

PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics

247

Finanse publiczne



pod redakcją
Jerzego Sokołowskiego
Michała Sosnowskiego
Arkadiusza Żabińskiego



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Teresa Famulska, Beata Filipiak, Tadeusz Juja, Andrzej Miszczuk,
Krystyna Piotrowska-Marczak, Marzanna Poniatowicz, Grażyna Wolska,
Urszula Zagóra-Jonszta

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek, Joanna Świrska-Korlub

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Zespół

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-213-0

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Grażyna Ancyparowicz, Miłosz Stanisławski: Polski długi publiczny w latach 1991-2015	13
Arkadiusz Babczuk: Zadłużenie spółek komunalnych. Wybrane problemy..	24
Wiesława Cieślewicz: Zwolnienie podatkowe jako forma wspierania inwestycji – przypadek specjalnych stref ekonomicznych w Polsce	36
Agnieszka Cyburt: Uwarunkowania absorpcji funduszy Unii Europejskiej na przykładzie gmin województwa lubelskiego	46
Jolanta Gałuszka: Koncepcja ujednoczenia podatku w prawie Unii Europejskiej.....	60
Feliks Grądalski: Równowaga finansów publicznych w warunkach reparycyjnego systemu emerytalnego	70
Sylvia Grenda: Niejednoznaczność przepisów podatkowych i jej wpływ na przejrzystość systemu podatkowego w Polsce	79
Piotr Gut: Wybrane regulacje europejskie i krajowe mające przeciwdziałać nadużyciom w podatku VAT.....	90
Dagmara Hajdys: Procedura wyboru partnera prywatnego jako podstawowa determinanta zawarcia umowy partnerstwa publiczno-prywatnego.....	100
Jarosław Hermaszewski: Problemy w ocenie skuteczności zarządzania jednostką samorządu terytorialnego – analiza porównawcza wybranych gmin	109
Małgorzata Magdalena Hybka: Podatkowa grupa kapitałowa na gruncie przepisów ustawy o podatku obrotowym w Niemczech	120
Maria Jastrzębska: System zarządzania ryzykiem w jednostce samorządu terytorialnego – zarys problemu	130
Danuta Kołodziejczyk: Subwencja wyrównawcza jako źródło wsparcia finansowego gmin w Polsce.....	139
Paweł Kowalik: Sposób obliczania potencjału podatkowego niemieckich gmin	151
Iwona Kowalska: Instrumenty finansowe wspierające ideę podwyższenia wieku emerytalnego w Polsce	161
Agnieszka Krzemińska: Ekonomiczna pozycja sektora samorządowego w systemie finansów publicznych w Polsce	170
Janusz Kudła: Zmiany struktury wpływów budżetowych w wybranych państwach Unii Europejskiej w latach 2008-2010	180
Piotr Laskowski: Budżet zadaniowy jako narzędzie realizacji strategii rozwoju jednostki samorządu terytorialnego	191

Sylwia Łęgowik-Świącik: Problemy wdrażania kontroli zarządczej w sektorze finansów publicznych	202
Zofia Łękawa: Możliwości wykorzystania metody DEA do oceny wiarygodności ekonomicznej jednostki samorządu terytorialnego – przegląd badań i praktyczny aspekt zastosowania metody	210
Paweł Marszałek: Finansyzacja – problemy i kontrowersje	220
Magdalena Miszczuk: Deficyty i zadłużenie wybranych jednostek samorządu terytorialnego w świetle ograniczeń ustawowych	231
Ewelina Młodzik: Zarządzanie ryzykiem w świetle nowej ustawy o finansach publicznych	240
Jarosław Olejniczak: Wskaźnik podstawowych dochodów podatkowych na mieszkańca a poziom rozwoju gmin – na przykładzie województwa dolnośląskiego	249
Monika Pasternak-Malicka: Elektroniczne deklaracje jako dogodna forma rozliczeń podatku dochodowego od osób fizycznych	260
Paweł Piątkowski: Strategie finansowania długu publicznego a ryzyko kryzysu walutowego	274
Krystyna Piotrowska-Marczak: Kierunki i skutki reformy finansów publicznych w Polsce od 2012 roku	283
Krystyna Piotrowska-Marczak, Tomasz Uryszek, Aneta Tylman: Zarządzanie finansami publicznymi poprzez dążenie do osiągnięcia nadwyżki budżetowej	292
Marian Podstawka, Agnieszka Deresz: Redystrybucyjna rola obciążeń finansowych osób fizycznych w latach 2008-2010	301
Piotr Ptak: Wydatkowa reguła dyscyplinująca a poprawa stanu finansów publicznych w Polsce	314
Joanna Rakowska: Statystyczne i praktyczne znaczenie środków unijnych dla gmin	325
Jarosław Skorwider: Możliwości kształtowania potencjału inwestycyjnego powiatów	336
Michał Sosnowski: Realizacja zasady sprawiedliwego opodatkowania w podatku dochodowym od osób fizycznych	346
Marcin Stępień: Klasyfikacja i pomiar wybranych kategorii ekonomicznych w aspekcie prawa bilansowego i podatkowego	359
Monika Szudy: Polityka fiskalna Hiszpanii w warunkach kryzysu ekonomicznego 2008+	367
Michał Thlon, Piotr Podsiadło: Emisja obligacji katastrofalnych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego jako źródło finansowania ryzyka katastrof	378
Monika Truszkowska-Kurstak: Problematyka zachowania wiarygodności sprawozdań finansowych samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej w świetle obowiązujących przepisów prawa – wybrane zagadnienia	390

