

MAREK RATAJCZAK*

Finansyzacja gospodarki

Uwagi wstępne

Źródeł światowego kryzysu¹, którego umownym początkiem stał się upadek banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. upatruje się przede wszystkim w zjawiskach z zakresu funkcjonowania sfery finansowej, a nie sfery realnej. Ta szczególna rola sfery finansowej powoduje, że w dyskusjach o kryzysie, a szerzej o funkcjonowaniu współczesnej gospodarki rynkowej, coraz większą uwagę przywiązuje się do interakcji sfery finansów i sfery realnej. Coraz więcej zwolenników ma przy tym teza, że pieniądź nie tyle jest „dobrym sługą” sfery realnej, co stał się lub staje się jej niekoniernie dobrym panem. Jednym z pojęć, które zadomowiło się już w literaturze zagranicznej, a które stanowi relatywną nowość w literaturze polskiej i jest wykorzystywane w analizach obecnego stadium rozwoju gospodarki rynkowej, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, jest finansyzacja². Celem tego artykułu jest próba przybliżenia tego pojęcia i głównych obszarów dyskusji z nim związanych.

1. Istota finansyzacji

Dyskusję o finansyzacji należy rozpocząć od kwestii natury semantycznej. Słowo to jest „kalką” angielskiego terminu *financialisation* i – jak z wieloma skopiowanymi

* Prof. dr hab. Marek Ratajczak – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: m.ratajczak@ue.poznan.pl

¹ Poza ramy tego artykułu wykracza dyskusja na temat tego, na ile w kategoriach czysto naukowych jest uzasadnione operowanie pojęciem kryzysu w odniesieniu do ciągu wydarzeń w gospodarce światowej z ostatnich kilku lat. Określenie to jest jednak tak często używane także w publikacjach naukowych, że mimo wszystkich możliwych zastrzeżeń, zwłaszcza ze strony specjalistów od analizy koniunktury, będzie ono wykorzystywane także w niniejszym artykule.

² Relatywna nowość nie oznacza, że pojęcie finansyzacji gospodarki nie jest wykorzystywane w publikacjach polskich autorów odnoszących się do ostatniego kryzysu czy analiz obecnego stadium kapitalizmu. Przykładem są prace M. Bałtowskiego [2008], E. Mączyńskiej [2009] czy J. Żyżyńskiego [2009].

pojęciami, a zarazem neologizmami bywa – nie wszyscy z takim określeniem się godzą. W polskiej literaturze można w związku z tym spotkać się także z nieco odmiennymi określeniami, takimi jak „finansjalizacja” i „ufinansowanie”, oraz określeniami o zbliżonej treści znaczeniowej takimi jak „giełdyzacja” [Kowalik 2009], „bankokracja” [Gwiazdowski 2008] czy „kapitalizm finansowy” [Toporowski 2012]. Czas pokaże, które z tych określeń zostanie przyjęte jako forma podstawowa czy wręcz obowiązująca. Jak na razie, wyłącznie na podstawie prostej analizy ilościowej wykorzystania każdego z przytoczonych powyżej sformułowań, to właśnie określenie „finansyzacja” jest najpopularniejsze.

Literatura, przede wszystkim zagraniczna, zawiera wiele różnych definicji finansyzacji. Łączy je wskazywanie szczególnej i rosnącej roli sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki oraz w życiu ekonomicznym i społecznym. Sfera finansowa z tradycyjnej roli wspomaganie i uzupełnianie sfery realnej staje się wręcz dominującym uczestnikiem życia ekonomicznego i społecznego. Tak ogólną wizję finansyzacji gospodarki trudno byłoby uznać za wystarczającą. Dlatego warto dokonać próby kolejnego przybliżenia chociażby poprzez rozróżnienie finansyzacji w wąskim i szerokim znaczeniu.

W wąskim znaczeniu finansyzacja jest kojarzona przede wszystkim z rosnącym znaczeniem działalności finansowej w aktywności podmiotów ekonomicznych o charakterze niefinansowym. Konsekwencją tego jest zmiana strumieni dochodów, w których coraz większy udział mają dochody czerpane właśnie z działalności finansowej, a nie z tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Zarówno w polskiej literaturze, jak i w zagranicznej przytaczane są różne, acz co prawda głównie odwołujące się do doświadczeń gospodarki amerykańskiej dane ilustrujące rosnącą rolę aktywności finansowej w organizacjach, które kojarzone są przede wszystkim z działaniami ze sfery realnej [Orhangazi 2008; Ząbkowicz 2009].

Finansyzacja w wąskim znaczeniu jest na ogół traktowana jako jeden z przejawów finansyzacji *sensu largo* i to wcale aspekt nie najważniejszy. W szerokim znaczeniu finansyzacja to wskazywany już proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W ramach finansyzacji rynki finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną (w wymiarze mikroekonomicznym i makroekonomicznym) i na efekty gospodarowania [Epstein 2006; Stockhammer 2004; Boyer 2000]. Dla części badaczy finansyzacja gospodarki jest świadectwem nowego studium kapitalizmu, określanego mianem kapitalizmu finansowego, kapitalizmu rentierskiego, bankokracji czy też kapitalizmu „odcinania kuponów” [Froud i in. 2001]. W nawiązaniu do tradycji keynesowskiej niekiedy pisze się też o „kapitalizmie kasynowym”³. Wreszcie autorzy najbardziej radykalnych koncepcji uważają, że finansyzacja jest wręcz zwiastunem

³ Jak pisał J.M. Keynes: „Spekulanci mogą być nieszkodliwi, gdy są niczym piana na spokojnych wodach przedsiębiorczości. Ale sytuacja staje się poważna, gdy przedsiębiorczość staje się pianą na wirze spekulacji. Gdy akumulacja kapitału w jakimś kraju staje się ubocznym produktem gry hazardowej, wyniki zawsze będą oplakane” [Keynes 1985, s. 182].

„jesieni” kapitalizmu (co nie znaczy, że schyłku gospodarki rynkowej) oraz kształtowania się kompleksu finansowo-politycznego, który swoimi wpływami i znaczeniem przekracza rolę dawnego kompleksu militarno-przemysłowego [Freeman 2010; Mączyńska 2009]. Ekonomiści nawiązujący do tradycji marksowskiej skłonni są z kolei pisać o monopolistyczno-finansowym stadium gospodarki kapitalistycznej [Foster 2007; Isaacs 2011]. Finansyzacja ma być także jednym z przejawów przechodzenia od demokracji do plutokracji, czyli rządów pieniądza i jego dysponentów⁴.

Finansyzacja prowadzi do zasadniczych zmian w sferze zarządzania i własności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw. Na obszarze własności wiąże się to z coraz większą rolą właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej, którzy kojarzeni są z tzw. kapitałem niecierpliwym, szukającym możliwości uzyskania nadzwyczajnych zysków w krótkim okresie [Rossman, Greenfield 2006]. Właściciele ze sfery finansowej często traktują swój udział w sferze realnej przed wszystkim jako jedną z okresowych i alternatywnych form lokowania kapitału, a nie jako rzeczywiste długookresowe angażowanie się we własność z zamiarem rozwoju danej organizacji. Prowadzi to do tego, że tradycyjna reguła „zatrzymuj i reinwestuj” zostaje zastąpiona zasadą „ograniczaj (koszty) i dystrybuuj (dywidendę)” [Stockhammer 2004]. Zdaniem krytyków zmian, które pod wpływem narastającej finansyzacji dokonują się na poziomie przedsiębiorstw, szczególnie wiele złego dokonało upowszechnienie się idei wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*), związane z przesuwaniem akcentów w dyskusji o zarządzaniu ze *stakeholder perspective* (perspektywa interesariuszy) na *shareholder perspective* (perspektywa udziałowców, akcjonariuszy) [Palley 2007]. W połączeniu z narastającą tendencją do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych doprowadziło to do nadmiernego wyeksponowania w analizie ekonomiczno-finansowej całej grupy wskaźników uwzględniających przede wszystkim krótkookresową zyskowność, a nie długookresową stabilność rozwoju danego przedsięwzięcia [Froud i in. 2000; Williams 2000].

Nietrudno zauważyć, że o ile wąska interpretacja finansyzacji ma wymiar ściśle ekonomiczno-finansowy, związany z analizą zmian struktury dochodów instytucji niefinansowych, to w szerokiej interpretacji finansyzacja już w sferze definicyjnej wyraźnie wykracza poza ramy analizy typowej dla tzw. ekonomii głównego nurtu. Wiąże się to w znacznej mierze z uwzględnianiem elementów typowych dla tradycji analizy instytucjonalnej, w której zdarzenia gospodarcze pozostają w ścisłym związku ze zjawiskami z innych obszarów życia społecznego. Dlatego też właśnie wśród ekonomistów mniej lub bardziej kojarzonych z współczesnym instytucjonalizmem idea finansyzacji jest coraz bardziej popularna. Akceptują tę koncepcję także inni ekonomiści reprezentujący szkoły czy kierunki odnoszące się sceptycznie, a nawet zdecydowanie krytycznie do eko-

⁴ W. Buffett stwierdził, że: „USA zmierzają do stania się plutokracją, gdzie państwo jest kontrolowane przez ludzi bardzo bogatych, a nie społeczeństwo” (cyt. za „Puls Biznesu”, 23.03.2011, s. 9).

nomii głównego nurtu oraz do tego, co w sferze doktrynalnej wiąże się z ideą neoliberalizmu.

