komputeryzacją życia gospodarczego i społecznego. Finansjalizacja jest zatem wyrazem tych procesów. Dodatkowo jest powiązana z rozwojem gospodarczym, a szczególnie ze wzrostem udziału długu w finansowaniu działalności gospodarczej i konsumpcji.

P.H. Dembinski (2011), wychodząc od wywodów G. Simmela, sformułował hipotezę o „podwójnym zakotwiczeniu zaufania wobec pieniądza”, która pozwala na zrozumienie zasięgu szerokich przekształceń, jakim podlega pieniądź w procesie (epoce) finansjalizacji. Dembinski zauważa, że zmiany te wiążą się z rozprzestrzenianiem się nowych technologii informatyczno-telekomunikacyjnych (również poprzez innowacje finansowe) oraz z tym, że funkcjonowanie pieniądza nie jest oparte na żadnym zewnętrznym standardzie (Dembinski 2011, s. 48). W tym miejscu dobrym przykładem wydaje się problem z pierwszym opatentowaniem innowacji finansowych, które możliwe było dopiero w momencie pojawienia się komputera. Pierwsza taka (jednak nieudana) próba – opatentowania instrumentu finansowego – została podjęta już w 1908 r. (!). Dopiero w 1982 r. firma Merrill Lynch opatentowała innowację finansową, wykorzystując zaprogramowany do wykonania usługi finansowej komputer (Shiller 2016, s. 18–19); wcześniej do uznania instrumentu finansowego za niewystarczające uznano użycie do jego opisanania

kartki papieru i pióra. Czy zatem – podążając za faktami historycznymi znacznie dalej – rzeczywiście finansjalizacja całkowicie oderwana jest od sfery realnej? Czy może po prostu w nieco inny sposób powiązana z tą sferą? A szczególną grupą podmiotów łączącą finansjalizację ze sferą realną są banki, ale także wszystkie inne grupy podmiotów funkcjonujące w gospodarce.

J. Osiatyński twierdzi, że wzrost polegający na alimentowaniu popytu gospodarstw domowych realizowanego z przyrostu ich dochodów dzięki zwiększeniu ich zadłużenia jest wzrostem niestabilnym. Taki wzrost leżał właśnie u podstaw minionego kryzysu finansowego i będzie rodził podobne kryzysy w przyszłości (Osiatyński 2016, s. 307). Nieco inne spostrzeżenia dotyczące lewarowanego wzrostu gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw rolniczych wynikają z badań J. Bereźnickiej (Bereźnicka 2016, s. 240–247) oraz M. Mądrej-Sawickiej (Mądra-Sawicka 2017, s. 125–138). Wydaje się, że wzrost oparty na finansowym wroście gospodarstw domowych (czyli w pewnej mierze również z pominięciem gospodarki realnej) również należy zaliczyć do zjawiska finansjalizacji. Dodatkowo większa skłonność do zadłużania się tych podmiotów w krajach rozwijających się (a wysoka w krajach rozwiniętych) może nakręcać spiralę ufinansowania całych gospodarek, wskutek wysokiego poziomu zobowiązań finansowych, które poprzez nadmierną konsumpcję mogą nie znaleźć odzwierciedlenia w majątku rzeczowym (rozwoju gospodarstw). W efekcie końcowym, zamiast poprawy stopy życia gospodarstw domowych, dochodzi do wzrostu poziomu zadłużenia. To z kolei trudno spłacić, a nawet pokryć w razie bankructwa posiadanym majątkiem. Mimo że w tym przypadku nie ma bezpośredniego związku z rynkiem kapitałowym i charakterystycznymi dla niego operacjami finansowymi, to jednak jest to również czynnik zwiększający finansjalizację gospodarki i włączający w ten proces podmioty w skali mikro. Podobnie rzecz ma się z małymi i średnimi przedsiębiorstwami, które nadmiernie lewarując prowadzoną działalność i zadłużając się na granicy ryzyka i bezpieczeństwa finansowego (por. Franc-Dąbrowska 2006, s. 121–128; 2017, s. 65–85), mogą prowadzić do nadmiernego ufinansowania działalności (kiedy ostatecznie przedsiębiorcy skupiają się zamiast na kwestiach produkcyjnych i usługowych, na poszukiwaniu środków na spłatę zobowiązań). Wysokie lewarowanie może w początkowym etapie pomagać przedsiębiorcom w zwiększaniu skali działalności i służyć rozwojowi działalności produkcyjnej, czasami jednak może się wymykać spod kontroli i powodować włączenie przedsiębiorstw w spiralę zadłużenia, a tym samym w zakres operacji finansowych niemających w pełni oparcia w sferze realnej. Idąc dalej tym tropem, wydaje się widoczne powiązanie finansjalizacji ze sferą realną. Proces kredytowania i gromadzenia dodatkowych korzyści na rynkach finansowych nie jest w pełni oderwany od sfery realnej. Zanim bowiem pieniądź wygeneruje dodatkową wartość, proces ten zostaje poddany weryfikacji, powstają raporty, opinie czy inne opracowania, a zatem „produkty” ze sfery realnej (choć nie produkcyjnej w ścisłym tego słowa znaczeniu); ponadto – a może przede wszystkim – realizowane są inwestycje rzeczowe.

Finansjalizacja jest zatem zjawiskiem polegającym na wroście znaczenia operacji finansowych w procesie generowania dodatkowej wartości (choćaby

dzięki przychodom finansowym) zarówno na rynkach finansowych, jak i w gospodarstwach domowych, małych i średnich przedsiębiorstwach oraz całych gospodarkach i cechuje się częściowym odseparowaniem od sfery realnej (oraz zmianą struktury powiązania ze sferą realną). Jednocześnie na ufinansowanie składają się dwie grupy operacji finansowych – te wynikające z procesów ewolucji (w tym także będących skutkiem ludzkich błędów) i te, które uznano za skutek „ciemnej strony finansów”, a która wynika z oszustw i nadużyć finansowych (o czym w dalszej części artykułu) (O „dwóch twarzach finansjalizacji” pisze także Marcinkowska 2017).