Alina Walenia: Zasilanie finansowe z budżetu państwa a realizacja ustawowych zadań przez gminy Podkarpacia.....	401
Adam Wasilewski: Finansowe wsparcie Unii Europejskiej dla gminnych inwestycji infrastrukturalnych jako instrument polityki rozwoju pozarolniczej działalności gospodarczej na obszarach wiejskich.....	412
Mirosław Wasilewski, Marzena Ganc: Funkcjonowanie podatku VAT w opinii rolników indywidualnych oraz możliwości wprowadzenia podatku katastralnego w rolnictwie.....	421
Barbara Wieliczko: Stan finansów publicznych w Polsce a wsparcie rolnictwa.....	430
Dorota Wyszowska: Zdolność absorpcyjna jednostek samorządu terytorialnego w zakresie środków pomocowych UE (na przykładzie gmin województwa podlaskiego).....	440
Jolanta Zawora: Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma finansowania inwestycji publicznych.....	449
Magdalena Ziolo: Inwestycje komunalne w aspekcie dobra publicznego i zdolności gmin do ich realizacji.....	459
Arkadiusz Żabiński: Instytucjonalne uwarunkowania wykorzystania uproszczonych form opodatkowania.....	470

Summaries

Grażyna Ancyparowicz, Miłosz Stanisławski: Public deficit in Poland from 1991 to 2015.....	23
Arkadiusz Babczuk: Municipal companies' debt. Selected problems.....	35
Wiesława Cieślewicz: Tax relief as a form of investment support – a case of special economic zones in Poland.....	45
Agnieszka Cyburt: Conditioning of absorption of the European Union funds on the example of communes of the Lubelskie Voivodeship.....	59
Jolanta Gałuszka: The concept of tax unification in the European Union law.....	69
Feliks Grądalski: Public finance equilibrium in defined benefit pension system.....	78
Sylwia Grenda: The ambiguity of tax regulations and its influence on the transparency of the Polish tax system.....	89
Piotr Gut: Selected European and Polish regulations to prevent value added tax abuse.....	99
Dagmara Hajdys: The procedure for selecting a private partner as a prerequisite for concluding a public-private partnership agreement.....	108
Jarosław Hermaszewski: Problems in the assessment of management effectiveness of local government units – comparative analysis of selected communities.....	119

Malgorzata Magdalena Hybka: VAT grouping in the provisions of the turnover tax law in Germany.....	129
Maria Jastrzębska: Risk management system in territorial self-government units – outline of the issue	138
Danuta Kołodziejczyk: Compensatory subsidies as a source of financial support for Polish communes	150
Paweł Kowalik: The method of calculating the amount of fiscal capacity of German municipalities.....	160
Iwona Kowalska: Financial instruments to support the idea of extending retirement age in Poland	169
Agnieszka Krzemińska: Local government sector economic position in the public finances in Poland	179
Janusz Kudła: Adjustment of general government revenues during the financial crisis 2008-2010.....	190
Piotr Laskowski: Assignment budgeting as a tool for implementing developmental strategies of local government units	201
Sylvia Łęgowik-Świącik: Problems with the implementation of management control in public finance sector.....	209
Zofia Łękawa: Potential applications of data envelopment analysis in the evaluation of economic credibility of a self-government entity – a review of research and a practical aspect of method’s application.....	219
Paweł Marszałek: Financialization – problems and controversies	230
Magdalena Miszczuk: Deficits and debt of selected self-government units in the light of statutory restrictions.....	239
Ewelina Młodzik: Risk management in the light of the act of public finance	248
Jarosław Olejniczak: Basic tax income per capita versus the level of development of municipalities – the example of Lower Silesian voivodeship..	259
Monika Pasternak-Malicka: E-filing as a convenient way to file personal income tax forms	273
Paweł Piątkowski: Strategies of financing of public debt and the risk of currency crisis	282
Krystyna Piotrowska-Marczak: Directions and effects of public finance reform in Poland from 2012.....	291
Krystyna Piotrowska-Marczak, Tomasz Uryszek, Aneta Tylman: Management of public finances in a way leading to the budgetary surplus	300
Marian Podstawka, Agnieszka Deresz: Redistribution function of personal financial charges in 2008-2010	313
Piotr Ptak: Disciplined spending rule and improvement of public finances position in Poland	324
Joanna Rakowska: Significance of EU funds for communes – budget aspects and authorities’ opinions.....	334
Jarosław Skorwider: Opportunities of creating the investment potential of rural counties	344

Michał Sosnowski: Implementation of the principle of fair taxation in the individual income tax	358
Marcin Stępień: Classification and measurement of some economic categories in the aspect of balance and tax law.....	366
Monika Szudy: Fiscal policy in Spain in the conditions of economic crisis 2008+	377
Michał Thlon, Piotr Podsiadło: Issue of catastrophic bonds in the range of Public Private Partnership as a source of disaster risk financing.....	389
Monika Truszkowska-Kurstak: Problems of maintaining credibility of independent public health care centres' financial reports in the light of law chosen issues.....	400
Alina Walenia: Financing from state budget and implementation of statutory tasks by Subcarpathian communes.....	411
Adam Wasilewski: EU financial support for communal infrastructural investments as a tool of development policy of non-agricultural economic activity in rural areas	420
Mirosław Wasilewski, Marzena Ganc: Functioning of Value Added Tax in the opinion of individual farmers and the possibilities of cadastral tax implementation in agriculture	429
Barbara Wieliczko: Public finance in Poland vs. support for agriculture	439
Dorota Wyszowska: Self-government entities' absorption capacity of EU aid funds (Podlaskie Voivodeship communes – case study).....	448
Jolanta Zawora: Public-private partnership as a form of financing of public investment.....	458
Magdalena Ziolo: Municipal investments as a category of public goods and the ability of municipalities to undertake them	469
Arkadiusz Żabiński: Institutional conditioning of use lump-sum-based forms of taxation	481

Paweł Marszałek¹

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

FINANSYZACJA – PROBLEMY I KONTROWERSJE

Streszczenie: celem opracowania jest przedstawienie najważniejszych kwestii związanych z tzw. finansyzacją, czyli gwałtownym wzrostem znaczenia sektora finansowego zarówno w gospodarce poszczególnych państw, jak i w całej gospodarce światowej. Zaprezentowano definicje i źródła finansyzacji ze szczególnym uwzględnieniem roli państwa. Przybliżono także wybrane mikro- i makroekonomiczne konsekwencje tego zjawiska, uwypuklając wpływ finansyzacji na rosnącą niestabilność systemów finansowych. Zaakcentowano także społeczny i ideologiczny aspekt finansyzacji.

