

DOI: 10.18559/SOEP.2017.5.2

Marek Ratajczak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Ekonomii,
Katedra Makroekonomii i Badań nad Rozwojem
marek.ratajczak@ue.poznan.pl

**WZROST GOSPODARCZY W WARUNKACH
FINANSYZACJI GOSPODARKI**

Streszczenie: Od bez mała dekady w gospodarce światowej występują zjawiska określane niekiedy mianem największego kryzysu od tak zwanego wielkiego kryzysu z przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX wieku. Identyfikowanie źródeł ostatniego kryzysu głównie ze sferą finansową przyczyniło się między innymi do wzrostu zainteresowania różnymi nieortodoksyjnymi koncepcjami dotyczącymi związków i interakcji sfery finansowej i sfery realnej. Jedną z takich koncepcji jest idea finansyzacji. W opracowaniu podjęto próbę przybliżenia pojęcia finansyzacji i odpowiedzi na pytanie, czy rozwój sektora finansowego, z którym finansyzacja jest powiązana, może stanowić zagrożenie dla wzrostu gospodarczego.

Słowa kluczowe: finansyzacja, sektor finansowy, wzrost gospodarczy.

Klasyfikacja JEL: E10, E44, G01.

ECONOMIC GROWTH AND FINANCIALIZATION

Abstract: It is about ten years from the beginning of the biggest crisis in the world's economy after World War II. Most often the crisis is looked at as being generated by the financial sphere. This is the reason why new and not orthodox ideas on the links of financial and real spheres are more and more popular. One of the most popular ideas is financialization. The main goal of the paper is to present financialization and to answer the question of can financial sector development reduce economic growth?

Keywords: financialization, financial sector, economic growth.

Wstęp

Od bez mała dekady w gospodarce światowej występują zjawiska określane niekiedy mianem największego kryzysu od tak zwanego wielkiego kryzysu z przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX wieku. I choć wiele wskazuje na to, że najostrzejsza faza ostatnich zjawisk kryzysowych już przeminęła, to jednak trudno byłoby twierdzić, że gospodarka światowa wróciła na ścieżkę nie tylko szybkiego, ale i stabilnego wzrostu.

Skala zjawisk kryzysowych oraz identyfikowanie źródeł ostatniego kryzysu głównie ze sferą finansową przyczyniły się między innymi do wzrostu zainteresowania różnymi nieortodoksyjnymi koncepcjami dotyczącymi związków i interakcji sfery finansowej i sfery realnej. Jedną z takich koncepcji jest finansyzacja.

Celem opracowania jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy rozwój sektora finansowego, z którym finansyzacja jest powiązana, może stanowić zagrożenie dla wzrostu gospodarczego. Dyskusję na ten temat, opartą na analizie literatury, poprzedzono krótkim przybliżeniem pojęcia finansyzacji, które – choć na przestrzeni ostatnich kilku lat zyskało na popularności także w polskiej literaturze – nadal budzi wiele wątpliwości interpretacyjnych. Nie jest celem autora na tym etapie rozważań konstrukcja modelu, w którym finansyzacja byłaby analizowana w kontekście któregoś z podstawowych modeli wzrostu gospodarczego. Takie próby są co prawda podejmowane w literaturze przez różnych autorów, ale jak na razie ich efekty są interesujące w kategoriach poznawczych, natomiast także ze względu na zakres wiedzy o samej finansyzacji nie są zbyt często przedmiotem testowania empirycznego [Boyer 2005; Orhangazi 2008; Ryoo i Skott 2008; van Treeck 2009; Bhaduri 2011; Assa 2012; Tomaskovic-Devey, Lin i Meyers 2015].

1. Finansyzacja gospodarki¹

Ostatni kryzys w gospodarce światowej, którego umownym początkiem stał się upadek banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku, rozpoczął się od sfery finansowej i dopiero na kolejnym etapie zjawiska kryzysowe przeniosły się na sferę realną. Ta szczególna rola sfery finansowej w wywołaniu zjawisk kryzysowych przyczyniła się do wzrostu zainteresowania

¹ Ten fragment opracowania nawiązuje do wcześniejszych publikacji autora [Ratajczak 2012a, 2012b].

zjawiskiem, które w literaturze anglosaskiej określane jest mianem *financialization*, a w polskiej najczęściej jako finansyzacja².

Wszystkie spotykane w literaturze definicje finansyzacji łączy wskazywanie rosnącego znaczenia sektora finansowego i kryteriów finansowych w funkcjonowaniu współczesnych gospodarek i całego życia społecznego. Sfera finansowa z tradycyjnej roli wspomagania i uzupełniania sfery realnej staje się wręcz dominującym uczestnikiem życia ekonomicznego i społecznego [Epstein 2005].