## 2. Pozytywne i negatywne przejawy finansjalizacji

Rynek nie może funkcjonować bez podejmujących ryzyko przedsiębiorców, którzy aby rozwijać się realizują inwestycje (w ujęciu J.A. Schumpetera jest to tzw. twórcza destrukcja – por. np. Elliott 1980). W związku z tym fundamentalną rolą przedsiębiorców w życiu gospodarczym jest generowanie zysku, który stanowi wynagrodzenie oraz jest niezbędnym źródłem akumulacji i inwestycji (Ratajczak 2017a, s. 12). N. Levy i E. Ortiz, przywołując pogląd G.A. Epsteina (2005), piszą, że finansjalizacja oznacza zwiększającą się rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów finansowych i instytucji finansowych w działaniu gospodarek krajowych i międzynarodowych (Levy, Ortiz 2016, s. 3). Dodatkowo, przytaczając słowa M. Seccareccia (2012, 2013) i J. Toporowskiego (2008), podają, że finansjalizacja prowadzi do koncentracji na rozmnażaniu długów i wpływa na generowanie dochodów i długów. Powoduje także zwiększenie obrotów papierów wartościowych (Levy, Ortiz 2016, s. 3). Finansjalizacja wiąże się zatem z procesem inwestycyjnym zarówno w sferze finansowej, jak i realnej, a to prowadzi do generowania dodatkowej wartości. Jednym ze stwierdzonych przejawów finansjalizacji jest inwestowanie w użytki rolne, które stały się ważnym zabezpieczeniem portfeli inwestorów<sup>1</sup> (por. np. Franc-Dąbrowska 2017, s. 7–14).

Jak zauważyli R. Bellafiore, F. Garibaldo, M. Mortagua (2016), deflacja płac, inflacja aktywów kapitałowych oraz dźwignia finansowa gospodarstw domowych i podmiotów finansowych były dodatkowymi elementami mechanizmu, w którym realny wzrost był wynikiem toksycznych finansów (Bellafiore, Garibaldo, Mortagua 2016, s. 17). Wyniki tych badań potwierdzają spostrzeżenia dotyczące ufinansowania nawet gospodarstw domowych. Bez wątpienia prowadzi to do kumulacji ryzyka finansowego w skali globalnej, gdzie ewentualne kolejne pęknięcie bańki spekulacyjnej na dużych rynkach kapitałowych może nie znaleźć bufora chroniącego w postaci małych i średnich podmiotów gospodarczych oraz gospodarstw domowych silnych ekonomicznie, które nie byłyby nadmiernie uwikłane w ope-

<sup>1</sup> Jest to spójne z wynikami badań A. Grodeckiej, która stwierdziła, że następstwem kryzysu finansowego jest zmiana strategii działalności podmiotów rynku finansowego: wzrost awersji do ryzyka, skierowanie większej uwagi na zarządzanie płynnością, ograniczenie akcji kredytowej itp. (Grodecka 2015, s. 58) oraz K. Boratyńskiej, badającej zjawisko upadłości przedsiębiorstw (Boratyńska 2016, s. 107–129).



racje finansowe. Jeśli nawet przedsiębiorcy asekurują się i zachowują bufor bezpieczeństwa finansowego w postaci krótkoterminowych oszczędności na bieżące potrzeby płatnicze, to i tak często problemy płatnicze kontrahentów w postaci efektu kuli śniegowej skutkują pogorszeniem sytuacji finansowej kolejnych podmiotów (także tych zachowujących wysokie bezpieczeństwo finansowe). Jednak bez podejmowania aktywności gospodarczej i ryzyka z nią związanego nie będzie rozwoju tak pojedynczego podmiotu gospodarczego, jak i całych gospodarek. Bez współlistnienia rynków finansowych, banków i innych (drobnych) uczestników procesu finansjalizacji trudno byłoby współcześnie generować dodatkową wartość w gospodarce. Ufinansowanie gospodarki niesie zatem także pozytywne skutki, umożliwiające rozwój podmiotów zarówno w skali mikro, jak i makro.

Mając na uwadze to, że wartość rynkowa (wartość odsprzedaży w momencie transakcji) jest ważniejsza niż przepływ wygenerowany przez podstawowe relacje, finansjalizacja sprawia, że posiadacze aktywów finansowych stają się bardzo wrażliwi na wycenę rynku (Dembinski 2011, s. 117). Dodatkowo, uwzględniając rosnący poziom zadłużenia podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, czego skutkiem jest silne uzależnienie od kapitału obcego i instytucji ten kapitał używających, zwiększa się wrażliwość na wahania stóp procentowych, wyceny przedsiębiorstw, ocen ratingowych banków, przedsiębiorstw, a także całych państw, co skutkuje wzrostem ryzyka finansowego i związanych z nim wielu zagrożeń.

Jak twierdzi M. Księżyk, finansjalizacja stanowi bezpośrednią przyczynę ostatniego kryzysu finansowego (Księżyk 2013, s. 5–6). Nie jest to odosobnione stwierdzenie, ale czy można je przyjąć za pewnik? Czy nie jest jednak po trosze tak, że to brak ostrożności we wszystkich grupach podmiotów operujących na rynku, od pojedynczego człowieka, poprzez gospodarstwa domowe, małe, średnie i duże przedsiębiorstwa, rynki finansowe oraz całe gospodarki, powoduje generowanie globalnego ryzyka finansowego? Czy nie jest właśnie tak, że nawarstwianie się zadłużenia w poszczególnych grupach podmiotów operujących na rynku nie daje najmniejszej szansy na realne pokrycie tych długów? Działalność finansowa wcale nie jest tak całkiem oderwana od sfery realnej i duża część transakcji finansowych powoduje generowanie wartości dodanej (często w postaci materialnej, chociażby w postaci raportów oceny podmiotów gospodarczych, rekomendacji dla różnych grup interesariuszy) albo jest powiązana – przynajmniej częściowo – z realizacją inwestycji rzeczowych. Oczywiście tempo i zakres operacji finansowych powodują znaczne trudności z ich kontrolą; tempo realizowanych operacji finansowych po prostu jest szybsze niż czas reakcji możliwy dla człowieka. Jak twierdzi bowiem D. Kahneman, zakłada się, że uczestnik rynku podejmuje ważne decyzje starannie, wykorzystując wszystkie dostępne informacje, a przed podpisaniem umowy „ekon” przeczyta ze zrozumieniem wszystkie zapisy drobnym druczkiem. Normalnie jednak człowiek tego nie robi, co wykorzystują niektóre pozbawione skrupułów firmy (Kahneman 2012, s. 550). Pomijając ciemną stronę finansów, o której kilka słów nieco dalej – należy uznać, że finansjalizacja nie może być postrzegana tylko jako zjawisko negatywne i bezproduktywne (w sensie pomijania sfery realnej).