Słowa kluczowe: finansyzacja, kryzys finansowy, globalizacja, pokusa nadużycia.

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy, zapoczątkowany kryzysem na rynku tzw. kredytów *sub-prime* w USA w 2007 r., wywołał szeroką debatę dotyczącą sposobu funkcjonowania współczesnej gospodarki. Poszukując przyczyn wybuchu tego kryzysu, tak gwałtownego jego przebiegu, swoistej „uporczywości” oraz bardzo dużych kosztów z nim związanych, zwrócono szczególną uwagę na funkcjonowanie rynków finansowych w poszczególnych krajach. Analizując stopień ich rozwoju, tendencje i tempo zmian zachodzących w systemach finansowych oraz zachowanie najważniejszych graczy, dostrzeżono pewne prawidłowości, które dały asumpt do nowej interpretacji źródeł współczesnych kryzysów finansowych.

Kryzys miał swoje początki w Stanach Zjednoczonych, a więc w kraju, w którym w największym stopniu rozwinęły się procesy tzw. finansyzacji (*financialization*). Właśnie to zjawisko rozpatruje się często jak jeden z podstawowych powodów wybuchu kryzysu². Wpływ finansyzacji jest przy tym tak złożony i wszechstronny,

¹ Praca naukowa finansowana ze środków budżetowych na naukę w roku 2011 jako projekt badawczy nr NN113 345640 „Koncepcje systemów pieniężnych i ich zastosowanie”.

² Tego typu pogląd formułują np. R. Freeman, który pisze wręcz o „wielkiej recesji” wywołanej czynnikami finansowymi, generującej ogromne straty dla sfery realnej gospodarki (R. Freeman R., *It's financialization!* „International Labor Review” 2010, vol. 149, no. 2), P. Kedrosky i D. Stangler (P. Kedrosky, D. Stangler *Financialization and Its Entrepreneurial Consequences*, *Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth*, March 2011) czy laureaci Nagrody Nobla J. Stiglitz oraz P. Krugman, poruszający tę problematykę zarówno w pracach naukowych, jak i publicystyce.

że proces ten można traktować jako swoiste źródło pierwotne (*precondition*). O ile bowiem trudno sprowadzić wybuch kryzysu tylko do jednej przyczyny, o tyle niewątpliwie finansyzacja była (i nadal jest) katalizatorem większości tych problemów, zarówno w sferze mikro- jak i makroekonomicznej, które złożyły się na globalny kryzys finansowy.

Celem opracowania jest syntetyczna charakterystyka zjawiska finansyzacji ze szczególnym uwzględnieniem jej następstw. W kolejnych częściach artykułu przedstawiono pojęcie i cechy finansyzacji, jej przyczyny oraz konsekwencje zarówno dla poszczególnych podmiotów gospodarujących, jak i dla całej gospodarki.

2. Pojęcie i cechy finansyzacji

Finansyzacja wymyka się jednoznacznym interpretacjom. Stąd istnieje wiele korespondujących ze sobą jej definicji, o różnym stopniu szczegółowości³. Najprościej zjawisko to można określić jako proces zwiększania się wpływu rynków oraz elit finansowych na politykę gospodarczą i efekty gospodarowania. Taką definicję proponuje M. Ratajczak, podkreślając, że finansyzację rozpatruje się jako nowy etap kapitalizmu, określanymi mianem rentierskiego, czy kapitalizmu odcinania kuponów. Podstawowym źródłem uzyskiwania dochodów we współczesnej gospodarce są bowiem inwestycje finansowe⁴.

Na źródło to zwraca w swojej definicji uwagę także G. Krippner. Według niej przez finansyzację można rozumieć formę akumulacji, w której zyski osiąga się w coraz większym stopniu kanałami finansowymi, nie zaś poprzez handel i produkcję⁵. Natomiast według G. Epsteina finansyzacja oznacza rosnącą rolę bodźców finansowych, rynków finansowych, podmiotów (*actors*) finansowych oraz instytucji finansowych, w funkcjonowaniu zarówno narodowej, jak i globalnej gospodarki⁶.

Z definicji tych wyłania się najbardziej charakterystyczne cecha finansyzacji. Mianowicie: swoista nadrzędność sfery finansowej względem realnej sfery gospodarki. Staje się ona ważniejsza, w niej generuje się coraz więcej dochodów i w coraz większym stopniu determinuje ona decyzje podmiotów niefinansowych.

Oprócz dominacji w gospodarce sektora finansowego, jako bardziej szczegółowe wyróżniki finansyzacji można wyróżnić takie procesy i zjawiska, jak: (1) upowszechnienie i szybka ekspansja rynków finansowych; (2) deregulacja systemów

³ Osobną kwestią jest wybór polskiego tłumaczenia angielsku zwrotu *financialization*. W opracowaniu przyjęto termin „finansyzacja”, choć często występuje również określenie „finansalizacja”, a nawet „bankokracja”.

⁴ M. Ratajczak, *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 19.