Keynesiści – pamiętając chociażby to, co pisał ich patron o wspomnianym już kapitalizmie kasynowym, brak akceptacji dla idei neutralności pieniądza wobec sfery realnej, a także jego zdecydowaną niechęć do zachowań rentierskich – skłonni są do dostrzegania pewnych istotnych negatywnych elementów w idei finansyzacji [Bhaduri 2011]. Na szczególną uwagę wśród ekonomistów kojarzonych z keynesizmem, których dorobek jest ponownie analizowany w kontekście finansyzacji gospodarki i ostatniego kryzysu zasługują J. Tobin i H. Minsky. Ten pierwszy, uhonorowany Nagrodą Nobla z ekonomii w 1981 r., napisał m.in., że obawia się, iż „(...)coraz więcej środków lokowanych jest w aktywności finansowej zamiast w produkcji dóbr i usług, działalności, która generuje wysokie prywatne zyski nieproporcjonalne do jej społecznej użyteczności” [Tobin 1984, s. 14]. Ściśle z tymi poglądami na rolę sfery finansowej wiąże się pomysł opodatkowania transakcji finansowych znany powszechnie jako podatek Tobina. Do idei tej powrócono przy okazji ostatniego kryzysu, lecz spotkało się to z bardzo silną krytyką i oporem zarówno przedstawicieli sektora finansowego (co jest zrozumiałe), jak i sporej części ekonomistów postrzegających w takim podatku swoisty zamach na wolność rynku.

H. Minsky, niedoceniony za życia, jest dziś szczególnie popularny w związku z hipotezą finansowej niestabilności, odnoszącą się zwłaszcza do tych gospodarek, które określał jako złożone pod względem finansowym (*financially sophisticated economies*). Gospodarka dla Minskiego to przede wszystkim złożony system finansowy, który przechodzi regularnie przez kolejne fazy cyklu koniunkturalnego. Faza załamania koniunktury jest konsekwencją podejmowania w fazie wzrostowej coraz większego ryzyka finansowego. Co także jest istotne, H. Minsky zdecydowanie rozróżniał ryzyko, możliwe do oszacowania w kategoriach prawdopodobieństwa, od niepewności [Kąsek, Lubiński 2010]. Ta ostatnia idea znajduje w ostatnim czasie wyraz w koncepcji „czarnych łabędzi”, a szczególnym promotorem tej idei jest Nassim Taleb.

H. Minsky jest na ogół identyfikowany z keynesizmem, ale pod pewnymi względami był bliski ekonomii instytucjonalnej, uważając, że na instytucjach powinna opierać się każda analiza ekonomiczna. Jak już wcześniej wspomniano, właśnie w kręgu ekonomistów związanych z szeroko rozumianą ekonomią instytucjonalną idea finansyzacji gospodarki jest szczególnie popularna. Z dyskusją o finansyzacji ściśle wiąże się tak ważny dla T. Veblena problem natury ludzkiej. Co prawda we współczesnej psychologii w zasadzie nie operuje się pojęciem instynktów, a w tym podkreślaną przez Veblena ideą instynktu łupieżczego, ale pojęcie chciwości eksponowane w dyskusjach o ostatnim kryzysie i jego źródłach ściśle pasuje do rozważań o naturze człowieka. Tak zwany biznes w stylu Gordona Gecco⁵ stał się dla części uczestników życia gospodarczego, a zwłaszcza sfery

⁵ Określenie pochodzi od nazwiska głównego bohatera filmu „Wall Street” z 1987 r. w reżyserii Oliviera Stone’a i fragmentu, w którym pojawia się sformułowanie „chciwość jest dobra”.

finansowej, obowiązującą wykładnią tego, co wolno robić [Freeman 2010]. A robić, zgodnie z tą filozofią, wolno w zasadzie wszystko, o ile tylko prowadzi to do wzrostu bogactwa w jego pieniężnym wymiarze.

W tradycyjnym instytucjonalizmie istotną rolę odgrywa pojęcie władzy. Z punktu widzenia finansyzacji pojęcie to można rozpatrywać m.in. z punktu widzenia związków władzy politycznej różnych szczebli z sektorem finansowym [Hall 2009]. Tak zwane obrotowe drzwi, związane z przechodzeniem ludzi z biznesu do świata polityki, w tym do administracji państwowej i z powrotem, ułatwiają podejmowanie działań służących interesom sektora finansowego [Freeman 2010].

W dyskusji o finansyzacji trudno także pominąć mieszczące się w optyce instytucjonalnej zjawiska ze sfery kulturowej. Współczesna kultura masowa upowszechnia wyraźnie hedonistyczną wizję życia, w której rentierstwo, tradycyjnie bardzo wstrzemięźliwe, a nawet źle oceniane przez ekonomistów, jest oznaką sukcesu i wzorem godnym naśladowania. Finansyzacji sprzyjają także zmiany w sferze etyki i życia religijnego. Następuje erozja tradycyjnych wartości, a zwłaszcza ich interpretacji w odniesieniu do sfery biznesu. Przykładem, choć nie w każdym konkretnym wydaniu, jest kariera pojęcia „etyka biznesu”. Niestety, w praktyce jest to niekiedy etyka przykrawana do potrzeb konkretnej korporacji, w której pojęcia fundamentalne dla etyki nabierają częściowo nowego znaczenia.

Podobnie jak historyczny instytucjonalizm, tak i nowa ekonomia instytucjonalna i jej instrumentarium badawcze nadają się do analizy zjawiska finansyzacji. Niewątpliwie dotyczy to idei asymetrii informacji z punktu widzenia relacji klientów i oferentów w sferze produktów finansowych. Złożoność instrumentów finansowych jest tak duża, że nawet ci, którzy tak jak agencje ratingowe, w imieniu innych uczestników rynku powinni oceniać związane z nimi ryzyko, sami raz po raz padają ofiarą asymetrii informacji.

Z punktu widzenia istotnej dla nowej ekonomii instytucjonalnej teorii praw własności warto zwrócić uwagę na podkreślany już coraz większy udział podmiotów finansowych we własności w sferze realnej. Następuje swego rodzaju finansyzacja wszelkich aktywów, w tym także tych związanych z kapitałem ludzkim. Z kolei rozwój rynków instrumentów pochodnych prowadzi do upowszechniania się nowej formy własności, istotnie różniącej się od własności powiązanej z bezpośrednim sprawowaniem funkcji właścicielskiej i menedżerskiej oraz własności cedującej zarządzanie na najętych menedżerów. W przypadku derywatów możliwa jest własność bez świadomości bycia współwłaścicielem oraz własność, której w zasadzie nie towarzyszą żadne prawa i obowiązki. Właściciel derywatów może być wręcz zainteresowany upadłością podmiotu, którego aktywność jest źródłem kreacji instrumentu pochodnego, tudzież jest często bardziej zainteresowany istotną zmiennością zdarzeń wpływających na wycenę posiadanych derywatów i możliwość realizacji renty spekulacyjnej niż stabilnością rozwoju [Wigan 2009].

W perspektywie nowej ekonomii instytucjonalnej mieści się także podnoszona w ramach dyskusji o finansyzacji kwestia rozprzestrzeniania się pogoni za rentą (*rent-seeking*), co prowadzi do naruszania fundamentalnych reguł zaufania między sprzedającymi (np. nowe produkty finansowe) a nabywcami. Prowadzi to tak-

że do tego, że stara łacińska maksyma *caveat emptor* („niech kupujący się strzeże”) nabiera nowego szczególnego znaczenia [Freeman 2010].

Pisząc o finansyzacji z perspektywy nowej ekonomii instytucjonalnej, trudno nie wspomnieć także o problemie pokusy nadużycia (*moral hazard*) czy też oportunistycznym *ex post*, które to pojęcie ściśle wiąże się z dyskusją o roli państwa jako gwaranta czy też ubezpieczyciela ostatniej instancji. Do problemu tego powrócimy w dalszej części artykułu.

W przeciwieństwie do keynesistów i innych reprezentantów szeroko rozumianej ekonomii heterodoksyjnej, ortodoksyjni reprezentanci ekonomii głównego nurtu związanego z tradycją neoklasyczną traktują to wszystko, co składa się na finansyzację gospodarki, jako przejawy pewnych naturalnych zmian zachodzących w ramach gospodarki rynkowej, niedające podstaw do istotnej rewizji paradygmatów oraz konstrukcji teoretycznych i modelowych. Ponieważ w modelu neoklasycznym i jego pochodnych zakłócenia w działaniu rynku mogą mieć w zasadzie tylko charakter egzogeniczny, to nic dziwnego, że wspomniana grupa ekonomistów szuka przyczyn ostatniego kryzysu przede wszystkim w psujących rynek działaniach państwa. O roli państwa z punktu widzenia finansyzacji będzie mowa w dalszej części artykułu. W tym miejscu zauważmy jedynie, że różne instytucje i działania państwa odegrały niewątpliwie pewną rolę w narastaniu finansyzacji i wybuchu ostatniego kryzysu. Nie znaczy to jednak, że była to przyczyna pierwotna i zasadnicza. Nie jest także uzasadnione przekonanie o możliwości – w dzisiejszych realiach rynkowych – w pełni skutecznego działania tego, co popularnie określa się mianem niewidzialnej ręki rynku i nieobecności państwa w gospodarce, zwłaszcza jako regulatora, w szczególności w odniesieniu do takich rynków jak rynki finansowe. Jak słusznie zauważył D. Acemoglu, zarówno w nauce, jak i w praktyce nie można stawiać znaku równości między rynkiem wolnym a rynkiem nieregulowanym [Acemoglu 2010].

