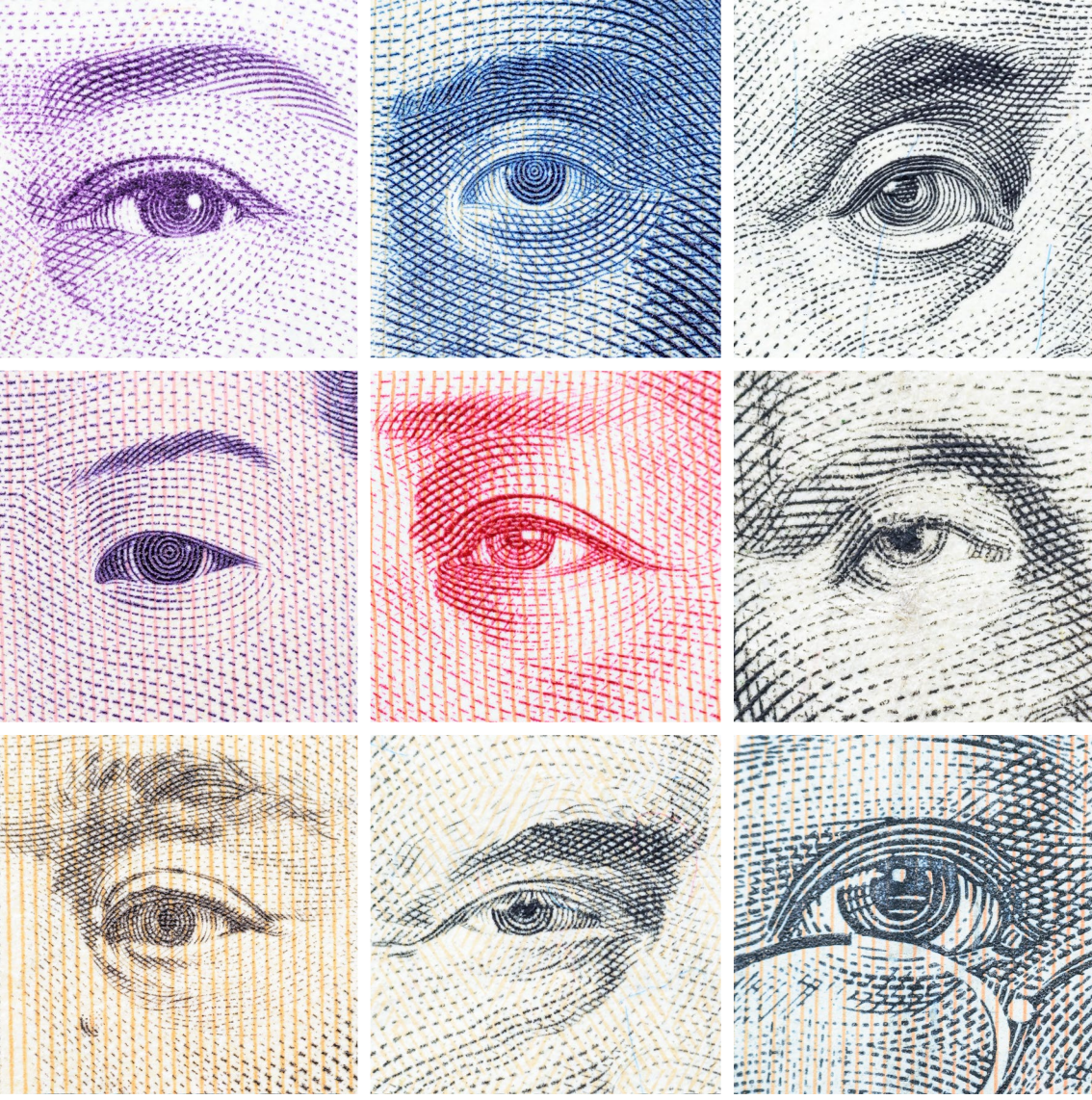


PROCESY FINANSJALIZACJI GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

WYBRANE ZAGADNIENIA

Centrum Myśli Strategicznych

Dorota Kowalczyk
Henryk Woźniak

Katedra Bankowości i Finansów
Uniwersytet Gdański

PROCESY FINANSJALIZACJI GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

(WYBRANE ZAGADNIENIA)

Sopot 2020

Recenzenci:
Dr hab. Marietta Janowicz-Lomott, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, prof. SGH
Prof. dr hab. Stanisław Kasiewicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

© Copyright by
Centrum Myśli Strategicznych
ul. Powstańców Warszawy 19
81-718 Sopot

Korekta językowa: Gabriela Steliga
Projekt okładki: Sopocka Grupa Marketingowa Sp. z o.o.

ISBN 978-83-954392-9-2

Spis treści

Wstęp 5

Część 1. Finansjalizacja jako etap rozwoju gospodarki kapitalistycznej 9

1.1. Charakter zmian w otoczeniu rynkowo-regulacyjnym 9
1.2. Istota i przejawy finansjalizacji 26
1.3. Uwarunkowania mikro- i makroekonomiczne rozwoju finansjalizacji 45
1.4. Koncentracja władzy finansowej 55
1.5. Niestabilność gospodarcza i zwiększanie zakresu sekurytyzacji 71
1.6. Synteza procesów finansjalizacji wg koncepcji M.B. Aalbersa 82

Część 2. Przykłady finansjalizacji na rynku giełdowym i walutowym 99

2.1. Dark Pools, czyli równi i równiejsi 99
2.2. Carry Trade jako produkt finansjalizacji 105

Część 3. „Nasze dolary są waszym problemem" – czyli procesy podporządkowanej finansjalizacji 115

3.1. Dolar jako waluta globalna 115
3.2. Stymulacja ilości dolarów w wymiarze globalnym, efekt: podporządkowana finansjalizacja 121
3.3. Rosnące zadłużenie USA efektem dominacji dolara 135

Część 4. *Shadow banking* – rozwój bankowości równoległej, czyli ucieczka przed regulacjami 150

4.1. Pojęcie, podłoże powstania oraz problem regulacji w sektorze *shadow banking* 150
4.2. Istotność sektora bankowości równoległej dla gospodarki światowej 158
4.3. Sektor *shadow banking* w Chinach, krajach strefy euro, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych 169

Wnioski końcowe 178

Bibliografia 182

Spis rysunków 207

Wstęp

"In an era of finance, finance
mostly finances finance".
The financialization of everything
(J. Toporowski)

Zjawisku finansjalizacji poświęcono dotychczas setki publikacji naukowych, najpierw w USA i innych rozwiniętych gospodarkach, a następnie w pozostałych krajach świata. Problematyka ta trafiła również na podatny grunt badawczy w Polsce, skutkując szeregiem publikacji zwartych i artykułów. Znaczący wkład w tym zakresie należy przypisać zespołom autorów ze Szkoły Głównej Handlowej, których seria publikacji pod redakcją Fierli (2017, 2018; Dąbrowski, Fierla, Grygiel-Tomaszewska, 2018) pozwala zapoznać się z wąskim i szerokim spektrum zagadnień związanych z procesami finansjalizacji na świecie i w Polsce.

Istotne kwestie doktrynalne i metodologiczne, a szczególnie teoria obiegu pieniężnego w warunkach finansjalizacji, pozwalają zrozumieć fenomen tego zjawiska dzięki publikacjom Ratajczaka (2017) oraz Ratajczaka i Bludnik (2017). Także wiele innych cytowanych publikacji stanowi cenne „cegiełki" w merytorycznym sporze nad szerokim spektrum analizowanego zjawiska. Jedną z nich jest np. praca zbiorowa „Gospodarka i społeczeństwo w dobie finansjalizacji" (red. Gemzik-Salwach, Opolski, 2020).

Na podkreślenie zasługuje fakt, że niemal wszyscy autorzy podkreślają złożoność i swojego rodzaju wielowarstwowość finansjalizacji, która może być analizowana na płaszczyznach makro, mikro i mezo. Panuje ponadto zgodność, również u naszych krajowych autorów, że mimo setek publikacji poruszamy się ciągle na gruncie pozornie rozpoznanym, wymagającym wielu analiz w celu weryfikacji formułowanych hipotez, interpretacji różnych procesów czy uzasadnienia ich zakresu oraz skutków (pozytywnych czy negatywnych).

Finansjalizacja oznacza procesy, które różnią się znacznie pod względem formy i intensywności w czasie i przestrzeni. Badanie zjawiska z perspektywy

historycznej wskazuje na różne odmiany finansjalizacji oraz jej tempa i form występujących w warunkach gospodarki USA, i następnie „eksportowanych" poza ich granice. Za wyrazisty okres „startu" finansjalizacji większość analityków przyjmuje neoliberalny okres rozpoczynający się w USA w latach 80., aczkolwiek niektórzy wskazują na okres upadku systemu z Bretton Woods jako ewidentnego faktu stymulującego istotne przyspieszenie tych procesów. Pogląd, że finansjalizacja jako specyficzna cecha gospodarki kapitalistycznej pojawia się w dłuższych cyklach procesów gospodarczych, również przebija się w poglądach niektórych autorów, co także uwzględniono w opracowaniu.

Istnieje powszechna akceptacja twierdzenia, że finansjalizacja oznacza (zakładając pewne uogólnienie) nadmierną rolę sektora finansowego w systemie społeczno-gospodarczym wraz z rosnącą złożonością funkcjonowania instytucji finansowych i ewolucji ich produktów oraz celów. Oznacza to zarazem, że mamy do czynienia z pewną fazą rozwoju gospodarki kapitalistycznej, której można przypisać określone, nowe cechy. Ponadto wielu autorów wiąże finansjalizację z boomami i załamaniami finansowymi oraz jej negatywnym wpływem na realną sferę gospodarki, ponieważ może ona skutkować wzrostem bezrobocia i kreowaniem nierówności dochodowych, co z kolei traktowane jest jako pewne uproszczenie.

Celem przedłożonego przez Autorów opracowania jest przybliżenie Czytelnikom wybranych, dotychczas mniej eksponowanych, grup problemów, które (mimo niekiedy dyskusyjnego charakteru) stanowią o ich istotności i sile oddziaływania na otoczenie społeczno-gospodarcze, skutkujące narastającym znaczeniem szeroko rozumianego sektora finansowego względem sfery realnej (produkcja, handel, etc.) i czerpiącego z tego tytułu profity niewspółmierne do zaangażowanych zasobów. Doszło bowiem do sytuacji konfrontacyjnej – zamiast funkcji służebnej, mamy konkurencję obu sfer o zasoby; jednocześnie w przypadku wielu produktów finansowych nie powstaje żadna „rzeczywista" wartość. Autorzy zaprezentowali również aktualizację poglądów dotyczących finansjalizacji, ponieważ wieloletnie doświadczenia i nowe analizy poszerzają horyzont poznawczy i pogłębiają wiedzę badaczy w obszarze tej problematyki.

Przedłożone opracowanie podzielono na cztery części. Podobnie jak w większości publikacji tego rodzaju, część pierwsza ma charakter wprowadzający w istotę zjawiska finansjalizacji. Wyeksponowano w niej szczególnie jednego „bohatera" – jest to Hyman Minsky, ekonomista amerykański, twórca modelu

niestabilności finansowej, który objaśnił istotę i charakter procesów finansjalizacji (Kącek, Lubiński, 2010). Część pierwszą zamyka swojego rodzaju próba merytorycznego uporządkowania dotychczasowego oglądu finansjalizacji, przede wszystkim w oparciu o koncepcję M. Aalbersa (2019b).

W części drugiej przedstawiono przykłady znaczących obszarów „zagospodarowanych" przez procesy finansjalizacji, jakimi są transakcje typu Carry Trade i instytucja Dark Pools. W pierwszym przypadku wykazano, jak duzi gracze globalnych rynków finansowych wykorzystują zmiany kursów walutowych i różnice stóp procentowych banków centralnych do operacji spekulacyjnych na dużą skalę; w drugim zaś wskazano na koniec epoki w pełni transparentnych operacji giełdowych na rzecz rozwiązań korzystnych dla dominujących podmiotów rynkowych.

„Bohaterem" części trzeciej jest dolar amerykański jako „dyktator" światowego rynku finansowego, a konkretnie jego rola jako „nadmiernie uprzywilejowanej" głównej światowej waluty rezerwowej w kształtowaniu tzw. „podporządkowanej finansjalizacji" na światowych rynkach finansowych. Niesie to określone negatywne skutki, szczególnie dla krajów mniej rozwiniętych. Paradoksalnie siła dolara widoczna jest zwłaszcza w okresach kryzysowych (2007–2009, pandemia COVID-19), gdy banki centralne świata pukają do drzwi Rezerwy Federalnej z prośbą o pomoc w utrzymaniu płynności. Istniejący model rozwoju USA „zasilanego deficytem" niesie również docelowo określone zagrożenia wynikające ze sprzeczności zdefiniowanych już dawno w „dylemacie Triffina".

W ramach finansjalizacji jesteśmy świadkami pojawienia się „równoległego systemu bankowego" (SBS), czyli nowych rodzajów instytucji i praktyk finansowych, które nie podlegają tym samym regulacjom, co tradycyjne banki komercyjne. SBS stanowi „ponad jedną czwartą całego systemu finansowego" i w 2011 r. był większy niż przed kryzysem finansowym, mimo wysiłków regulatorów, by go ograniczyć. Problematykę tę zaprezentowano w części czwartej opracowania. Autorzy starają się ukazać, jakie jest podłoże oraz przyczyny powstania tego sektora oraz jak *shadow banking* funkcjonuje w wybranych gospodarkach: chińskiej, amerykańskiej, strefy euro oraz brytyjskiej. Opisano także źródła finansowania sektora bankowości równoległej oraz korzyści i zagrożenia wynikające z tej formy działalności dla rynku finansowego i gospodarki.

Istnienie sektora *shadow banking* zaspokaja duże zapotrzebowanie na finansowanie, ale może również stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej. Niemożliwe jest też, aby systemy regulacyjne i nadzorcze wyeliminowały wszystkie ryzyka w systemie finansowym, w którym sektor bankowości równoległej funkcjonuje. Zastanawiająca jest swojego rodzaju opieszałość instytucji nadzorczych nad bardziej zdecydowanymi działaniami regulacyjnymi tego sektora.

We wnioskach końcowych wskazano ponadto na luki badawcze w obszarze finansjalizacji w kontekście korzyści wynikających z eksploatacji globalnych łańcuchów tworzenia wartości.

Opracowanie przeznaczone jest dla studentów ekonomii i finansów oraz wszystkich zainteresowanych problemami rynków finansowych.

Część 1. Finansjalizacja jako etap rozwoju gospodarki kapitalistycznej

Struktura części 1 opracowania została zbudowana tak, aby wprowadzić Czytelników w „klimat finansjalizacji". Istnieje bowiem przekonanie, że zarówno gospodarka jako całość, jak i życie codzienne stały się bardziej „sfinansjalizowane", to znaczy, że finanse odgrywają coraz większą rolę zarówno w wysoko rozwiniętych gospodarkach, jak również w tych o niższym poziomie rozwoju. Branża finansowa stała się dominującym źródłem zysków od lat 90. XX w. (szczególnie wyraźne w USA, ale można je zaobserwować w większości krajów OECD). Finansjalizację przedstawiono jako złożony proces, którego mechanizmy były uruchamiane przez wiele czynników w różnych przedziałach czasowych i z różną siłą (upadek systemu z Bretton Woods, polityka deregulacyjna rządów, procesy globalizacyjne, nowe technologie na rynkach finansowych, czy kryzys lat 2007–2009). Efektem tego był silny, a nawet nadmierny wzrost znaczenia instytucji finansowych dysponujących coraz większymi aktywami finansowymi, a więc rosnącą władzą rynkową, także poprzez wielorakie oddziaływanie na sferę realną. W wymiarze makroekonomicznym sektory FIRE (finance, insurance, and real estate sectors – finanse, ubezpieczenia i nieruchomości) miały coraz większy udział w tworzeniu PKB. Z uwagi na złożony i wielowymiarowy charakter zaprezentowano również aktualne poglądy dotyczące przedmiotu badań w obszarze procesów finansjalizacji gospodarki i społeczeństwa.

1.1. Charakter zmian w otoczeniu rynkowo-regulacyjnym

Regulatorzy i inni heterodoksyjni ekonomiści w ostatnich latach uznali pojawienie się jakościowo innego rodzaju kapitalizmu, określanego naprzemiennie „kapitalizmem ojcowskim", „reżimem wzrostu opartym na finansach" lub „systemem akumulacji zdominowanej finansami". Bez względu na to, jak go nazwiemy, jego głównym atrybutem jest proces powszechnie nazywany **FINANSJALIZACJĄ**, którą G. Epstein zdefiniował jako „rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów finansowych i instytucji finansowych w działaniach gospodarek krajowych i międzynarodowych" (Guttmann, 2017). Finansjalizacja jest, bez wątpienia, złożonym procesem obejmującym wiele różnych aspektów (Palley, 2007). Interesująca jest również próba określenia jej miejsca w procesie rozwoju kapitalizmu. Warto tutaj

przytoczyć teorię kapitalistycznej ewolucji Minsky'ego. Teoria ta opiera się na finansach, a relacje między finansami i inwestycjami znajdowały się w centrum zainteresowania Minsky'ego. Etapy rozwoju są związane z ustaleniem, co jest przedmiotem finansowania i kto dokonuje finansowania pośredniego.

Zgodnie z taksonomią Whalena odmiany kapitalizmu Minsky'ego identyfikują co najmniej pięć etapów. Można je przedstawić następująco (Sau, 2017):

- kapitalizm kupiecki (1607–1813),
- kapitalizm przemysłowy (1813–1890),
- kapitalizm bankierski (1890–1933),
- kapitalizm menedżerski (1933–1982),
- kapitalizm zarządzający pieniędzmi – Money Manager Capitalism (od 1982 r.).

Kapitalizm kupiecki wyłonił się z europejskiego społeczeństwa feudalnego i zapuścił korzenie w Ameryce wraz z utworzeniem brytyjskich kolonii w XVII w. Rodzajami działalności będącymi przedmiotem finansowania były produkcja i transport towarów oraz gromadzenie zapasów. Głównym źródłem finansowania była bankowość kupiecka i bankowość komercyjna. Podstawowym instrumentem tego etapu był weksel lub inne instrumenty, które dotyczyły kredytów na określone towary. Taki dokument był wystawiany na bankiera, stanowiąc gwarancję, że odbiorca towarów zapłaci spedytorowi. Finansowanymi podmiotami były przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli – najczęściej spółki lub spółki osobowe – zatrudniające niewielu pracowników i wykonujące najczęściej kilka transakcji dziennie. Kapitalizm kupiecki został osłabiony przez rosnącą populację i nadejście rewolucji przemysłowej. Zysk był siłą napędową jednostek, których nazwiska stały się synonimem nadejścia i ekspansji kapitalizmu przemysłowego.

Kapitalizm przemysłowy charakteryzował się tym, że wyróżniającą się działalnością finansowaną ze względu na ekspansję przemysłową była praca fabryk, kapitałochłonny transport, młyny i kopalnie. Głównym źródłem finansowania była bankowość inwestycyjna, m.in. bank J.P. Morgan (Sau, 2017). Na tym etapie pojawiły się również zalążki giełdy nowojorskiej. W przypadku podstawowych, finansowanych przedsiębiorstw, partnerstwo ustąpiło miejsca korporacji przemysłowej. Rewolucja przemysłowa doprowadziła do istotnego wzrostu znaczenia maszyn w produkcji, a tym samym – powstania innych rodzajów kosztów niż wyłącznie koszty pracy, które to koszty musiały zostać pokryte przez ceny zbywanych produktów.