⁵ G. Krippner, *The Financialization of the American Economy*, “Socio-Economic Review” 2005, vol. 3, no. 2, s. 174.

⁶ G. Epstein, *Introduction: Financialization and the world economy*, [w:] *Financialization for the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005, s. 3.

finansowych, jak i poszczególnych gospodarek; (3) ciągle rozszerzający się wachlarz instrumentów i instytucji finansowych; (4) sprzyjające rozwojowi rynków finansowych decyzje z zakresu polityki społeczno-gospodarczej; (5) wzrost konsumpcji podtrzymywanej kredytem; (6) powszechna i rosnąca obecność instytucji, rynków instrumentów, schematów finansowych w życiu gospodarczym i społecznym oraz (7) wykształcenie się swoistej (indywidualistycznej, prorynkowej, utylitarnej) kultury finansowej.

Można zatem dostrzec, że finansyzacja jest zjawiskiem wykraczającym poza same tylko procesy gospodarcze. Jej wpływ rozciąga się na całość życia społecznego w danym kraju i w gospodarce światowej. Kreuje ona przy tym określone postawy, właściwe wcześniej tylko gospodarce rynkowej, i to w jej szczególnie agresywnej odmianie. To zaś, niezależnie od faktycznych ekonomicznych następstw finansyzacji, bywa postrzegane jako znacząca jej wada. Mianowicie, uważa się, że zwiększa ona nierówności w społeczeństwie, powoduje wykluczenie społeczne, wywołuje niekorzystne tendencje w zakresie struktury płac i ich wysokości, a także promuje postawy egoistyczne, skrajnie utylitarne⁷.

Finansyzacja jest zatem zjawiskiem, które wywołuje kontrowersje nie tylko natury czysto ekonomicznej, ale i ideologicznej. Wyraźnie ścierają się tu przy tym dwie opcje: zwolennicy poglądów liberalnych, wolnorynkowych⁸ zasadniczo uważają – a przynajmniej uważali do czasu globalnego kryzysu finansowego – finansyzację za zjawisko korzystne i sprzyjające ogólnemu dobrobytowi. Przeciwnicy filozofii wolnorynkowej są natomiast gorącymi jej krytykami, wiążąc ją ściśle z tzw. neoliberalizmem. Nie postrzega się przy tym finansyzacji jedynie jako pochodną neoliberalizmu. G. Dumenil i D. Levy stwierdzają, iż to raczej neoliberalizm stanowi ideologiczne „odbicie” rosnącej roli świata finansów⁹.

⁷ Przykładowo, rozważając cechy finansyzacji, akcentuje się kwestie horyzontu czasowego oraz postrzegania celów działalności gospodarczej. W tym pierwszym zakresie podkreśla się skrócenie horyzontu czasowego decyzji. Przyznaje się więc niejako większą wagę decyzjom czysto spekulacyjnym. W drugim natomiast aspekcie uwypukla się prymat zysku i wzrostu wartości formy oraz fakt, iż cele te osiąga się poprzez użycie coraz bardziej wyrafinowanych instrumentów finansowych. To, oprócz wzrostu ryzyka, jest wątpliwe z punktu widzenia społecznej alokacji dochodów. Mianowicie, trafiają one głównie do wąskiej grupy osób, które orientują się w złożoności współczesnych finansów i potrafią wykorzystywać tę przewagę. (Zob. np. O. Orhangazi, *Financialization and capital accumulation in the Nonfinancial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy, 1973-2003*, „Cambridge Journal of Economics” 2008, vol. 32, no. 6; P. Kedrosky, D. Stangler, wyd. cyt.).

⁸ Należy jednak podkreślić, że często jest to liberalizm rozumiany dość swoiście. Kwestia ta jednak wykracza poza ramy opracowania.

⁹ Podkreślają oni przy tym rolę globalizacji i internacjonalizacji w, jak to określili, „powrocie finansów do roli hegemonu po okresie spadku ich znaczenia po Wielkim Kryzysie lat 30. ubiegłego wieku i okresie surowych regulacji podczas dominacji państwa dobrobytu.” (G. Dumenil, D. Levy, *Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis*, [w:] *Financialization for the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005, s. 18-19).

Niezależnie od oceny tego procesu, uważa się na ogół, że zasadnicza zmiana proporcji na rzecz wzrostu udziału w gospodarce rynków finansowych dokonała się na przełomie lat 70. i 80. ubiegłego wieku. Pionierem zmian były tu Stany Zjednoczone. Jak zaznacza J.C. Bogle, w ciągu dwóch minionych stuleci Ameryka przestała się z gospodarki opartej na rolnictwie na gospodarkę opartą na produkcji przemysłowej, potem na gospodarkę opartą na usługach i teraz na gospodarkę opartą głównie na operacjach finansowych¹⁰. To ostatnie przejście dokonało się jednak najszybciej. Pojawia się zatem pytanie o przyczyny takiego stanu rzeczy.

3. Przyczyny finansyzacji

Proces finansyzacji, z samej swojej natury, nie miał jednej konkretnej przyczyny. Można mówić raczej o splocie wielu wzajemnie się podsycających czynników zarówno na szczeblu funkcjonowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, jak i zjawisk makroekonomicznych. T. Palley wskazuje na trzy ogólne grupy przyczyn (kanały rozprzestrzenienia się) finansyzacji. Są nimi¹¹: (1) zmiany w strukturze i działaniu rynków finansowych; (2) zmiany w zachowaniu przedsiębiorstw niefinansowych oraz (3) rozwiązania z zakresu polityki społeczno-gospodarczej. Charakterystyczne jest, że wszystkie grupy ściśle wiążą się z sobą, generując liczne sprzężenia zwrotne.