Pisząc o finansyzacji gospodarki nie można pominąć jej związków z innym, znacznie popularniejszym, choć też niejednoznacznie definiowanym zjawiskiem, jakim jest globalizacja. Analizy globalizacji są tradycyjnie skoncentrowane na zjawiskach związanych ze sferą realną, co nie znaczy oczywiście, że w badaniach tych nie dostrzega się pieniężnego wymiaru aktywności gospodarczej. Jednakże czym innym jest dyskusja o pieniądzu w jego funkcjach środka wymiany, płatniczej i miernika wartości w sferze międzynarodowej, a czym innym będąca przedmiotem zainteresowania zwolenników idei finansyzacji dyskusja o sferze finansowej jako szczególnej składowej procesów globalizacji. Z punktu widzenia finansyzacji jako ogniwa globalizacji istotne znaczenie mają takie zjawiska, jak rozwój sekurytyzacji, ograniczenie roli tradycyjnych instytucji finansowych, a zwłaszcza banków jako instytucji pośredniczących na rynku kapitałowym, oraz wzrost płynności rynków finansowych w ich wymiarze międzynarodowym [Engelen 2008]. Światowy rynek finansowy jest także szczególnym beneficjentem postępu technologicznego. Pieniądz w swej bezgotówkowej postaci może bez żadnych ograniczeń, poza wynikającymi z regulacji państwa, błyskawicznie przenosić się w przestrzeni, która jeszcze bardziej niż w przypadku sfery realnej stała się przestrzenią globalną.

W ramach dyskusji o istocie finansyzacji należy także zwrócić uwagę na dwie tradycyjne idee, należące do podstaw dyskusji o funkcjonowaniu gospodarki rynkowej. Pierwsza, i z punktu widzenia tych rozważań szczególnie ważna, wiąże się z tym, co popularnie określane jest mianem gospodarki towarowo-pieniężnej. Najczęściej w sposób schematyczny ilustruje się to zapisem: towar (T) → pieniądź (P) → towar (T'). Zapis ten sugeruje, że po pierwsze, to sfera realna (towar) ma charakter podstawowy, i po drugie, że zasadniczą rolą pieniądza jest pomocniczość czy też służebność wobec sfery realnej. Pieniądź ma być pośrednikiem w wymianie, ułatwiającym wymianę dóbr, rozwiązującym problemy typowe dla wymiany barterowej i gospodarki naturalnej. Tyle tylko, że już Karol Marks, a później raczej niebędący jego entuzjastą John Maynard Keynes zwrócili uwagę, że mówiąc o kapitalizmie, należałoby raczej pisać o gospodarce pieniężno-towarowej, w której owa zależność powinna być zapisywana jako $P \rightarrow T \rightarrow P'$ [Foster 2007]. W świecie maksymalizacji zysku to pieniądź jest jego podstawowym wyrazem, a towar drogą do powiększania zasobów pieniądza. Współczesna finansyzacja gospodarki analizowana z tej perspektywy jest w zasadzie kolejną fazą poszukiwania nowych sposobów maksymalizacji zysku w jego pieniężnej postaci, przy czym sposoby te nie muszą respektować innego elementu tradycyjnego spojrzenia na funkcjonowanie gospodarki rynkowej, który wiąże się z zależnością między potrzebami, konsumpcją i produkcją.

W tradycyjnym ujęciu pierwotnym motorem wszelkiej aktywności gospodarczej są potrzeby ludzkie oraz konieczność ich zaspokajania drogą konsumpcji. Potrzeby gospodarstw domowych determinują decyzje producentów, którzy pośrednio lub bezpośrednio uczestniczą w wytwarzaniu środków konsumpcji. Towarzyszy temu idea suwerenności konsumenta. Jednakże we współczesnym świecie potrzeby konsumentów – poza potrzebami o charakterze podstawowym – są w znacznej mierze kreowane przez producentów, a decyzje producentów, wśród których coraz większą rolę odgrywają podmioty związane z sektorem finansowym, stają się w istotnej części pierwotnymi w stosunku do potrzeb. Finansowa determinanta decyzji produkcyjnych jest wzmacniana przez dążenie do maksymalizacji *shareholder value*. Marnotrawstwo i góry odpadów, które stały się jednym z symboli gospodarek wysoko rozwiniętych, są po części efektem tego, że produkowanie dóbr trwałych i niezawodnych niekoniecznie jest postrzegane jako zjawisko pozytywne, gdyż może prowadzić do ograniczenia konsumpcji, a to z kolei może negatywnie wpływać na możliwość powiększania zysków.

2. Wymiar historyczny finansyzacji

We współczesnym świecie jest dość wyraźna tendencja do ahistoryzmu (liczy się „tu i teraz”, a to, co było, nie ma istotnego znaczenia). Historia myśli ekonomicznej czy historia gospodarcza, niegdyś standardowe elementy wykształcenia ekonomicznego, są już prawie nieobecne w dydaktyce, i to nie tylko w Polsce. W sfe-

rze naukowej podejmowane są wręcz próby jednoznacznego przypisania tych obszarów badawczych do historii i wyłączenia ich zarazem z szeroko rozumianej ekonomii. Jednak w głębokim przekonaniu autora – nie tylko ze względu na coraz popularniejszą koncepcję *path dependence* – zjawiska gospodarcze i społeczne należy postrzegać i analizować w ich historycznym kontekście. Bez wiedzy o przeszłości często trudniej zrozumieć teraźniejszość i podejmować decyzje dotyczące przyszłości⁶.

Z punktu widzenia dyskusji o finansyzacji w jej historycznym wymiarze, wyróżnić można dwie perspektywy badawcze. Jedna polega na postrzeganiu finansyzacji jako zjawiska o długiej historii, wiążącej się z występującymi na przestrzeni dziejów przejawami nadrzędności działań w sferze finansowej i kreowania na tej drodze bogactwa wobec aktywności w sferze realnej. W tle tego typu analiz jest kojarzone z Arystotelesem rozróżnianie ekonomii i chrematystyki. Istotą tej pierwszej miało być powiększanie bogactwa poprzez zaspokajanie potrzeb działań w sferze realnej. Z kolei chrematystyka wiąże się z ideą powiększania bogactwa jako celu samego w sobie, głównie poprzez działania, które można by określić mianem spekulacji finansowych.

Rozróżnianie ekonomii i chrematystyki wiąże się także ze sporem o rolę pieniądza w życiu ekonomicznym i społecznym oraz sporem o pobieranie procentu. Przypomnijmy, że obrót pieniądzem i czerpanie z tego korzyści w postaci procentu były w starożytności i w średniowieczu traktowane jako zajęcia w zasadzie niegodne człowieka wolnego i zajmującego wysoką pozycję w hierarchii społecznej. W ramach trzech głównych religii monoteistycznych Tora dopuszcza pobieranie procentu od nie-Żydów, zabraniając zarazem stosowania go w transakcjach między Żydami. Koran w ogóle wykluczył ideę procentu w czystej postaci, w wyniku czego do dziś instytucje finansowe deklarujące działanie zgodne z regułami islamu nie mogą ani pobierać, ani udzielać procentu, a gromadzone środki pieniężne powinny być wykorzystywane do inwestowania w sferze realnej. Chrześcijaństwo co prawda zaakceptowało ideę procentu, ale chociażby poprzez ideę tzw. banków pobożnych podkreślano różnicę między procentem jako przejawem tego, co w tradycji świętego Tomasa z Akwinu można by potraktować jako wyraz ceny sprawiedliwej, a pogonią za zyskiem czerpanym z samego obrotu pieniądzem, co kojarzono zwłaszcza z lichwą.