Kapitalizm bankierski powstał, gdy bankierzy inwestycyjni zareagowali na intensywną konkurencję w latach 80. i 90. XIX w. Jego pojawienie się było wynikiem zwrócenia uwagi bankierów inwestycyjnych na finansowanie procesów konsolidacji przemysłu (kartele, trusty i fuzje). Na tym etapie prywatna siła ekonomiczna uległa znacznej koncentracji: finansiści i menedżerowie dysponowali potężną siłą w okresie kapitalizmu bankierów – zarówno na poziomie przedsiębiorstw, jak i całego przemysłu. Tayloryzm, jako nowa technika „naukowa", połączył procesy produkcyjne na liniach montażowych i umożliwił generowanie znacznych wzrostów produkcji w fabrykach. Grupę posiadającą największą siłę ekonomiczną reprezentowali bankierzy inwestycyjni, którzy uzyskali pozycję kontrolną w gospodarce organizując fuzje, ale także zapewniając sobie duże udziały własnościowe i miejsca w zarządach łączonych spółek.

Przejście od *kapitalizmu bankierskiego* do *kapitalizmu menedżerskiego* było spowodowane Wielkim Kryzysem lat trzydziestych, ponieważ ujawnił on potrzebę stabilizacji działalności gospodarczej przez szerokie wykorzystanie instrumentów publicznej polityki gospodarczej. Ogólnie ten kryzys pogłębiał się jeszcze bardziej, ponieważ indywidualni bankierzy, przedsiębiorstwa i rolnicy robili wszystko oprócz cięcia kredytów, cięcia cen, redukcji zatrudnienia i zwiększania plonów.

„Nowy Ład" F. Roosevelta zmienił dramatyczną sytuację dzięki serii reform, które zapoczątkowały kolejny etap kapitalistycznego rozwoju i zapewniły stabilność makroekonomiczną. Szerokie spektrum działań rządu, w tym w dziedzinie polityki pieniężnej i fiskalnej wraz z regulacją działalności bankowej, pozwoliły uniknąć całkowitego załamania systemu finansowego i masowej deflacji zadłużenia. Zakres zmian w obszarze działalności bankowej podkreślają następujące akty prawne (New Deal Programs, 2020):

- ***Bank Stabilization & Financial Reform – Emergency Banking Relief Act (1933)*** – nadanie prezydentowi nadzwyczajnych uprawnień w zakresie amerykańskiego systemu bankowego, aby umożliwić ocenę wszystkich banków i usunąć z rynku banki niewypłacalne.
- ***Glass–Steagall Banking Act (1933)*** – utworzono Federalną Korporację Ubezpieczeń Depozytów w celu ubezpieczenia osobistych kont bankowych. Oddzielono ponadto usługi komercyjne banków od bankowości inwestycyjnej (tzw. Firewall).

- ***Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC; 1933)*** – ubezpieczenie depozytów bankowych do określonego poziomu, na wypadek upadłości banku.
- ***Securities Act (1933) & Securities Exchange Act (1934)*** – utworzenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Pozwolono na federalne regulacje dotyczące obrotu akcjami w korporacjach publicznych.
- ***Gold Reserve Act (1934)*** – utworzenie rządowego zasobu złota (Fort Knox).
- ***Bankruptcy Reform (1934–1938)*** – ochrona gospodarstw rolnych przed przejęciem przez wierzycieli; pomoc zagrożonym miastom i miasteczkom; zreformowanie upadłości przedsiębiorstw; stworzenie więcej opcji dla upadłości osobistych.
- ***Banking Act (1935)*** – zrestrukturyzowano i scentralizowano Bank Rezerw Federalnych.
- ***Public Utility Holding Company Act (1935)*** – ochrona konsumentów przed podwyżkami określonych rodzajów stawek, a także przed działalnością spekulacyjną wysokiego ryzyka.

W tzw. *kapitalizmie menedżerskim* szefowie korporacji zarządzali gigantycznymi korporacjami, a dążenie do ich wzrostu było uważane za główny cel firm (Stockhammer, 2004). Otoczenie instytucjonalne, które umożliwiło ten proces, było jednak historycznie specyficzne dla fordystycznego reżimu akumulacji, który charakteryzował tzw. Złoty Wiek od końca II Wojny Światowej do wczesnych lat 70. Jak już podkreślono, był w dużej mierze bezpośrednią konsekwencją rozwiązań instytucjonalnych, które nastąpiły po kryzysie 1929 r. Rzeczywiście, w latach 30. rządy na całym świecie stopniowo zdawały sobie sprawę z charakteru i dynamiki procesów, które doprowadziły do tak wielkiego kryzysu finansowego. To był powód, dla którego poważnie ograniczyły oddziaływanie i siłę kapitału finansowego, wzmacniając rolę zarządzania przedsiębiorstwem. Głównym źródłem finansowania był Bank Centralny. Jeśli chodzi o podstawowe podmioty finansujące, był to prywatny sektor funkcjonujący w ramach systemu bankowego, przy czym na rynku dominowała forma konglomeratu. Niestety system finansowy ewoluował w konfrontacji z narastającą niestabilną sytuacją, charakteryzującą się zmniejszeniem marginesów bezpieczeństwa przedsiębiorstw w procesie przechodzenia od większej zależności długookresowego finansowania długiem w kierunku finansowania krótkoterminowego.

Określony model produkcji (używana technologia, rodzaj wykonywanej pracy, podział pracy itd.) współistnieje z pewnym *reżimem akumulacji* (systemem podziału wytwarzanej wartości na płace, inwestycje, oszczędności, system ubezpieczeń społecznych itd.), a ich współistnienie stabilizuje określony system regulacji o charakterze kulturowo-politycznym, który łagodzi napięcia i antagonizmy wywoływane przez proces akumulacji kapitału. W tym sensie w szkole regulacyjnej oraz w teorii kapitalizmu kognitywnego mówi się nie tylko o kryzysie kapitalizmu przemysłowego, lecz o przejściu od fordyzmu do postfordyzmu, charakteryzującego się zarówno nowym modelem produkcji, jak również różnym od fordystycznego systemem akumulacji i regulacji (Ratajczak, 2015).

Czynnikami, które doprowadziły do kryzysu fordyzmu były: bunty społeczne przeciwko „fordystycznej" organizacji powtarzalnej pracy fabrycznej, niezdolność do zwiększania produktywności kapitału, wzrost kosztów reprodukcji społecznej (przede wszystkim edukacji) i globalny kryzys państwa dobrobytu oraz uformowanie się nowego typu podmiotowości o innych dążeniach i pragnieniach, a więc w równym stopniu zmiany w modelu produkcji, jak i w reżimie akumulacji oraz systemie regulacji kapitału. W tych warunkach kształtowała się „nowa rola" kapitału finansowego i zalążki kolejnego etapu reprezentowanego przez Money Manager Capitalism (Wray, 2009). Charakteryzuje się on gwałtownym wzrostem aktywności firm finansowych i innych niebankowych instytucji finansowych, a także stałym strumieniem innowacji bankowych, takich jak sekurytyzacja pożyczek i kreatywne wykorzystanie zobowiązań pozabilansowych. Jedną z głównych innowacji w systemie finansowym w tym okresie (tj. w latach 80. XX w.) był rozwój funduszy zarządzających gotówką – funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, bankowych funduszy powierniczych itp. Z biegiem czasu takie fundusze gromadziły ogromne ilości pieniędzy. Wzrost liczby inwestorów instytucjonalnych sprzyjał ciągłej ewolucji systemu finansowego, zapewniając gotową pulę nabywców na sekurytyzowane pożyczki, papiery komercyjne spółek finansowych i inne innowacje. Money Manager Capitalism charakteryzuje się nie tylko znacznym wzrostem aktywów finansowych, ale także przeniesieniem odpowiedzialności za posiadanie i zarządzanie tymi aktywami na fundusze inwestycyjne i emerytalne. Prawo własności instrumentów finansowych „niefrasobliwych" akcjonariuszy zostało zastąpione prawem profesjonalnych menedżerów do zarządzania pieniędzmi. Do wzrostu znaczenia tych funduszy przyczyniła się również obawa przed utratą wartości majątku wywołaną szkodliwą inflacją. W miarę postępu

tego etapu indywidualne aktywa majątkowe w coraz większym stopniu przybierały formę własności pasywów zarządzanych funduszy, a nie portfela zobowiązań poszczególnych przedsiębiorstw (Whalen, 1999).

W ciągu ostatnich trzech dziesięcioleci nastąpiły znaczące zmiany w funkcjonowaniu rynków finansowych, które można nazwać – za przykładem rewolucji przemysłowej – *rewolucją finansową*. Stały się one źródłem znaczącej transformacji światowych rynków finansowych. Jednocześnie stanowią one podstawę szeregu zjawisk gospodarczych, politycznych, prawnych, społecznych i technologicznych. Pomimo ich pozytywnego wpływu na system finansowy, spowodowały również (ze względu na swoją skalę, rolę i rozwój), że rynek finansowy stał się bardziej „kruchy" i podatny na niestabilność. Najważniejsze zmiany na międzynarodowych rynkach finansowych wg Matysek-Jędrych, (2008) to:

- **GLOBALIZACJA** – która doprowadziła do integracji rynków finansowych, powodując, że stały się one bardziej otwartymi systemami światowej gospodarki; jej przejawem jest wzrost relacji i powiązań między gospodarkami, rynkami finansowymi i instytucjami bankowymi (Michorowski, Pollok, 2013).
- **DEREGULACJA I LIBERALIZACJA FINANSOWA** – wskazująca na zniesienie ograniczeń w działalności banków i zniesienie barier w transferze kapitału między krajami. Najwcześniej i w największym zakresie deregulacja ograniczyła ingerencję w kształtowanie się stopy procentowej i innych ograniczeń ilościowych w prowadzeniu działalności kredytowej banków (likwidacja tzw. pułapów kredytowych). Liberalizacja krajowych rynków finansowych wiąże się ze zmniejszeniem ograniczeń w funkcjonowaniu krajowych instytucji finansowych oraz swobodą w przepływie kapitału pomiędzy uczestnikami tych rynków.
- **DEZINTERMEDIACJA** – proces stopniowego ograniczania roli banków w pozyskiwaniu kapitału dla przedsiębiorstw (rezygnacja z pośredników między producentami a konsumentami, np. poprzez bezpośrednie inwestowanie na rynku papierów wartościowych, a nie za pośrednictwem banku), co opisała Szunke (2014).
- **POSTĘP TECHNICZNY I TECHNOLOGICZNY ORAZ ROZWÓJ NOWYCH PRODUKTÓW BANKOWYCH** – innowacje techniczne i technologiczne prowadzą do rozwoju zaawansowanych instrumentów inżynierii finansowej, kanałów ich dystrybucji i metod zarządzania ryzykiem; podstawą tych zmian był szybki rozwój technologii informatycznych i telekomunikacji oraz szerokie wykorzystanie Internetu, umożliwiające dostęp do informacji i dotarcie

do szerokiego grona odbiorców usług finansowych, wpływające na pogłębienie rynku finansowego i zwiększenie jego płynności.

- **KONSOLIDACJA** (fuzje i przejęcia) i ekspansja gospodarcza (transgraniczna) – warunki biznesowe banków zmieniły się w wyniku otwarcia rynków finansowych dla zagranicznych konkurentów; silna presja konkurencyjna i potrzeba podjęcia odpowiednich działań w celu sprostania rosnącej konkurencji spowodowały szereg fuzji, przejęć i porozumień strategicznych na rynkach lokalnych i międzynarodowych, które miały przynieść korzyści skali.

Liczne pozycje literatury wskazują, że obecny okres globalnej gospodarki jest determinowany przez postępujący proces dominacji sfery finansów i że była to jedna z przyczyn kryzysu finansowego XXI w., kryzysu „wyeksportowanego" z USA w latach 2007–2009.

Względna stabilność pierwszych kilku dekad po II wojnie światowej sprzyjała podejmowaniu coraz większego ryzyka, a z czasem system finansowy przekształcił się w nowoczesną gospodarkę z coraz większym znaczeniem instytucji finansowych. Dominującymi graczami finansowymi stawały się słabo regulowane „banki pozabankowe", takie jak fundusze emerytalne, fundusze hedgingowe, państwowe fundusze majątkowe, w USA również fundusze uniwersyteckie – z ogromnymi pulami kapitału, poszukujące jak największych zysków. Z kolei innowacje inżynierów finansowych pobudziły wzrost zadłużenia prywatnego w stosunku do dochodu oraz zwiększoną zależność od niestabilnych krótkoterminowych środków finansowych i masowego wykorzystania dźwigni finansowej.

Jakie są konsekwencje rosnącej dominacji sektora finansów dla współczesnej gospodarki światowej? Według Adaira Lorda Turnera, Senior Fellow w Institute for New Economic Thinking i byłego szefa brytyjskiego Urzędu Nadzoru Finansowego, oznacza to, że *finanse stały się centralnym elementem codziennych operacji systemu gospodarczego*. Mówiąc dokładniej, prywatne niefinansowe sektory gospodarki stały się bardziej zależne od sprawnego funkcjonowania sektora finansowego w celu utrzymania płynności i wypłacalności oraz poprawy i utrzymania ich dobrobytu gospodarczego (Turner, 2014). Na przykład, gospodarstwa domowe zwiększyły swoje zadłużenie w celu finansowania edukacji, opieki zdrowotnej, mieszkalnictwa, transportu i wypoczynku, jednocześnie stając się bardziej zależne od odsetek czy dywidend jako udziałowcy lub akcjonariusze.

Inną poważną konsekwencją „nadmiernego" rozwoju sfery finansów, szczególnie w USA, był fakt, że generowały powtarzające się „bańki finansowe" i wzrost zadłużenia, czego następstwem było pogłębianie nierówności i opóźnianie wzrostu gospodarczego. Boomy zamieniały się w spadki, zagrożeni sprzedawcy sprzedawali swoje aktywa beneficjentom poprzedniej „bańki", a nierówności dochodowe się pogłębiały.

Sfera finansów została głęboko przekształcona przez połączenie *deregulacji*, *globalizacji* i *komputeryzacji*. Łączne oddziaływanie tych trzech czynników zmieniło systemy finansowe z systemów ściśle kontrolowanych, zorganizowanych na szczeblach krajowych i skoncentrowanych na bankowości komercyjnej (przyjmowanie depozytów, udzielanie pożyczek) na system samoregulujący, o globalnym zasięgu i skoncentrowany na bankowości inwestycyjnej (pośrednictwo, obrót papierami wartościowymi i gwarantowanie emisji papierów wartościowych).

Preferowanie rynków finansowych przed finansowaniem zależnym za pomocą banków komercyjnych znacznie ułatwiło, jak już wspomniano, pojawienie się funduszy – funduszy emerytalnych, funduszy wspólnego inwestowania, a także funduszy hedgingowych i funduszy Private Equity – jako głównych operatorów na tych rynkach. Te zmiany strukturalne w systemie kredytowym zostały bardzo mocno ukształtowane przez innowacje finansowe na wielką skalę.

Kluczowe innowacje, które uelastyczniają cały system kredytowy i reagują na potrzeby zarówno wierzycieli, jak i dłużników zachęcają również do tworzenia „baniek aktywów", niedoceniania ryzyka i stosowania nadmiernej dźwigni finansowej. Te tendencje destabilizujące połączyły się w jeden mechanizm, który napędził kryzys finansowy roku 2007, „wyeksportowany" z USA do wielu krajów, destabilizując ich systemy finansowe.

Konserwatywna polityka Reagana i Thatcher z lat 80. uruchomiła doktrynę wolnorynkową na całym świecie, aby prywatyzacja i deregulacja stały się powszechne. Deregulacja rozprzestrzeniała się z bankowości w USA na Europę kontynentalną poprzez Jednolity Akt Europejski z 1987 r. i Drugą Dyrektywę Bankową z 1989 r. (EWG, 1989).

Istotny wpływ na charakter zmian na światowych rynkach finansowych miał kryzys zadłużenia krajów najsłabiej rozwiniętych (*least developed countries* – LDCs) w latach 1973–1989, przede wszystkim krajów Ameryki Łacińskiej,

w mniejszym stopniu krajów Azji Południowo-Wschodniej. W drugiej połowie lat 70. deficyt bilansu płatniczego krajów rozwijających się (z wyjątkiem głównych producentów ropy) wzrósł ponad dwukrotnie, z 46 mld USD w 1975 r. do 108 mld USD w 1981 r. Zdolność do sfinansowania takich deficytów poprzez dostęp do finansowania zagranicznego umożliwiała wzrost importu, a tym samym wzrost gospodarczy w zadowalającym tempie, pomimo rosnących cen importu i pogarszających się warunków handlowych. Dostępność finansowania była wynikiem trwającej *liberalizacji międzynarodowych rynków kapitałowych*, która doprowadziła do wzrostu transgranicznych pożyczek i emisji obligacji. W wyniku trwającej liberalizacji więcej krajów rozwijających się mogło finansować deficyty na rachunkach obrotów bieżących, korzystając z międzynarodowych rynków kapitałowych.

Tymczasem krótko przed 1980 r. kraje rozwinięte zaczęły przyjmować bardziej restrykcyjną politykę pieniężną mającą na celu zmniejszenie inflacji, co doprowadziło do wysokich nominalnych i realnych stóp procentowych, zwłaszcza w USA. Poczynając od wartości ujemnych w latach 70., realna stopa w USA w latach 1980–1982 osiągnęła poziom 3,9% i 6,7% w latach 1983–1987 (World Economic Survey, 1988). Dla krajów rozwijających się oznaczało to wyższe koszty zadłużenia, mniejszy popyt na ich eksport i ograniczony wzrost zagranicznej pomocy koncesyjnej. Wysokie stopy procentowe były szczególnie szkodliwe dla krajów, które w latach 70. zaciągnęły duże pożyczki przy zmiennych stopach procentowych. Zazwyczaj pożyczki były zaciągane wg stopy LIBOR powiększonej o *spread* oparty na zdolności kredytowej pożyczkobiorcy. Nominalny LIBOR sześciomiesięcznych depozytów dolarowych pod koniec 1981 r. osiągnął 18,5% i dopiero w 1985 r. spadł poniżej 9%. W wyniku powiązania stopy procentowej z rynkiem międzybankowym ryzyko związane z wahaniami tych stóp ponosili głównie kredytobiorcy.

Na początku lat 80. wiele krajów rozwijających się doświadczyło trudności w bilansie płatniczym, częściowo w wyniku tendencji w gospodarce światowej, w tym niższego wzrostu, wyższych stóp procentowych, spadających warunków wymiany handlowej dla eksporterów surowców oraz protekcjonizmu. Te problemy zewnętrzne zostały zaostrzone przez nieprzemyślaną politykę wewnętrzną, która doprowadziła do dużych deficytów budżetowych, wysokich stóp inflacji i *nadmiernego polegania na pożyczkach od międzynarodowych banków* w celu utrzymania wzrostu po szokach naftowych. Przyczyniło się to do wysokiego poziomu zadłużenia nagromadzonego

w sektorze publicznym i przygotowało grunt pod kryzysy zadłużenia państwowego w latach 80. Kryzys zadłużenia publicznego wywołała decyzja Zarządu Rezerwy Federalnej USA w październiku 1979 r. o gwałtownym podniesieniu stóp procentowych. Ta decyzja stała się znana jako „szok Volckera" (Paul Volcker to ówczesny prezes Rezerwy Federalnej). Miało to bezpośredni wpływ na obsługę zadłużenia, ponieważ znaczna część zadłużenia zewnętrznego w krajach rozwijających się była zaciągana wg zmiennych stóp procentowych.