### 3. Finansjalizacja jako produkt obrotu pieniądza

Rozpatrując problematykę finansjalizacji, należy wskazać na spostrzeżenie J. Osiatyńskiego, że w latach 1971–2011 stałemu deficytowi sektora publicznego towarzyszyła nadwyżka finansowa sektora prywatnego. W bardziej rozwiniętych krajach kapitalistycznych mniej więcej do połowy lat 90. XX w. deficyt sektora publicznego był mniej więcej stabilny i wahał się w okolicy 3% światowego PKB; jednocześnie tyle wynosiła nadwyżka sektora prywatnego (Osiatyński 2016, s. 299–300). Współcześnie kluczowe wydaje się rozróżnienie pomiędzy oszczędnościami, które są akumulowane, a finansowaniem rozumianym jako dostęp do siły nabywczej pieniądza. Rozróżnienie to jest ważne dla oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych, pojedynczych przedsiębiorstw, jak i całych gospodarek. Podobne spostrzeżenia można znaleźć w pracy Bellafiore, Garibaldi, Mortagua (2016, s. 23).

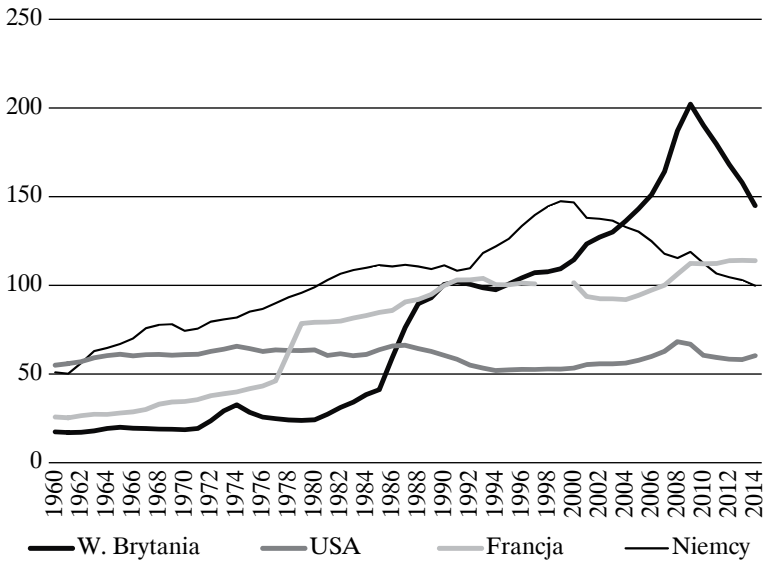
Z analiz zespołu Obserwatorium Finansów w Genewie wynika, że w 2005 r. wartość wszystkich operacji finansowych na świecie została w przybliżeniu oszacowana na czterokrotność produktu światowego, przy czym dziesięć lat wcześniej wynosiła niemal jego dwukrotność (Dembinski 2011, s. 121–122). Zmiana ta pokazuje, jak bardzo zwiększa się rola nie tylko samej skali operacji finansowych, ale przede wszystkim ich wartości – szczególnie, że znacząca ich część – jak się wydaje – nie ma pokrycia w sferze realnej. Doskonale tę tendencję obrazuje rysunek 1 (dotyczący postępów finansjalizacji w Wielkiej Brytanii, USA, Francji i Niemczech) oraz rysunek 2 dotyczący Polski. Możliwe zatem jest wzbogacanie się gospodarstw domowych, małych i średnich przedsiębiorstw, dużych podmiotów gospodarczych i całych gospodarek poprzez realizację operacji finansowych, a zatem traktując pieniądź jako punkt wyjścia, następnie pieniądź jako produkcję w toku (półprodukt) i w efekcie końcowym, po wzroście wartości, pieniądź jako produkt. Wydaje się, że taki kierunek rozwoju – szczególnie w krajach wysoko rozwiniętych – jest nieunikniony i w średniej perspektywie są one skazane na wzrost wartości poprzez obrót pieniądzem (z jednoczesnym odniesieniem do sfery realnej, jednak ze zmianą struktury tego odniesienia).

Warunkiem ograniczenia finansjalizacji w dzisiejszej odsłonie jest kolejny kryzys finansowy, który uniemożliwi najsilniejszym państwom skuteczną interwencję. Czy taka wizja jest możliwa do spełnienia? I tak i nie. Jak zauważa S. Owsiak (2012), skala zaangażowania środków publicznych w ratowanie banków w okresie kryzysu 2008–2009 była adekwatna do skali i głębokości kryzysu, jaki dotknął sektor finansowy poszczególnych krajów. Znacząca część pomocy dla sektora bankowego miała formę gwarancji (potencjalnych zobowiązań). Interesującym przykładem jest Irlandia, gdzie potencjalne zobowiązania rządowe stosunkowo szybko stały się wymagalnymi i zmusiły rząd irlandzki do zaciągania pożyczek w formie obligacji skarbowych (Owsiak 2012, s. 106). Potwierdza się zatem spostrzeżenie, że zagrożeniem dla gospodarek związanych z finansjalizacją jest poziom i struktura ich zadłużenia (i związane z tym ryzyko).



**Rysunek 1**

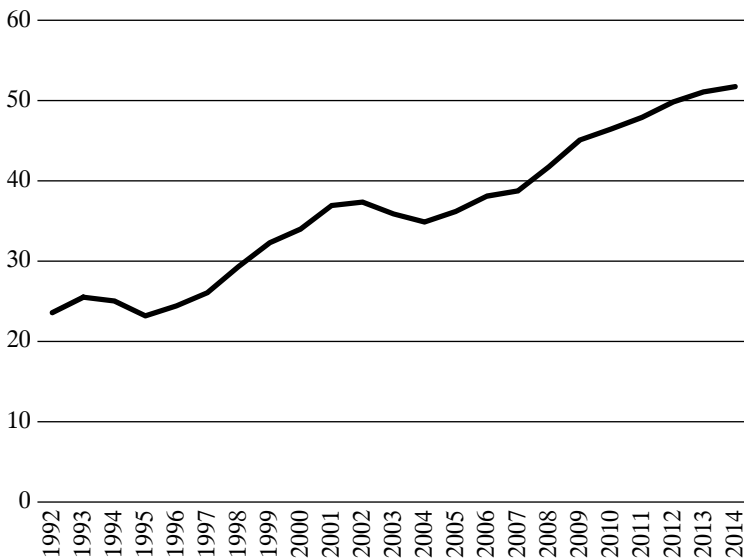
**Kierunek zmian finansjalizacji wyrażony relacją wartości depozytów bankowych do PKB w wybranych krajach**



Źródło: Sawyer 2017, s. 6.