W obrębie pierwszej grupy można wyróżnić takie elementy, jak pojawianie się nowych instrumentów finansowych (często bardzo skomplikowanych, jak instrumenty pochodne, produkty strukturyzowane itp.), pojawianie się nowych typów pośredników finansowych, często nieobjętych nadzorem ostrożnościowym, nakładanie się poszczególnych segmentów rynku finansowego, deregulacja działalności finansowej oraz gwałtowny wzrost płynności rynków finansowych. Warto podkreślić, że zmiany te w dużej mierze były możliwe dzięki postępowi technologicznemu oraz globalizacji¹².

Wśród czynników sprzyjających finansyzacji, które ujawniły się na szczeblu przedsiębiorstw, należy zaakcentować rozdzielenie własności od zarządzania oraz rosnący nacisk (między innymi wskutek presji inwestorów giełdowych) na generowanie wysokich stóp zwrotu. Stworzyło to bodźce do wykorzystywania na szeroką skalę innowacji finansowych, które umożliwiały osiąganie wyższych zysków (oraz osiąganie własnych celów menedżerów). Niemniej zwiększało to uzależnienie od instytucji finansowych i generowało nadmierne ryzyko¹³.

¹⁰ J. C. Bogle, *Enough. True Measures of Money, Business, and Life*, John Wiley & Sons, 2008, s. 46-47.

¹¹ T. Palley, *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute, Washington, D.C., Working Paper no. 525, December 2007, s. 11.

¹² A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 24-28.

¹³ Palley podaje tu jako przykład korzystanie z wykupów lewarowanych, funduszy *private equity* czy finansowanie za pomocą „śmieciowych” obligacji (T. Palley, wyd. cyt., s. 14-15).

Innym zjawiskiem, które można zaliczyć do tej grupy, jest coraz większa rola właścicieli instytucjonalnych¹⁴. Często traktują oni przedsiębiorstwo jako lokatę kapitału, nie zamierzając w sposób trwały rzeczywiście angażować się w działalność podmiotu. Zmienia to optykę działania, wysuwając na pierwszy plan dywidendę kosztem długookresowego, stabilnego rozwoju firmy. Zmienia się również – w stronę wzmacniania tzw. mechanizmów zewnętrznych – sposób sprawowania nadzoru właścicielskiego (*corporate governance*).

Z opisanymi tendencjami ściśle wiąże się trzeci element, czyli upowszechnienie w przedsiębiorstwach finansowania zewnętrznego, opartego na długu. Wynikało to z trzech czynników. Po pierwsze, przynosiło to korzyści podatkowe. Po drugie, stanowiło element zarządzania płynnością w przedsiębiorstwie. Po trzecie, pozwalało korzystać z dźwigni finansowej¹⁵. Na dłuższą metę takie działanie zwiększało jednak zależność od rynków finansowych, generując przy tym coraz wyższe koszty.

Ostatnią z wymienionych przez Palleya grup tworzą czynniki odnoszące się do polityki gospodarczej i społecznej realizowanej przez państwo. Można sprowadzić je do czterech podstawowych kwestii: polityki stymulowania globalizacji, forsowania koncepcji ograniczonego państwa, wspierania elastyczności rynku pracy oraz nastawienia w polityce gospodarczej na stabilność poziomu cen kosztem dążenia do maksymalizacji poziomu zatrudnienia. Działania te realizowano na szczeblu poszczególnych państw, ale były one zalecane również przez międzynarodowe instytucje finansowe (np. MFW), stanowiąc element postulowanych reform i zmian instytucjonalnych¹⁶.

Znaczenie globalizacji było już sygnalizowane. Wśród tych decyzji rządowych, które jej sprzyjały, można wskazać te, które prowadziły do zwiększania swobody przepływów kapitałowych, zmiany w systemach kursowych czy deregulację poszczególnych krajowych rynków finansowych.

Koncepcja ograniczania roli państwa w gospodarce upowszechniła się w końcu lat 70. ubiegłego wieku w następstwie odejścia od doktryny państwa dobrobytu i interwencjonizmu gospodarczego. Realizowano ją najczęściej za pomocą takich zadań, jak prywatyzacja, obniżki podatków, deregulacja i wycofywanie się państwa z poszczególnych sektorów gospodarki. Przechodzenie do doktryny „państwa-minimum” obejmowało też zmiany systemów emerytalnych i procesów oszczędzania. Przybierały one formę przechodzenia od grupowych do indywidualnych programów oszczędzania, a także od systemów repartycyjnych do kapitałowych. Jak podkreślają przeciwnicy finansyzacji, umacniało to rolę inwestorów instytucjonalnych, zwiększało dochody instytucji finansowych, kreowało wzmożony popyt na nieruchomości (co sprzyjało aktywności banków na rynku kredytów hipotecznych), a także kreowało swoistą „tożsamość” inwestorską wśród gospodarstw domowych¹⁷.

¹⁴ Coraz częściej takimi inwestorami są instytucje finansowe.

¹⁵ T. Palley, wyd. cyt., s. 16-19.

¹⁶ Działania te znalazły wyraz w tzw. Nowym Konsensusie Waszyngtońskim.

¹⁷ Zob np. G. Epstein, wyd. cyt.; O. Orhangazi, *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton 2008.

Trzecia grupa, czyli działania na rzecz uelastycznienia rynku pracy, stanowią element bodaj najsilniej powiązany z ideologią. Negatywnie postrzegano tu działania państwa nakierowane na osłabianie roli związków zawodowych i likwidację bądź ograniczanie takich instytucji, jak płaca minimalna, zasiłki dla bezrobotnych, prawa dla zatrudnionych czy ochrona zatrudnienia¹⁸.