W wąskim znaczeniu finansyzacja kojarzona jest przede wszystkim ze „wzrostem znaczenia działalności finansowej w korporacjach niefinansowych” [Ząbkowicz 2009, s. 25]. Konsekwencją tego jest zmiana strumieni dochodów, w których coraz większy udział mają przychody i dochody czerpane właśnie z działalności finansowej, a nie z działalności operacyjnej i instytucyjnej. W szerokim znaczeniu finansyzacja to proces swoistej 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 na poziomie poszczególnych firm, a także w wymiarze makroekonomicznym) i efekty gospodarowania. Towarzyszą temu opinie, że finansyzacja jest świadectwem nowego studium kapitalizmu określanego mianem kapitalizmu finansowego, kapitalizmu rentierskiego, bankokracji czy też kapitalizmu „odcinania kuponów” [Froud i in. 2001]. Autorzy najbardziej radykalnych koncepcji uważają, że finansyzacja jest wręcz zwiastunem swoistej „jesieni” kapitalizmu oraz kształtowania się kompleksu finansowo-politycznego, który swoimi wpływami i znaczeniem przekracza rolę dawnego kompleksu militarno-przemysłowego [Freeman 2010]. Ekonomści nawiązujący do tradycji marksowskiej skłonni są pisać o monopolistyczno-finansowym stadium gospodarki kapitalistycznej [Foster 2007; Isaacs 2011]. Finansyzacja jest także jednym z przejawów przechodzenia od demokracji do plutokracji, czyli rządów pieniądza i jego dysponentów [Buffet 2011].

Nietrudno zauważyć, że o ile wąska interpretacja finansyzacji ma wymiar czysto ekonomiczny związany z analizą zmian struktury dochodów instytucji niefinansowych, o tyle w szerokiej interpretacji finansyzacja już w sferze definicyjnej wyraźnie wykracza poza ramy analizy typowej dla tak

² W polskiej literaturze spotykane są takie próby spolszczenia, jak finansializacja, finansjeryzacja, ufinansowanie i finansyzacja. W kategoriach semantycznych każde z tych sformułowań może budzić zastrzeżenia, stąd spotykane są także propozycje bardziej opisowe, takie jak kapitalizm finansowy, kapitalizm kasynowy czy giełdyzacja gospodarki.

zwanej ekonomii głównego nurtu. Dlatego też dyskusja o finansyzacji kojarzona jest przede wszystkim z różnymi odłamami ekonomii heterodoksyjnej czy też alternatywnej wobec ekonomii głównego nurtu.

Najbardziej znanym wyjątkiem od reguły daleko idącej wstrzeźliwości ekonomistów kojarzonych z ekonomią głównego nurtu czy też tak zwaną ekonomią ortodoksyjną w odniesieniu do zjawiska finansyzacji jest James Tobin, który między innymi napisał, 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 poglądami Tobina na rolę sfery finansowej wiąże się jego pomysł opodatkowania spekulacyjnych transakcji walutowych znany powszechnie jako tak zwany podatek Tobina. Do idei tej powrócono przy okazji ostatniego kryzysu, acz napotkało to bardzo silną krytykę i opór zarówno przedstawicieli sektora finansowego (co zresztą jest zrozumiałe), jak i sporej części ekonomistów postrzegających w podatku Tobina swoisty zamach na wolność rynku, albowiem dla większości reprezentantów ekonomii głównego nurtu wszystko, co składa się na finansyzację, jest przejawem pewnych naturalnych zmian zachodzących w ramach gospodarki rynkowej, niedających podstaw do istotnej rewizji w sferze paradygmatów oraz podstawowych konstrukcji teoretycznych i modelowych. Zwłaszcza współczesna teoria finansów jest nie tylko w radykalnej opozycji w stosunku do różnych odłamów współczesnej ekonomii heterodoksyjnej, ale również w swym zasadniczym nurcie jest wyraźnie antykeynesowska. To właśnie teoria finansów jest szczególnie mocno oparta na założeniu o możliwości, poprzez odpowiednie instrumentarium, działania zgodne z regułami rynku efektywnego [Wigan 2009].

Szczegółowa analiza przejawów finansyzacji wykracza poza ramy opracowania. Najczęściej przytaczane w literaturze świadectwa narastania finansyzacji to: a) rola tak zwanych transakcji niewidzialnych i rozwoju rynku instrumentów pochodnych (szacuje się, że około 75–80% obrotów finansowych w skali globalnej dotyczy transakcji, którym nie towarzyszy przepływ towarów czy usług niefinansowych), b) inflacja aktywów finansowych i samych instrumentów finansowych, c) lewaryzacja działalności gospodarczej, a w tym sfery finansowej, d) rosnąca rola instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce, e) rosnący udział aktywów finansowych w aktywach gospodarstw domowych, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, f) zmiany w sferze własności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw, czego wyrazem jest coraz większa rola właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej.

wej, g) zmiany w sferze zarządzania związane z upowszechnieniem się idei *shareholder value* (wartości dla akcjonariuszy), która zastąpiła w znacznej mierze eksponowaną wcześniej koncepcję *stakeholder value* (wartości dla interesariuszy), h) nasilanie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych.