**Rysunek 2**

**Kierunek zmian finansjalizacji wyrażony relacją wartości depozytów bankowych do PKB w Polsce**



Źródło: Sawyer 2017, s. 7.

Czynnikami istotnymi dla oceny zjawiska finansjalizacji jest relacja poziomu aktywów systemu finansowego do PKB (rys. 3) oraz poziom aktywów instytucji finansowych (rys. 4). Wyraźnie widoczne jest to, że poziom aktywów systemu finansowego w relacji do PKB w Polsce, Czechach i na Węgrzech jest znacznie niższy niż średnia dla strefy euro. Można zatem uznać, że w Polsce, Czechach i na Węgrzech poziom ufinansowania gospodarek jest niższy niż w krajach rozwiniętych. Podobnie jest w wielu krajach rozwijających się. Jednocześnie poziom bezpieczeństwa finansowego tych krajów można uznać za wyższy niż tych uznawanych za rozwinięte (por. także Pietrzak 2017, s. 51).

Mając na uwadze poziom aktywów instytucji finansowych w Polsce można uznać, że ich wartość rośnie i co prawda w tym obszarze dominują podmioty maklerskie, jednak żadna z grup nie posiada takiej przewagi, którą należałoby ocenić jako ryzykowną z punktu widzenia systemu finansowego. Wzrost wartości aktywów finansowych jest równomierny we wszystkich grupach podmiotów, co należy uznać za prawidłowe zjawisko, sprzyjające rozwojowi gospodarki<sup>2</sup>. Rozwój systemu finansowego jest dobrym parametrem wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału czy zmian technologicznych (Kowalewski, s. 51), a pozytywne rozmiary i struktura systemu finansowego w Polsce wskazują na możliwość dalszego zrównoważonego rozwoju, wspierającego stabilny rozwój gospodarczy (Markowski, Tymoczko 2017, s. 15).

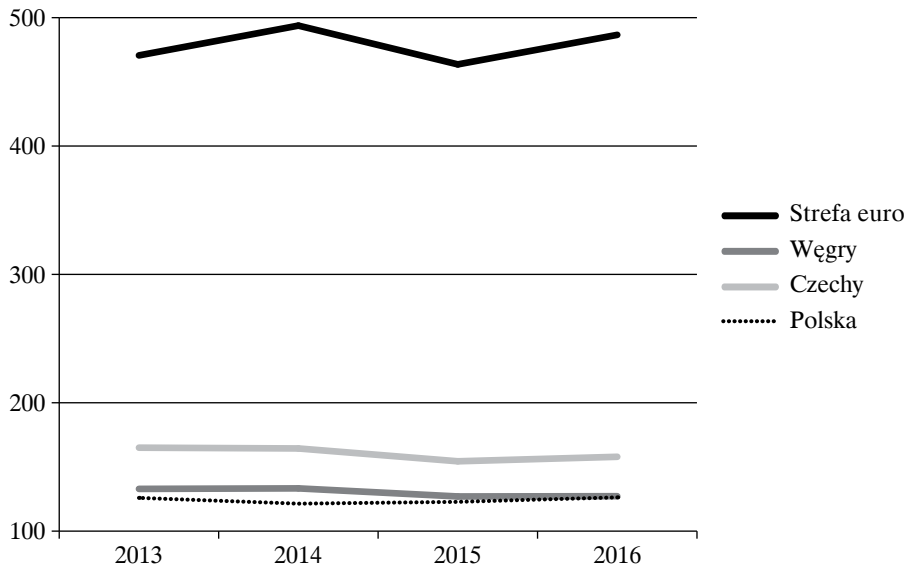
Zjawisko finansjalizacji może więc współwystępować wraz z gospodarką realną. Jego trwałe istnienie jest uwarunkowane poziomem ryzyka i skalą spekulacji, jakie będą dokonywały się w rozwiniętych i rozwijających się gospodarkach. Nie ma żadnego powodu, dla którego generowanie pieniądza i jego wykorzystanie (także z odniesieniem do sfery realnej) nie mogłoby być jedną z form bogacenia się. Kwestią sporną pozostają zasady rozsądnego – nieobciążonego nadmiernym ryzykiem – jego inwestowania i zabezpieczeń, jakie tym inwestycjom miałyby towarzyszyć. Jeśli wrócić do pierwszych lat bankowości i pełnego zabezpieczenia udzielnych kredytów kruszcem deponowanym w skarbcach, to chociaż takie rozwiązanie współcześnie jest mało realne, jednak nie jest niemożliwe (a przynajmniej zabezpieczenie znacznej części transakcji pieniężnych kruszcem). Takie radykalne rozwiązanie proponuje m.in. A. Nesvetailova, rekomendując utrzymywanie 100% rezerw bankowych (Nesvetailova 2017, s. 18). Być może będzie to współcześnie jedynym możliwym rozwiązaniem (choć w tym momencie trudnym do wyobrażenia), a finansjalizacja będzie występowała w innej skali i postaci.