Ostatnia z rozpatrywanych kwestii, czyli odejście od celu pełnego zatrudnienia, wynikało z przeformułowań w hierarchii celów polityki gospodarczej, a zwłaszcza polityki pieniężnej. Mianowicie, wskutek splotu wielu czynników zarówno w praktyce, jak i teorii ekonomii¹⁹ za główny cel uznano stabilność poziomu cen. Wiązało się z tym przemodelowanie zasad i sposobu działania banków centralnych, skupienie się na procesach dezinflacji, niezależność banków centralnych i ich swoisty „konserwatyzm” wyrażający się w polityce wysokich realnych stóp procentowych. Przyczynił się on do wzrostu dochodów „rentierów” (utożsamianych przez krytyków finansyzacji z instytucjami finansowymi oraz właścicielami aktywów finansowych). Jednocześnie utrudniony był dostęp do środków na inwestycje, zwłaszcza te, które nie generowały wysokich stóp wzrostu²⁰. Ponadto wysokie stopy procentowe zwiększały koszty obsługi długu, co negatywnie oddziaływało na strukturę budżetu w wielu krajach.

Wymienione przez Palleya i rozwijane przez innych autorów źródła finansyzacji trudno oceniać jednoznacznie. Odrzuciwszy kwestie ideologiczne, bilans poszczególnych działań nie jest, jak się wydaje, tak jednoznacznie negatywny. Niemniej wyraźny jest korzystny wpływ opisanych decyzji z zakresu polityki gospodarczej na pozycję instytucji finansowych oraz ekspansję rynków finansowych. Otwarte pozostaje pytanie, na ile decyzje te podejmowano z myślą o takim ich efekcie. W wielu przypadkach bowiem instytucje finansowe stanowiły narzędzie realizacji celów państwa²¹.

Oprócz wymienionych należy wskazać jeszcze jedną ważną przyczynę finansyzacji, a mianowicie czynniki demograficzne – rosnącą długość życia oraz zmiany w piramidzie wiekowej w kierunku wzrostu udziału ludzi niebędących już czynni zawodowo, a posiadających przy tym wolne środki finansowe. W połączeniu ze wzrostem aspiracji i oczekiwań co do poziomu życia kreowało to popyt na inwestycje służące pomnożeniu oszczędności²². Popyt ten spotyka się z podażą w postaci ofert

¹⁸ Jak podkreśla Palley, tego typu polityka cechowała rynek pracy w USA. Jej rezultatem była obniżka kosztów pracy dokonana kosztem zamrożenia czy wręcz spadku poziomu płacy realnej (T. Palley, wyd. cyt., s. 18. Zob. też R.B. Freeman, wyd. cyt., s. 170).

¹⁹ Zob. szerzej P. Marszałek, *Koordinacja polityki pieniężnej i polityki fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*, WN PWN, Warszawa 2009.

²⁰ T. Palley, wyd. cyt., s. 16-18.

²¹ Jako przykład można tu przywołać rozwój rynku kredytów *subprime* w USA. Nie byłby on tak dynamiczny bez wspierającej roli państwa, które poprzez wspieranie czy wręcz stymulowanie kredytowania (m.in. poprzez przywileje dla banków) najuboższych chciało osiągnąć określone cele społeczne.

²² M. Ratajczak, wyd. cyt., s. 20.

instytucji finansowych (banków, funduszy inwestycyjnych, emerytalnych itp.). Zazwyczaj oferują one stopę zwrotu znacznie wyższą niż generowana przez inwestycje w sferze realnej gospodarki. Są więc preferowane przez inwestorów.

Z rozważań wynika, iż za procesem finansyzacji stoi spłot wielu czynników zmieniających zachowania gospodarstw domowych (wzrost możliwości pożyczania i skłonności ku temu), przedsiębiorstw niefinansowych, a także działań z zakresu polityki gospodarczej. Nie powinien zatem dziwić fakt, iż również konsekwencje finansyzacji są wielopłaszczyznowe i złożone. Szczegółowe ich przedstawienie wykracza poza ramy opracowania, stąd w dalszej części zostaną w syntetyczny sposób scharakteryzowane najważniejsze z nich.

4. Konsekwencje finansyzacji

Podstawowym skutkiem finansyzacji jest to, co wynika z samej istoty tego zjawiska – wzrost znaczenia instytucji i rynków finansowych oraz coraz większa ich autonomia w stosunku do reszty gospodarki (w tym wobec władz nadzorczych i monetarnych). Wymusza to dostosowania wszystkich funkcjonujących w gospodarce podmiotów.

Wpływ finansyzacji uwidacznia się zarówno w sferze mikro-, jak i makroekonomicznej²³. Rozpatrując go w odniesieniu do działalności firm, należy podkreślić, że proces ten skomplikował prowadzenie działalności gospodarczej poza sektorem finansowym. Choć zasadniczo zwiększyły się możliwości lokowania i pozyskiwania środków pieniężnych, to jednak wzrosło uzależnienie kondycji poszczególnych podmiotów od zmiennej sytuacji na rynkach finansowych. Również stopień złożoności rynków i operacji finansowych wzrósł znacząco, utrudniając wybór najbardziej adekwatnych źródeł finansowania i form lokowania oszczędności. Ponadto finansyzacja poprzez orientację na osiąganie wysokich zysków wywiera presję na podejmowanie ryzykownych przedsięwzięć. Osobnym problemem, zwłaszcza dla gospodarstw domowych, jest też przyspieszenie tempa życia gospodarczego wymagające większej elastyczności ze strony poszczególnych osób i intensyfikujące poczucie niepewności.