Finansyzacja jest na ogół dyskutowana przede wszystkim w kontekście zmian zachodzących w relacjach sfery realnej i sfery finansowej wewnątrz sektora prywatnego. Z punktu widzenia związków finansyzacji i dobrobytu społecznego warto jednak także zwrócić uwagę na działania państwa. Państwo, oprócz celów ekonomicznych, musi realizować cele społeczne. Jeżeli państwo stara się realizować cele społeczne związane z zapewnieniem grupom najsłabszym ekonomicznie dostępu do pewnych dóbr, takich jak domy mieszkalne, poprzez stymulowanie czy wręcz wymuszenie akcji kredytowej, jak np. w Stanach Zjednoczonych, to przyczynia się to do wzrostu finansyzacji. Zadania społeczne państwa to także zabezpieczenie warunków życia ludzi, którzy zakończyli aktywność zawodową. W sytuacji narastającego problemu starzenia się społeczeństw najwyżej rozwiniętych nawet najzamożniejsze państwa nie są w stanie zapewnić, adekwatnego do skali oczekiwań społecznych, finansowania sfery wydatków socjalnych, a w tym funduszy emerytalnych. Państwa szukają więc różnych sposobów przynajmniej częściowego uwolnienia się od tzw. sztywnych, a zarazem transferowych wydatków budżetowych. Sposobem na to jest rozwój alternatywnych wobec budżetu form finansowania świadczeń społecznych. Te alternatywne wobec budżetowych rozwiązania wiążą się z rozwojem rynku kapitałowego i sfery finansowej, a w konsekwencji przyczyniają się do rozwoju finansyzacji [Dixon i Sorsa 2009].

2. Rozwój sektora finansowego a wzrost gospodarczy

Finansyzacji, co wynika z rozważań w poprzedniej części artykułu, nie można utożsamiać tylko z rozwojem sektora finansowego. Związki między obu zjawiskami są znacznie bardziej złożone. Z jednej strony to właśnie rozwój sektora finansowego i rynków finansowych oraz poszukiwanie nowych narzędzi kreowania zysku przyczyniają się do rozwoju finansyzacji. Z kolei pogłębianie się finansyzacji wymaga dalszego rozwoju sektora finansowego zarówno w wymiarze czysto ilościowym, jak i w postaci różnego rodzaju zmian jakościowych czy to w sferze organizacji, czy lokowanych na rynku produktów. Rozwój sektora finansowego sam w sobie jest naturalnym elementem zmian zachodzących w gospodarce, podobnie jak przeobrażenia

dotyczące innych sektorów gospodarki. Finansyzacja jest oczywiście ściśle z rozwojem sektora finansowego powiązana, ale – co ukazano w poprzedniej części opracowania – jest przede wszystkim wyrazem zmian odnoszących się do roli sektora finansowego w gospodarce i powiązań między sferą finansową a sferą realną, a nie prostym odzwierciedleniem wielkości sektora finansowego mierzonego np. jego udziałem w tworzeniu PKB.

Rozważania o finansyzacji z dyskusją o zwiększaniu się skali sektora finansowego łączy pytanie o to, czy sektor finansowy może być – w realiach konkretnej gospodarki – postrzegany jako zbyt duży, a w efekcie zamiast generować korzyści, stawać się coraz bardziej źródłem zagrożeń. Pytanie to stało się szczególnie istotne w kontekście wspomnianych już ostatnich zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej często określanymi mianem kryzysu finansowego. Używanie określenia kryzys finansowy wiąże się z uznaniem, że źródłem załamania gospodarki były przede wszystkim zjawiska ze sfery finansowej, a nie realnej. To także w odniesieniu do instytucji ze sfery finansowej szczególnie często zaczęto używać określenia „zbyt duży, aby upaść”. Właśnie organizacje z tego sektora stały się istotnymi beneficjentami pomocy publicznej, zachowując przy tym w większości wypadków niezmienny zakres aktywności i strukturę organizacyjną.

Analiz empirycznych poświęconych kwestii wielkości sektora finansowego badanej w kontekście pytania o ryzyko wystąpienia swoistych niekorzyści skali jest stosunkowo niewiele. Jest to konsekwencją dominujących do niedawna wśród większości ekonomistów dwóch poglądów. Zwolennicy jednego uważali i uważają, że rozwój sektora finansowego jest generalnie korzystny dla wzrostu gospodarczego zarówno bezpośrednio poprzez wytwarzaną w sektorze finansowym wartość dodaną, jak i – a nawet przede wszystkim – pośrednio w wyniku umożliwiania zwiększania skali aktywności sfery realnej. Drugi pogląd oparty jest na przekonaniu, że sfera finansowa nie odgrywa samoistnej w stosunku do sfery realnej roli w gospodarce. To zmiany w sferze realnej są głównym wyznacznikiem efektów w sferze wzrostu gospodarczego, a zarazem kreują impulsy do zmian w sferze finansowej. Oczywiście, raz po raz także w przeszłości pojawiały się opinie wskazujące na ryzyko związane z funkcjonowaniem sfery finansowej. W poprzedniej części artykułu wymieniono w tym kontekście J. Tobina, ale warto jeszcze wspomnieć chociażby Johna Maynarda Keynesa z jego spojrzeniem na rolę spekulacji czy dziś na nowo popularnego, a niedocenionego za życia, Haymana Minsky'ego i jego hipotezę niestabilności finansowej.