Na marginesie powyższego krótkiego odwołania do dyskusji o pieniądzu i procentcie w kontekście religijnym warto zwrócić uwagę, że zwłaszcza w krajach mu-

⁶ Jak słusznie napisano w tekście towarzyszącym wznowieniu wydania esejów jednego z najważniejszych przedstawicieli teorii zarządzania, a zarazem bardzo dobrego znawcy ekonomii, P. Druckera „(...) menedżer musi obecnie funkcjonować w centrum burzy istotnych społecznych zmian, które w sposób zasadniczy przeobrażają relacje między gospodarką, biznesem, polityką i konsumentami. Zrozumienie tych wszystkich zmian i zarządzanie w ramach nich wymaga pewnej perspektywy, która wykracza poza «tu i teraz» w stronę określenia, jak się tu znaleźliśmy i dokąd zmierzamy” [Drucker 2010].

zułmańskich w ostatnich latach pojawiły się publikacje wskazujące na zalety bankowości opartej na regułach koranicznych w dobie finansyzacji [Khan 2008]. Autorzy tych opracowań, wychodząc od konstatacji o braku wśród banków dotkniętych konsekwencjami kryzysu banków islamskich, starają się wykazać, że to właśnie konserwatywne reguły działania wynikające z tradycji koranicznej stały się swoistą tarczą ochronną. Należy jednak zauważyć, że właśnie konserwatyzm reguł ekonomicznych i społecznych, wynikających z przyjętej interpretacji Koranu, jest z kolei przez część historyków uznawany za jedną z istotnych przyczyn tego, że świat muzułmański, który jeszcze w dobie średniowiecza na wielu obszarach życia społecznego (np. w medycynie) był nawet lepiej rozwinięty niż obszary zdominowane przez chrześcijaństwo, tej roli lidera nie utrzymał i że to nie w tym kręgu cywilizacyjnym narodził się kapitalizm. To właśnie innowacje finansowe i księgowe, kojarzone zwłaszcza z włoskimi republikami-miastami, odegrały istotną rolę w rozwoju nastawionej na zysk aktywności gospodarczej stanowiącej istotę kapitalizmu⁷.

Wśród licznych historycznych przejawów finansyzacji szczególnie często jest analizowany przypadek Hiszpanii w XVI i XVII w. Napływ kruszców z Ameryki, z których bito monety, doprowadził do tego, że w Hiszpanii rozprzestrzeniła się swoista wiara w to, że pieniądź i sam obrót nim są autonomicznym i gwarantującym sukces źródłem bogactwa i rozwoju [Barbaruk 2010]. Tak zwane kryzysy hiszpańskie XVII w. bardzo szybko wykazały, że ani pieniądź, ani papiery wartościowe i obrót nimi nie są w stanie zastąpić normalnej aktywności w sferze realnej. W tym miejscu warto zauważyć, że jednym z elementów dyskusji towarzyszących ostatniemu kryzysowi stało się pytanie, które można potraktować po części jako historyczne odbicie wskazanego wcześniej problemu, a które dotyczy tego, czy idea serwicyzacji gospodarek wysoko rozwiniętych, m.in. drogą rozwoju sektora finansowego, zakładająca *de facto* akceptację ograniczania sfery realnej w rozumieniu tradycyjnej działalności produkcyjnej jako kreatora miejsc pracy i źródła bogactwa, jest rzeczywiście tak bezdyskusyjna i bezproblemowa, jak to często przedstawiano. Czy rzeczywiście można przyjąć, że nie ma żadnego znaczenia czy 10% PKB jest uzyskiwane w ramach usług związanych z sektorem finansowym, czy dzięki działaniom związanym z produkcją dóbr w ich postaci materialnej?⁸ Czy świat, w którym – trywializując i upraszczając – Chiny będą

⁷ Kwestia związków religii z ekonomią, w tym w sferze finansowej, sama w sobie warta jest odrębnych, pogłębionych studiów. Przy okazji warto odnotować, że tak zwane PIIGS, czyli gospodarki stanowiące szczególne źródło problemów w Unii Europejskiej i w strefie euro, to kraje o silnej tradycji katolickiej, a w przypadku Grecji – prawosławnej. Odpowiedź na pytanie, czy jest to tylko przypadek, czy argument na rzecz słuszności poglądów Maxa Webera o wpływie etyki protestanckiej na rozwój kapitalizmu, a zarazem dowód na mniejsze dopasowanie do siebie kapitalizmu i innych składowych chrześcijaństwa, wykracza poza ramy tego artykułu.

⁸ Na 10% szacowany jest udział londyńskiego City w tworzeniu PKB Wielkiej Brytanii i to troską o ochronę tej składowej brytyjskiej gospodarki tłumaczono postawę premiera Camerona w trakcie szczytu Unii Europejskiej w grudniu 2011 r., sprzeciwiającego się paktowi fiskalnemu oraz proponowanym restrykcjom wobec sektora finansowego.

produkować towary, a Ameryka dolary, może funkcjonować w dłuższej perspektywie historycznej? Ostatni kryzys wskazuje na to, że nie.

Historyczne przejawy finansyzacji gospodarki niekiedy są kojarzone z wszelkimi przykładami narastania i pęknięcia baniek spekulacyjnych zarówno w sferze finansowej, jak i realnej – od słynnej bańki tulipanowej z XVII w. począwszy. Nawet ograniczając się tylko do baniek spekulacyjnych o charakterze finansowym, stawianie znaku równości między tym zjawiskiem a finansyzacją trudno byłoby zaakceptować. Albowiem klasyczne bańki spekulacyjne w sferze finansowej to pojawiająca się co pewien czas sytuacja wzrostu cen aktywów finansowych. Z kolei finansyzacja to długookresowa tendencja do zmiany roli sfery finansowej w gospodarce. Bańki spekulacyjne w sferze finansowej to tylko jeden z głównych aspektów finansyzacji gospodarki – obok takich kwestii, jak: a) rola zysków i aktywności finansowej w zyskach ogółem, b) wzrost wartości długu (prywatnego i publicznego) w relacji do PKB), c) wzrost znaczenia sektora FIRE w aktywności gospodarczej, d) rozwój innowacji finansowych, zwłaszcza w ramach tego, co współcześnie jest określane mianem instrumentów pochodnych [Foster 2007].

Wymienione powyżej zjawiska nasiliły się szczególnie w ostatnim ćwierćwieczu XX w. i dlatego druga i najczęściej analizowana historyczna perspektywa dyskusji o finansyzacji gospodarki koncentruje się na ostatnich dziesięcioleciach funkcjonowania kapitalizmu. Tym, co stanowi o zasadniczej różnicy między finansyzacją z niekiedy już bardzo historycznie odległej przeszłości a jej współczesną postacią, jest zakres i skala zjawisk spekulacyjnych oraz – co bardzo ważne – istota tychże zjawisk. Tradycyjna spekulacja była oparta w znacznej mierze na wykorzystywaniu arbitrażu. Natomiast współczesna spekulacja wiąże się o wiele bardziej z inflacją aktywów finansowych i powstawaniem baniek spekulacyjnych o charakterze finansowym [Knafo 2009].

Pisząc o różnicach między finansyzacją z historycznie odległej przeszłości a jej współczesną postacią, należy zwrócić uwagę na jeszcze jedną istotną kwestię, która wiąże się z różnicą między współczesnym pieniądzem a pieniądzem w przeszłości. Pieniądz współczesny jest w pełni pieniądzem fiducjarnym, który nie jest powiązany z żadnym dobrem trwałym – takim jakim było w przeszłości na ogół złoto, a czasem także srebro. W systemie pieniądza kruszcowego zjawisko finansyzacji oczywiście było możliwe, ale – jak wskazywano powyżej – wiązało się raczej z arbitrażem niż z inflacją aktywów finansowych. Fiducjarny charakter współczesnego pieniądza powoduje także, że jest on bardziej niż pieniądz w przeszłości wrażliwy na negatywne konsekwencje pęknięcia baniek spekulacyjnych, a zarazem łatwo jest go wykorzystywać w różnego rodzaju spekulacjach. Dodatkowo finansyzacji jako zjawisku międzynarodowemu sprzyja sytuacja panująca w międzynarodowym systemie walutowym od czasu faktycznej upadłości systemu z Bretton Woods [Polanyi Levitt 2010]. Wielość systemów kursowych, brak akceptowanych przynajmniej przez wszystkich głównych uczestników rynku reguł zachęcają i ułatwiają działania o charakterze spekulacyjnym.

3. Przejawy finansyzacji

Szczegółowa analiza przejawów finansyzacji gospodarki wykracza poza ramy artykułu. Poniżej przedstawiono swoisty katalog najczęściej przytaczanych w literaturze świadectw narastania tego zjawiska.

Rozpocząć należy od roli tzw. transakcji niewidzialnych i rozwoju rynku instrumentów pochodnych. Szacuje się, że około 75–80% obrotów finansowych w skali globalnej dotyczy transakcji, którym nie towarzyszy żaden przepływ towarów czy usług niefinansowych. Niewątpliwie istotną rolę w rozwoju i ułatwieniu zawierania transakcji niewidzialnych odgrywa rozwój tego wszystkiego, co nazywane jest e-biznesem, a szerzej – digitalizacją życia ekonomicznego i społecznego. Nowym i szybko rozwijającym się zjawiskiem świadczącym o kolejnym wymiarze spekulacji stały się transakcje ultraszybkie, w których operuje się czasem mierzonym w milisekundach.