Finansyzacja skomplikowała również działalność instytucji nadzoru finansowego. Jak wspomniano, państwo, poprzez rozwiązania prawno-organizacyjne, może oddziaływać na proces finansyzacji i do pewnego stopnia wykorzystywać instytucje finansowe do własnych celów społeczno-gospodarczych. Jak się jednak wydaje, od pewnego momentu rządy zaczęły niejako poddawać się swoistemu dyktatowi rynków finansowych. Wskutek zacierania się różnic między poszczególnymi typami

²³ Tego typu podział jest dość umowny. Niektóre aspekty finansyzacji wpływają bowiem na obie te sfery. Dodatkowo nie jest łatwo ustalić wszystkie zależności przyczynowo-skutkowe – niektóre z opisanych w poprzednim punkcie źródeł finansyzacji można bowiem rozpatrywać również jako jej następstwa.

instytucji finansowych, powstawania wielkich holdingów finansowych, rozmaitych technik „kreatywnej” księgowości oraz szeroko zakrojonego stosowania inżynierii finansowej coraz trudniej było wyegzekwować przestrzeganie norm ostrożnościowych przez instytucje finansowe. Ponadto rosnący ciężar długu publicznego uzależnił także wiele rządów od środków pozyskiwanych na rynkach finansowych.

W rezultacie trudno egzekwować określone zachowania instytucji finansowych. Co więcej, rządy stały się niejako ich „zakładnikami” – ogromne znaczenie dla gospodarki sprawiało, że bardzo trudno odmówić pomocy tym instytucjom finansowym, które popadły w kłopoty finansowe, nawet jeżeli wynikały one z ich własnej winy. Upadek tych podmiotów postrzegano bowiem jako niebezpieczny dla całego systemu gospodarczego. Tego typu podejście pogarszało jednak tylko sytuację, generując wzmogłą pokusę nadużycia (*moral hazard*).

Utрудnione stało się także prowadzenie polityki pieniężnej, a więc najważniejszej dziedziny polityki gospodarczej. W szczególności zmieniły się instytucjonalne podstawy tworzenia pieniądza, formy i charakter pieniądza, a także zależności łączące bank centralny z bankami komercyjnymi²⁴. W rezultacie tych zmian skuteczność polityki pieniężnej znacznie zmalała. Niektóre z kanałów transmisji impulsów monetarnych straciły drożność. Coraz trudniejszy staje się także wybór celów i instrumentów przez bank centralny²⁵.

Wszystkie opisane konsekwencje finansyzacji znajdują swoje odzwierciedlenie w trzech elementach: akcentowanym przez krytyków finansyzacji osłabieniu procesów wzrostu gospodarczego, zmianie kształtu cyklu koniunkturalnego oraz rosnącej podatności gospodarek na kryzysy finansowe. I tak przykładowo, badając finansyzację w krajach OECD, J. Assa stwierdził, iż jej konsekwencje były negatywne. Według niego finansyzacja, identyfikowalna tam od lat 70. ubiegłego wieku, wiązała się ze wzrostem nierówności, z wolniejszą stopą wzrostu PKB oraz wyższą stopą bezrobocia²⁶.

Nowy kształt cyklu koniunkturalnego rozważa w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej T. Palley. Jego zdaniem zmiany w przebiegu cyklu rozpoczęły się po 1980 r. Wśród cech „nowego” cyklu Palley wyróżnia nadwartościową walutę, deficyty handlowe, niski wskaźnik CPI przy jednoczesnej inflacji cen aktywów, rosnące zadłużenie firm i gospodarstw domowych powiększające się rozpiętości dochodów, problemy małych firm oraz oderwanie wzrostu płac od wzrostu wydajności²⁷.

²⁴ Zob. szerzej B.M. Friedman, *The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps*, NBER Working Papers 1999, no. 7420.

²⁵ Przykładem dylematów mogą tu być relacje między celem stabilności cen a stabilności finansowej, jak również kwestia uwzględniania przez bank centralny cen aktywów finansowych.

²⁶ J. Assa, *Financialization and its Consequences. The OECD Experience*, „Finance Research” 2012, vol. 1, no. 1, s. 35-39. Podobne wyniki dla krajów OECD uzyskali również A. Jayadev i G. Epstein, w: *The Rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, Central Bank policy and labor solidarity*, [w:] *Financialization and the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005.

²⁷ T. Palley, wyd. cyt.

Większa podatność na kryzysy finansowe wynika z rosnącej skali ryzyka i niepewności, a także z nasilonych procesów tzw. zarażania (*contagion*), czyli przenoszenia się kryzysowych tendencji z kraju do kraju. W rezultacie tylko w latach 1975-1997 miały miejsce 54 kryzysy bankowe i odnotowano 158 kryzysów walutowych²⁸.

Kończąc przegląd skutków finansyzacji, należy również nadmienić, że zjawisko to nie pozostało bez wpływu na naukę ekonomii. Pojawił się dylemat, na ile, i czy w ogóle, nadaża ona za tak szybkim przemianami życia gospodarczego. Jak podkreśla M. Ratajczak, radykalnym zmianom sfery finansowej i całej gospodarki nie towarzyszyły adekwatne zmiany fundamentów myślenia o funkcjonowaniu gospodarki rynkowej²⁹.

Problem ten dotyczy w mniejszym lub większym stopniu wszystkich szkół myśli ekonomicznej zaliczanych do tzw. głównego nurtu. Stąd rośnie popularność ekonomii heterodoksyjnej³⁰. Ponadto, oprócz powszechnie stosowanych metod ilościowych i tendencji do matematyzowania ekonomii, coraz częściej wykorzystuje się koncepcje z zakresu psychologii, socjologii czy nawet filozofii. Wydają się one narzędziem bardziej trafnym i lepiej opisującym złożoną rzeczywistość, choć, wbrew pozorom, nie są wcale proste w stosowaniu. Paradoksalnie zatem finansyzacja przyczyniła się w pewnym sensie do wzbogacenia analiz ekonomicznych.