Trudności zostały spotęgowane przez gwałtowny spadek cen surowców innych niż ropa naftowa. Chociaż okoliczności różniły się w zależności od regionu i kraju, generalnie duże deficyty na rachunkach obrotów bieżących uniemożliwiły dalszą obsługę zadłużenia. Uważa się, że kryzys zadłużenia państw rozwijających się rozpoczął się wraz z ogłoszeniem przez Meksyk w sierpniu 1982 r. braku zdolności do obsługi zadłużenia wobec amerykańskich banków komercyjnych i innych wierzycieli zgodnie z planem. Kryzys rozpoczął się 12 sierpnia 1982 r., kiedy minister finansów Meksyku poinformował prezesa Rezerwy Federalnej, sekretarza skarbu i dyrektora zarządzającego Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), że Meksyk nie będzie w stanie wywiązać się ze swojego zobowiązania do obsługi długu w wysokości 80 mld USD. Sytuacja pogorszyła się, kiedy pod koniec 1983 r. 27 krajów, które miały 239 mld USD długu wnioskowało o prolongatę swojego zadłużenia wobec banków. Wkrótce zgłosiły to inne kraje. Szesnaście pochodziło z Ameryki Łacińskiej, a cztery największe – Meksyk, Brazylia, Wenezuela i Argentyna – były winne różnym bankom komercyjnym 176 mld USD, czyli około 74% całkowitego zadłużenia LDCs. Z tych kwot 37 mld USD wynosiły zobowiązania należne ośmiu największym bankom w USA, co stanowiło w tamtym czasie około 147% ich kapitału i rezerw. W rezultacie kilka największych banków świata stanęło w obliczu braku spłaty długów i zagrożenia upadłością (*The End of...* World Economic and Social Survey, 2017). Sytuacja ta oznaczała początek dziesięcioletniego procesu, który objął większość krajów Ameryki Łacińskiej, wiele krajów afrykańskich i niektóre kraje Azji. Niski wzrost, wysokie stopy procentowe, pogarszające się warunki handlu i protekcjonizm były głównymi czynnikami, które doprowadziły do kryzysu zadłużenia państwowego w latach 80.

Od połowy do późnych lat 70. wielu ekonomistów wyrażało obawy, że wielkość pożyczek udzielanych krajom słabiej rozwiniętym może pociągnąć za sobą poważne problemy dla amerykańskich banków z centrami pieniężnymi

w USA i dla międzynarodowego systemu finansowego. Jednocześnie jednak mechanizm rynkowy, znajdujący odbicie zarówno w cenach akcji banków, jak i ratingach obligacji, nie dostrzegał problemu do czasu rzeczywistego wybuchu kryzysu. Próby organów regulacyjnych nakłaniające banki do ograniczenia kredytów dla grupy LDCs nie miały znaczącego wpływu na praktyki kredytowe, nawet jeśli dowody wskazywały, że kraje Ameryki Łacińskiej i Azji Wschodniej mają coraz większe trudności z wywiązywaniem się z bieżących zobowiązań dłużnych. W związku z tym system regulacyjny załamał się i nie był w stanie zapobiec kryzysowi. W końcowym etapie świadomość, że banki nie odzyskają pełnej wartości udzielonych kredytów, zmieniła międzynarodowe wysiłki ze zmiany harmonogramu spłaty zadłużenia na umorzenie długu, a MFW i Bank Światowy zgromadziły znaczne fundusze w celu ułatwienia redukcji zadłużenia. Akcjonariusze największych banków świata pokryli straty w ramach tzw. planu Brady'ego, który zakończył kryzys po dziesięciu latach negocjacji.

Podczas gdy wcześniej Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy nie odgrywały aktywnej roli w opracowywaniu polityki rozwiązywania problemów gospodarczych krajów rozwijających się, w zaistniałej sytuacji musiały podjąć działania. Jedną z funkcji MFW jest interweniowanie, gdy konkretny kraj doświadcza trudności gospodarczych. W zamian za wsparcie finansowe, kraj ten musi zgodzić się na wdrożenie pakietu reform politycznych jako spełnienie koniecznego warunku MFW. W latach 80. pakiety te zaczęły obejmować szereg uwarunkowań strukturalnych w takich obszarach polityki, jak *prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*, *liberalizacja handlu i finansów* oraz *deregulacja gospodarcza*. Te reformy polityczne nazwano zbiorczo Konsensusem Waszyngtońskim – terminem określającym koncepcję opracowaną po raz pierwszy przez Johna Williamsona (1990). Odzwierciedlały one wpływ na te rozwiązania trzech ważnych instytucji z siedzibą w Waszyngtonie, Departamentu Skarbu USA, MFW i Banku Światowego.

Początkowo w ramach Konsensusu Waszyngtońskiego były promowane *reformy stabilizacyjne, liberalizacyjne i prywatyzacyjne*. Później jednak konsensus obejmował szerszy zestaw polityk, których podstawą była silna wiara w *nieskrępowane działanie rynku i pomniejszanie roli rządów*. W istocie konsensus stał się synonimem fundamentalizmu rynkowego lub neoliberalizmu. W praktyce konsensus był nie tylko zbyt wąski pod względem celów i restrykcyjny pod względem zestawu stosowanych przez niego instrumentów, ale

także ograniczony pod względem kreowania właściwych wizji procesów rozwojowych wybranych gospodarek. To skłoniło Josepha Stiglitza do sformułowania argumentu, że „nawet najgorsi praktycy zdawali się wierzyć, że jeśli kraje pozwolą rynkom działać samodzielnie, to zapewni to ich rozwój" (The LDC Debt Crisis, World Economic and Social Survey, 2017). Krytycy argumentowali, że stosowanie wąskiej agendy makroekonomicznej przez MFW w latach 80. doprowadziło do rozległych „ubocznych szkód". W szczególności dotyczyło to właśnie krajów dotkniętych zadłużeniem w Ameryce Łacińskiej i Afryce, gdzie w latach 80. dramatycznie ograniczono inwestycje i spadł napływ kapitału. Ten negatywny wpływ był znacznie mniejszy w krajach Azji (zwłaszcza w Azji Południowo-Wschodniej), gdzie dominowała bardziej elastyczna polityka krajowa. Kraje te zdecydowały się obrać inny kierunek polityczny od wyznaczonego przez Konsensus Waszyngtoński zorientowany na rynek – taki, w którym bardziej znaczącą rolę w kreowaniu polityki przypisano państwu. Warunki narzucone przez MFW krajom rozwijającym się przynosiły zatem często skutki odwrotne do zamierzonych. Debaty dotyczyły także głównych przyczyn deficytu budżetowego krajów rozwijających się, w szczególności tego, czy były one spowodowane głównie problemami międzynarodowych relacji finansowo-gospodarczych, czy też wadliwymi politykami krajowymi.

W USA z upływem czasu stopniowo były podważane długotrwałe bariery geograficznego zasięgu i zakresu dozwolonych działalności w obszarze finansów, a decydenci spierali się dekadę o to, jaką nową strukturę dać amerykańskiemu sektorowi usług finansowych. Istotne w tym względzie było uchwalenie ustawy o modernizacji usług finansowych w 1999 r. (Gramm–Leach–Bliley Act), która uchyliła ograniczenia działalności bankowej wynikające z ustawy Glassa–Steagalla z 1933 r., a mianowicie zakaz łączenia działalności komercyjnej banków z działalnością inwestycyjną. Deregulacja umożliwiła bankom rozszerzenie działalności na nowe obszary geograficzne, a także poszerzenie zakresu oferowanych przez nie usług.

W ciągu ostatnich 30 lat polityka rządowa w USA, Wielkiej Brytanii i Europie sprzyjała masowej konsolidacji i konglomeracji w branży usług finansowych. Wymieniona wyżej ustawa Gramm–Leach–Bliley Act z 1999 r. (GLBA), która zezwalała amerykańskim bankom na stowarzyszanie się z firmami papierów wartościowych i towarzystwami ubezpieczeniowymi, była częścią silnego międzynarodowego trendu regulacyjnego na rzecz banków uniwersalnych.

Krajowe i międzynarodowe fuzje banków komercyjnych i inwestycyjnych oraz ubezpieczycieli stworzyły dominującą grupę dużych, złożonych instytucji finansowych (Large and Complex Financial Institutions – LCFI). Do 2007 r. siedemnaście LCFI skutecznie kontrolowało krajowe i światowe rynki gwarantowania emisji dłużnych i kapitałowych pożyczek konsorcjalnych, papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (Asset-Backed Securities – ABS), pozagiełdowych (Over-The-Counter – OTC) instrumentów pochodnych i zabezpieczonych zobowiązań dłużnych (Collateralised Debt Obligation – CDO). Według Wilmatha (2009) *siedemnaście głównych konglomeratów finansowych odpowiadało za większość strat zgłaszanych przez globalne banki i ubezpieczycieli w latach 2007–2009.*

Podczas gdy w całym spektrum usług finansowych działa wielu wyspecjalizowanych niszowych graczy, to wiodące na świecie instytucje finansowe stały się ogromnymi konglomeratami, integrującymi różne rodzaje usług, instrumentów i rynków. Zazwyczaj łączą one pod jednym dachem kilka funkcji finansowych – bankowość komercyjną, bankowość inwestycyjną, zarządzanie funduszami, zarządzanie majątkiem prywatnym i ubezpieczenia – mając nadzieję na znaczny zakres i oszczędności sieci w tych procesach, co szeroko opisuje Mecklenburg-Guzman (2011). Istnieje ponad 400 takich grup finansowych, w tym LCFI, które oferują niemal wszystko, a ich międzynarodowa organizacja sprawia, że finanse stały się prawdziwie „globalnym przemysłem".

Po upadku Bretton Woods w 1971 r., USA rozpoczęły w 1974 r. demontaż kontroli kapitału i wymiany, co zostało rozszerzone w latach 80. na resztę świata. Chociaż początki ekspansji finansowej sięgają lat 50. XX w., to upadek systemu monetarnego Bretton Woods na początku lat 70. przyspieszył wzrost płynności na świecie i stanowił punkt startowy *szybkiego wzrostu liberalizacji i deregulacji finansowej*. Porozumienie z Bretton Woods zakotwiczyło międzynarodowe waluty do dolara amerykańskiego, a dolar – do złota. Zapewniło to przewidywalność kursów walutowych i powstrzymało spekulacje. Porozumienia zostały zawarte w celu ochrony przed wzrostem „protekcjonizmu", który obowiązywał w latach międzywojennych. Przyniosło to korzyści USA, największemu światowemu eksporterowi i jego „walucie rezerwowej". W związku z tym USA zwiększały wydatki, aby sfinansować zimną wojnę, wojny wietnamską i koreańską, jak również sfinansować plan Marshalla, aby pomóc powojennym gospodarkom Europy w zakupie amerykańskich towarów i dóbr inwestycyjnych. Ten „dobroczynny" projekt miał więc dwie strony

– USA drukowały coraz więcej dolarów i wydawały je za granicą, co oznaczało, że ilość dolarów w obiegu z upływem czasu znacznie przewyższyła rezerwy złota w USA. Powiązanie dolara ze złotem stawało się coraz bardziej niezrównoważone. Kumulacja obaw, że nadmierny dług publiczny USA zagraża stałej wymienialności dolara na złoto sprawiła, że w 1971 r. prezydent R. Nixon zdecydował jednostronnie zakończyć wymienialność dolara na złoto, formalnie kończąc umowy z Bretton Woods. Potem nastąpiła dekada deregulacji ruchów walutowych, kiedy świat przeszedł do nowego reżimu wolnego handlu towarami, płynnych kursów walutowych i swobodnego przepływu kapitału. Zmienne kursy walutowe i nieuregulowane przepływy kapitału stanowiły dla wielu zagrożenie, ale także stwarzały możliwości dla innowacji finansowych (takich jak chociażby instrumenty pochodne), aby poradzić sobie z tym ryzykiem i spekulować, czerpiąc z tego korzyści.

USA uwolnione od jakiegokolwiek zobowiązania do utrzymania wymienialności dolara na złoto, mogły teraz spłacać swoje długi własną walutą bez znaczących ograniczeń podaży. Deficyt USA szybko rósł, a wraz z nim liczba dolarów lub denominowanych w dolarach aktywów finansowych w obiegu, z których większość znalazła się w rezerwach banków centralnych innych krajów. Zwiększone rezerwy pozwoliły tym bankom na zwiększenie kredytów w ich własnych gospodarkach, a światowa płynność wzrastała. Otworzyło to nowe możliwości zarabiania na prywatnych rynkach finansowych, a ci, którzy chcieli zarabiać skutecznie, lobbowali za zniesieniem barier dla mobilności kapitału i innych przepisów, które ograniczały ich działalność. Przejście do systemu pieniądza fiducjarnego spowodowało nie tylko większą łatwość zasilania operacji spekulacyjnych, ale przede wszystkim – utratę hamulców powstrzymujących kreowanie pieniądza w ramach poszczególnych gospodarek narodowych (Miszewski, 2018).

USA znajdują się w epicentrum operacji finansowych, a rola dolara amerykańskiego jako międzynarodowej waluty rezerwowej – waluty, której kraje używają do handlu między sobą i do „przechowywania wartości" w swoich bankach centralnych – oznacza, że rozwój sytuacji w USA ma istotny wpływ na resztę świata (por. część 3 opracowania). Ponadto procesy finansowe oddziałują na wszystkie kraje poprzez siłę i wpływ globalnych rynków finansowych.

Coraz bardziej zintegrowane rynki kapitałowe w połączeniu z ogólnoświatową liberalizacją przepływów kapitałowych na początku lat 90. XX w. wywołały globalny wzrost przepływów kapitału transgranicznego. Światowe

przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych rosły średnio o 13% rocznie w latach 1990–1997, a następnie osiągnęły roczną stopę wzrostu 50% w latach 1998–2000 (Guttmann, 2017). Gwałtownie wzrosła wartość globalnych aktywów finansowych. Rynki finansowe rozwinęły się nie tylko w wartościach bezwzględnych, ale także w wartościach względnych: wartość globalnych transakcji finansowych szybko przewyższyła wartość „realnej" produkcji i handlu. Na przykład, w 1973 r. stosunek wartości transakcji walutowych do handlu światowego wynosił 2:1, w 2004 r. stosunek ten osiągnął 90:1. Do 2017 r. łączna wartość światowego handlu wyniosła 17,88 bln USD rocznie, dla porównania: transakcje walutowe (*spread*) – wysokość 5,1 bln USD dziennie. (Thomson, Dutta, 2018).

Według UNCTAD między 1980 a 2007 r. międzynarodowe przepływy kapitału wzrosły z 500 mld do 12 bln USD. W tym samym czasie handel walutami (FX) stał się największym rynkiem na świecie. Odzwierciedla to trend liberalizacji rachunków kapitałowych – usuwanie barier w swobodnym przepływie kapitału do i z kraju oraz pełną wymienialność kursów walutowych i, bardziej ogólnie, liberalizację finansową od lat 80. i 90. (Thomson, Dutta, 2018). MFW i inne instytucje zachęcały rządy do zniesienia kontroli kapitału, argumentując, że pozwoli to na bardziej efektywną alokację kapitału, a tym samym pobudzi wzrost gospodarczy. Zwłaszcza kraje „rozwijające się" miały odnieść korzyści z napływu kapitału, biorąc pod uwagę, że teoretycznie inwestorów przyciągałyby wyższe zyski dostępne w gospodarkach „z niedoborem kapitału". Dowody wykazują jednak, że swobodne przepływy kapitału doprowadziły do bezprecedensowej zmienności kursów walutowych, wartości giełdowych i stóp procentowych, a w konsekwencji – większej niestabilności, w tym większego prawdopodobieństwa kryzysów finansowych, co pokazał opisany wcześniej kryzys zadłużenia. W pierwszej dekadzie XXI w. kapitał przepływał z gospodarek „rozwijających się" do gospodarek „rozwiniętych", a nie odwrotnie. W następstwie światowego kryzysu finansowego z 2008 r. MFW zmienił swoje stanowisko na rzecz akceptacji kontroli kapitału – być może było to dorozumiane uznanie problemów spowodowanych jego wcześniejszymi zaleceniami politycznymi (Thomson, Dutta, 2018).

Wzrost międzynarodowych przepływów kapitału w tym samym okresie, częściowo w odpowiedzi na niestabilność kursów walut i stóp procentowych, doprowadził do szybkiego rozwoju sfery finansowej w krajach rozwijających się. W przeciwieństwie do tego, wewnętrzne warunki monetarne

charakteryzowały się stałą akumulacją władzy banków centralnych jako kontrolerów pieniądza kredytowego wspieranego przez państwo. Banki centralne stały się dominującą publiczną instytucją ze statusem obrońcy interesów sektora finansowego (Lapavitsas, 2013).

Organizacja rynków finansowych stała się znacznie łatwiejsza dzięki elektronicznym platformom transakcyjnym łączącym światową społeczność inwestorów i emitentów poszukujących swoich funduszy. Efektywność rozwiązań technologicznych, skoncentrowana na znacznie ulepszonej zdolności przetwarzania informacji i komunikacji w sieciach planetarnych (Internet, SWIFT, CHIPS itp.), ułatwia tworzenie sieci transakcji finansowych i przelewów pieniężnych poza granicami państw. Biorąc pod uwagę nieodłączną mobilność pieniędzy, transgraniczne uruchomienie przepływów finansowych aktywizuje procesy globalizacji, co pokazano niżej na dwóch przykładach z USA.

CHIPS to skrót od Clearing House Interbank Payments System i jest to największy system przelewów pieniężnych w USA, będący prywatnym systemem bankowym do płatności elektronicznych, które są przekazywane i rozliczane w dolarach amerykańskich (Hayes, 2020). Jako konkurent i klient usługi Fedwire w Rezerwie Federalnej, CHIPS pozwala bankom na efektywne wykonywanie przelewów międzynarodowych, ponieważ nie ma potrzeby wystawiania czeków bankowych. Jeśli chodzi o duże transakcje, CHIPS jest główną izbą rozliczeniową w USA. Korzystając z elektronicznych zapisów księgowych, rozlicza średnio ponad 1 bln USD dziennie. Średnia transakcja z wykorzystaniem CHIPS wynosi ponad 3 000 000 USD.

Wiele osób woli CHIPS od usługi Fedwire, ponieważ jest ona bardziej przystępna, nawet jeśli nie jest zbyt szybka. Przelewy mogą być dokonywane na arenie międzynarodowej lub w kraju, ale zazwyczaj są to bardzo duże kwoty.

System transferowy **Fedwire** to system komunikacji i rozliczeń, którego współwłaścicielami jest dwanaście banków Rezerwy Federalnej. Przelewy Fedwire umożliwiają osobom fizycznym i firmom, które mają konta bankowe, wysyłanie i otrzymywanie przelewów i płatności gotówkowych tego samego dnia. Fedwires są powszechnie używane do wysyłania lub otrzymywania płatności indywidualnych, rozliczania płatności komercyjnych, rozliczania pozycji z innymi instytucjami finansowymi lub izbami rozliczeniowymi, przesyłania podatków federalnych lub kupowania i sprzedawania jednostek funduszy federalnych. Duża liczba banków w USA (prawie 6 000) utrzymuje rachunki

w Rezerwie Federalnej. Ułatwia to tym bankom wykonywanie przelewów walutowych. Banki pobierają od nadawcy opłatę za wysłanie systemem Fedwire, a niektóre pobierają również opłatę od odbiorcy za otrzymanie przekazu w tym systemie. Opłaty mogą się znacznie różnić, niektóre banki nie pobierają opłat za wysyłanie lub odbiór w systemie, a niektóre pobierają opłaty do 30 lub 40 USD. W przypadku jednorazowych, pilnych przelewów walutowych, opłaty te mogą być akceptowalne w Fedwire dla niektórych nadawców i odbiorców.