Wyrazem finansyzacji gospodarki jest także wspomniana już inflacja aktywów finansowych i samych instrumentów finansowych. Szczególną rolę odgrywa rynek instrumentów pochodnych, a w ramach tego rynku szczególną popularność zyskały kredytowe instrumenty pochodne (CDS). Warto podkreślić, że w 2000 r. wartość rynku CDS była prawie zerowa, a w 2007 r. wartość tego rynku szacowano już na około 60 bln dol., a wartość całego rynku instrumentów pochodnych – na około 600 bln dol. Rozwijane w ramach inżynierii finansowej nowe instrumenty są coraz bardziej skomplikowane, często nieczytelne zwłaszcza dla ich nabywców, którzy są skazani przy ich nabywaniu na opinię ekspertów. Tymi ekspertami są na ogół instytucje ratingowe, które – jak pokazują doświadczenia ostatniego kryzysu – wcale nie muszą dochowywać należytej staranności i ostrożności w formułowaniu swoich ocen. Rozwój rynku instrumentów pochodnych, a zwłaszcza CDS, spowodował także zasadniczą zmianę w relacjach między kredytobiorcami a kredytodawcami. W tradycyjnych relacjach w przypadku problemów kredytobiorcy kredytodawca był na ogół zainteresowany w ewentualnym wspomaganium kredytobiorcy w szukaniu rozwiązania. Perspektywa bankructwa kredytobiorcy oznaczała bowiem potencjalnie także poważne konsekwencje dla kredytodawcy. W świecie CDS możliwa jest wręcz gra na upadłość kredytobiorcy, korzystna zwłaszcza dla emitentów i pośredników w handlu CDS.

Klasykami przejawami finansyzacji są też takie zjawiska jak skala lewaryzacji działalności gospodarczej, a w tym samej sfery finansowej, oraz wspomniany już wzrost udziału dochodów z działalności finansowej w korporacjach niefinansowych, przekraczający niekiedy 50%.

O finansyzacji gospodarki świadczy także rola instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce. W latach 80. XX w. banki notowane na giełdzie w USA stanowiły około 5% kapitalizacji giełdy i reprezentowały około 10% zysków wszystkich notowanych na giełdzie przedsiębiorstw. W roku 2007 było to już odpowiednio 25% i 40%. Przypomnijmy także, że w szczególnie kojarzonej z kryzy-

sem finansowym Islandii wartość aktywów banków w 2008 r. stanowiła równowartość 10-krotności PKB tego kraju.

Finansyzacja dotyczy też gospodarstw domowych i udziału aktywów finansowych w ich łącznych aktywach oraz skali zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do ich dochodów. Przykładowo w Wielkiej Brytanii w 1975 r. było to około 45% wartości aktywów posiadaniu gospodarstw domowych, a w 1995 r. już 61%, głównie za sprawą rozwoju funduszy ubezpieczeniowych i emerytalnych. Z kolei poziom zadłużenia gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii w 2007 r. odpowiadał 150% rocznych dochodów, a w USA – 137%.

Szczególną rolę w dyskusji o przejawach, a zarazem źródłach finansyzacji gospodarki odgrywa analiza zmian w sferze zarządzania, związanych z wspomnianym już upowszechnieniem się idei *shareholder value* i rolę instytucji finansowych w organizacjach spoza tej sfery. Istotną rolę w kreowaniu i upowszechnianiu takich idei, a także w rozwoju różnych elementów inżynierii finansowej odgrywały i odgrywają nadal reprezentanci amerykańskiego środowiska akademickiego, którzy często łączą karierę uniwersytecką z pracą na rzecz firm doradczych i/lub funduszy inwestycyjnych. Szczególnym przykładem tego są laureaci Nagrody Nobla z ekonomii z 1997 r. Robert C. Merton i Myron S. Scholes. Nagroda ta uchodzi zresztą za jedną z bardziej kontrowersyjnych, a wpływ na to ma zarówno poddawanie w wątpliwość naukowego, a nie tylko praktycznego znaczenia uhonorowanych osiągnięć, jak i zaangażowanie obu laureatów w działania hedgingowego funduszu inwestycyjnego Long Term Capital Management, który po okresie wysokich zysków pod koniec XX w. zbankrutował⁹. Z perspektywy czasu swoistą wiarę w „magiczną moc” sformalizowanych narzędzi zarządzania funduszami inwestycyjnymi należy ocenić niestety jako jedno z istotnych zjawisk, które przyczyniły się do obecnego kryzysu. Inżynieria finansowa zaczęła być bowiem coraz bardziej postrzegana jako samoistny sposób kreowania dochodów w oderwaniu od fundamentalnych reguł życia ekonomicznego, a w tym ścisłego związku ryzyka z dochodowością podejmowanych przedsięwzięć¹⁰. W tym miejscu warto wspomnieć pojęcie „nowej ekonomii”, która w wyniku rozwoju informatyki i opartych na niej narzędzi zarządzania, stosowanych zarówno w sferze finansowej, jak i w sferze realnej, miała prowadzić do

⁹ Nawiązując, jak się wydaje, m.in. do Nagrody Nobla dla Mertona i Scholesa w wywiadzie udzielonym J. Żakowskiemu Edmund S. Phelps, sam będący laureatem Nagrody Nobla, zawarł dość zjadliwą krytykę kolegów, mówiąc: „Ludziom, którzy opracowali modele finansowe oparte na fantastycznych, nierealistycznych założeniach przyznano przecież wiele Nagród Nobla. Modele Mickey Mouse wykorzystywano do rozmaitych przedsięwzięć, które właśnie padają. Bo założenia były bezsensowne i nie pasowały do realnego świata, pełnego niepewności, ciągłych zmian, emocji, niepełnej wiedzy” (cyt. za *Rynek w cuglach* [2008, s. 9]).

¹⁰ Można spotkać się z opinią, że właśnie finanse jako obszar nauk ekonomicznych, w swym dominującym w ostatnich dziesięcioleciach nurcie, mają najbardziej antykeynesowski wymiar. To na gruncie współczesnych finansów szczególnie silnie bronione są idee rynków efektywnych, oparte na wizji zaczerpniętej z prac Arrowa i Debreu, koncepcje w pełni racjonalnych podmiotów gospodarczych, jak i cen aktywów dyskontujących wszystkie dostępne informacje [Wigan 2009, s. 160].

odrzućcia tradycyjnego spojrzenia na gospodarkę, chociażby w kategoriach zjawiska cykliczności.

I wreszcie, na zasadzie *last but not least* i istotnym przejawem finansyzacji jest nasilenie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych. Szczególną rolę odgrywa tutaj ostatni kryzys, który trudno uznać za definitywnie zakończony.

4. Finansyzacja a rola państwa w gospodarce

Jak już wspomiano, zwłaszcza ekonomiści związani z tradycją paradygmatu neoklasycznego są skłonni upatrywać przyczyn ostatniego kryzysu przede wszystkim w działaniach państwa, zakłócających skuteczność samoregulacji rynkowej. Nie ulega wątpliwości, że państwo jako szczególny uczestnik życia ekonomicznego może przyczynić się do ułatwiania i narastania zjawiska finansyzacji. Po pierwsze, jest to kwestia funkcji regulacyjnej państwa, które poprzez rozwiązania prawne i organizacyjne może stwarzać mniej lub bardziej sprzyjające warunki dla ekspansji sfery finansowej. Idee deregulacji i prywatyzacji, stanowiące fundament tzw. rewolucji (dla jednych) lub kontrrewolucji (dla innych) neoliberalnej, zapoczątkowanej w latach 70. XX w., są generalnie słuszne i bezdyskusyjne w rozumieniu stwarzania sprzyjających warunków dla rozwoju przedsiębiorczości i poszanowania reguł mikroekonomicznej efektywności. Jednakże w tak szczególnej sferze, jaką jest obszar rynków finansowych, deregulacja i prywatyzacja, a zwłaszcza ograniczanie nadzoru, mogą prowadzić do bardzo groźnych konsekwencji¹¹. W tym miejscu warto wspomnieć o przyjętej w 1933 r. przez amerykański Kongres ustawie zakazującej łączenia bankowości komercyjnej i inwestycyjnej, znanej jako *Glass-Steagall Act*. Uchylenie tej ustawy w 1999 r. jest dziś często postrzegane jako istotny błąd, a zarazem jako jedno ze źródeł nasilenia się zjawisk prowadzących do ostatniego kryzysu.

Po drugie, nasileniu się zjawiska finansyzacji gospodarki może sprzyjać realizowana przez państwo polityka makroekonomiczna – zarówno w ramach polityki fiskalnej, jak i polityki monetarnej. W odniesieniu do polityki monetarnej warto zwrócić uwagę na politykę utrzymywania na bardzo niskim poziomie stóp procentowych, czego szczególnym wyrazem była polityka administracji amerykańskiej w czasach, gdy przewodniczącym rady gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej był Alan Greenspan. Polityka ta zachęcała do kreowania kredytu i zadłużania się, tudzież do szukania alternatywnych w stosunku do tradycyjnych depozytów bankowych form lokowania środków pieniężnych, np. w postaci funduszy inwestycyjnych. Polityka taka sprzyjała także powstawaniu baniek spekulacyjnych, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Z kolei polityka fiskalna może wpły-

¹¹ Znamienna z tego punktu widzenia była wypowiedź Alana Greenspana w trakcie przesłuchania w Kongresie Stanów Zjednoczonych, w trakcie którego przyznał, że mylił się wierząc, że „banki są w stanie wykonywać właściwe posunięcia, by zabezpieczyć interesy ich akcjonariuszy i klientów. Myliłem się” [Kamiński 2008, s. 14].

wać na finansyzację gospodarki dwoma kanałami. Jeden wynika z przyjętych rozwiązań podatkowych. Zwłaszcza ograniczanie progresywności opodatkowania prowadzące do zwiększenia dochodów rozporządzalnych osób osiągających wyższe dochody przyczynia się do przeznaczania środków finansowych nie na dodatkową konsumpcję, lecz do ich inwestowania w instrumenty finansowe [Palley 2007]. Drugi kanał wpływu polityki fiskalnej na finansyzację gospodarki wiąże się z potrzebami pożyczkowymi państwa i finansowaniem deficytu budżetowego oraz spłaty długu publicznego. Im większe potrzeby pożyczkowe państwa, tym większa zachęta do kreowania instrumentów finansowych powiązanych z oceną ryzyka towarzyszącego zadłużeniu publicznemu.