Jak zauważyła K. Mitręga-Niestrój, problem niestabilności finansowej występuje wtedy, gdy pojawiają się negatywne następstwa zaburzeń w systemie finansowym gospodarki (istotne jest powiązanie sfery finansowej ze sferą realną i oddziaływanie jednej na drugą) (Mitręga-Niestrój 2014, s. 13–14). A zatem postrzegając finansjalizację w przedstawionym ujęciu, nie ma sprzeczności w zaprezentowanych rozważaniach. Finansjalizacja jest powiązana ze sferą realną gospodarki, choć struktura i zakres tego powiązania ulegają zmianie. Jednocześnie proces

---

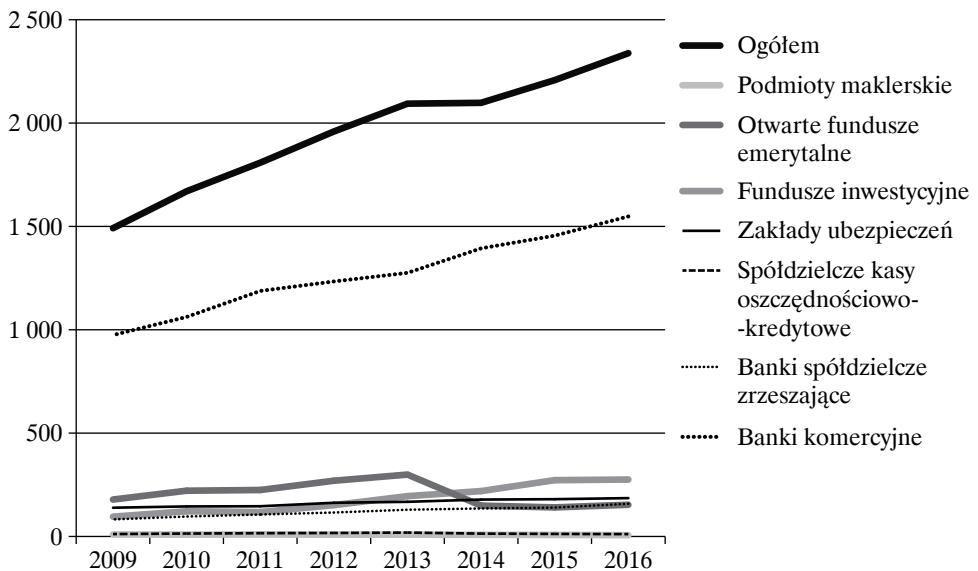
<sup>2</sup> M. Próchniak i K. Wasiak wskazują, że w krajach UE15 kapitalizacja spółek giełdowych wynosi ok. 120% PKB i dalsze jej zwiększanie działa hamująco na wzrost produkcji (Próchniak, Wasiak 2016, s. 178).

**Rysunek 3**  
**Aktywa systemu finansowego w relacji do PKB**  
**w wybranych krajach Europy (%)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w: *Raport NBP 2017*, s. 12

**Rysunek 4**  
**Aktywa instytucji finansowych w Polsce**  
**w latach 2009–2016 (mld zł)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w: *Raport NBP 2017*, s. 17.

finansjalizacji umożliwia generowanie dodatkowej wartości, chociaż czasami ze zjawiskiem tym współwystępują oszustwa i nadużycia finansowe, ale także błędy niebędące skutkiem złych intencji człowieka.

#### 4. Schemat finansjalizacji. Próba operacjonalizacji

Prowadząc rozważania nad finansjalizacją należy pamiętać o dwóch tradycyjnych schematach związanych z dyskusją o funkcjonowaniu gospodarki rynkowej:

- gospodarka towarowo-pieniężna, schematycznie określana zapisem  $T \rightarrow P \rightarrow T$  (Towar  $\rightarrow$  Pieniądz  $\rightarrow$  Towar),
- gospodarka kapitalistyczna  $P \rightarrow T \rightarrow P$  (Pieniądz  $\rightarrow$  Towar  $\rightarrow$  Pieniądz) (Ratajczak 2012, s. 287),
- oraz sytuację, którą można byłoby określić jako gospodarka ufinansowana  $P \rightarrow P$  (Ratajczak 2017b, s. 4).

Traktując finanse jako formę wyceny procesów gospodarczych i z nimi pokrewnych, można zaproponować szersze podejście do pieniądza, jednocześnie uwzględniając zjawisko finansjalizacji:

- pieniądz jako pośrednik wymiany dóbr, a zatem zgodnie z dotychczasowymi schematami funkcjonowania gospodarki rynkowej:  $T \rightarrow P \rightarrow T(+)$   $P \rightarrow T \rightarrow P$ ;
- pieniądz jako dobro samoistne w gospodarce rynkowej, a zatem podstawa ufinansowania gospodarki, gdzie schemat funkcjonowania gospodarki rynkowej można zapisać jako:
  - $T \rightarrow P \rightarrow T(+)$   $P \rightarrow T \rightarrow P$  i
  - $P \rightarrow P \rightarrow P$  (Pieniądz  $\rightarrow$  Pieniądz  $\rightarrow$  Pieniądz<sup>3</sup>), a zatem
  - $T \rightarrow P \rightarrow T(+)$   $P \rightarrow T \rightarrow P(+)$   $P \rightarrow P \rightarrow P$ .

Takie ujęcie nie stoi w sprzeczności z ekonomią głównego nurtu traktującą finansjalizację jako skutek naturalnie dokonujących się przemian w gospodarce. Nie pozostaje także w sprzeczności z ekonomią instytucjonalną i nową ekonomią instytucjonalną, gdyż uwzględniając zagrożenia płynące z przemian dokonujących się w gospodarce i operacje dokonujące się wyłącznie za pomocą pieniądza, należy uwzględniać ryzyko związane z tymi operacjami i włączyć je do rachunku ekonomicznego. Tym samym finanse można traktować jako formę wyceny procesów gospodarczych i z nimi pokrewnych, a także obszar podporządkowany ekonomii (zjawiskom ekonomicznym), chociaż w pewnym zakresie pozostający autonomicznym.