Lepszy sposób transferu oferuje **OFX**, który zapewnia międzynarodowe przelewy pieniężne za ułamek kosztów korzystania z tradycyjnych rozwiązań (Tierney, 2019). Dzięki platformie internetowej można przesyłać dowolne kwoty, i można to robić 24 godziny na dobę, 7 dni w tygodniu, każdego dnia do 190 krajów przy użyciu 55 różnych walut. Przekaz ponad 5 000 USD – nie ma żadnej opłaty transakcyjnej; mniej niż 5 000 USD – tylko 5 USD opłaty. Przelew przejdzie bezpiecznie i szybko, zwykle w dowolnym miejscu w ciągu zaledwie 1–2 dni roboczych po otrzymaniu środków. Ponadto można korzystać z oferowanych narzędzi zarządzania ryzykiem, aby chronić przelew przed zmiennością kursów walut. Przelewanie pieniędzy w dowolne miejsce jest łatwe i niedrogie.

Innowacje finansowe dotyczą tworzenia i wprowadzania do obrotu nowych rodzajów instrumentów finansowych, produktów finansowych i papierów wartościowych oraz technologii obsługi procesów finansowych. Istnieje wiele czynników stymulujących procesy innowacji finansowych i różne objaśnienia teoretyczne odnoszące się do tych procesów. Spotykane w literaturze przedmiotu wyjaśnienia są następujące (Khraisha, Arthur, 2018):

1) Innowacja jest odpowiedzią na niekompletne rynki, a zatem poprawia efektywność rynku.
2) Innowacja jest sposobem na obejście istniejących przepisów finansowych.
3) Tempo innowacji przyspieszyło dzięki postępowi w technologii informatycznej.

Szybki wzrost innowacji finansowych w Stanach Zjednoczonych obserwowano już w późnych latach 70. XX w. Można tutaj wymienić m.in.:

1) fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego;
2) papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach i hipotece;
3) obrót instrumentami pochodnymi, w tym rynek instrumentów pochodnych na towarowych kontraktach terminowych.

Trwa dyskusja na temat wpływu innowacji na sektor finansowy i całą gospodarkę. Jedna perspektywa wskazuje na innowacje jako czynnik zwiększający efektywność i łagodzący niedoskonałości rynku. Inna argumentacja podkreśla, że innowacje finansowe przyczyniają się do zwiększenia ryzyka i niepewności, potencjalnie destabilizując rynki finansowe, wprowadzając jego nowe niedoskonałości. Bez wątpienia nowe technologie odegrały kluczową rolę w ekspansji finansów. Skomputeryzowany trading stanowi np. około 70% „aktywności rynków finansowych" w USA i nieco poniżej 40% w Europie. Handel o wysokiej częstotliwości, jak wiadomo, wykorzystuje algorytmy do sprzedaży lub zakupu aktywów finansowych w ułamkach sekund. Podczas gdy w latach 60. akcje były przechowywane przez około cztery lata, dziś „średni udział" oznacza ich „utrzymywanie" przez około 20 sekund! (Thomson, Dutta, 2018). Technologie informacyjne ułatwiły również *credit scoring* i wykorzystanie obliczeniowych modeli statystycznych, które umożliwiły udzielanie pożyczek masowych, wcześniej utrudnianych przez zaangażowanie banków w czasochłonne, spersonalizowane oceny ryzyka kredytowego.

1.2. Istota i przejawy finansjalizacji

Nauki ekonomiczne za oczywiste uznawały paradygmat, że rozwój sektora finansowego świadczy o dojrzałości gospodarki, gdyż im większy sektor finansowy, tym większa efektywność wykorzystania zasobów. Natomiast pośrednictwo finansowe jako usługa oparta na umowie niezależnych stron wg Rydzewskiej (2017) zawsze tworzy wartość dodaną, podobnie jak tworzy ją sfera realna (a więc zwiększa PKB).

Przejawy finansjalizacji, mające głównie charakter zagrożeń, dały podstawy do podważenia tych twierdzeń. Okazało się bowiem, iż sfera finansowa przestała być służebna w stosunku do gospodarki realnej, a wręcz ją zdominowała. Z kolei instytucje finansowe, nastawione na szybki krótkookresowy zysk, są zainteresowane tworzeniem instrumentów finansowych bez względu na ryzyko i możliwości ich spłaty.

Rozwijające się na przełomie wieków XX i XXI procesy finansjalizacji mają charakter interdyscyplinarny: *ekonomiczny*, *socjologiczny*, *politologiczny*, *psychologiczny*, *etyczny*. Ze względu na złożoność tej kategorii, w literaturze występuje problem z ogólnie przyjętą definicją (Gostomski, 2014). Przedstawione wymiary finansjalizacji łączy wskazywanie szczególnej i rosnącej roli sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki oraz

w życiu ekonomicznym i społecznym. Perspektywa finansowa w tak dużym stopniu przenika współczesne życie ludzkiej wspólnoty, że kształtuje się swoista kultura finansjalizacji, którą można rozumieć jako poddawanie reżimowi finansowemu coraz szerszego zakresu działań gospodarczych oraz jego przenikanie do pozamaterialnych sfer aktywności ludzkiej. Charakteryzuje ona od dawna przede wszystkim gospodarkę i społeczeństwo USA, ale procesy globalizacyjne sprawiły, że dociera do wielu miejsc naszego globu.

Procesy finansjalizacji Epstein (2002) definiuje w następujący sposób: „finansjalizacja odnosi się do rosnącego znaczenia rynków finansowych, motywów finansowych, instytucji finansowych i elit finansowych w działalności gospodarki i jej instytucji, zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym". Sądząc jednak po wzroście udziałów w dochodach rentierów, finansjalizacja zainfekowała wszystkie uprzemysłowione gospodarki. Finansowanie przekształca funkcjonowanie systemu gospodarczego zarówno na poziomie makro, jak i mikro. Jego główne skutki to:

1) podniesienie znaczenia sektora finansowego w stosunku do sektora realnego;
2) przeniesienie dochodów z sektora realnego do sektora finansowego;
3) przyczynienie się do zwiększenia nierówności dochodów i stagnacji płac.

Rozległość i znaczenie finansjalizacji doprowadziły do zbadania dość szerokiego zakresu problematyki związanej ze źródłami tego zjawiska i zapoczątkowały debatę na temat tego, czy finansjalizacja datuje się od dawien dawna, czy też stanowi wyjątkowy „fragment" obecnej fazy kapitalizmu.

Sawyer (2014) identyfikuje dwie duże dziedziny literatury na temat finansjalizacji. Pierwsza bada ewolucję i wielkość sektora finansowego i ma swoje początki zarówno w szkołach głównego nurtu, jak i heterodoksyjnych szkołach myślenia. Inny nurt literatury, wywodzący się głównie ze szkoły heterodoksyjnej, ma tendencję do kojarzenia finansów z epoką neoliberalizmu, która rozpoczęła się w latach 80. XX w. w najbardziej rozwiniętych gospodarkach, i opisuje ją jako inną formę kapitalizmu, w której finanse stały się bardziej dominujące, niż to było wcześniej i przeniknęły różne sfery społeczeństwa. Autorzy szkoły heterodoksyjnej w dużej mierze badają *destabilizujący wpływ finansjalizacji na sferę gospodarczą i społeczną*.

Autorzy głównego nurtu zwracają uwagę na ***pozytywne skutki finansjalizacji***, często nazywając te procesy ***rozwojem finansowym***. Wykorzystują kilka

parametrów w analizie, takich jak wielkość sektora bankowego w gospodarce, zdolność udzielania pożyczek, wielkość udzielonych kredytów w odniesieniu do PKB, kapitalizacja giełdy w odniesieniu do PKB, płynność giełdy, efektywność finansowa banków komercyjnych (np. marża odsetkowa) itp. W badaniach naukowych lat 70. formułowano pogląd, że rozwinięty system finansowy (działający na zasadach mechanizmu rynkowego) prowadzi do bardziej optymalnej alokacji środków w gospodarce. W rezultacie dynamizuje on wzrost gospodarczy. Ważną rolę sektora finansowego tłumaczono niedopasowaniem struktury popytu i podaży w gospodarce. W związku z tym podmioty sfery realnej gospodarki muszą ponosić koszty transakcyjne. Dodatkowy koszt transakcyjny stanowi asymetria informacji. W szeregu badań naukowych w latach 80. i 90. zidentyfikowano dodatkowe funkcje sektora finansowego, które pozytywnie przyczyniają się do wzrostu gospodarczego. Zaliczono do nich (Bosek-Rak, Kozłowski, Muszyński, 2016):

- mobilizowanie oszczędności ludności poprzez kreację instrumentów oszczędnościowych o niskich nominałach, przez co możliwe jest zebranie środków, które następnie mogą zostać udostępnione w formie kredytu podmiotom poszukującym finansowania;
- tworzenie rynków finansowych, gdzie podmioty mające nadwyżki finansowe mogą udostępniać je podmiotom, które mają niedobory; pozwala to na bardziej efektywne zarządzanie płynnością;
- zbieranie oraz przetwarzanie informacji pozwalające na bardziej optymalną alokację zasobów;
- współuczestniczenie w dokonywaniu transakcji, co w efekcie przyczynia się do obniżenia jej kosztów;
- ograniczanie specyficznych rodzajów ryzyka (właściwego dla pojedynczych inwestycji) poprzez dywersyfikacje portfela inwestycyjnego, w rezultacie – zapewnienie finansowania również projektom o wysokim stopniu ryzyka i wysokich potencjalnych zyskach.

Po kryzysie finansowym z 2007 r. w naukach ekonomicznych powstawały również koncepcje teoretyczne sygnalizujące negatywne oddziaływanie sektora finansowego na wzrost gospodarczy i zyskiwały one coraz większą popularność. Najczęściej zakładały one, że w sytuacji, gdy sektor finansowy ulegał nadmiernemu rozrostowi, niekorzystne efekty jego funkcjonowania zaczynały przeważać nad pozytywnymi. Jak wskazywali w 2012 r. niektórzy autorzy, każda

nienaturalnie szybko rozwijająca się branża wysysa zasoby, takie jak kapitał rzeczowy i kapitał ludzki, z reszty gospodarki. Krańcowa produkcyjność „przerośniętego" sektora finansowego jest w takiej sytuacji niższa niż w przypadku wielu przedsiębiorstw niefinansowych (Bosek-Rak, Kozłowski, Muszyński, 2016). Przekierowanie zbyt dużych zasobów do instytucji finansowych może ograniczać potencjał wzrostowy gospodarki. Wystąpienie takiego procesu w wyniku działania mechanizmów rynkowych świadczyłoby o ich nieefektywności, wynikającej m.in. z zachowania stadnego inwestorów, angażujących nadmierne środki w tym sektorze. Oznacza to również nieuchronność wystąpienia kryzysu w przyszłości, w wyniku którego zostaną przywrócone właściwe proporcje pomiędzy rozmiarem sektora finansowego a pozostałych sektorów. Wyniki badań prowadzonych po 2007 r. częściej wskazywały na to, że dalsza ekspansja sektora finansowego ma negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Na przykład, szacunki OECD dokonane dla grupy 34 wysoko rozwiniętych krajów wykazały ujemną zależność pomiędzy rozmiarem sektora finansowego a tempem wzrostu PKB (Bosek-Rak, Kozłowski, Muszyński, 2016).

Finansjalizacja w literaturze ekonomicznej uwzględnia 4 układy odniesienia:

1) rozwój finansowy/wzrost wielkości sektora finansowego;
2) rosnące znaczenie rynków finansowych/rosnąca siła elit finansowych i klasy rentierów;
3) innowacje finansowe/konsumpcja i dystrybucja ukierunkowane na zadłużenie;
4) niski cel inflacyjny.

Finansjalizacja pojawiła się, gdy kraje odeszły od kapitalizmu przemysłowego. Wpłynęło to zarówno na makroekonomię, jak i mikroekonomię poprzez zmianę struktury i funkcjonowania rynków finansowych oraz na zachowanie przedsiębiorstw i politykę gospodarczą. Finansjalizacja oznacza bowiem wzrost wielkości i znaczenia sektora finansowego kraju w stosunku do jego ogólnej gospodarki. Od lat 80. „przemysł finansowy" dążył do krótkoterminowych zwrotów finansowych, co wymagało inwestycji w technologie i rozwój odpowiednich produktów, ponieważ Wall Street dąży do krótkoterminowych zwrotów.

W USA wielkość sektora finansowego jako procentu produktu krajowego brutto wzrosła z 2,8% w 1950 r. do 7,59% w 2017 r. Finansjalizacja spowodowała także większy wzrost dochodów w sektorze finansowym niż w innych sektorach gospodarki. Osoby pracujące w amerykańskim sektorze finansowym odnotowały 70% wzrost dochodów w stosunku do pracowników w innych sektorach.

Jednym z głównych powodów tego była filozofia Wall Street, wynikająca z jej kapitalistycznych instynktów, które wykazywały, że większy zysk przynosi zarabianie pieniędzy na pieniądzach niż pieniędzy na produktach inżynieryjnych, materialnych.

Instrumenty finansowe zapewniały szybki zwrot przy relatywnie niewielkich nakładach. Inwestowano w oprogramowanie, które ułatwiło takie podejście, zamiast inwestować w kosztowne *brick and mortar* (cegły i zaprawy murarskie) potrzebne do budowy fabryk. W rezultacie przemysł finansowy odegrał znaczącą rolę w relatywnym spadku produkcji przemysłowej w USA.

Usługi finansowe są dla USA również ważnym źródłem eksportu. Ale chociaż USA mają największe i najbardziej płynne rynki finansowe na świecie, finansjalizacja nastąpiła również w wielu innych krajach, nawet na rynkach wschodzących, takich jak Meksyk i Turcja.

W USA i za granicą wzrost bankowości, zarządzania aktywami, ubezpieczeń i kapitału podwyższonego ryzyka – elementów składowych sektora finansowego – przyczyniał się również do wzrostu w innych sektorach gospodarki. Duże i płynne rynki finansowe z różnorodną ofertą produktów finansowych ułatwiają finansowanie inwestycji i wzrostu oraz chronią zakupy i inwestycje dzięki wykorzystaniu ubezpieczeń. Ułatwiają także handel międzynarodowy.

Wraz z utratą poczucia bezpieczeństwa, zapewnianego przez powojenne państwa dobrobytu, współcześnie ludzie sami są odpowiedzialni za radzenie sobie z niepewnością życia. To ryzyko wyrasta z elastyczności pracy i wycofania się państwa dobrobytu, ale też jest powodowane przez zmienność rynków finansowych, na których ludzie polegają, by móc zaspokoić swoje potrzeby. Dlatego skutkiem demokratyzacji finansów jest nie tylko wzrost strumieni finansowych, ale także powiększająca się konwergencja finansów i cyklu życia człowieka (Gulski, 2018). Finansjalizacja codziennych aktywności jest ułatwiona przez znaczący rozwój technologiczny i instytucjonalny, jaki miał miejsce w drugiej połowie XX w. Postęp w technologiach informacyjnych ułatwił rozwój detalicznej bankowości inwestycyjnej, pozwalając ludziom ze wszystkich grup społecznych stać się inwestorami. Finansjalizacja codziennych aktywności jest wspomagana przez wielu pośredników, którzy włączają gospodarstwa domowe w zasięg oddziaływania globalnych rynków finansowych: banków, funduszy emerytalnych czy funduszy inwestycyjnych.

Proces finansjalizacji walut doprowadził również do dynamicznego rozwoju pozagiełdowego rynku walutowego – Forex. Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) dzienny wolumen tego rynku wyniósł 6,6 bln USD w kwietniu 2019 r., w porównaniu z 5,1 bln USD trzy lata temu, podczas gdy dolar miał najwyższe notowania. Dzienne obroty rynku walutowego wg Nowaka (2020) są 100-krotnie większe od obrotu na największej giełdzie świata – nowojorskiej Wall Street. Centra finansowe z całego świata łączą ze sobą uczestników i ich platformy transakcyjne, umożliwiając tym samym zawieranie transakcji 24 godziny na dobę przez 5 dni w tygodniu. Na przestrzeni ostatnich 10 lat wartość obrotów rynku walutowego wzrosła blisko 10-krotnie, co potwierdza jego zawrotny rozwój i coraz większą popularność, także wśród inwestorów indywidualnych.

Dolar amerykański zajmuje kluczową pozycję na rynku Forex i jest obecny w 88% wszystkich transakcji. W porównaniu z 2016 r. znaczenie euro wzrosło o 32%, a udział jena spadł o 5%. Znaczenie walut rynków wschodzących wzrosło, odpowiadając za około 25% codziennych globalnych transakcji. Głównymi uczestnikami rynku Forex są największe banki międzynarodowe oraz duże korporacje. Według danych wykonanych przez Euromoney w czerwcu 2019 blisko 65% obrotu na rynku Forex przypadało na 10 największych graczy. Wśród tej dziesiątki większość stanowiły banki, jak wynika z rysunku 1 (Nowak A., 2020).

Finansjalizacja to termin opisujący system gospodarczy lub proces, który próbuje zredukować wszelką wartość, która jest przedmiotem wymiany (czy to materialnej, czy niematerialnej, przyszłej lub obecnej) do instrumentu finansowego lub pochodnej instrumentu finansowego. Pierwotnym zamiarem finansjalizacji jest zatem możliwość zredukowania dowolnego produktu pracy lub usługi do wymiennego instrumentu finansowego. Stosowanie dźwigni finansowej oznacza natomiast swojego rodzaju dążenie do „zastępowania kapitału", a rynki finansowe wykazują tendencję do dominowania nad tradycyjną gospodarką przemysłową i ekonomiką rolnictwa. Analizując niedopasowanie zadłużenia z kredytów i pożyczek do dochodów w USA, wskazujące na narastanie niestabilności finansowej, Bezemer i Hudson (2016) twierdzą z pewną przesadą, że sfery finansów nie należy zaliczyć do „czystej" gospodarki.

Firmy mają ograniczone możliwości inwestowania w nowy sprzęt lub budynki, ponieważ są zobowiązane do wykorzystania swoich dochodów operacyjnych na opłacenie bankierów i posiadaczy obligacji, a także posiadaczy obligacji śmieciowych. Celem nie jest zapewnienie wymiernych inwestycji

kapitałowych lub podniesienie poziomu życia, ale generowanie odsetek, opłat finansowych za gwarantowanie fuzji i przejęć oraz zysków kapitałowych, które przypadają głównie osobom posiadającym dostęp do informacji poufnych, na czele z wyższym kierownictwem i dużymi instytucjami finansowymi. W rezultacie tradycyjny cykl koniunkturalny został przyćmiony przez sekularny wzrost zadłużenia.

Nazwa podmiotu	Procentowy udział w całkowitych obrotach
JP Morgan	9,81
Deutsche Bank	8,41
Citi	7,87
XTX Markets	7,22
UBS	6,63
State Street Corporation	5,50
HSTech	5,28
HSBC	4,93
Bank of America, Merrill Lynch	4,63
Goldman Sachs	4,50

Rys. 1. **Udziały wybranych banków w operacjach na rynku Forex**
Źródło: A. Nowak, *Rynek Forex – co to takiego?* Forex Club, 18.02.2020.

Zamiast większych zarobków pracowników, stawki godzinowe w ujęciu realnym spadły. Nastąpił spadek dochodu do dyspozycji netto po zapłaceniu podatków i potrąceniu „przymusowego oszczędzania" na ubezpieczenie społeczne i ubezpieczenie medyczne, składki na fundusz emerytalny i – co najważniejsze – obsługę zadłużenia z tytułu kart kredytowych, kredytów bankowych, kredytów hipotecznych, kredytów studenckich, kredytów samochodowych, składek na ubezpieczenie domu, ubezpieczenia na życie, prywatnych ubezpieczeń medycznych i innych opłat sektora finansowego. To relatywnie zmniejsza wydatki na towary i usługi.