Po trzecie, finansyzację gospodarki (w kontekście działań państwa) można rozpatrywać przez pryzmat jej stymulowania i wykorzystywania w związku z realizacją pewnych celów społecznych. Jeżeli – tak jak w USA – państwo stara się zapewnić grupom słabszym ekonomicznie dostęp do pewnych dóbr, w tym do domów mieszkalnych, poprzez stymulowanie czy wręcz wymuszanie akcji kredytowej, to przyczynia się to do narastania problemu finansyzacji. Wiąże się to bowiem ze zwiększeniem stopnia zadłużenia gospodarstw domowych wobec instytucji finansowych, jak i – co nawet jest groźniejsze – ze stwarzaniem bodźców do kreowania produktów finansowych zabezpieczających najbardziej ryzykowne kredyty. Rozwój rynku papierów wartościowych służących sekurytyzacji stanowi znakomity kanał „zarażania” kolejnych podmiotów – zarówno ze sfery finansowej, jak i realnej – wirusem nadmiernego ryzyka, który w pewnym momencie uaktywnia się i powoduje swoistą pandemię kryzysu finansowego. Rynek kredytów *subprime* w USA rozwinął się w znacznej mierze jako konsekwencja polityki państwa i związanych z nim instytucji, takich jak Fannie Mae i Freddie Mac.

Cele społeczne państwa to także zabezpieczenie warunków życia ludzi, którzy zakończyli aktywność zawodową. W sytuacji narastającego problemu starzenia się społeczeństw w krajach najwyżej rozwiniętych nawet najzamożniejsze państwa nie są w stanie zapewnić adekwatnego do skali oczekiwań społecznych finansowania wydatków socjalnych, w tym funduszy emerytalnych. Państwa szukają więc różnych sposobów przynajmniej częściowego uwolnienia się od tzw. sztywnych, transferowych wydatków budżetowych. Sposobem na to jest rozwój alternatywnych wobec budżetu form finansowania świadczeń społecznych, takich jak np. fundusze emerytalne. Te alternatywne, pozabudżetowe rozwiązania wiążą się z rozwojem rynku kapitałowego i sfery finansowej, a w konsekwencji przyczyniają się wzrostu finansyzacji [Dixon, Sorsa 2009].

Pisząc o roli państwa w rozwoju finansyzacji gospodarki, należy także wspomnieć o coraz szerzej dyskutowanym zjawisku, jakim są tzw. *sovereign funds* lub *sovereign wealth funds*, czyli fundusze inwestycyjne tworzone pod auspicjami rządów poszczególnych państw i operujące środkami publicznymi. Rola państwowych funduszy inwestycyjnych w sferze finansów międzynarodowych i w gospodarce światowej jest oceniana niejednoznacznie. Z jednej strony fundusze te są niekiedy traktowane jako swoiste koło ratunkowe dla instytucji finansowych zagrożonych upadłością. Przyjmuje się przy tym, że fundusze te powinny działać mniej ryzykownie, a zara-

zem z uwzględnieniem dłuższego horyzontu czasowego niż typowe prywatne fundusze inwestycyjne o charakterze hedgingowym, a co za tym idzie, powinny wpływać stabilizująco na system finansowy i gospodarkę. Z drugiej strony jednak istnieje niebezpieczeństwo, że rozwój tego typu funduszy może doprowadzić do swoistego „upaństwowienia” rynku kapitałowego, a przynajmniej jego istotnego „skrzywienia” w stronę decyzji wynikających z czynników pozaekonomicznych [Radon, Thaler 2008].

Należy także zwrócić uwagę na wspomnianą już i szeroko dyskutowaną, zwłaszcza w kontekście ogłaszanych przez poszczególne rządy i banki centralne kolejnych planów ratunkowych dla sfery finansowej, a także sfery realnej, „pokusę nadużycia”. Ryzyko pokusy nadużycia związane jest z działaniami państwa jako ubezpieczyciela ostatniej instancji, czy też – co jest domeną banków centralnych – kredytodawcy ostatniej instancji, a w szczególności dotyczy tzw. instytucji „zbyt dużych”, aby upaść (*too big to fail*). Chrysler dwukrotnie na przestrzeni trzydziestu lat został uratowany przed upadłością dzięki pomocy rządu amerykańskiego. Wśród głównych udziałowców i menedżerów firmy może to rodzić przekonanie, że niezależnie od tego, jak będzie funkcjonowała firma i na ile jej ewentualne problemy będą spowodowane niekorzystnymi zmianami w jej otoczeniu, a na ile błędami popełnionymi przez zarządzających, można będzie liczyć na polisę ubezpieczeniową ze strony państwa, która zostanie sfinansowana przez podatników. Dlatego tak ważne jest, aby doraźne działania interwencyjne ze strony państwa stanowiły tylko pierwszy krok, a nie istotę zwalczania kryzysu, a zwłaszcza minimalizacji ryzyka jego powtórzenia się na podobną skalę w przyszłości.

Finansyzacja gospodarki jest więc zarówno konsekwencją zmian, jakie dokonują się w ramach sektora prywatnego i w wyniku działania rynku, jak i następstwem opisanych wyżej zachowań państwa [Palley 2009; Kotz 2008]. Nie można jednak przyjąć, że to właśnie państwo jest tu głównym sprawcą problemów. Tkwią one głębiej w mechanizmach funkcjonowania współczesnej gospodarki rynkowej w jej kapitalistycznym wariacie i wiążą się m.in. z ideą stałego wzrostu dobrobytu utożsamianego przede wszystkim z jego wymiarem finansowym.

5. Finansyzacja a dobrobyt społeczny

Kwestia związków finansyzacji z dobrobytem społecznym jest rozpatrywana przede wszystkim w kontekście znanego w makroekonomii efektu bogactwa lub inaczej efektu majątkowego, kojarzonego w wymiarze historycznym z postacią A.C. Pigou. Przypomnijmy, że w największym uproszczeniu efekt bogactwa to zmiany wydatków konsumpcyjnych będące konsekwencją zmiany wartości majątku gospodarstw domowych. Wzrost wartości majątku, np. w wyniku hossy na giełdzie i związanego z tym wzrostu wartości aktywów finansowych posiadanych przez gospodarstwa domowe czy też w wyniku boomu na rynku nieruchomości, powinien – zgodnie z koncepcją efektu bogactwa – skutkować wzrostem wydat-

ków konsumpcyjnych. Konsumenci, uważając się za bogatszych powinni bowiem łatwiej i chętniej podejmować decyzje zwiększające ich spożycie, także za pomocą środków pieniężnych pożyczonych na rynku. Pisząc o efekcie bogactwa należy jednak zauważyć, że nie znajduje on jednoznacznego potwierdzenia w wynikach badań empirycznych. Na dodatek wyniki te wskazują na istotne różnice występujące pod tym względem między poszczególnymi gospodarkami, których źródła wykraczają poza wąsko rozumianą sferę czynników ekonomicznych.

Finansyzacja sprzyja występowaniu efektu majątkowego w znacznej mierze w wyniku tzw. demokratyzacji finansów [Montgomerie, Williams 2009]. Rozwój rynków finansowych i instrumentów finansowych, tudzież narzędzi służących sekurytyzacji, pozwala nawet podmiotom o bardzo ograniczonych dochodach i niewielkim majątku korzystać np. z kredytów na zakup nieruchomości, a to z kolei otwiera drogę do dalszego wzrostu wydatków konsumpcyjnych wraz ze wzrostem wartości nabytej nieruchomości. Niestety, towarzyszy temu ryzyko, które dało o sobie znać wraz z kryzysem kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych.

Niebezpieczeństwem, które wiąże się z wpływem finansyzacji na efekt majątkowy, jest podkreślane już powiązanie finansyzacji gospodarki z rozwojem działań o charakterze spekulacyjnym. Działania takie, co pokazuje zwłaszcza rynek nieruchomości, mogą prowadzić do bardzo szybkiego wzrostu wartości majątku posiadanego przez gospodarstwa domowe i co za tym idzie, kreować podstawy do wzrostu efektu bogactwa. Równocześnie jednak rośnie ryzyko, z którego znaczna część gospodarstw domowych nie zdaje sobie sprawy, możliwości równie szybkiego lub nawet szybszego spadku wartości posiadanego majątku w momencie wystąpienia zjawisk kryzysowych. Teoretycznie rzecz ujmując, to kredytodawca powinien przeprowadzić na tyle wnikliwą analizę warunków udzielenia kredytu, aby zminimalizować ryzyko zarówno własne, jak i kredytobiorcy. Doświadczenia ostatnich lat przed wybuchem kryzysu pokazują jednak, że we współczesnym świecie występuje tendencja do niedoszacowania ryzyka kredytowego lub przyjmowania założenia, że inne instrumenty finansowe, takie jak wspomniane CDS, skutecznie przeniosą ryzyko na inne podmioty.