Takie ujęcie jest zgodne ze stwierdzeniem G. Simmela, że pieniądz jest narzędziem mającym nieprzewidywalną ilość zastosowań, a zatem posiada największą możliwość generowania (pomnażania) wartości (Simmel 2004, s. 212). Tutaj pozostaje przestrzeń dla finansjalizacji, gdzie model operacji:  $T \rightarrow P \rightarrow T(+)$   $P \rightarrow T \rightarrow P(+)$   $P \rightarrow P \rightarrow P$  jest jak najbardziej uzasadniony. Nadal nierozstrzygnięty zostaje jednak problem zabezpieczenia przed nadmiernym ryzykiem trzeciej grupy operacji:  $P \rightarrow P \rightarrow P$ . W tym miejscu można pokusić się o poszerzenie relacji i uwzględniając

<sup>3</sup> W tym miejscu zaproponowane podejście wydaje się nieco szersze niż M. Ratajczaka.

poglądy R.J. Shillera (2016, s. 3–4), wskazać na dwie sfery działalności finansowej generującej dodatkową wartość. Tę, którą można uznać za jak najbardziej uzasadnioną i wynikającą z ewolucji (którą w tej propozycji umownie nazwano  $F^e$  (*financial evolution*)), i tę, która jest skutkiem „ciemnej strony finansów” i wynika z oszustw i nadużyć finansowych (którą umownie nazwano  $F^f$  – (*financial fraud*)). W tej sytuacji można by proponowany model uwzględniający finansjalizację przedstawić w postaci:

$$T \rightarrow P \rightarrow T(+P) \rightarrow T \rightarrow P(+P) \rightarrow \{F^e(+F^f)\} \rightarrow P.$$

Tak opisany obrót pieniądza w gospodarce umożliwia uwzględnienie poglądów tych, którzy uznają finansjalizację gospodarki za naturalny proces, który niesie ze sobą standardowe szanse i zagrożenia (analogiczne jak w przypadku rozwoju gospodarki realnej). Umożliwia również uwzględnienie poglądów, że finansjalizacja jest zjawiskiem niepokojącym, a czasami wręcz szkodliwym. Warto też powołać się na poglądy R.J. Shillera i tej grupy osób, które w ufinansowaniu zjawisk gospodarczych widzą postęp i rozwój gospodarczy, a także możliwość kreatywnego tworzenia nowych produktów – tyle że finansowych lub współwystępowania produktów finansowych i tych ze sfery realnej. Niektóre z nich mogą bowiem wspierać rozwój sfery realnej gospodarki, jak np. pożyczki, kredyty, derywaty, za którymi mogą iść inwestycje – od najbardziej podstawowych dla pojedynczej rodziny, aż do szczybla gospodarki narodowej i w korporacjach transnarodowych.

Kwestią ważną w tej dyskusji jest jednak sposób, skala i intencja wykorzystania (stosowania) tych produktów finansowych. Ważna też jest możliwość ich wykorzystania – w sensie zdolności przetworzenia, interpretacji informacji i podejmowania decyzji przez człowieka. Dowiedziono bowiem, że ludzie wykorzystują ograniczony zestaw zasad heurystycznych, przez co złożone zadania związane z oceną prawdopodobieństwa czy szacowaniem wartości są sprowadzone do prostszych operacji. Tego typu heurystyki są na ogół przydatne, czasami jednak powodują poważne i systemowe błędy (Tversky, Kahneman 1974; cyt. za Kahneman 2012, s. 559). Mogą zatem pojawiać się decyzje o negatywnych skutkach, ale niebędące efektem złych intencji decydenta, które należałoby zaliczyć do  $F^e$ .

W tym miejscu należałoby przytoczyć ważne słowa R.J. Shillera, który stwierdził, że „finanse nie powinny być traktowane jako dziedzina z natury rzeczy elitarna lub jako motor napędowy niesprawiedliwości ekonomicznej. Pomimo swoich wad i ekscesów, sektor finansowy to siła, która może pomóc nam w tworzeniu lepszego ustroju społeczno-gospodarczego, zapewniającego wyższy poziom dobrobytu i większą sprawiedliwość” (Shiller 2016). Co więcej, zdaniem J. Toporowskiego (2012, s. 6), zmiana struktury systemu finansowego, bilansów, banków i rynków finansowych nie stanowi dowodu na fundamentalną lub strukturalną zmianę kapitalizmu (Toporowski 2012, s. 10). Można zatem uznać w tym kontekście – choć może być to stwierdzenie dyskusyjne – że w pewnym sensie gospodarka w skali globalnej skazana jest niejako na wzrost wartości poprzez finansjalizację. Warto w tym miejscu również zwrócić uwagę na opinię P.H. Dembinskiego, który złożoność współczesnych finansów wiąże z nieprzewidywalnym ryzykiem, co jest ich słabością, a rosnąca złożoność operacji finansowych może pogрузić ludzkość

w finansowym chaosie (Dembski 2009, s. 6). Jest to spójne z opinią K. Jajugi (2015, s. 178), że tradycyjne pojęcie racjonalnego podmiotu może ustąpić miejsca bardziej złożonej koncepcji, uwzględniającej indywidualne cechy człowieka. Dodatkowo stwierdził on, że *tweety* uczestników rynku informują o ich nastrojach, a to pozwala na przewidywanie zagregowanych zachowań uczestników rynku. Tutaj zatem pojawia się miejsce dla zaproponowanego ujęcia  $\{F^e(+), F^f\}$ <sup>4</sup>.

Według koncepcji ekonomii dobrobytu A.C. Pigou, pewne elementy redystrybucji dochodów mogą przyczynić się do wzrostu dobrobytu, także przy niezminionej absolutnej wielkości tzw. dywidendy narodowej (która była pierwowzorem dzisiejszego dochodu narodowego) (Ratajczak 2017a, s. 14). Można więc uznać, że przyjęta przez państwo polityka makroekonomiczna także stanowi przejaw finansjalizacji (polityka fiskalna i monetarna).

## Podsumowanie

Finansjalizacja jest stosunkowo nowym obszarem badań. Z jednej strony jest traktowana jako efekt naturalnej ewolucji finansów, z drugiej jako zapowiedź końca pewnego ważnego okresu w ekonomii. Jednocześnie finansjalizacja często postrzegana jest jako główna przyczyna kryzysu finansowego z lat 2008–2009. Czy jednak sama finansjalizacja może być przyczyną problemów finansowych gospodarek rozwiniętych i rozwijających się? Czy może raczej w ramach procesu ufinansowania gospodarek kumulują się pewne negatywne czynniki, do których można zaliczyć m.in. dość niefrasobliwe zadłużanie się gospodarstw domowych, małych i średnich przedsiębiorstw, dużych korporacji i całych gospodarek. Skutkiem końcowym jest brak pokrycia zobowiązań i częściowo transakcji dokonywanych na rynkach finansowych w sferze realnej gospodarki.