J.M. Keynes, odnosząc się do ściśle powiązanych z funkcjonowaniem sfery finansowej, a zwłaszcza rynku giełdowego, działań spekulacyjnych,

napisał, że „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]. Dziś rzadko się pamięta, że przytoczony i dość często w kontekście ostatnich zjawisk kryzysowych powielany cytat jest częścią znacznie szerszych rozważań Keynesa o relacjach między tym, co właśnie określał mianem spekulacji, czyli „działalnością polegającą na przewidywaniu psychiki rynku” [Keynes 1985, s. 181], a przedsiębiorczością, czyli działalnością polegającą na „określaniu przewidywanego dochodu z obiektów kapitałowych w ciągu całego ich trwania” [Keynes 1985, s.182], w kontekście tak szeroko dziś dyskutowanego także na niwie ekonomicznej pojęcia, którym jest zaufanie. J.M. Keynes dostrzegł ryzyko, że „w miarę ulepszania organizacji rynku występuje istotne niebezpieczeństwo, że spekulacja jednak weźmie górę nad przedsiębiorczością” [Keynes 1985, s. 182]. Warto przypomnieć, że pierwsze wydanie najbardziej popularnego dzieła Keynesa ukazało się prawie równo 70 lat przed wybuchem ostatniego kryzysu i na wiele dziesięcioleci przed rozwojem masowej informatyzacji, która z jednej strony przyczyniła się do ulepszenia organizacji rynku, chociażby z punktu widzenia dostępu do informacji, ale z drugiej strony znakomicie ułatwiła rozwój działań spekulacyjnych, zwłaszcza w sferze finansowej.

Hipoteza finansowej niestabilności H. Minsky’ego odnosi się zwłaszcza do tych gospodarek, które określał jako rozwinięte pod względem finansowym (*financially sophisticated economies*) [Minsky 1992]. Gospodarka dla Minsky’ego 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 i niepewność [Kąsek i Lubiński, 2010]. Ta ostatnia idea znajduje w ostatnim czasie wyraz w koncepcji tak zwanych czarnych łabędzi, a szczególnym promotorem tego jest Nassim Taleb [2014].

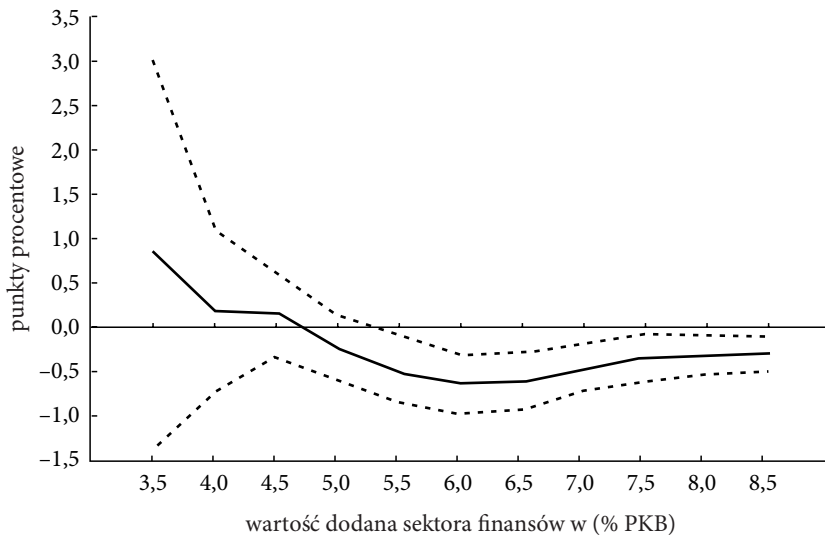
Jak już pisano, takie poglądy jak przytoczone uwagi J.M. Keynesa czy H. Minsky’ego, do czasów ostatniego kryzysu były traktowane przez większość ekonomistów jako raczej opisywanie czy wskazywanie swego rodzaju wyjątków od reguły ogólnie pozytywnego wpływu rozwoju sektora finansowego na gospodarkę i jej wzrost niż przyczynek do podjęcia pogłębionej dyskusji o tym, czy nadmierny rozwój sektora finansowego może