Powyżej wspomniano już o demokratyzacji finansów jako pozytywnym, zdaniem wielu ekonomistów, następstwie rozwoju rynków finansowych. Należy jednak zauważyć, że wśród zwolenników idei finansyzacji jako odzwierciedlenia pewnej nowej fazy rozwoju kapitalizmu nie brak głosów, że owa demokratyzacja ma tylko pozorny charakter i że wciąganie kolejnych grup społecznych w świat rynków finansowych ma służyć przede wszystkim interesom najzamożniejszych grup społeczeństwa [Montgomerie, Williams 2009]. O niesprawiedliwym czy wręcz klasowym wymiarze finansyzacji świadczyć mają obficie cytowane w literaturze, acz pochodzące głównie z USA, dane dotyczące zróżnicowania i rozkładu dochodów między tzw. „białymi i niebieskimi kołnierzykami”. Finansyzacja sprzyja przede wszystkim wzrostowi dochodów i majątków najlepiej sytuowanych grup społecznych.

Mówiąc o wpływie finansyzacji na sferę podziału dochodów, należy zauważyć, że finansyzacja jest postrzegana jako element destrukcji tzw. systemu for-

dowskiego w sferze relacji między światem pracy a światem kapitału [Boyer 2005]. System ten był charakterystyczny dla tzw. złotych trzydziestu lat od końca II wojny światowej do połowy lat 70. XX w. i opierał się na daleko idącym kompromisie między światem pracy a światem kapitału. Kompromis ten wynikał po części z idei solidaryzmu społecznego, charakterystycznego dla tzw. liberalizmu zakorzenionego społecznie, w znacznej mierze nawiązującego do kojarzonej z Johnem Stuartem Millem idei liberalizmu socjalnego [Harvey 2008]. Odzwierciedleniem charakterystycznego dla tego systemu kompromisu między światem pracy a światem kapitału była m.in. umiarkowana, z punktu widzenia dzisiejszej perspektywy, skala zróżnicowania przeciętnych dochodów szeregowych pracowników i kadr kierowniczych. W sferze polityki makroekonomicznej w okresie dominacji systemu fordowskiego szczególną rolę odgrywały działania odwołujące się do dorobku J.M. Keynesa, a polityka społeczna była związana z ideą państwa dobrobytu i państwa opiekuńczego. Należy podkreślić, że w okresie dominacji systemu fordowskiego nastąpił bezprecedensowy rozwój gospodarek rynkowych zaliczanych do krajów wysoko rozwiniętych. Gdyby dokonać prostego porównania przeciętnego poziomu życia w tych krajach w 1975 r. z tym, jaki był w 1945 r., a następnie dokonać podobnych obliczeń dla lat 1975–2005, nie ulegałoby wątpliwości, dlaczego właśnie ten pierwszy okres nazywany jest złotym.

To drugie trzydziestolecie kojarzone jest z okresem dominacji koncepcji neoliberalnych, a symbolem zmian, które temu towarzyszyły, stały się tzw. thatcheryzm oraz reaganomika¹². Obie te polityki czy wręcz filozofie dotyczące reguł życia ekonomicznego odwoływały się do idei powrotu do korzeni gospodarki rynkowej, w której zasadniczą rolę powinna odgrywać samoregulacja rynkowa, przy bardzo ograniczonej obecności państwa, odpowiedzialnego przede wszystkim za stwarzanie i umacnianie ram instytucjonalnych niezbędnych dla rozwoju aktywności gospodarczej sektora prywatnego. Wraz z nadejściem epoki neoliberalizmu nastąpiło stopniowe odejście od systemu fordowskiego. Wynagrodzenia szeregowych pracowników zaczęły być głównie postrzegane w kategoriach kosztu, a wynagrodzenia kadry menedżerskiej, zwłaszcza najwyższego szczebla, jako cena zarządzania aktywami uzależniona bezpośrednio od ich wartości rynkowej. W systemie postfordowskim nie ma za dużo miejsca na dyskusję o wynagrodzeniach i ich relacjach w kategoriach społecznych. To, co wynika z gry sił rynkowych – niezależnie od tego, czy jest to rzeczywiście rynek zbliżony do ideału wolnego rynku, czy jak to ma na ogół miejsce rynek jest od

¹² Poza ramy tego artykułu wykracza szczegółowa dyskusja na temat powodów, dla których doszło do zmian związanych z upowszechnieniem się koncepcji neoliberalnych. Był to cały splot przyczyn o charakterze społecznym, politycznym i ekonomicznym. W sferze ekonomicznej można wspomnieć, że w końcowej fazie wspomnianych wcześniej złotych trzydziestu lat pojawiły się zjawiska, które nie mieściły się w tradycyjnej keynesowskiej wizji gospodarki i traktowanej jako integralny element tego sposobu widzenia gospodarki krzywej Phillipsa. Stagflacja i slumpflacja, które stały się udziałem sporej grupy państw, doprowadziły do zasadniczej rewizji poglądów, zwłaszcza na rolę państwa w gospodarce.

tęgo ideału nawet mocno odległy – i to, co rynek akceptuje, jest uznawane za właściwe. Przy tym zarówno ograniczanie kosztów płacowych związanych z pracownikami niższych szczebli, jak i szybki wzrost wynagrodzeń top managementu to elementy wskazywanego wcześniej i charakterystycznego dla doby finansyzacji umacniania się punktu widzenia zwanego *shareholder perspective*. Z punktu widzenia akcjonariuszy wynagrodzenia szeregowych pracowników są przede wszystkim składnikiem kosztów wpływających na efektywność zainwestowanego kapitału, natomiast zarobki kadry kierowniczej są swego rodzaju premią za dbałość o zainwestowany kapitał i poprawę rentowności. W tym miejscu warto odnieść się do nowego zjawiska społecznego, które umownie określa się jako „ruch oburzonych”, którego symbolem stały się takie wydarzenia, jak akcja blokowania Wall Street. Ruchy te mogą być postrzegane jako swego rodzaju upominanie się o powrót do systemu fordowskiego z punktu widzenia relacji świata pracy i świata kapitału. Powrót taki, jak zresztą każdy powrót do przeszłości, nie wydaje się jednak w pełni możliwy, co nie znaczy, że nie jest pożądana szersza debata na temat tego, jak godzić potrzebę ochrony mikroekonomicznej efektywności z efektywnością makroekonomiczną, a zwłaszcza makrospołeczną skutecznością w zapewnianiu pokoju socjalnego, który jest jednym z niezbędnych warunków długookresowego rozwoju.

Pisząc o związkach między tendencją do finansyzacji gospodarki i dobrobytem społecznym, należy także zwrócić uwagę na wskazywane już ryzyko rozszerzania się postaw czy zachowań rentierskich. Tabloidyzacja sfery kulturowej i przekazu medialnego powodują, że coraz częściej zwłaszcza młodzi uczestnicy rynku skłonni są traktować aktywność ekonomiczną związaną z pracą jako coś gorszego w stosunku do ideału rentierskiego. Majątek, który może otwierać drogę do naprawdę dostatniego życia, miałby być przede wszystkim konsekwencją różnego rodzaju operacji finansowych, a nie efektem tradycyjnie rozumianej aktywności związanej z uczestnictwem w rynku w charakterze pracobiorcy lub pracodawcy. W skali makrospołecznej i makroekonomicznej grozi to tworzeniem świata gigantycznej piramidy Ponziego [Froud i in. 2001].

Uwagi końcowe

Ostatni kryzys w gospodarce światowej jest traktowany przez część ekonomistów jako naturalny przejaw cykliczności rozwoju gospodarki i wyraz działania samoczyszczającego się rynku, który po okresie pewnych turbulencji ponownie wprowadzi gospodarkę światową na ścieżkę szybkiego wzrostu. Dla tych, którzy akceptują ideę finansyzacji, kryzys ten jest wyrazem głębszych zmian, których konsekwencje są trudne w tej chwili do precyzyjnego określenia. Istnieje przy tym niebezpieczeństwo, że po okresie największych zaburzeń związanych z ostatnim kryzysem wróci presja na kontynuowanie działań służących dalszemu rozwojowi finansyzacji. Dla gospodarstw domowych może oznaczać to, że będą mogły liczyć

na większe dochody z ulokowanych w funduszach inwestycyjnych środków, jak i na to, że państwo opodatkowując przynajmniej część aktywności związanej z działalnością finansową pozyska dodatkowe środki na wydatki publiczne. Gospodarstwa domowe będą musiały jednak także liczyć się z tym, że będą płacić coraz więcej za niektóre produkty – nie dlatego, że ich ceny będą rosły w wyniku obiektywnych zmian warunków gospodarowania, lecz dlatego że będą one rosły w wyniku spekulacji motywowanej m.in. chęcią zwiększenia wartości papierów wartościowych posiadanych przez gospodarstwa domowe. Gospodarstwa domowe będą także narażone na większą niestabilność swoich dochodów i zmienność wartości posiadanego majątku.