W artykule tym postawiono tezę, że finanse są formą wyceny procesów gospodarczych i z nimi pokrewnych, a jednym z następstw rozwoju finansów jest właśnie zjawisko finansjalizacji. Jednocześnie zaproponowano operacjonalizację zjawiska finansjalizacji, w formie schematu:  $T \rightarrow P \rightarrow T(+), P \rightarrow T \rightarrow P(+), P \rightarrow \{F^e(+), F^f\} \rightarrow P$ . W modelu tym wskazano na dwie sfery działalności finansowej generującej dodatkową wartość. Pojawił się tu zatem obrót pieniądza uzasadniony i wynikający z ewolucji –  $F^e$  – (*financial evolution*), ale również obrót pieniądza w ramach „ciemnej strony finansów”, z którym związane są oszustwa i nadużycia finansowe –  $F^f$  (*financial fraud*). Model uwzględnia zatem zarówno podejście, w którym finansjalizacja jest traktowana jako naturalny proces w rozwoju gospodarki, jak i poglądy tych osób, dla których finansjalizacja jest zjawiskiem nacechowanym negatywnie. Wydaje się, że takie ujęcie zjawiska finansjalizacji jest kompletne.

Zaproponowano zatem, aby finansjalizację postrzegać jako zjawisko polegające na wzroście znaczenia operacji finansowych w procesie generowania dodatkowej wartości zarówno na rynkach finansowych, jak i w gospodarstwach domowych,

<sup>4</sup> Można byłoby się jeszcze pokusić o dołączenie kolejnego elementu  $F^h$ , czyli „*homo oeconomicus psychological*”, jednak ten element będzie poddany rozważaniom w kolejnych pracach autorki



małych i średnich przedsiębiorstwach oraz całych gospodarkach i cechujące się częściowym odseparowaniem od sfery realnej (oraz zmianą struktury powiązania ze sferą realną). Jednocześnie na ufinansowanie składają się dwie grupy operacji finansowych – te wynikające z procesów ewolucji (w tym także będących skutkiem ludzkich błędów) i te, które uznano za skutek „ciemnej strony finansów”, a która wynika z oszustw i nadużyć finansowych.

Wydaje się zatem, że finansjalizacja jest zjawiskiem stałym i postępującym w rzeczywistości gospodarczej XXI w., w której dominują zjawiska finansowe, a zatem można uznać, że finanse stanowią swoistą wycenę zjawisk gospodarczych i pokrewnych z nimi, a tym samym konkretyzację zjawisk ekonomicznych.

Tekst wpłynął: 8 listopada 2017 r.  
(wersja poprawiona: 4 grudnia 2017 r.)

## Bibliografia

- Adamczyk S.J., *Finansyzacja przedsiębiorstwa jako czynnik jego alienacji od sfery realnej, auto-referat rozprawy doktorskiej*, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, SGH, Warszawa 2016.
- Bachelier L., *Théorie de la spéculation*, Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure, 3<sup>e</sup> Series, 17, 1900.
- Bellofiore R., Garibaldi F., Mortagua M., *A Structural and Monetary Perspective of the Euro Crisis*, w: *The Financialization Response to Economic Disequilibria. European and Latin American Experiences. New Directions in post-Keynesian Economics*, red. N. Levy, E. Ortiz, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton 2016.
- Bereźnicka J., *Financial Leverage and Rate of Growth in a Family-owned Small Business (Based on Polish Family-owned Farms)*, „Economic Science for Rural Development” 2016, nr 43.
- Boratyńska K., *Corporate Bankruptcy and Survival on the Market: Lessons from Evolutionary Economics*, „Quarterly Journal Oeconomia Copernicana” 2016, nr 7(1), DOI: 10.12775/OeC.2016.008.
- Castelli C., *The Theory of „Options” in Stock and Shares*, F.C. Mathieson & Sons, London 1877.
- Dembinski P.H., *Ethics Trapped by Financialization*, „Ethik und Gesellschaft“ 2009, nr 2, [http://www.ethik-undgesellschaft.de/mm/EuG-2-2009\\_Dembinski.pdf](http://www.ethik-undgesellschaft.de/mm/EuG-2-2009_Dembinski.pdf) (dostęp: 28.07.2017).
- Dembinski P.H., *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011.
- Elliott J.E., *Marx and Schumpeter on Capitalism's Creative Destruction: A Comparative Restatement*, „The Quarterly Journal of Economics” 1980, nr 95(1).
- Financialization and the World Economy*, red. G.A. Epstein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2005.
- Evans T., *Economic and Financial Developments in the US since the 2007-2008 Crisis*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, 2017, [finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html](http://finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html) (dostęp: 03.11.2017).
- Franc-Dąbrowska J., *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych*, „Roczniki Nauk Rolniczych”, seria G – Ekonomia Rolnictwa, 2006, nr 93(1).

- Franc-Dąbrowska J., Kobus P., *Koszt kapitału własnego – dylematy wyceny*, „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” nr 1(330).
- Franc-Dąbrowska J., *Financialization of Economy, Taking into Account Agribusiness*, „Roczniki Naukowe Ekonomii Rolnictwa i Rozwoju Obszarów Wiejskich” 2017, t. 104, nr 4.
- Franc-Dąbrowska J., *Luminarze finansów agrobiznesu, stan obecny i perspektywy*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2017, nr 119.
- Girlich H.J., *Bachelier’s Predecessors*, Revised version presented at the 2nd World Congress of the Bachelier Finance Society, Crete, June 12–15, 2002.
- Goryszewski R., *Wokół poglądów na rolę pieniądza w gospodarce w historii i teorii ekonomii*, „Rocznik Naukowy Wydziału Zarządzania w Ciechanowie” nr 1–4(VII), 2013.
- Grodecka A., *Rola bankowości centralnej w zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Nowe wyzwania w obliczu kryzysu*, „Acta Universitatis Wratislaviensis” No. 3614, Prawo 317, 2015.
- Jajuga K., *Kierunku rozwoju modeli rynku finansowego*, w: *W kierunku nowego ładu świata finansów*, red. J. Nowakowski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.
- Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012.
- Kowalewski O., *System finansowy a realna sfera gospodarki*, „Master of Business Administration” 2010, nr 2(103).
- Księżyk M., *Źródła i ekonomiczne skutki kryzysów finansowych*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2013, z. 30, Rzeszów 2013.
- Małecki W., *Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej*, „Gospodarka Narodowa” 2016, nr 4(284).
- Marcinkowska M., *The Two Faces of Financialization*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, 2017, finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html (dostęp: 3.11.2017).
- Markowski K., Tymoczko D., *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2017, www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj (dostęp: 24.03.2018).
- Mądra-Sawicka M., *The Role of Financing the Activities of Agricultural Holdings with Borrowed Capital in the Opinion of Individual Farmers*, „Roczniki Naukowe Ekonomii Rolnictwa i Rozwoju Obszarów Wiejskich” 2017, 104(4).
- Mitręga-Nistrój K., *Niestabilność finansowa i jej źródła we współczesnym świecie*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, „Studia Ekonomiczne” 2014, nr 171.
- Nesvetailova A., *‘Money’ and Other Useless Concepts*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, 2017, finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html (dostęp: 3.11.2017).
- Osiatyński J., *Quo vadis euro – Unio? Perspektywa ekonomii postkeynesowskiej*, „Ekonomista” 2016, nr 3.
- Owsiak S., *Społeczny wymiar kryzysu – lekcja dla przyszłości*, „Biuletyn PTE” 2012, krakow.pte.pl (dostęp: 25.09.2017).
- Pietrzak B., *Nowe spojrzenie na stabilność systemu finansowego – mechanizmy pomocy finansowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2017, z. 155.
- Próchniak M., Wasiak K., *Zależność między rozwojem i stabilnością sektora finansowego a tempem wzrostu gospodarczego w krajach Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem państw Europy Środkowo-Wschodniej*, „Rocznik Instytutu Europy Środkowo-Wschodniej” 2016, nr 14, z. 5.
- Ratajczak M., *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3.