być źródłem niekorzyści dla gospodarki. Skala problemów, jakie pojawiły się wraz z ostatnim kryzysem, przyczyniła się do tego, że podjęte zostały różnego rodzaju badania, które łączy ujęty w formie pytania tytuł jednego z opracowań powstałego pod auspicjami Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW): *Too Much Finance?* [Arcand, Berkes i Panizza 2012]. Także w ramach badań prowadzonych pod szyldem MFW powstało bardzo ciekawe i unikatowe opracowanie poświęcone dyskusji o roli sektora finansowego w kontekście wzrostu gospodarczego na tzw. rynkach wschodzących, w tym w krajach objętych transformacją ustrojową [Sahay i in. 2015]. Trzecim szczególnie istotnym w opinii autora artykułu opracowaniem odnoszącym się do dyskusji o relacjach między wielkością sektora finansowego a wzrostem gospodarczym jest publikacja wydana pod szyldem OECD odnosząca się do rozwoju sektora finansowego w kontekście idei tak zwanego wzrostu inkluzywnego, a więc takiego, który wysoką efektywność makroekonomiczną łączy z ideą zapewniania jak największej części społeczeństwa odczuwalnej partycypacji w efektach zmian gospodarczych [Cournède, Denk i Hoeller 2015]. Dokonując przeglądu najważniejszych czy też najciekawszych, zdaniem autora artykułu, opracowań poświęconych związkom między rozwojem sektora finansowego a wzrostem gospodarczym, warto także wspomnieć o opracowaniu powstałym w ramach Banku Rozliczeń (Rozrachunków) Międzynarodowych [Cecchetti i Kharroubi 2009].

W pierwszym z wymienionych powyżej opracowań [Arcand, Berkes i Panizza 2012], w wyniku pogłębionej analizy ekonometrycznej danych empirycznych, autorzy w zasadzie nie podważają tezy o zasadniczo pozytywnym wpływie rozwoju sektora finansowego na wzrost gospodarczy, acz przede wszystkim w odniesieniu do krajów, w których sektor ten jest na średnim poziomie rozwoju czy też dojrzałości i rozległości. W angielskim oryginale używa się trudnego w tym wypadku do przełożenia na język polski określenia *depth* (zgodnie z definicją określoną przez Bank Światowy *financial depth* mierzona jest relacją sektora finansowego do produktu krajowego brutto). Jednakże w wypadku krajów o wysokim poziomie rozwoju czy też dojrzałości i rozległości sektora finansowego zdaniem autorów przytaczanego opracowania coraz większa skala aktywności finansowej generuje coraz mniejsze efekty pozytywne w zakresie wzrostu gospodarczego. W konsekwencji może się pojawić sytuacja nadmiaru finansów w gospodarce. Szukając odpowiedzi na pytanie, czym można tłumaczyć ryzyko nadmiaru finansów, w rozumieniu nadmiernej skali i aktywności sektora finansowego, autorzy nawiązują zarówno do przytaczanej wcześniej hipote-

zy finansowej niestabilności H. Minsky'ego, jak i do idei błędności alokacji podnoszonej przez J. Tobina. Odwołują się także, choć nie używają tego określenia bezpośrednio, do finansyzacji, uwzględniając pewne zjawiska właśnie szczególnie w ramach debat o finansyzacji dyskutowane. Chodzi o ryzyko dla wzrostu gospodarczego związane z rozwojem nowych form zasilania sfery realnej w środki finansowe (działalność instytucji z zakresu tzw. *shadow banking*) oraz będących pochodną rozwoju rynku instrumentów pochodnych.

Podobne wnioski zawarte są w także opartej na bogatym materiale empirycznym publikacji przygotowanej pod auspicjami OECD [Cournède, Denk i Hoeller 2015]. Zasadnicza idea tego opracowania sprowadza się do stwierdzenia, że związki między sferą finansów a wzrostem gospodarczym są znacznie bardziej złożone, niż to wcześniej zakładano, i że rzeczywiście istnieje ryzyko nadmiaru finansów. Świadczy o tym między innymi wykres uzyskany na podstawie analizy danych dla krajów członkowskich OECD na przestrzeni pięćdziesięciu lat (rysunek 1). Zgodnie z wykresem, wzrost udziału wartości dodanej sektora finansowego w produkcie krajowym brutto