W USA prawdopodobnie więcej pieniędzy zarobiono dzięki aprecjacji nieruchomości niż w jakikolwiek inny sposób. Jakie są długoterminowe konsekwencje, jeśli rosnący odsetek oszczędności i bogactwa jest wykorzystywany do zawyżania cen już istniejących aktywów – nieruchomości i akcji – zamiast do tworzenia nowej produkcji i innowacji? „Pieniądze" to głównie kreacja kredytu, ponieważ „pożyczki tworzą depozyty". Zatem jakikolwiek wzrost sumy transakcji towarów i usług w końcowym PKB znajduje odzwierciedlenie w kredytach bankowych wspierających te transakcje (obok kredytu kupieckiego między przedsiębiorstwami, a teraz także lokat na rynku pieniężnym). Jednak od lat 80. XX w. kredyty bankowe wzrosły w stosunku do PKB (tzn. w stosunku do dochodu). Duża część kredytu utworzonego od tamtego czasu została wykorzystana nie na produkcję, ale na inflację cen aktywów, podnoszącą koszty utrzymania. Konsumenci – zwłaszcza ci, którzy posiadają nieruchomości, akcje i obligacje – popadli w większe zadłużenie, aby utrzymać poziom życia. Obecnie uznaje się, że poziom życia w USA od lat 70. jest napędzany długiem, a nie wspierany dochodami. Pozostało to w dużej mierze niezauważone, aż do pęknięcia bańki, ponieważ podstawowe rozróżnienie przepływów kredytowych zostało wykluczone z programu nauczania ekonomii (Bezemer, Hudson, 2016).

Chociaż poziom finansjalizacji polskiej gospodarki odbiega od poziomu krajów rozwiniętych, to kultura finansjalizacji zakorzenia się w specyficzny sposób także w naszym kraju. Z jednej strony korzystamy z renty „zacofania" i np. polski sektor bankowy charakteryzował się ograniczonym zakresem wykorzystania sekurytyzacji aktywów, ponieważ koncentrował się przede wszystkim na przyjmowaniu depozytów podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów. Z drugiej strony udział w międzynarodowej wymianie i konieczność sprostania jej współczesnym wymogom wzmacniają uzależnienie od światowych finansów, czego przykładem mogą być opcje walutowe, które miały chronić przedsiębiorców przed ryzykiem kursowym, lub kredyty mieszkaniowe denominowane w szwajcarskiej walucie i problemy z tym związane.

Począwszy od kryzysu z 2008 r., największe banki centralne prowadziły skup aktywów (tzw. *quantitative easing* – QE). Łagodzenie ilościowe (w skrócie QE) jest strategią polityki pieniężnej stosowaną przez banki centralne, takie jak Rezerwa Federalna czy EBC. W przypadku QE bank centralny kupuje papiery wartościowe, próbując obniżyć stopy procentowe, zwiększyć podaż pieniądza i zwiększyć liczbę kredytów dla konsumentów i przedsiębiorstw. Wszystko

to ma na celu pobudzenie aktywności gospodarczej w czasie kryzysu finansowego i utrzymanie przepływu kredytów. Za pomocą wykreowanej z powietrza waluty nabywane są przede wszystkim *obligacje rządowe* i *korporacyjne*, ale też akcje czy REIT'y (*real estate investment trusts*). Bankierzy sztucznie podbijali ich ceny. Notowania akcji czy obligacji rosły zazwyczaj szybciej niż wynagrodzenia.

Aktywa finansowe znajdują się głównie w posiadaniu osób zamożnych i instytucji. Przeciętny człowiek, mając pewne nadwyżki, przeznacza je najczęściej na remont domu/mieszkania, zakup samochodu, wakacje czy edukację dzieci. Istnieją duże grupy osób, które żadnych oszczędności nie posiadają. Z założenia luzowanie ilościowe (QE) powoduje wzrost cen aktywów. Kiedy banki centralne dostarczają ogromną ilość płynności w celu zakupu obligacji skarbowych, podnosi to wartość tych obligacji. Ma to również wpływ na inne segmenty rynków finansowych, ponieważ luzowanie ilościowe zwiększa również popyt na inne aktywa, w tym obligacje korporacyjne i akcje.

Od początku istnienia programu luzowania ilościowego w strefie euro było np. jasne, że taki program będzie miał nie tylko ograniczony wpływ na wzrost i inflację, ale także będzie miał istotne niezamierzone konsekwencje. W szczególności łagodzenie ilościowe prawie automatycznie zwiększa nierówności majątkowe. A zatem QE przynosiło głównie korzyść najbogatszym; zostało zresztą nazwane „polityką monetarną dla bogatych" (Jourdan, 2017).

Według Rydzewskiej (2017) procesy finansjalizacji mogą być rozpatrywane w *szerokim* i *wąskim* znaczeniu. W wąskim ujęciu kategoria ta odnosi się do działalności niefinansowych podmiotów ekonomicznych wypracowujących dochody głównie w ramach działalności finansowej, a nie tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej.

W ujęciu szerokim finansjalizację należy wiązać z procesem *autonomizacji sfery finansowej* w relacji do sfery realnej, a nawet nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. Rynki finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną i na efekty gospodarowania.

Finansjalizacja w tradycyjnym ujęciu (jako zorganizowany rynek stanowiący własność członków giełdy) pełni służebną rolę w stosunku do gospodarki realnej w ramach funkcji alokacyjnej, mobilizacyjnej czy wartościującej. Giełda jednocześnie jako segment rynku finansowego napędza niektóre zjawiska finansjalizacji, np. rozwoju instrumentów pochodnych.

Najczęściej prezentowane w literaturze przejawy rosnącej intensywności procesów finansjalizacji są następujące (Ratajczak, 2017):

- globalizacja rynków finansowych i rola tzw. *transakcji niewidzialnych* (ok. 75–80% obrotów finansowych w skali globalnej dotyczy transakcji, którym nie towarzyszy przepływ towarów czy usług niefinansowych);
- inflacja aktywów finansowych i instrumentów finansowych (wg danych BIS za I poł. 2019 r. łączna kwota nominalna niespłaconych kontraktów na rynku instrumentów pochodnych wynosiła 640 bln USD, ale wartość rynkowa brutto wszystkich kontraktów znacznie mniej – około 12 bln USD; Maverick, 2020);
- wykształcenie się zjawiska tzw. *kapitału niecierpliwego*;
- coraz wyraźniejsze przejawy występowania pieniądza nie w roli środka wymiany, ale samoistnego przedmiotu wymiany oraz sprowadzanie tradycyjnie rozumianych towarów do roli etapu pośredniego w *zamianie pieniądza na pieniądz*;
- skala lewarowania działalności gospodarczej, a w tym samej sfery finansowej;
- rosnąca rola instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce;
- rosnący udział aktywów finansowych w aktywach gospodarstw domowych, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, upowszechnianie się postaw rentierskich i świata piramid Ponziego;
- zmiany w sferze własności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw, czego wyrazem jest coraz większa rola właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej, często reprezentujących tzw. „gorący" czy też „niecierpliwy" kapitał nastawiony na krótkookresową rentowność inwestycji, a nie długookresowy zwrot z kapitału;
- zmiany w sferze zarządzania związane z upowszechnieniem się idei *shareholder value* (wartość dla akcjonariuszy), która zastąpiła w znacznej mierze eksponowaną wcześniej koncepcję *stakeholder value* (wartość dla interesariuszy);
- rosnące m.in. za sprawą rozwoju rynku instrumentów pochodnych zjawisko własności bez świadomości własności i bez odpowiedzialności z tytułu własności;
- zmiany w sferze etycznej, w której etyka biznesu raz po raz służy de facto uzasadnianiu działań nie w pełni zgodnych z zasadami etyki jako takiej

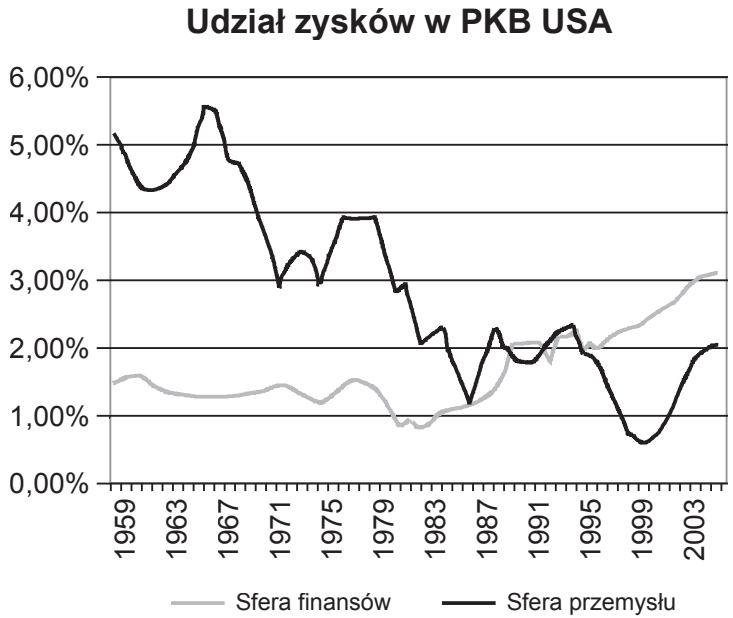
oraz rozwój biznesu w stylu filmowego Gordona Gekko i erozja kapitału społecznego;

- odejście od „systemu fordowskiego" w relacjach świata pracy i świata kapitału (liberalizm zakorzeniony społecznie) na rzecz reguł neoliberalnych, w których praca ludzka jest traktowana przede wszystkim jako jeden z nakładów, który, tak jak każdy, powinien przede wszystkim podlegać minimalizacji w relacji do zakładanych efektów;
- rosnący wpływ rynków finansowych oraz elit finansowych na politykę ekonomiczną, jak i efekty gospodarowania; związki polityki i świata finansów (tzw. obrotowe drzwi) i kształtowanie się kompleksu finansowo-politycznego (Steven Mnuchin, wcześniej np. Robert Rubin, Hank Paulson; wszyscy wymienieni to sekretarze skarbu USA, związani wcześniej z bankiem Goldman-Sachs);
- nasilanie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych.

Wymienione procesy wpływają na jakość alokacji środków finansowych w gospodarce, zdolność do mobilizacji oszczędności oraz wiarygodność wyceny instrumentów finansowych.

Nie wszystkie z przejawów dojrzałej finansjalizacji występują we wszystkich gospodarkach i z taką samą siłą. To przede wszystkim gospodarki, które można określić mianem „dojrzałych finansowo" dostarczają najwięcej przykładów ilustrujących przejawy tego procesu. Widoczne jest to na przykładzie udziału zysków sfery finansowej czy udziału sektora finansów w PKB konkretnego kraju (por. rys. 2, 3 i 4). Palley (2007) wskazuje na wczesne lata 80. XX w. jako moment intensywnego zapoczątkowania finansjalizacji gospodarki, a jednocześnie na zobrazowanie jej zasadniczej cechy – generowanie popytu dokonuje się nie poprzez wzrost płac towarzyszący wzrostowi wydajności, ale zostaje przesunięte w obszar wydatków konsumpcyjnych dokonywanych na kredyt.

Jeden z napędów gospodarki, który należy do jej sfery realnej, zostaje zastąpiony przez działania w jej sferze finansowej. W latach 1980–2007 udział zadłużenia gospodarstw domowych w ich dochodach wzrósł w USA z 70% do 132% (Palley, 2007). Tego nie można wytłumaczyć wprost przyspieszeniem stopy zadłużenia gospodarstw domowych.

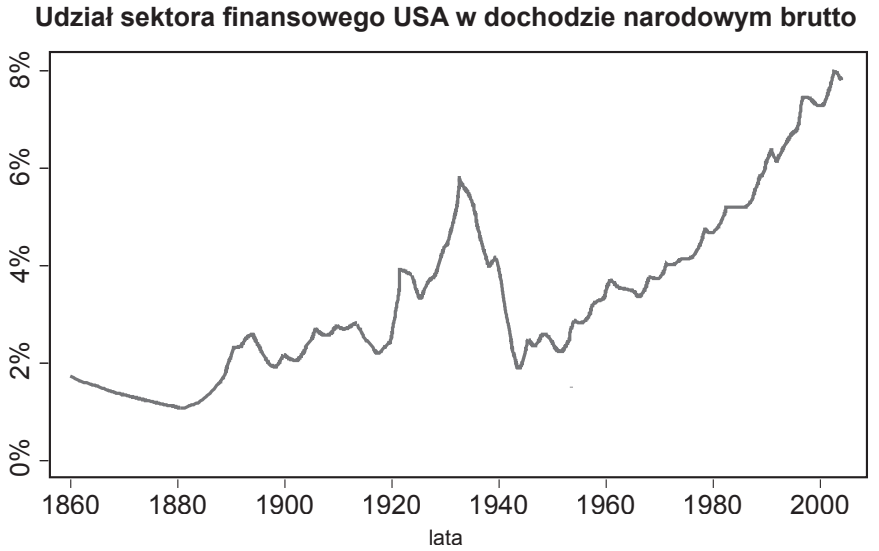


Rys. 2. **Udział zysków sfery finansów i przemysłu w PKB USA w latach 1959–2003**
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Profits Finance vs Manufacturing*. Wikimedia Commons.

To raczej wzrost dochodów gospodarstw domowych spadł w tym okresie bez proporcjonalnego spowolnienia zadłużenia gospodarstw domowych. Niektórzy analitycy tłumaczą wzrost tego wskaźnika jako wynik stagnacji płac i wolniejszego wzrostu dochodów, skłaniających gospodarstwa domowe do większego zadłużania się w celu sfinansowania względnie stabilnego poziomu konsumpcji. Rola kredytu w generowaniu amerykańskiego popytu konsumpcyjnego może być wyjaśniona po części przez gospodarczą aktywność odległych inwestorów, którzy eksportując dużo do USA stymulowali tutejsze zwyczaje konsumpcyjne. Amerykański sektor finansowy przerzucił w ten sposób pomost pomiędzy nadmiernie konsumującymi mieszkańcami USA, a zbyt mało konsumującą i zbyt słabo stymulowaną konsumpcyjnie resztą świata.

Należy wskazać też na rosnącą przewagę dochodów pracowników zatrudnionych w sektorze finansowym na tle pracujących w innych branżach. Najbardziej lukratywne stanowiska analityków finansowych znajdują się na Wall Street. Według raportów, średnia pensja analityków posiadających

certyfikat CFA wahała się od 180 000 do 300 000 USD rocznie w 2018 r., przy medianie wynoszącej dla reprezentantów tej grupy ok. 85 000 USD (Sraders, 2018). Z tym zjawiskiem wiąże się, w pewnym stopniu, postępujące rozwarstwienie dochodowe populacji. Pogłębiając nierówności dochodowe, finansjalizacja wywiera wpływ na kształtowanie się preferencji edukacyjnych i zawodowych najzdolniejszej części młodego pokolenia.



Rys. 3. **Udział sektora finansowego USA w dochodzie narodowym brutto USA w latach 1860–2000**

Źródło: Opracowano na podstawie: T. Philippon, *The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence*. Published: 2008.

Finansjalizację upatrywać można również w coraz większej kontroli właścicielskiej, jaką w stosunku do korporacji przemysłowych sprawują instytucje finansowe. Amerykańskie gospodarstwa domowe w 1945 r. posiadały bezpośrednio 94% akcji notowanych na amerykańskich giełdach i chociaż udział ten stopniowo malał, to jeszcze do końca lat 70. pozostawał zbliżony do 70%. Od przełomu lat 70. i 80. redukcja bezpośredniego udziału gospodarstw domowych w łącznym kapitale akcyjnym uległa przyspieszeniu, by w 2013 r. znaleźć się na poziomie 38%.

Rys. 4. **Udział zysków sektora finansowego w USA w zyskach ogółem w latach 1948–2007**

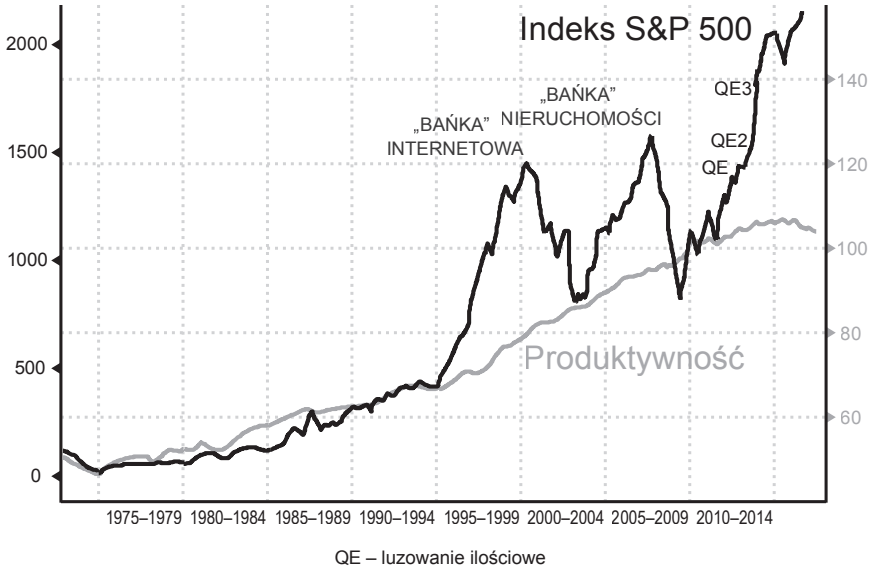
Źródło: Opracowano na podstawie: N. Smith, *How Finance Took Over The Economy*. Bloomberg View, 20.04.2016.

Więcej Amerykanów niż kiedykolwiek inwestuje na giełdzie. Zaledwie 30 lat temu tylko około 30% posiadało jakiekolwiek akcje – obecnie jest ich więcej niż 50%, ale ich udział w kapitale akcyjnym maleje (Schrager, 2019).

Wrażenie, jakie wywołuje statystyka mówiąca o tym, że ponad połowa Amerykanów ma „udziały" w rynkach finansowych, szybko traci na znaczeniu, gdy weźmie się pod uwagę, że 40% właścicieli akcji posiada w nich jedynie „znikome" kwoty (Thomson, Dutta, 2019). 70% amerykańskich gospodarstw domowych nadal posiada niewiele akcji lub nie posiada ich wcale. Podsumowując, większość ludzi nie korzysta z rosnących cen akcji czy zwiększających się wypłat dywidend. Ponadto pojęcie demokracji finansowej odwraca uwagę od faktu, że sektor ten jest w rzeczywistości wysoce skoncentrowany. Jeśli przed kryzysem wiele instytucji było uważanych za „zbyt duże, by upaść", to wraz z restrukturyzacją sytuacja się pogorszyła. W 2009 r. tylko pięć banków inwestycyjnych kontrolowało 37% aktywów finansowych w USA (Thomson, Dutta, 2019).

Przepaść majątkowa między najbogatszymi i najbiedniejszymi rodzinami Ameryki wzrosła ponad dwukrotnie w latach 1989–2016. Według analizy

danych Rezerwy Federalnej z 2016 r. przeprowadzonej przez E. Wolffa, wykładowcy ekonomii na New York University, 84% akcji należących do amerykańskich gospodarstw domowych znajduje się w rękach 10% najbogatszych Amerykanów (Marte, 2020). Kiedy więc rynek akcji odnotowuje przełomowy rok – np. prawie 30% wzrost indeksu S&P 500 w 2019 r. – wypłata trafia przede wszystkim do ludzi, którzy są już bogaci. Co ciekawe, wzrost wartości akcji nie koresponduje ze wzrostem produktywności gospodarki, ale wzrostem ilości pieniądza na rynku, m.in. dzięki programom „luzowania ilościowego" (*quantitative easing* – QE), co widoczne jest na rysunku 5.