- Ratajczak M., *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, 2017, finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html (dostęp: 3.11.2017), 2017b.
- Ratajczak M., *Liberalizm i neoliberalizm ekonomiczny w perspektywie historycznej*, „Ekonomista” 2017a, nr 1.
- Sawyer M., *Recent Trends in Financialisation and Future Prospects*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, June 2017 r., finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html (dostęp: 3.11.2017).
- Seccareccia M., *Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience before and During the International Financial Crisis*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2012, nr 35(2).
- Secdareccia M., *Understanding Financialization: History, Theory, and Institutional Analysis*, „International Journal of Political Economy” 2013, nr 42(4).
- Shiller R.J., *Finanse a dobrobyt społeczny*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2016.
- Simmel G., *The Philosophy of Money*, red. D. Frisby, Routledge 2004.
- Soto J.H. de, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
- Szczepankowski P., *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, 2015.
- The Financialization Response to Economic Disequilibria. European and Latin American Experiences. New Directions in post-Keynesian Economics*, red. N. Levy, E. Ortiz, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton 2016.
- Toporowski J., *The Economics and Culture of Financialisation*, SOAS Department of Economics Working Paper Series, nr 158, The School of Oriental and African Studies.
- Toporowski J., *Neologism as Theoretical Innovation in Economics: The Case of „Financialisation”*, SOAS Department of Economics Working Paper Series, nr 171, The School of Oriental and African Studies, 2012.
- Tversky A., Kahneman D., *Osądy w warunkach niepewności: heurystyki i błędy poznawcze*, w: *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, red. D. Kahneman, Media Rodzina, Poznań 2012.
- Whalen C.J., *Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, 2017, finansjalizacja.wsiz.pl/Referaty.html (dostęp: 5.09.2017).

## UFINANSOWIENIE GOSPODARKI I FINANSOWY WZROST WARTOŚCI

### Streszczenie

W artykule podjęto problematykę ufinansowania gospodarki oraz powiązania tego procesu ze wzrostem wartości. Przedstawiona została istota i historia finansjalizacji. Następnie zostały podjęte rozważania nad powiązaniem między ufinansowaniem gospodarki a przyczynami i skutkami kryzysu finansowego, w tym wady i zalety finansjalizacji. Trzecim elementem rozważań była kwestia powiązania operacji finansowych ze sferą realną gospodarki. Następnie zaproponowano rozpatrywanie działalności finansowej generującej

dodatkową wartość na dwie sfery: pierwszą, którą można uznać za wynikającą z procesów ewolucji finansów (którą umownie nazwano „*financial evolution*”), i drugą, którą uznano za skutek „ciemnej strony finansów”, a która wynika z oszustw i nadużyć finansowych (którą umownie nazwano „*financial fraud*”). Ostatecznie zaproponowano model obiegu pieniądza w gospodarce z uwzględnieniem zjawiska finansjalizacji.

**Słowa kluczowe:** finansjalizacja, sfera realna, wzrost wartości, oszustwa finansowe

## FINANCIALIZATION OF THE ECONOMY AND THE INCREASE OF VALUE

### Summary

The article discusses the issue of financialization the economy and the connection between this process and the increase of value. The essence and history of finance are presented. Subsequently, consideration was given to the link between the financialization of the economy and the causes and effects of the financial crisis, including the pros and cons of financialization. The third element of the discussion was the connection of financial operations to the real economy. It was proposed to consider financial activity generating additional value in two areas: the first to be considered as a result of evolutionary processes (which was termed “financial evolution”) and the second one which was considered as a result of the “dark side of finance” and which resulted from fraudulent activities (which was termed “financial fraud”). Finally, a model of money circulation in the economy was proposed, taking into account the phenomenon of financialization.

**Key words:** financialization, real estate, value growth, financial fraud

## ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ

### Резюме

Статья посвящена проблематике финансиализации экономики и увязке этого процесса с ростом стоимости. Представлена суть и история финансиализации. Затем автор анализирует связь между финансиализацией экономики и причинами и последствиями финансового кризиса, в том числе достоинства и недостатки финансиализации. Третьим элементом анализа был вопрос увязки финансовых операций с реальной сферой экономики.

Затем автор предложил рассмотреть финансовую деятельность, генерирующую добавленную стоимость, в разбивке на две сферы: первую, которую можно вывести из процессов эволюции финансов (условно названную «*financial evolution*») и вторую, вытекающую из «темной стороны финансов» и проявляющуюся в форме мошенничества и финансовых афер (условно названную «*financial fraud*»). В заключение автор предложил модель оборота денег в экономике с учетом явления финансиализации.

**Ключевые слова:** финансиализация, реальная сфера, рост стоимости, финансовое мошенничество