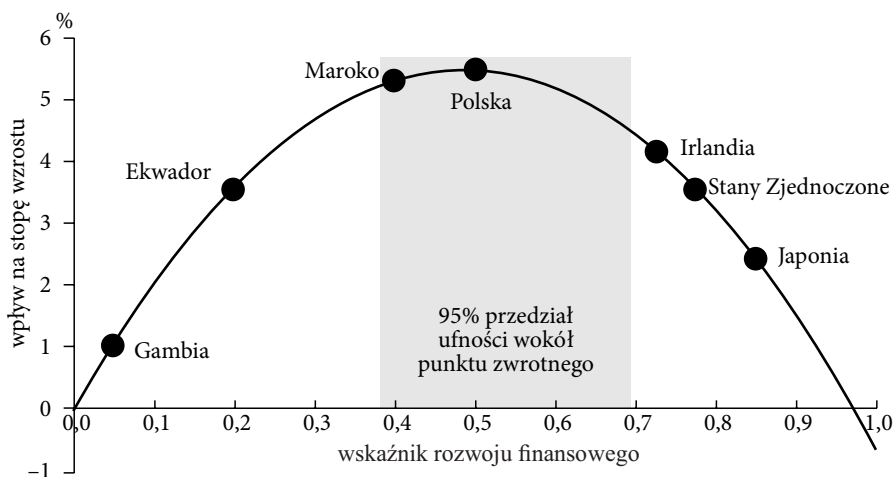
Uwaga: Linia ciągła na wykresie odnosi się do estymacji na podstawie danych rzeczywistych, a linie kropkowane określają granice przedziału ufności.

Rysunek 1. Estymacja zmian we wzroście PKB na jednego mieszkańca przy wzroście udziału wartości dodanej sektora finansowego o 1% PKB

Źródło: [Cournède, Denk i Hoeller 2015, s. 16].

powyżej 5% oznacza wystąpienie negatywnych, a zarazem statystycznie istotnych efektów krańcowych z punktu widzenia wpływu sektora finansowego na zmiany produktu krajowego brutto na jednego mieszkańca.

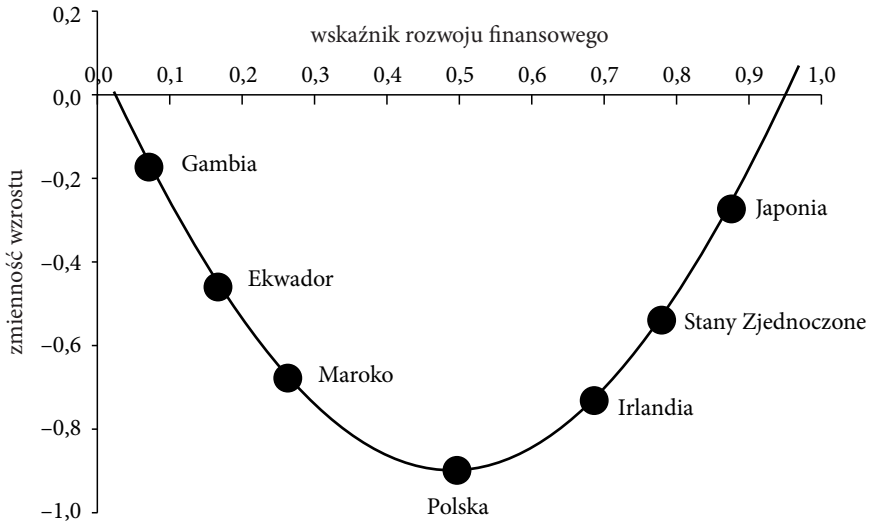
Z punktu widzenia takich gospodarek, jak polska, szczególnie istotna jest publikacja przygotowana pod egidą MFW przez zespół dwunastu autorów i odnosząca się bezpośrednio do pytania o skalę sektora finansowego i jej wpływu na wzrost gospodarczy w ramach tzw. rynków wschodzących [Sahay i in. 2015]. Ogólna konkluzja tego opracowania jest zbieżna z dwoma wcześniej prezentowanymi. Rozwój sektora finansowego kreuje generalnie pozytywne następstwa z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, ale tylko do pewnego momentu. Wykorzystując specjalnie przez siebie skonstruowany wskaźnik rozwoju finansowego, autorzy określili wpływ tego rozwoju na wzrost gospodarczy. Na uzyskanej krzywej o charakterystycznym dzwonowym kształcie umieścili przykłady krajów o różnym poziomie rozwoju sektora finansowego (rysunek 2).



Rysunek 2. Wpływ rozwoju sektora finansowego na wzrost gospodarczy

Źródło: [Sahay i in. 2015, s. 16].

Z punktu widzenia toczących się obecnie w Polsce dyskusji o funkcjonowaniu najistotniejszego w naszych realiach składnika systemu finansowego, którym jest system bankowy, warto zauważyć, że zgodnie z przytoczonymi wynikami badań Polska znajduje się w optymalnym punkcie z punktu widzenia wpływu rozwoju sektora finansowego na wzrost gospodarczy. Dodatkowo ilustruje to kolejny wykres zaczerpnięty z tego samego



Rysunek 3. Wpływ poziomu rozwoju sektora finansowego na zmienność tempa wzrostu gospodarczego

Źródło: [Sahay i in., 2015, s. 22].

opracowania i ukazujący wyniki analizy wpływu poziomu rozwoju sektora finansowego na zmienność wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie na stabilność gospodarki (rysunek 3).