5. Podsumowanie

Dyskusja dotycząca finansyzacji jest daleka od zakończenia. Dotyczy to zarówno interpretacji poszczególnych faktów oraz danych, jak i oceny skuteczności (adekwatności) teorii ekonomicznych leżących u gruntu poszczególnych propozycji. Wypracowanie kompromisu czy choćby ustalenie tzw. stylizowanych faktów jest jednak bardzo trudne. Wynika to przede wszystkim z głębokich rozbieżności w postrzeganiu finansyzacji z odmiennych pozycji ideologicznych. Rodzi to uproszczenia i nieporozumienia. Często te same zjawiska są interpretowane w różny – nawet przeciwny – sposób.

Niezależnie od opcji ideologicznej poza dyskusją pozostaje fakt, iż globalizacja i liberalizacja finansów, coraz większa ich złożoność oraz gigantyczny wzrost skali transakcji finansowych zmieniły warunki funkcjonowania rynków narodowych i całej gospodarki globalnej. Charakterystyczne jest to, że na ogół podkreślano korzyści takiego stanu rzeczy, marginalizując wiążące się z nim zagrożenia. Globalny kryzys uwypuklił jednak, że to przez długi czas dominujące podejście było co najmniej niekompletne.

²⁸ IMF, *World Economic Outlook 1998*, May, s. 77-78. Oczywiście sprawą otwartą pozostaje to, na ile zostały one spowodowane jedynie przez finansyzację.

²⁹ M. Ratajczak, wyd. cyt., s. 18-20.

³⁰ W odniesieniu do ekonomii instytucjonalnej zagadnienie to omawia M. Ratajczak w: *Popularność ekonomii instytucjonalnej. Moda czy trwała zmiana?*, Zeszyty Naukowe PTE 2011 nr 9, s. 37-38.

Okazało się, że rynki dalekie są od stanu doskonałego, a na ich funkcjonowanie wpływają czynniki, które bardzo trudno uwzględnić w modelach formalnych. Ujawniła się negatywna rola rozmaitych, skrywanych za oficjalną liberalną retoryką powiązań nieformalnych i odstępstw od klasycznego modelu wolnorynkowego. Dobitnie uwidoczniło się, jak złożonym mechanizmem jest gospodarka i jak skomplikowany system wzajemnie powiązanych naczyń, sprzężeń zwrotnych i interakcji stanowi.

Rozważając finansyzację, nie sposób uniknąć wartościowania. Jak pokazał globalny kryzys finansowy, rozkład kosztów i korzyści okazał się asymetryczny. Instytucje finansowe, których nadmiernie ryzykowna działalność była jedną z głównych przyczyn kryzysu, otrzymały pomoc, której ostateczny ciężar spoczął na podatnikach. Konsekwencje w postaci spadku tempa wzrostu bądź nawet recesji, bezrobocia czy pogorszenia standardu życia ponosiły często podmioty w ogóle nie związane ze sferą finansową. Również polityka poszczególnych rządów nakierowana na zwalczanie kryzysu okazała się dość kontrowersyjna, często zaogniając sytuację.

Jak się wydaje, źródeł kryzysu nie usunięto. Niewątpliwie konieczne jest wypracowanie instytucji i procedur, które zapobiegłyby następnym kryzysom. Otwarta pozostaje kwestia, jak – jeżeli jest to w ogóle możliwe we współczesnych warunkach – dyscyplinować działalność instytucji i rynków finansowych bez rezygnacji z korzyści, jakie daje gospodarka rynkowa.

Literatura

- Assa J., *Financialization and its consequences. The OECD experience*, "Finance Research" 2012, vol. 1, no. 1.
- Bogle J. C., *Enough. True Measures of Money, Business, and Life*, John Wiley & Sons, Chichester 2008.
- Dumenil G., Levy D., *Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, [w:] *Financialization and the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005.
- Epstein G., *Introduction: financialization and the world economy*, [w:] *Financialization and the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005.
- Epstein G., Jadayev A., *The rise of frontier incomes in OECD countries: Financialization, Central Bank policy and labor solidarity*, [w:] *Financialization and the World Economy*, ed. G. Epstein, Edward Elgar, Northampton-Cheltenham 2005.
- Freeman R., *It's financialization!*, "International Labor Review" 2010, vol. 149, no. 2.
- Friedman B. M., *The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps*, NBER Working Papers 1999, no. 7420.
- IMF, *World Economic Outlook 1998*, May.
- Kedrosky P., Stangler D., *Financialization and Its Entrepreneurial Consequences. Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth*, March 2011.
- Krippner G., *The financialization of the American economy*, "Socio-Economic Review" 2005, vol. 3, no. 2.
- Marszałek P., *Koordinacja polityki pieniężnej i polityki fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*, WN PWN, Warszawa 2009.

- Orhangazi O., *Financialization and capital accumulation in the nonfinancial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy, 1973-2003*, "Cambridge Journal of Economics" 2008, vol. 32, no. 6.
- Orhangazi O., *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton 2008.
- Palley, T., *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute, Washington, D.C., Working Paper no. 525, December 2007.
- Ratajczak M., *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
- Ratajczak M., *Popularność ekonomii instytucjonalnej. Moda czy trwała zmiana?*, Zeszyty Naukowe PTE 2011 nr 9.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.

FINANCIALIZATION – PROBLEMS AND CONTROVERSIES

Summary: The aim of the paper is to bring the main issues connected with financialization closer, one of the most crucial problems in contemporary economies. The article presents various definitions of it as well as the genesis of this phenomenon, with special emphasis on the role of governments in boosting financialization. Then, the paper describes selected consequences of financialization, both micro and macroeconomic ones.

Keywords: financialization, financial crisis, globalization, moral hazard.