Rys. 5. **Luzowanie ilościowe w USA vs index S&P 500**

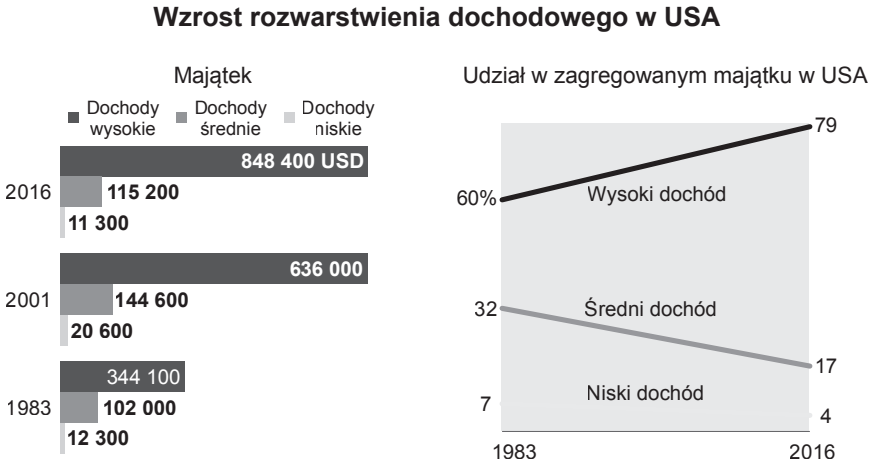
Źródło: Opracowano na podstawie: *How We Lost Control Of The Real Economy By Trying To Control Everything*. Crush The Market Blog, 18.10.2016.

Prawie 90% rodzin posiadających akcje wykonuje prawa do nich poprzez konto emerytalne z odroczonym podatkiem, co oznacza, że nie mogą uzyskać dostępu do pieniędzy, dopóki nie osiągną wieku emerytalnego, chyba że zapłacą karę (Marte, 2020). To znaczy, że dla większości Amerykanów wzrost cen akcji jest raczej nieistotny dla ich dobrobytu. Ten trend w zakresie rozkładu bogactwa potwierdzają rysunki 6, 7 i 8. Wynika z nich, że w ciągu

ostatnich kilkunastu lat rozwarstwienie majątkowe w USA pogłębiło się na korzyść grupy o najwyższych dochodach.

Filar (2019) zaznacza, że nowymi, znaczącymi właścicielami akcji stały się natomiast wielkie instytucje rynku finansowego – różnorodne fundusze inwestycyjne (20%), fundusze emerytalne (16%), towarzystwa ubezpieczeniowe (7%), fundusze hedgingowe (3%) oraz instytucjonalni inwestorzy zagraniczni (14%).

Analizując obszary wpływu finansów na gospodarkę, Palley (2007) stwierdził, że rynki finansowe przejęły kontrolę nad korporacjami poprzez forsowanie paradygmatu maksymalizacji wartości giełdowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem. W efekcie korporacje służą obecnie interesom rynków finansowych oraz najwyższej kadry menedżerskiej.

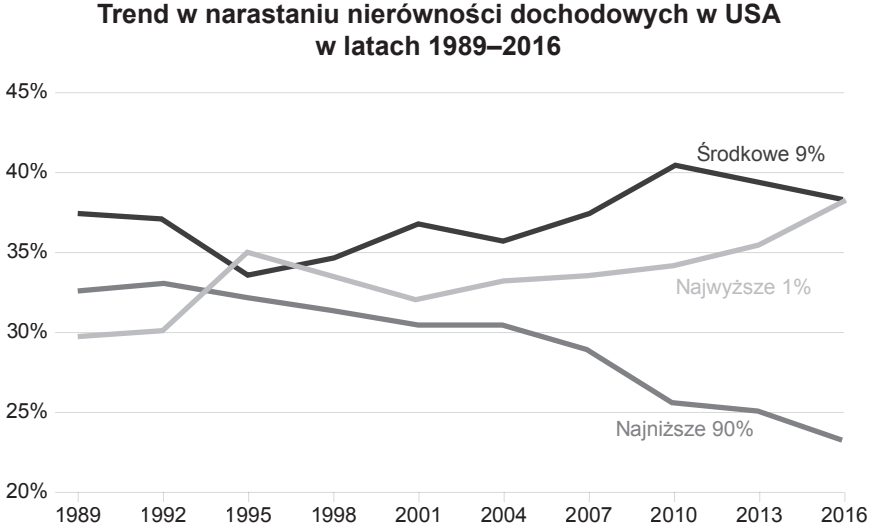


Rys. 6. **Narastanie rozwarstwienia dochodowego w USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: J.M. Horowitz, R. Igielnik, R. Kochhar, *Trends in income and wealth inequality*. Pew Research Center, 9.01.2020.

Większość transakcji na rynku odbywa się przy udziale inwestorów instytucjonalnych. Według niektórych szacunków inwestorzy instytucjonalni stanowią ponad 70% wolumenu obrotu akcjami. Odsetek akcji korporacyjnych posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych radykalnie wzrósł w ciągu ostatnich 60 lat. Wśród pięciuset menedżerów zarządzających globalnymi aktywami, ci z USA mają władzę nad 53% tych aktywów (Fichtner, 2019). W amerykańskim sektorze finansowym udział w zyskach korporacji podwoił się w latach

1988–2008. Zauważalną różnicą było to, że zysk sektora finansowego wzrastał w szybszym tempie niż reszty gospodarki, a więc sektora niefinansowego. Dane Amerykańskiego Biura Analiz Ekonomicznych dotyczące dochodu narodowego pokazują, że udział dochodów sektora finansowego w PKB urósł z 9,5% w 1980 r. do 15,6% w 2007 r. (Guttmann, 2017).

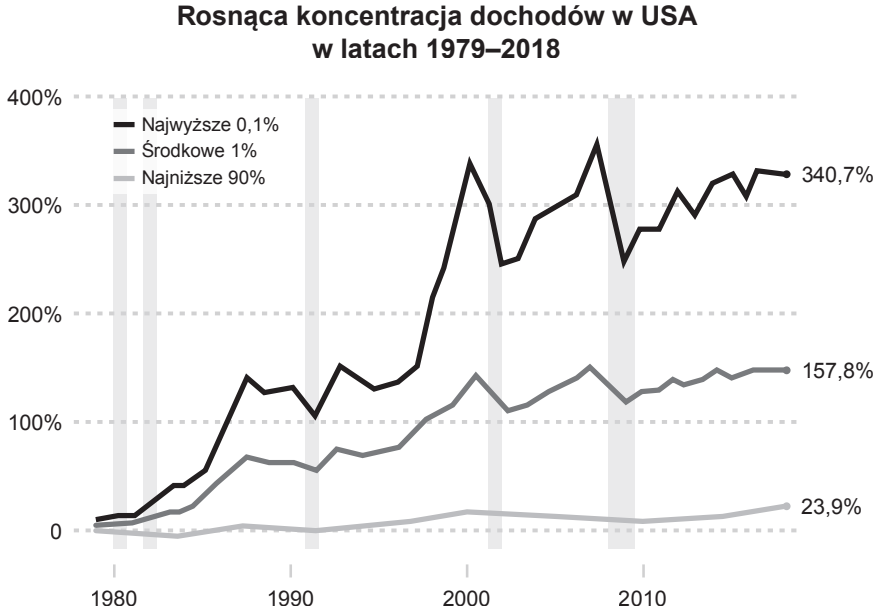


Rys. 7. **Trend w narastaniu nierówności dochodowych w USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: G. Leiserson, W. McGrew, R. Kopparam, *The distribution of wealth in the United States and implications for a net worth tax*. Washington Center for Equitable Growth, 21.03.2019.

Wraz ze wzrostem zysków sektora finansowego powiększała się luka płacowa między obydwoma grupami. Sektor finansowy przyciągał często najlepsze zasoby ludzkie, ale jego praktyki i wartości przeniknęły do gospodarki niefinansowej. Wydaje się, że firmy w coraz większym stopniu były zarządzane zgodnie z zasadami sprawozdawczości i krótkoterminowymi celami rynków kapitałowych. Wszystko to miało negatywny wpływ na gospodarkę realną, a mianowicie na inwestycje przedsiębiorstw: realne inwestycje przedsiębiorstw prywatnych jako procent ich wartości dodanej spadły o około 2% w ciągu 30 lat. Gdyby stopa zysku sektora finansowego utrzymywała się na stałym poziomie przez 20 lat (do 2008), stopa inwestycji w gospodarce

realnej wzrosłaby, zamiast wykazać łagodną tendencją spadkową, a wyższe inwestycje realne z kolei zwiększyłyby produkcję i dochody (Khatiwada, 2010).



Rys. 8. **Rosnąca koncentracja dochodów w USA**

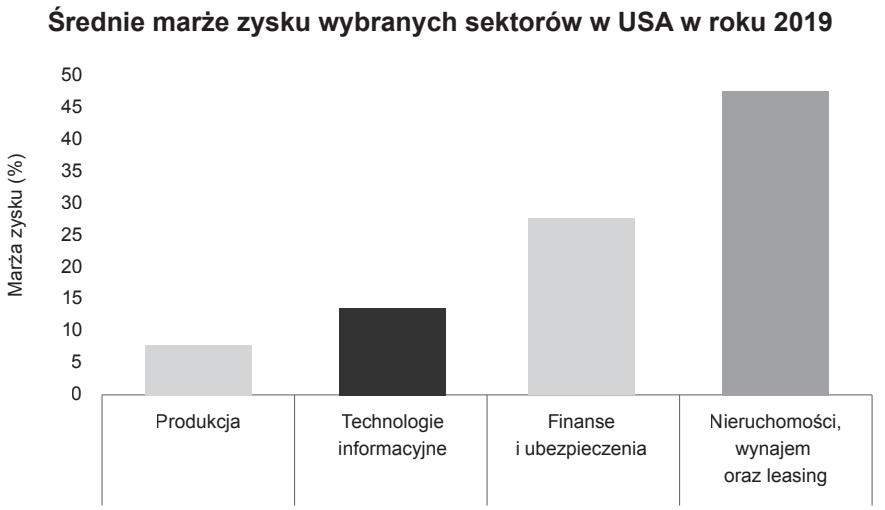
Źródło: Opracowano na podstawie: L. Mishel, J. Wolfe, *Top 1.0 percent reaches highest wages ever – up 157 percent since 1979*. Working Economics Blog. Posted: 18.10.2018.

Laureat Nagrody Nobla James Tobin ostrzegł już dawno, że sektor finansowy zużywa nieproporcjonalną część naszych zasobów:

> *Przyznaję się do niepokojącego fizjokratycznego podejrzenia, być może niestosownego u naukowca, że wyrzucamy coraz więcej naszych zasobów, w tym śmietankę naszej młodości w działalność finansową oddaloną od produkcji towarów i usług, która generuje wysokie korzyści prywatne nieproporcjonalne do ich produktywności społecznej. Podejrzewam, że ogromna moc komputera jest wykorzystywana w tej „papierowej gospodarce" nie po to, aby dokonywać tych samych transakcji bardziej ekonomicznie, ale aby zwiększyć ilość i różnorodność wymiany finansowej.* (Khatiwada, 2010)

Przejawy *finansjalizacji* dostrzec można także w zmieniającej się branżowej strukturze zysków amerykańskich korporacji. W 1967 r. z korporacji zaliczanych do sektora finansowego pochodziło 13% ogółu zysków. W tym samym roku korporacje produkcji przemysłowej przynosiły 49,2% ogółu zysków, a transportowe – 13,2%. W 2016 r. struktura ta kształtowała się w sposób głęboko odmienny – udział zysków korporacji finansowych wzrósł z 13% do 23,2%, natomiast przetwórstwa przemysłowego spadł z 49,2% do 18,2%, zaś transportowych – do 2,6%.

Operatorzy z sektora finansów i ubezpieczeń cieszą się jednymi z najwyższych marż zysku w gospodarce USA. Oczekiwano, że średnia marża zysku operatorów z branży banków przemysłowych osiągnie 51,8% rocznych przychodów w 2019 r., znacznie powyżej średniej dla sektora wynoszącej 26,6% przychodów. Marże zysku dla banków przemysłowych są znacznie wyższe niż dla wielu banków komercyjnych, ponieważ naliczają wyższe stopy procentowe, co generuje większe przychody odsetkowe i marże zysku (por. rys. 9). Korporacje finansowe przynosiły więc większe zyski niż razem wzięte korporacje produkcji przemysłowej i branża transportu.



Rys. 9. **Średnie marże zysku wybranych sektorów w USA w 2019 r.**

Źródło: Opracowano na podstawie: M. Lifschutz, *Top 10 Most Profitable US Industries*. IBISWorld, 06.06.2019.

Znacząca zmiana dokonała się także w obszarze zysków tworzonych przez amerykańskie korporacje w działalności poza granicami USA. W 1967 r. przynosiły one 5,6% ogółu zysków, a w 2016 r. – już 18,2% (Filar, 2019).

W uproszczeniu model gospodarki, która uległa finansjalizacji, przedstawia się wg Filara (2019) następująco:

- konsumpcja w coraz większym stopniu finansowana jest poprzez zaciąganie kredytu i wzrost zadłużenia gospodarstw domowych;
- kontrola właścicielska nad podmiotami sfery realnej w coraz większym stopniu przechodzi w ręce podmiotów ze sfery finansowej;
- rosnąca część produkcji przenoszona jest za granicę (*low cost countries*) w poszukiwaniu niższych kosztów siły roboczej;
- aktywa finansowe niemal bez ograniczeń transferowane są z kraju do kraju;
- powiększa się udział zysków generowanych przez sferę finansową w łącznych zyskach gospodarki, czemu towarzyszy pogłębiające się rozwarstwienie dochodowe społeczeństwa; zwiększają się przychody osiągane przez sektor finansowy z tytułu obsługi zadłużonych gospodarstw domowych (krąg finansowych współzależności ulega zamknięciu).

1.3. Uwarunkowania mikro- i makroekonomiczne rozwoju finansjalizacji

Krytycy finansjalizacji koncentrują się na podkreślaniu oczekiwania inwestorów na krótkoterminowe zyski. Według nich taka koncentracja może zakłócić długoterminowe cele firm i negatywnie wpłynąć na jakość produktów. Wykładowca MIT S. Berger pisała o sprawie Timkena, producenta przekładni i stali specjalnej z Ohio, który został zmuszony do zerwania pionowo zintegrowanej działalności z powodu dążenia akcjonariuszy do maksymalizacji zysków (Kenton, 2019). Kierownictwo, które było temu przeciwne, argumentowało, że wpłynie to na ogólną jakość produktu. Kontrolowanie atrybutów każdego komponentu użytego w montażu końcowym pomagało producentowi dostarczyć konsumentowi lepszy produkt.

W literaturze przedmiotu spotyka się również twierdzenie, że finansjalizacja doprowadziła do „nieproduktywnego" kapitalizmu i że jest obecnie używana głównie jako kategoria całkowicie nowego etapu kapitalizmu, w którym zyski pochodzą głównie nie ze sfery produkcji, ale z wywłaszczenia finansowego, przypominającego lichwę. Jeszcze inne badania koncentrują się na sposobach, w jakich duże firmy zdominowały gospodarkę z powodu finansowania.

Ta dominacja wynika przede wszystkim z ich zdolności do zaspokajania potrzeb rynków finansowych i grania na nich. W tym względzie nie ma równych warunków dla małych firm, ponieważ nie są one w stanie wygenerować oczekiwanych zwrotów pieniężnych wymaganych przez dużych inwestorów.

Pierwszym i szeroko zbadanym aspektem finansjalizacji są rozwijające się powiązania między branżą finansową, a innymi sektorami gospodarki. Chodzi o takie elementy jak ulokowanie kapitału lub generowanie zysków w sferze finansowej, a nie produkcyjnej, koncentracja na wartości dla akcjonariuszy i wzrost liczby rentierów. Ewolucja form zarobkowych jest przedmiotem zainteresowania Krippnera (2005), który uważa finansjalizację za wzorzec akumulacji, w którym generowanie zysków odbywa się coraz częściej kanałami finansowymi, a nie poprzez handel i produkcję towarów. Epstein i Power (2003) podkreślają również rosnące znaczenie zysków z transakcji finansowych w spółkach niefinansowych, a Stockhammer (2004) wskazuje na finansjalizację jako „zwiększoną aktywność przedsiębiorstw niefinansowych na rynkach finansowych", mierząc ją odpowiednimi strumieniami dochodów. Kolejnym elementem tego zjawiska jest waga aktywów finansowych w stosunku do rzeczowych aktywów trwałych (Stockhammer, 2004).

Na poziomie firmy finansjalizację należy rozumieć jako dążenie do dominacji maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy wśród różnych celów korporacyjnych. Zmiana ta nastąpiła wraz z pojawieniem się różnych rodzajów funduszy – funduszy emerytalnych, funduszy wspólnego inwestowania, a także funduszy hedgingowych – które łączą mniejszych inwestorów dla korzyści skali (lepsza dywersyfikacja, więcej informacji, niższe koszty transakcji itp.). Szybki rozwój tzw. inwestorów instytucjonalnych zmienił ich w głównych akcjonariuszy dużych firm na całym świecie. Często wykorzystują swoje prawa własności, aby narzucić logikę finansową opartą na kwartalnym zysku przypadającym na akcję jako miarę wyników, logikę panującą w zasadach zarządzania władz korporacyjnych. W związku z tym pod silną presją rynku menedżerowie traktują priorytetowo wyniki krótkoterminowe nad działaniami długoterminowymi, które byłyby znacznie bardziej produktywne dla wzrostu badań i rozwoju, odnowy infrastruktury i urządzeń, kształcenia umiejętności siły roboczej, długoterminowych relacji z dostawcami.

Przejawem ewolucji relacji między branżą finansową a innymi sektorami gospodarki jest więc coraz większy nacisk na wartość dla akcjonariuszy wewnątrz firm.

Badanie ładu korporacyjnego i stosunków pracy stało się, w związku z tym, ważnym obszarem debaty na temat finansjalizacji. Coraz większy nacisk na wartość dla akcjonariuszy doprowadził do przyjęcia wyrafinowanych technik inżynierii finansowej i takich praktyk jak:

- szerokiego stosowania fuzji i przejęć;
- większej presji na ich podstawową działalność;
- przeprojektowania łańcuchów produkcyjnych;
- zmniejszenia wielkości poprzez wykup akcji.

Rosnącego nacisku na wartość dla akcjonariuszy nie można oddzielić od coraz bardziej intensywnego wykorzystania emisji akcji jako formy finansowania kosztem bankowego finansowania dłużnego. Pojawia się więc pytanie, czy koncentracja na interesach akcjonariuszy i wynikający z tego podział zysków odbywa się kosztem reinwestowania, co byłoby szkodliwe dla wzrostu przedsiębiorstw. Oznaczać to może zmianę strategii zarządzania z „zatrzymywania i inwestowania" zysków na ich „zmniejszanie i dystrybucję".

Takie krótkookresowe podejście zarządów ogranicza pozytywne nastawienie kierownictwa w odniesieniu do koniecznych inwestycji i może powodować drenaż wewnętrznych środków finansowych poprzez wyższe wypłaty dywidendy i wykup akcji w celu podniesienia ich cen i wartości dla akcjonariuszy – z negatywnym wpływem na wzrost firm. Krótkoterminowe myślenie o rozwoju firm zaobserwowano już w latach 90. Wraz z tymi zmianami, kapitał w gospodarce „zajął miejsce w dążeniu do krótkookresowych całkowitych zwrotów" (Minsky, 1998).