Także autorzy opracowania powstałego pod auspicjami Banku Rozliczeń Międzynarodowych, podobnie jak autorzy wszystkich analizowanych do tej pory opracowań, doszli do wniosku, że rozwój sektora finansowego po przekroczeniu pewnej granicy może zacząć negatywnie wpływać na wzrost produktywności i w efekcie na wzrost gospodarczy. Zwracają przy tym uwagę na problem konkurencji pomiędzy sektorem finansowym a elementami sfery realnej o ograniczone zasoby, w tym o zasoby ludzkie. Zwłaszcza okresy nasilonej ekspansji sektora finansowego stanowią zagrożenie dla rozwoju składników sfery realnej, które są zbyt mało atrakcyjne z punktu widzenia dysponentów różnych zasobów [Cecchetti i Kharroubi 2009].

Jak już pisano na początku tego fragmentu artykułu, dyskusja o zależnościach między wielkością czy też siłą sektora finansowego a wzrostem gospodarczym nie jest w pełni tożsama z analizą związków finansyzacji i wzrostu. Nie oznacza to jednak, że te dwie analizy mogą prowadzić do zasadniczo odmiennych wniosków. Finansyzacja jest bowiem ściśle powiązana z siłą sektora finansowego i jego rolą bezpośrednią i pośrednią w kreowaniu produktu krajowego brutto.

Zakończenie

W artykule, między innymi ze względu na wymogi edytorskie, pominięto dyskusję o bardziej jakościowym charakterze, odnoszącą się do niektórych aspektów zależności między finansyzacją sensu stricto a zachowaniami poszczególnych podmiotów gospodarczych, których skutki odzwierciedlone są następnie w efektach wzrostu gospodarczego. Dotyczy to zarówno zachowań podmiotów z grupy producentów (przedsiębiorców), jak i konsumentów (gospodarstw domowych). W tej ostatniej grupie szczególnie interesujące są kwestie dotyczące wpływu finansyzacji i rozwoju sektora finansowego na tzw. efekt bogactwa i jego konsekwencje dla zmian w konsumpcji [Montgomerie i Williams 2009; Froud i in. 2001; Onaran, Stockhammer i Grafl 2010] oraz wpływu finansyzacji na nierówności dochodowo-majątkowe [Martin, Kersley i Greenham 2015]. Nie ulega wątpliwości, że kompleksowa analiza relacji między finansyzacją a wzrostem gospodarczym i – co jest znacznie trudniejsze ze względu na przede wszystkim jakościowy wymiar zjawisk – rozwojem społeczno-gospodarczym byłaby ze wszech miar pożądana, acz zarazem stanowiłaby duże wyzwanie badawcze. Wszystko jednak wskazuje na to, że idea finansyzacji, która początkowo była traktowana jako pojęcie niszowe i identyfikowane z ekonomistami stojącymi w zdecydowanej opozycji wobec ekonomii głównego nurtu, staje się powoli trwałym elementem dyskusji o współczesnej gospodarce i mechanizmach jej funkcjonowania, i co za tym idzie będzie przybywać opracowań, których autorzy będą się starali – także na podstawie wyników badań empirycznych – pogłębiać wiedzę o wpływie finansyzacji na wzrost i rozwój. Na potrzeby dalszych znacznie bardziej pogłębionych studiów opartych na założeniu, że związki między sferą finansową a sferą realną są znacznie bardziej złożone niż to, co odzwierciedlał dominujący w przeszłości punkt widzenia o generalnie pozytywnym wpływie rozwoju sfery finansowej na wzrost gospodarczy, zwracają także uwagę autorzy wszystkich analizowanych powyżej opracowań.

Z punktu widzenia polskiej gospodarki dobrze by było, aby podejmując działania związane chociażby z ideą repolonizacji sektora bankowego czy zmian regulacyjnych dotyczących tej części gospodarki, uwzględnić to, że globalizacja w sferze finansów jest zjawiskiem trwałym i nie da się w sposób sztuczny oddzielić krajowego sektora finansowego od zmian zachodzących w otoczeniu międzynarodowym. Można oczywiście poprzez właściwe działania regulacyjne zarówno z poziomu banku centralnego, jak i instytucji nadzoru finansowego ograniczyć np. ryzyko zarażania działających w da-

nym kraju instytucji finansowych skutkami ryzykownych działań w sferze finansowej podejmowanych przez podmioty zagraniczne, ale dopóki dana gospodarka pozostaje gospodarką rynkową o charakterze otwartym, dopóty nie ma sposobu na całkowitą eliminację tego ryzyka. Polski system bankowy, mimo znacznej roli zagranicznego kapitału właścicielskiego, uniknął problemów związanych z ostatnim kryzysem finansowym w znacznej mierze dzięki dobrze funkcjonującemu systemowi nadzoru. Pewną rolę zapewne odegrała też nadal pewna peryferyjność naszego systemu bankowego w stosunku do głównych jego ogniw na świecie i występowanie swoistej renty zacofania, ale fundamentem niewątpliwego sukcesu z punktu widzenia ochrony polskiego systemu bankowego przed ostatnim kryzysem finansowym był właściwie funkcjonujący system regulacyjny. Warto o tym pamiętać, podejmując dalsze działania w odniesieniu do krajowego systemu finansowego w sytuacji, w której musimy się liczyć z tym, że finansyzacja będzie trwałym elementem makrootoczenia.