Kapitalizm kasynowy na pewno się nie skończy wraz z ostatnim kryzysem, ale może doprowadzić do istotnych zmian na gospodarczej i nie tylko gospodarczej mapie świata. Jedynym podmiotem, który może próbować ograniczyć proces finansyzacji gospodarki i jej skutki, jest państwo, jednak z różnych względów pożądane z tego punktu widzenia działania państwa są trudne do podjęcia i przeprowadzenia, a na dodatek państwo nie jest w tym przypadku wyłącznie bezstronnym arbitrem.

W kategoriach naukowych koncepcja finansyzacji gospodarki wymaga dalszych studiów i badań, prowadzących do prób konstrukcji modeli czy teorii, a następnie ich testowania. Jak na razie takich prób jest stosunkowo mało [Boyer 2000; Stockhammer 2004; van Treeck 2009]. Jedno jednak nie ulega wątpliwości. Niezależnie od tego, czy idea finansyzacji stanie się bardziej popularna, czy też wraz ze słabnięciem ostatniego kryzysu zainteresowanie tą koncepcją osłabnie, (co nie znaczy, że w ogóle zaniknie) dobrze by było, aby ekonomiści uwzględniali konsekwencje tego zjawiska i związaną z tym potrzebę integracji rozważań o sferze finansowej i sferze realnej. Wyróżnianie – charakterystyczne od niedawna także dla oficjalnej klasyfikacji dyscyplin naukowych w Polsce – ekonomii i odrębnie finansów ma oczywiście istotne uzasadnienie, ale nie może oznaczać utraty z pola widzenia tego, że nie da się zrozumieć zjawisk zachodzących we współczesnej gospodarce realnej bez odwołań do dyskusji o sferze finansowej, a z kolei finansowy wymiar gospodarowania nie może być traktowany jako cel sam w sobie bez powiązania z fundamentami z zakresu sfery realnej.

Tekst wpłynął 10 stycznia 2012 r.

Bibliografia

- Acemoglu D., *The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics*, 2010, <http://econ-www.mit.edu/files/3703>.
- Bałtowski M., *Kryzys finansowy – od neoliberalizmu do (neo)socjalizmu?* 2008, <http://www.pte.pl/pliki/2/21/CZue-15.10-Kryzys-PTE-Baltowski-2.pdf> (20.02.2012).
- Barbaruk M., *Hiszpański „kryzys XVII wieku*, „Historia – Kultura – Globalizacja” 2010, nr 8.

- Bhaduri A., *Financialization in the Light of Keynesian Theory*, „PSL Quarterly Review” 2011, nr 64.
- Boyer R., *Coherence, Diversity, and the Evolution of Capitalisms – The Institutional Complementarity Hypothesis*, „Evolutionary and Institutional Economic Review” 2005, nr 2(1).
- Boyer R., *Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis*, „Economy and Society” 2000, nr 1.
- Dixon A. D., Sorsa V-P., *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, „Competition & Change” 2009, nr 4.
- Drucker P., *Toward the Next Economics and Other Essays*, Harvard Business Press, Boston 2010.
- Engelen E., *The Case for Financialization*, „Competition & Change” 2008, nr 2.
- Financialisation and the World Economy*, red. G.A. Epstein, Edward Elgar Publishers, Northampton 2006.
- Foster J.B., *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2007, nr 11.
- Freeman R.B., *It's financialization!*, „International Labour Review” 2010, nr 2.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K., *Financialisation and the Coupon Pool*, „Gestão & Produção” 2001, nr 3.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K., *Shareholder Value and Financialisation: Consultancy Promises, Management Moves*, „Economy and Society” 2000, nr 1.
- Gwiazdowski R., *Bankokracja*, „Przekrój”, 23.10.2008.
- Hall S., *Financialised Elites and the Changing Nature of Finance Capitalism: Investment Bankers in London's Financial District*, „Competition & Change” 2009, nr 2.
- Harvey D., *Neoliberalizm. Historia katastrofy*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2008.
- Isaacs G., *Contemporary Financialization: A Marxian Analysis*, „Journal of Political Inquiry” 2011, nr 4.
- Kamiński J., *Wielki błąd papieża ekonomii*, „Dziennik-Magazyn”, 31.10–2.11.2008.
- Kąsek L., Lubiński M., *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 1.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985.
- Khan F., *World Financial Crisis: Lessons from Islamic Economics*, http://twocircles.net/2008oct11/world_financial_crisis_lesson_form_islamic_economics.html (08.01.2011).
- Knafo S., *Liberalisation and the Political Economy of Financial Bubbles*, „Competition & Change” 2009, nr 2.
- Kotz D.M., *Neoliberalism and Financialization*, http://people.umass.edu/dmktotz/Neolib_and_Fin_08_03.pdf (08.01.2011).
- Kowalik T., *www.Polska Transformacja.pl*, Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA S.A., Warszawa 2009.
- Mączyńska E., *Czy to starość?* „Gazeta Bankowa”, 07.04.2009.
- Mączyńska E., *Ekonomia a przełom cywilizacji*, „Studia Ekonomiczne” 2009, nr 3–4 (LXII–LXIII).
- Montgomerie J., Williams K., *Financialised Capitalism: After the Crisis and Beyond Neoliberalism*, „Competition & Change” 2009, nr 2.
- Orhangazi Ö., *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Northampton 2008.
- Palley T.I., *Financialization: What It Is and Why it Matters*, Political Economy Research Institute, „Working Paper Series” 2007, nr 153.

- Palley T.I., *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*, „Ekonomiaz” 2009, nr 72.
- Polanyi Levitt K., *The Great Financialization*, www.karipolanyilevitt.com (22.07.2011).
- Radon J., Thaler J., *Fonds Couverains: le Retour du Capitalism d’Etat?* „Problèmes Economiques” 2008, nr 2951.
- Rynek w cuglach (wywiad z E. S. Phelps), „Niezbędnik Inteligenta”, dodatek tygodnika „Polityka”, 18.10.2008.
- Rossmann P., Greenfield G., *Financialisation*, „Education Ouvrière” 2006, nr 1.
- Stockhammer E., *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, nr 5.
- Tobin J., *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyd’s Bank Review” 1984, nr 153.
- Toporowski J., *Moja Polska i moje podejście do ekonomii*, http://www.pte.pl/314_ekonomisci_polscy_w_swiecie_pte.html (20.02.2012).
- van Treeck T., *A Synthetic, Stock-flow Consistent Macroeconomic Model of Financialisation*, „Cambridge Journal of Economics” 2009, nr 33.
- Wigan D., *Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference*, „Competition & Change” 2009, nr 2.
- Williams K., *From Shareholder Value to Present-day Capitalism*, „Economy and Society” 2000, nr 1.
- Ząbkowicz A., *Wzrost znaczenia dochodów z operacji finansowych w korporacjach niefinansowych (financialization) – kontekst instytucjonalny*, „Organizacja i Kierowanie” 2009, nr 2.
- Żyżyński J., *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista” 2009, nr 2.

FINANCIALISATION OF THE ECONOMY

Summary

Although financialisation is a well known idea in the foreign literature, it is still unrecognised in Poland. The aim of the paper is to clarify the concept of financialisation and discuss some relevant fields of interest. The article presents the notion of financialisation in a narrow sense identified with increasing significance of financial actions in non-financial agents’ economic activity, as well as the financialisation in a broad sense. The latter applies to the process of getting autonomy or even dominance of the financial sector over the real sector. Financialisation implies that financial markets and their establishment acquire a growing influence on economic policy and practical results. Alongside with the discussion on the meaning of financialisation, the paper offers considerations about its historical background and contemporary displays. Also, the financialisation in the context of state policy and its effects on the social welfare are analysed. The phenomenon of financialisation needs further research providing testable models or theories.

Key words: financialisation • crisis • real sector • financial sector • state

ФИНАНСИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ

Резюме

Финансизация это понятие, которое уже нашло свое место в зарубежной литературе, но все еще является относительным новшеством в Польше. Целью статьи является попытка приближения этого понятия и связанных с ним главных областей дискуссии. Анализу подвергается как финансизация в узком смысле, отождествляемая с растущим значением финансовой деятельности в активности нефинансовых хозяйствующих субъектов, так и финансизация в широком смысле. Во втором случае это означает процесс автономизации и более высокой позиции финансовой сферы по отношению к реальной сфере. В рамках финансизации финансовые рынки, а также финансовые элиты приобретают растущее влияние на экономическую политику и эффекты хозяйствования. Кроме дискуссии на тему интерпретации финансизации, автор статьи затрагивает вопрос исторического измерения этого явления и его проявлений в современных экономиках. Финансизация анализируется в контексте политики государства, а также с точки зрения ее влияния на благополучие общества. Финансизация требует дальнейшего изучения и исследований, ведущих к выработке моделей или теорий и их последующей проверки.

Ключевые слова: финансизация • кризис • реальная сфера • финансовая сфера
• государство