Dominacja interesów akcjonariuszy, wzmocniona przewagą opcji na akcje i premii za wyniki w oparciu o zysk, jako głównych składników wynagrodzenia kierownictwa, była głównym winowajcą spowolnionych nakładów inwestycyjnych w stosunku do historycznie wysokich poziomów rentowności przedsiębiorstw w ciągu paru dekad. Empiryczne dowody świadczą o tym, że w ciągu ostatnich 30 lat miał miejsce stały wzrost wypłat dywidend i wykupu własnych akcji (Gulski, 2018). Choć polityka wartości dla akcjonariuszy miała na celu wzmocnienie pozycji akcjonariuszy w obliczu autonomizacji menedżerów, to pozwoliła menedżerom najwyższego szczebla osiągnąć bezprecedensowy stopień bogactwa (zwłaszcza poprzez motywacyjne wynagradzanie). Ze względu na przejście od wynagrodzeń do opcji na akcje, korzyści kierownictw wzrosły wykładniczo od lat 80. XX w. Wzbogacenie

akcjonariuszy i kierowników odbyło się z uszczerbkiem dla zarobków pracowników. Restrukturyzowanie działalności przedsiębiorstw w imię wartości dla akcjonariuszy było związane z utratą pracy i innymi ograniczeniami.

Inwestycje wiążą się z bezpośrednimi nakładami i opóźnionymi korzyściami, dlatego mają tendencję do zmniejszania zysków na początku, a następnie zwiększania ich później. Nie jest to łatwa decyzja, gdy głównym celem jest zysk kwartalny. Istnieje oczywiście często tańsza alternatywa kupowania już istniejących mocy produkcyjnych na (giełdowym) rynku kontroli korporacyjnej poprzez fuzje lub przejęcia, ale to osłabia zdolność akumulacyjną firm (Stockhammer, 2003).

Fuzje mają dodatkową zaletę, z punktu widzenia sektora jako całości, polegającą na uniknięciu wzrostu mocy produkcyjnych, a tym samym zapobieganiu globalnym problemom nadprodukcji, które w świetle niezwykle szybkiej industrializacji gospodarek rynków wschodzących w niektórych częściach Azji i Europy Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i Afryki mogą stanowić zagrożenie. Globalny boom fuzji lat 90. i 2000, stanowiący dobry biznes dla banków inwestycyjnych, okazywał się raczej wzrostem aktywów finansowych niż inwestycjami zwiększającymi produktywność. I rzeczywiście, w tym okresie obserwowano ogromny wzrost portfeli aktywów finansowych przedsiębiorstw niefinansowych, przy czym dochody finansowe (odsetki, dywidendy, zyski kapitałowe) stawały się coraz ważniejsze.

Część tego trendu może również odzwierciedlać zmieniającą się koncepcję wiodących firm jako koordynatorów globalnych sieci produkcyjnych, których zdolność do decentralizacji produkcji zależy od centralizacji gromadzenia przepływów pieniężnych i inwestowania ich w płynne aktywa w celu łatwiejszego przeniesienia kapitału. Wraz z rozwojem tego trendu coraz trudniej było uchwycić całą dynamikę inwestycji amerykańskich lub europejskich korporacji, patrząc tylko na dane inwestycyjne ich krajów.

W kontekście prowadzonych rozważań należy wskazać na zjawisko określone mianem „zawłaszczania (zatrzymywania) wartości", opisane szczegółowo przez Gulskiego (2018). Zatrzymanie wartości jest podstawowym czynnikiem warunkującym dostarczenie jej interesariuszom, w szczególności akcjonariuszom. Umiejętne zarządzanie przedsiębiorstwem może jednak nie wystarczać do tego, by zatrzymać wartość w rozmiarach pozwalających na zaspokojenie oczekiwań interesariuszy (głównie akcjonariuszy), i dlatego niektóre

przedsiębiorstwa podejmują działania, które mają doprowadzić do zwiększenia zatrzymanej wartości ponad wygenerowaną wielkość. Dostarczenie wartości akcjonariuszom, czy innym interesariuszom przedsiębiorstwa, jest uwarunkowane przede wszystkim zapewnieniem sobie przez przedsiębiorstwo możliwości dysponowania wartością w wystarczającej wielkości. W literaturze przedmiotu takie zapewnienie jest właśnie określane pojęciem „zatrzymania wartości". Gulski (2018), prezentując rodzaje działań zapewniających zawłaszczenie wartości, cytuje jednego z autorów, wg którego finansjalizacja sprowadziła zarządzanie przedsiębiorstwem do „spełniania oczekiwań i potrzeb uczestników rynku finansowego, a nie konsumentów".

Istnieje przekonanie, że finansjalizacja może wpływać na *inwestycje, konsumpcję i dystrybucję*. W odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw w kapitał akcyjny, wzrost orientacji na wartość dla akcjonariuszy może mieć dwojaki wpływ na zarządzanie. Rosnący popyt akcjonariuszy na dywidendy zmniejsza środki wewnętrzne niezbędne na cele inwestycyjne. Ponadto inwestycje są w coraz większym stopniu finansowane długiem, co prowadzi do rosnących zobowiązań z tytułu odsetek (Kliman, Williams, 2015). Zrównanie interesów akcjonariuszy i menedżerów poprzez zmienne wynagrodzenie w postaci opcji na akcje zmienia preferencje menedżerów z wysokich stóp wzrostu na wysoką krótkoterminową rentowność (Hein, 2009).

Finansjalizacja wpływa także na dystrybucję dochodu. W odniesieniu do funkcjonalnego podziału dochodu, przynajmniej w średnim okresie, rosnący popyt akcjonariuszy na wypłaty dywidend odbywa się kosztem udziału płac w dochodzie narodowym. Koncepcja ta opiera się teoretycznie na koncepcji cen marżowych Kaleckiego. Wynika to z założenia, że w średnim okresie marża staje się elastyczna pod względem dywidendy, a więc firmy są w stanie przenieść wypłaty dywidendy, stanowiące wzrost kosztów ogólnych, na wzrost marży w ustalaniu cen przez firmy (Hein, 2014b).

W odniesieniu do inwestycji dowody empiryczne potwierdzają hipotezę, że finansjalizacja przyczyniła się do spowolnienia akumulacji poprzez „kanał preferencji" i „kanał wewnętrznych środków finansowych". Przedsiębiorstwa, które dążą do osiągnięcia długookresowych zysków, zastępują inwestycje finansowe realnymi inwestycjami w zasoby kapitałowe (Orhangazi, 2008). Przez wzrost płatności odsetek i dywidend realne inwestycje są ograniczane. Negatywny wpływ finansjalizacji na inwestycje realne dotyczy raczej większych firm niż małych.

W sferze konsumpcji finansjalizacja otworzyła możliwości konsumpcji opartej na efekcie bogacenia się finansowanego długiem. Badania wykazały, że „efekt bogacenia się", wynikający ze zmian cen na giełdzie lub rynku mieszkaniowym, znacząco zmienia wydatki konsumentów. Efekt bogacenia się, wynikający ze zmian cen domów, wydaje się być bardziej istotny w krajach anglosaskich w porównaniu z krajami takimi jak Francja, Niemcy, Hiszpania i Japonia.

W literaturze w zasadzie panuje zgoda co do tego, że rosnące zadłużenie gospodarstw domowych jest związane z nierównościami dochodowymi. W czasach stagnacji lub spadku, gospodarstwa domowe coraz częściej zadłużały się, aby utrzymać swój standard życia (Dünhaupt, 2016) i sfinansować konsumpcję.

Niektórzy autorzy uznają *finansjalizację za ostatnie stadium kapitalizmu*, a argumentów ku temu dostarczają dwie koncepcje opisane przez Dünhaupt (2016): **Social Structure of Accumulation Theory (SSA)** i tzw. **Monthly Review School**.

Teoria Struktury Społecznej Akumulacji widzi kapitalizm w następujących po sobie cyklach, z których każdy trwa około 50–60 lat. Cykle te dzielą się na fazy wzrostu i stagnacji. Po stagnacji następuje kryzys, który stanowi początek nowej Społecznej Struktury Akumulacji (SSA). Teoria SSA stara się zidentyfikować rozwiązania instytucjonalne, które wspierają ekspansję gospodarczą. Instytucje to zbiór ponadnarodowych i międzynarodowych organizacji lub zwyczajów, jak np. Bank Światowy czy siła przetargowa związków zawodowych. Przedstawiciele teorii SSA rozumieją ją jako mieszankę ekonomii marksistowskiej i keynesowskiej. Zgodnie z pierwszą, tendencje kryzysowe powstają w wyniku konfliktów między kapitalistami a pracownikami lub wewnątrz klasy kapitalistycznej, stanowiąc przeszkodę do dalszej akumulacji. W odniesieniu do ekonomii keynesowskiej uznaje się zmienne decyzje inwestycyjne, które są kształtowane przez oczekiwania.

SSA rozumie się jako spójną, długotrwałą strukturę instytucjonalną, która promuje osiąganie zysków i służy jako ramy dla akumulacji kapitału (Kotz, McDonough, 2008). Autorzy ci twierdzą, że od lat 80. ubiegłego wieku funkcjonuje nowa SSA – *globalny neoliberalizm*. Neoliberalna struktura instytucjonalna charakteryzuje się ideologią wolnego rynku, co pociąga za sobą upadek państwowych struktur regulacyjnych i *przesunięcie władzy z pracy na kapitał*. Na poziomie międzynarodowym globalna neoliberalna SSA charakteryzuje

się ogromnym wzrostem transgranicznego przepływu towarów i kapitału oraz geograficznym rozszerzeniem globalnych łańcuchów produkcyjnych. Na poziomie krajowym neoliberalna SSA zmieniła relacje kapitał–praca, osłabiając siłę przetargową związków zawodowych, a stosunki pracy również uległy znacznej zmianie. Nastąpiła redefinicja roli państwa, ponieważ wiara w samoregulację rynków doprowadziła do demontażu państwa opiekuńczego, obniżenia podatków, deregulacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

Poprzednia SSA często określana jest mianem *regulowanego kapitalizmu* ze względu na znaczącą rolę państwa, które odgrywało aktywną rolę w regulowaniu działalności gospodarczej, zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Ponadto, dobrze rozwinięte były państwa opiekuńcze i istniał kompromis między kapitałem a pracą. W latach 70. XX w. nastąpił kryzys tej SSA i została ona zastąpiona przez globalną, neoliberalną SSA. Kryzys *regulowanego kapitalizmu* jako SSA wraz ze wzrostem globalnej integracji gospodarczej i wiarą w doktrynę wolnego rynku to kluczowe przyczyny pojawienia się *globalnej neoliberalnej SSA*. Uznaje się także, że neoliberalne środowisko instytucjonalne służyło jako korzystne otoczenie dla rozwoju finansjalizacji. Chociaż neoliberalizm i deregulacja sektora finansowego utorowały drogę finansjalizacji, to panuje przekonanie, że finansjalizacja jest stale obecną tendencją w kapitalizmie korporacyjnym (Dünhaupt, 2016). W tym rozumieniu finansjalizacja odnosi się do wzrostu znaczenia sektora finansowego i jego zmieniającej się roli.

W przeszłości podstawowa działalność sektora finansowego obejmowała działania wspierające sektor niefinansowy, rozwijając finansowanie oparte na pożyczkach. W okresie globalnego neoliberalnego SSA branża finansowa oderwała się od swojej podstawowej działalności i w coraz większym stopniu angażowała się w działalność opartą na rynkach finansowych. W ten sposób korporacje finansowe zwiększyły swój udział w zyskach przedsiębiorstw. Teoria SSA sugeruje, że na każdym etapie kapitalizmu występuje główna sprzeczność w odniesieniu do wzrostu gospodarczego, która ostatecznie prowadzi do kryzysu. Sprzeczności globalnego neoliberalnego SSA są zatem w jakiś sposób związane z finansjalizacją.

Struktura instytucjonalna globalnej neoliberalnej SSA z jednej strony zapewniała sprzyjające środowisko dla tworzenia nadwyżki wartości, z drugiej zaś stwarzała problem dla jej realizacji, zważywszy na redystrybucję dochodu z pracy do kapitału i wzrost nierówności w dochodach osobistych. Problem

realizacji rozwiązały dwie cechy finansjalizacji: *rosnące zaangażowanie sektora finansowego w spekulacyjną i ryzykowną działalność na rynku finansowym* oraz coraz częstsze *występowanie baniek cenowych na rynkach aktywów*. Redystrybucja dochodów w kierunku zysków i najwyższych dochodów doprowadziła do powstania ogromnej ilości możliwych do zainwestowania środków, które przekroczyły dostępne możliwości produktywnych inwestycji, a tym samym przyczyniły się do powstania „baniek cenowych" na rynkach aktywów. W kontekście baniek na rynku aktywów konsumpcja gospodarstw domowych była w coraz większym stopniu finansowana długiem i opierała się na efektach bogacenia się (Kotz, 2009).

Na pierwszy rzut oka problem realizacji wartości nadwyżkowej w czasie globalnego neoliberalnego SSA jawi się jako kryzys niedostatecznej konsumpcji. Jednak brak popytu został zrekompensowany przez konsumpcję finansowaną długiem. W związku z tym strukturalny kryzys globalnego neoliberalnego SSA można raczej uznać za kryzys przeinwestowania (Dünhaupt, 2016). Przeinwestowanie odnosi się do nadmiaru kapitału trwałego w stosunku do poziomu popytu i może być wywołane pojawieniem się „baniek aktywów". W świetle rosnącej konsumpcji finansowanej długiem przez gospodarstwa domowe, inwestycje firm w zasoby kapitałowe wzrastają, aby dopasować się do wzrostu popytu konsumpcyjnego. Ponadto nadmierne oczekiwania przedsiębiorstw co do przyszłej rentowności mogą również prowadzić do wzrostu wydatków inwestycyjnych. Gdy jednak bańka pęka, możliwości zadłużania się maleją, wydatki konsumpcyjne spadają, ale nadwyżka kapitału trwałego pozostaje (Kotz, 2013).

W neoliberalnej SSA wzrost gospodarczy był generowany z jednej strony przez wzrost konsumpcji finansowanej długiem, aby zrekompensować stagnację płacową spowodowaną neoliberalizmem, a z drugiej strony przez spekulacje finansowe i bańki aktywów. Generalnie ekspansja gospodarcza w erze neoliberalnej zależy od zadłużenia i baniek na aktywach, a światowy kryzys gospodarczy może stać się zwiastunem końca globalnej neoliberalnej SSA.

Monthly Review School wiąże finansjalizację ze stagnacją gospodarczą. Chodzi o wyjaśnienie stagnacji gospodarczej poprzez powiązanie stopniowego pojawiania się oligopolistycznych gałęzi przemysłu z redukcją wydatków inwestycyjnych, a tym samym – ze spadkiem ogólnej aktywności gospodarczej. Pojawienie się dużych przedsiębiorstw korporacyjnych w branżach oligopolistycznych i monopolistycznych prowadzi nie tylko do powiększania

marż zysku, ale także do wzrostu udziału w zyskach ogółem i nadwyżki ekonomicznej. Korporacje stoją jednak przed dylematem: z jednej strony dążą do maksymalizacji zysków i akumulacji kapitału, z drugiej zaś mają problemy z utrzymaniem marży zysku, unikają więc nadprodukcji i obniżania cen. To jednak skutkuje zmniejszeniem wykorzystania mocy produkcyjnych. Ostatecznie gospodarka hamuje w obliczu stagnacji. Mimo że monopolistyczne przedsiębiorstwa korporacyjne generują duże nadwyżki, to inwestycje w zasoby kapitałowe są niskie.

W latach 70. pojawił się kryzys nadmiernej akumulacji i stagnacji, a jednocześnie powstała nadbudowa finansowa. Od lat 70. korporacje zaczęły kierować nadwyżki do produktów finansowych, zamiast inwestować w kapitał trwały. Pieniądze kierowane na rynki finansowe przyczyniły się do inflacji cen aktywów. Przy niskich inwestycjach w zasoby kapitałowe wzrost był generowany głównie przez finansowaną długiem konsumpcję sektora gospodarstw domowych poprzez „efekt bogacenia się". Jednak poziom zadłużenia innych sektorów gospodarki również wzrósł, co doprowadziło do wzrostu niestabilności.

Pod koniec lat 70. kapitalizm wszedł w nową fazę, którą Foster (2010) nazywa *kapitałem monopolistyczno-finansowym*. Cechą charakterystyczną tej fazy jest m.in. coraz szybsze narastanie baniek finansowych i spekulacji finansowych. Choć zyski korporacji finansowych wzrosły, interpretowane jako udział w zyskach korporacji ogółem, to podział na korporacje finansowe i niefinansowe stał się mniej wyraźny z uwagi na rosnącą zależność korporacji niefinansowych od działalności finansowej.

Kolejną cechą charakterystyczną tej fazy jest wzrost nierówności dochodów, który spowodował wzrost zadłużenia gospodarstw domowych, aby zrekompensować stagnację lub spadek płac realnych. Bardziej nierównomierna dystrybucja dochodów jest warunkiem koniecznym funkcjonowania kapitału monopolistyczno-finansowego, biorąc pod uwagę zapotrzebowanie na nowe zastrzyki gotówki, aby utrzymać się na rynku. Neoliberalizm jest swojego rodzaju ideologicznym odpowiednikiem kapitału monopolistyczno-finansowego, odzwierciedlającym w pewnym stopniu nowe imperatywy kapitału wynikające z globalizacji finansowej. Główny argument wysuwany przez Monthly Review jest zatem taki, że to *stagnacja generuje finansjalizację*.

Istnieją trzy główne czynniki, które mogą potencjalnie zdestabilizować gospodarkę (Goda, 2013): *wzrost niepewności, endogeniczność pieniądza i niestabilność*

finansowa oraz *zmiany w dystrybucji dochodu*. W niepewnym świecie inwestycji decyzje przedsiębiorców są uzależnione od oczekiwań dotyczących przyszłej rentowności. W gospodarce monetarnej jednostki mogą powstrzymywać się od konsumpcji i inwestycji i raczej trzymać swoje pieniądze w aktywach płynnych. W swojej hipotezie niestabilności finansowej Minsky (1986) opracował model, który łączy rolę procyklicznego kredytu z cyklem koniunkturalnym, wykrywając w ten sposób niestabilności finansowe, które sprawiają, że gospodarka jest podatna na kryzys. Kiedy gospodarka przeżywa boom, inwestorzy stają się bardziej optymistyczni co do swoich przyszłych inwestycji i chętnie zaciągają pożyczki, co powoduje wzrost akcji kredytowej. Kredytodawcy również mają pozytywne oczekiwania co do przyszłości i są bardziej skłonni do udzielania kredytów, nawet na projekty o wysokim ryzyku. Minsky kładzie nacisk na zachowanie kredytobiorców, których zadłużenie wzrasta w fazie boomu w celu zakupu aktywów. Podstawowym motywem jest chęć wykorzystania krótkoterminowych zysków kapitałowych, które wynikają z różnicy między rosnącymi cenami aktywów a stopami procentowymi płaconymi od pożyczonych środków. Nastroje inwestorów ulegają jednak zmianie, gdy gospodarka zwalnia, ponieważ odsetki płacone od pożyczonych środków mogą przewyższać wzrost cen aktywów. Kredytobiorcy zaczynają wyprzedawać swoje aktywa. W okresie spowolnienia gospodarczego kredyty maleją, ponieważ oczekiwania inwestorów co do przyszłości stają się bardziej pesymistyczne. Powoduje to, że nie tylko inwestorzy postępują z większą ostrożnością, ale także kredytodawcy ze względu na wzrost strat kredytowych. W ten sposób może pojawić się niestabilność finansowa, a gospodarka przechodzi od „finansów hedgingowych" przez „finanse spekulacyjne", by ostatecznie zakończyć się „finansami Ponziego" (Palley, 2009).