Bibliografia

- Arcand, J.-L., Berkes, E., Panizza, U., 2012, *Too Much Finance?*, IMF Working Paper, WP/12/161.
- Assa, J., 2012, *Financialization and Its Consequences: The OECD Experience*, Finance Research, vol. 1, no. 1, s. 35–39.
- Bhaduri, A., 2011, *Financialization in the Light of Keynesian Theory*, PSL Quarterly Review, vol. 64, no. 256, s. 7–21.
- Boyer, R., 2005, *Coherence, Diversity, and the Evolution of Capitalisms – The Institutional Complementarity Hypothesis*, Evolutionary and Institutional Economic Review, vol. 2, iss. 1, s. 43–80.
- Buffet, W., 2011, *USA zmierzają do stania się plutokracją*, Puls Biznesu, 23 marca, s. 9.
- Cecchetti, S.G., Kharroubi, E., 2009, *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS Working Papers, no. 381.
- Cournède, B., Denk, O., Hoeller, P., 2015, *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper, no. 14.
- Dixon, A.D., Sorsa, V.-P., 2009, *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, Competition & Change, vol. 13, no. 4, s. 347–367.
- Epstein, G.A. (ed.), 2006, *Financialisation and the World Economy*, Edward Elgar Pub.

- Foster, J.B., 2007, *The Financialization of Capitalism*, Monthly Review, vol. 58, iss. 11, s. 1–14.
- Freeman, R.B., 2010, *It's Financialization!*, International Labour Review, vol. 149, no. 2, s. 163–183.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K., 2000, *Shareholder Value and Financialisation: Consistency Promises, Management Moves*, Economy and Society, vol. 29, no. 1, s. 80–110.
- Isaacs, G., 2011, *Contemporary Financialization: A Marxian Analysis*, Journal of Political Inquiry, no. 4, s. 1–33.
- Kąsek, L., Lubiński, M., 2010, *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, Współczesna Ekonomia, nr 1, s. 5–20.
- Keynes, J.M., 1985, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa.
- Martin, A., Kersley, H., Greenham, T., 2015, *Inequality and Financialisation. A Dangerous Mix*, Friedrich Ebert Stiftung – New Economics Foundation.
- Minsky, H.P., 1992, *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, no. 74.
- Montgomerie, J., Williams, K., 2009, *Financialised Capitalism: After the Crisis and Beyond Neoliberalism*, Competition & Change, vol. 13, no. 2, s. 99–107.
- Onaran, Ö., Stockhammer, E., Grafl, L., 2010, *Financialization, Income Distribution, and Aggregate Demand in the USA*, Discussion Paper no. 136, Department of Economics and Statistics Middlesex University Business School.
- Orhangazi, Ö., 2008, *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA, USA.
- Ratajczak, M., 2012a, *Finansyzacja gospodarki*, Ekonomista, nr 3, s. 281–302.
- Ratajczak, M., 2012b, *Finansyzacja i jej wpływ na dobrobyt społeczny*, w: Zagóra-Jonszta, U., Pęciak, R. (red.), *Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Egzemplifikacja pojęcia dobrobytu*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 103, s. 168–176.
- Ryoo, S., Skott, P., 2008, *Financialization in Kaleckian Economies with and Without Labor Constraints*, Working Paper 2008-05, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, Ch., Svirydzenka, K., Yousefi, S.R., 2015, *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08.
- Taleb, N., 2014, *Czarny łabędź*, Kurhaus Publishing, Warszawa.
- Tobin, J., 1984, *On the Efficiency of the Financial System*, Lloyd's Bank Review, no. 153, s. 1–15.
- Tomaskovic-Devey, D., Lin, K.-H., Meyers, N., 2015, *Did Financialization Reduce Economic Growth?*, Socio-Economic Review, vol. 13, iss. 3, s. 525–548.
- Treeck, T. van, 2009, *A Synthetic, Stock-flow Consistent Macroeconomic Model of "Financialisation"*, Cambridge Journal of Economics, vol. 33, no. 3, s. 467–493.

-
- Wigan, D., 2009, *Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference*, *Competition & Change*, vol. 13, no. 2, s. 157–172.
- Ząbkowicz, A., 2009, *Wzrost znaczenia dochodów z operacji finansowych w korporacjach nie-finansowych (financialization) – kontekst instytucjonalny*, *Organizacja i Kierowanie*, nr 2, s. 25–38.