Dalsze zakłócenia mogą wynikać ze zmian w podziale dochodów. W postkeynesowskich modelach dystrybucji i wzrostu, redystrybucja pomiędzy płacami i zyskami wpływa na popyt konsumpcyjny, biorąc pod uwagę różne skłonności do oszczędzania z dochodów rentierów, menedżerów i pracowników, wpływając na ogólny zagregowany popyt, a tym samym – na wzrost. Jednakże redystrybucja wpływa również na inwestycje firm poprzez różne kanały, bezpośrednio lub pośrednio poprzez zyski lub wykorzystanie mocy produkcyjnych. Na podstawie tych sprzecznych efektów redystrybucji między kapitałem a pracą, zagregowany popyt i długookresowy wzrost mogą być albo *kierowane płacami* albo *kierowane zyskami*. Oparte na tych założeniach badania (Hein, Vogel, 2007) wykazały, że w średnim i długim okresie popyt w większości

krajów OECD wydawał się być sterowany płacami. W związku z tym spadek udziału pracy w dochodach powoduje zmniejszenie zagregowanego popytu, a tym samym również wzrostu PKB.

1.4. Koncentracja władzy finansowej

Money Manager Capitalism (MMC) wywodził się z lat 80. XX w. (charakteryzuje również nasze czasy), ponieważ inwestorzy instytucjonalni, największe repozytoria oszczędności w krajach rozwiniętych, zaczęli wywierać coraz większy wpływ na rynki finansowe i przedsiębiorstwa. Celem Money Managers jest maksymalizacja wartości inwestycji dokonywanych przez właścicieli funduszy. W rezultacie liderzy biznesu stali się coraz bardziej wyczuleni na krótkoterminowe zyski i wycenę giełdową firmy (Whalen, 2017). W okresie kapitalizmu menedżerskiego „mistrzami gospodarki" byli menedżerowie korporacyjni; w latach 80. mistrzami stali się Money Managers.

Minsky prezentował hipotezę *niestabilności finansowej*; struktura finansowa zaawansowanych gospodarek kapitalistycznych staje się wg niego bardziej krucha w okresie prosperity. To Minsky wprowadził pojęcie fazy *kapitalizmu zarządzającego pieniędzmi* (Money Manager Capitalism). Analizując gospodarkę USA zauważył, że od początku lat 80. menedżerowie pieniędzy zastąpili menedżerów korporacyjnych jako mistrzów działalności gospodarczej w sektorze prywatnym. Przedstawił swoje spostrzeżenia na temat tego rozwoju i zagrożeń, które wg niego są realne dla gospodarki USA – w tym: możliwości spowolnienia postępu technologicznego, większej niestabilności gospodarczej, zwiększonej niepewności pracowników i większej nierówności dochodów w społeczeństwie.

Według Minsky'ego MMC pojawił się w latach 80., gdy posiadaczami największej części amerykańskich akcji i obligacji korporacyjnych stawały się instytucje zarządzające pieniędzmi – fundusze emerytalne i fundusze wspólnego inwestowania, instytucje powiernicze banków i *annuity arms of insurance companies* – a nie indywidualni inwestorzy. Minsky i Whalen zauważyli, że udział amerykańskich akcji korporacyjnych pod kontrolą tych instytucji wzrósł z 8% w 1950 r. do 60% w 1990 r.; w tym samym okresie fundusze emerytalne zwiększyły swój udział w kapitałach własnych przedsiębiorstw z mniej niż 1% do prawie 39%, a ich udział w długach korporacyjnych wzrósł z 13% do 50% (Whalen, 2017).

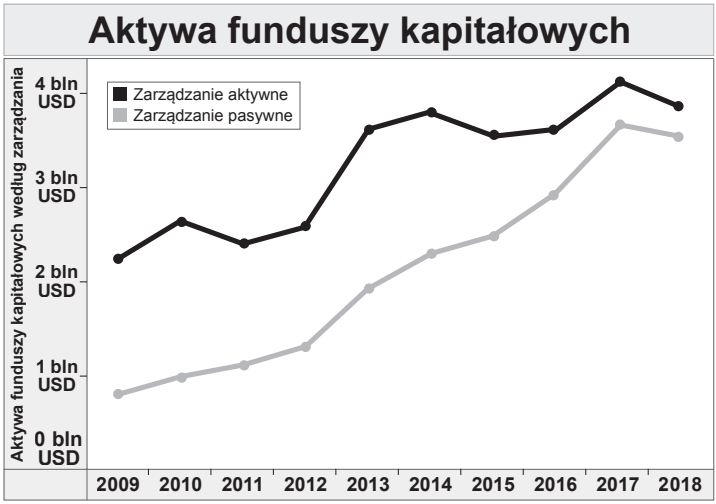
Udział amerykańskich akcji korporacyjnych posiadanych bezpośrednio przez gospodarstwa domowe spadał po II Wojnie Światowej, a instytucje zarządzające pieniędzmi już w latach 90. kontrolowały około 2/3 krajowego rynku akcji. Znaczna część dzisiejszych funduszy zarządzana jest pasywnie (np. w formie funduszy indeksowych), ale większość jest nadal zarządzana aktywnie. Wartość dla akcjonariuszy jest obecnie powszechnie uznawana za siłę napędową ładu korporacyjnego – wraz z uzupełniającą strategiczną orientacją „zmniejszania i dystrybucji", która zastąpiła regułę „zachowaj i reinwestuj" (Ritholtz, 2016).

Czy w niepewnych czasach warto zdać się na inwestowanie aktywne czy pasywne? Inwestowanie aktywne, codzienne dokonywanie wyborów (*co kupić lub sprzedać*) i walka o uchwycenie szczytów oraz dołków to domena zawodowców. W USA tylko 15% funduszy inwestycyjnych osiąga długoterminowo wyniki lepsze niż indeks giełdowy, a więc wychodzi dobrze na ciągłym kupowaniu i sprzedawaniu akcji.

Na podstawie tych obserwacji powstała filozofia inwestowania pasywnego, czyli pozbawionego dokonywania wyborów i zawierania częstych transakcji (Sławiński, 2006). Dzięki temu koszty są mniejsze, a ponieważ w długim terminie rynki kapitałowe dają zarobić – są widoki na zysk mimo „nicnierobienia". Inwestycje pasywne, znane również jako strategie typu „kup i trzymaj", nie mają na celu skorzystania na krótkoterminowych wahaniach cen, żeby zmaksymalizować zysk. Dzięki temu ograniczone jest też ryzyko popełnienia błędu. Około 45% amerykańskich aktywów na rynku kapitałowym znajduje się w „wehikułach" (funduszach indeksowych, ETF-ach) zarządzanych pasywnie (Samcik, 2020). Rozwój funduszy aktywnych i pasywnych przedstawiono na rysunkach 10, 11 i 12.

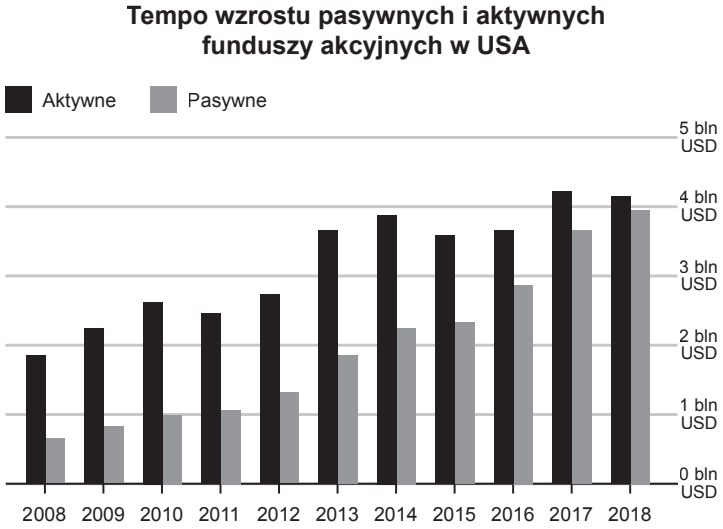
Dane ekspertów firmy Baron Capital pokazują, że inwestorzy aktywnie zarządzający pieniędzmi mają skłonność do zbyt szybkiego „wychodzenia" z rynku, gdyż uważają, że akcje – zwłaszcza największych spółek – są przewartościowane. A to one w największym stopniu napędzają zyski pasywnych inwestycji.

Wynik rywalizacji inwestycji pasywnych z aktywnymi w dużej mierze wynika z tego, że okresy złej koniunktury na rynkach kapitałowych zwykle są po prostu krótsze. Przeciętna nadwyżka rocznego zysku inwestycji aktywnych nad pasywnymi w ciągu ostatnich trzech okresów bessy wyniosła nie więcej niż 3% rocznie. A to „strata", którą pasywnie zarządzane fundusze są w stanie odrobić w czasach dobrej koniunktury dzięki niskim kosztom, małej liczbie transakcji i gwarancji niepopełnienia błędu.



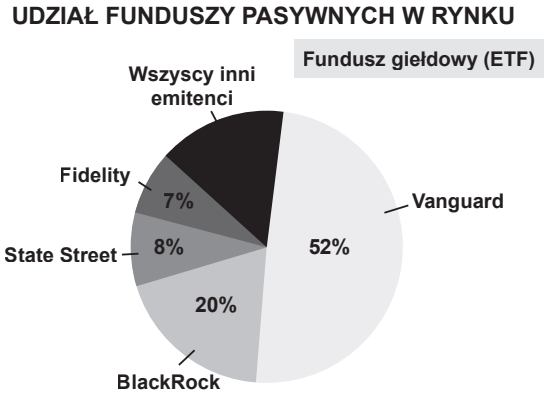
Rys. 10. **Udział inwestycji aktywnych i pasywnych w USA w latach 2009–2018**

Źródło: Opracowano na podstawie: M. Lautenschläger, *Passive investment strategies are on the rise in blockchain, crypto, digital assets, investors*. Iconic Holding, 06.01.2020.



Rys. 11. **Tempo wzrostu pasywnych i aktywnych funduszy akcyjnych w USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: D. Thomas, *Passive Investing Vehicles Close The Gap With Active Management*. Forbes, 04.02.2019.



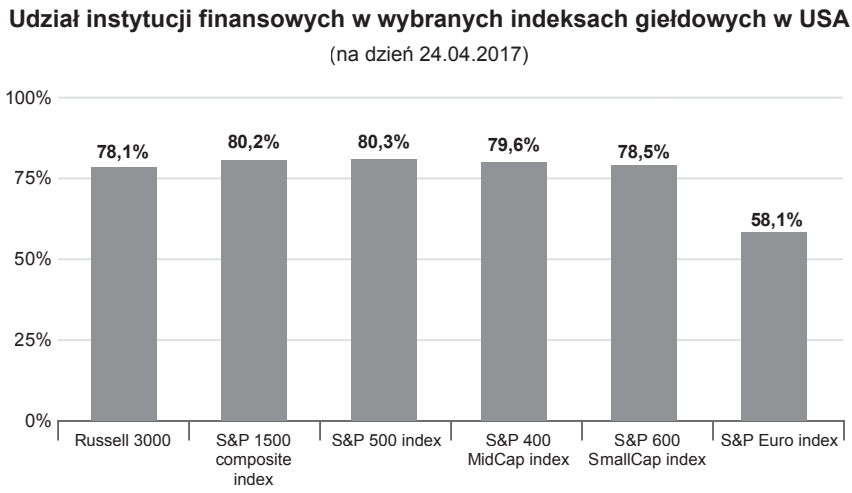
Rys. 12. **Udział funduszy pasywnych w rynku**

Źródło: Opracowano na podstawie: T. Souza, *The ETF and Index Industry in 10 Charts: The Rise and Rise of the Passive Industry*. Data Driven Investor, 08.07.2019.

Instytucje finansowe są właścicielami około 78% wartości rynkowej amerykańskiego indeksu szerokiego rynku Russell 3000 i 80% indeksu S&P 500. W dolarach to odpowiednio – około 21,7 bln USD i 18 bln USD. Dla porównania, instytucje posiadają około 58% wartości spółek w indeksie S&P Euro (por. rys. 13). Spośród 10 największych firm w USA do instytucji finansowych należy od 70% do 85,8% ich majątku (por. rys. 14).

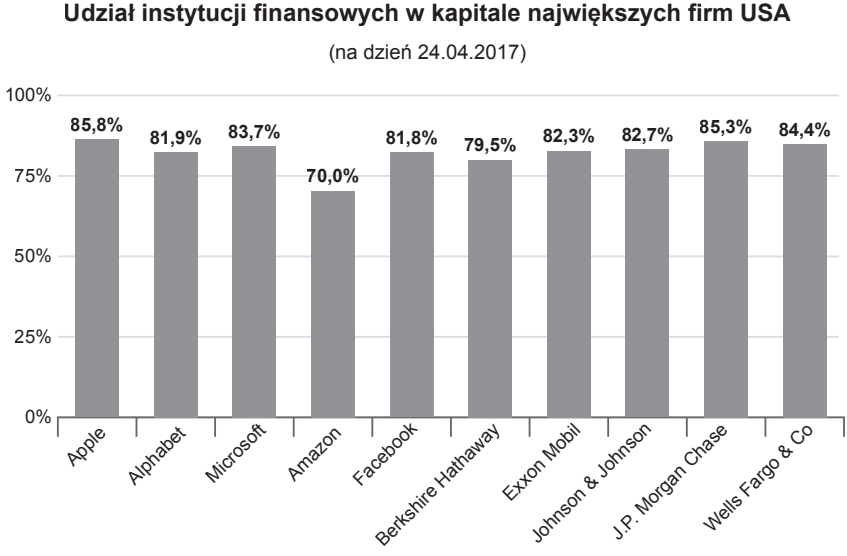
Instytucje doradztwa inwestycyjnego są największymi instytucjonalnymi właścicielami akcji za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych i innych instrumentów inwestycyjnych. Apple, największa spółka pod względem kapitalizacji rynkowej, jest spółką, której największymi właścicielami są Vanguard, BlackRock i State Street (McGrath, 2018).

State Street, działający jako holding finansowy, obsługuje ok. 70% funduszy inwestycyjnych w USA oraz 37% funduszy emerytalnych. W Japonii jego udział w rynku funduszy wynosi ok. 30%, natomiast w Niemczech, Kanadzie i Wielkiej Brytanii – po około 20%. W I kw. 2014 r. obroty State Street przekroczyły 11 mld USD, co, biorąc pod uwagę ogólną liczbę pracowników (29 tys.), czyniło wówczas State Street największym podmiotem zarządzającym aktywami na świecie. State Street jest bankiem powierniczym dla aktywów o wartości ponad 27 bln USD i bezpośrednio zarządza aktywami wartymi około 3 bln USD (Encyklopedia, 17.12.2020). W listopadzie 2011 r. State Street zostało wymienione przez G20 wśród 29 banków *o kluczowym znaczeniu dla światowego systemu finansowego* (Wikipedia, 15.12.2020).



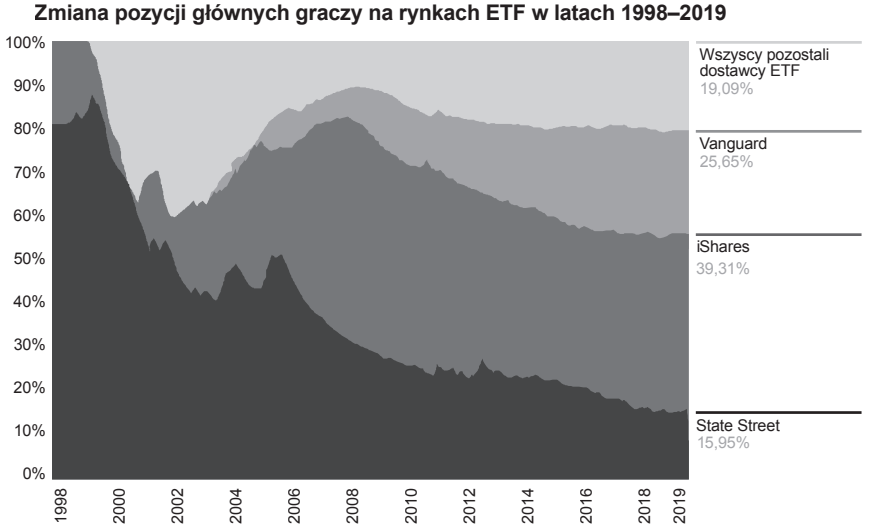
Rys. 13. **Udział instytucji finansowych w wybranych indeksach giełdowych USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: C. McGrath, *80% of equity market cap held by institutions*. Pensions & Investment, 25.04.2018.



Rys. 14. **Udział instytucji finansowych w kapitale największych firm USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: C. McGrath, *80% of equity market cap held by institutions*. Pensions & Investment, 25.04.2018.



Rys. 15. **Zmiana pozycji głównych graczy na rynkach ETF**

Źródło: Opracowano na podstawie: T. Souza, *The ETF and Index Industry in 10 Charts: The Rise and Rise of the Passive Industry*. Data Driven Investor, 08.07.2019.

BlackRock Inc. to amerykańska globalna korporacja zarządzająca inwestycjami z siedzibą w Nowym Jorku, założona w 1988 r., początkowo jako zarządzająca ryzykiem i aktywami instytucjonalnymi o stałym dochodzie. BlackRock to największa na świecie firma zarządzająca aktywami. Aktywa te wynoszą obecnie ponad 9 bln USD, czyli ok. 34 bln PLN. To kwota trudna do wyobrażenia. Dla porównania: całe PKB Stanów Zjednoczonych w 2020 r. wynosiło ok. 20 bln USD. Jedna firma zarządza więc aktywami wartymi tyle, co niemal połowa gospodarki USA. Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet i Facebook nie są warte tyle, co aktywa zarządzane przez BlackRock – łączna kapitalizacja tych firm to 8,2 bln USD. Zysk netto grupy przekracza 1 mld USD (Business Insider, 2021).

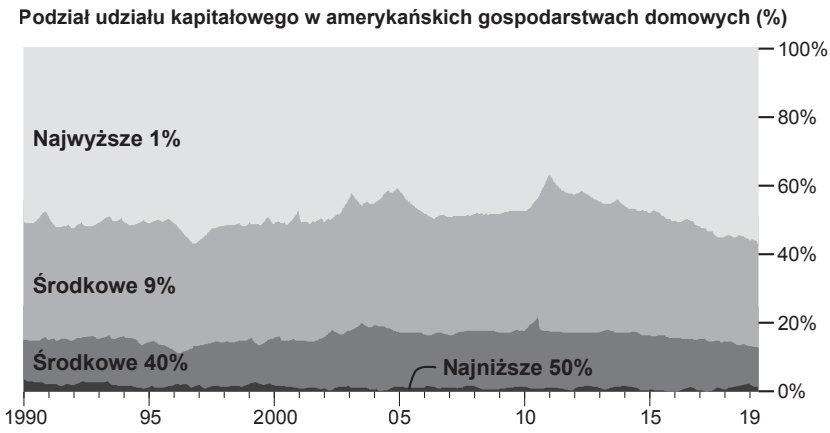
BlackRock działa na całym świecie z 70 biurami w 30 krajach i klientami w 100 krajach. Ze względu na swoją siłę oraz rozmiar i zakres aktywów finansowych i działalności BlackRock został nazwany największym na świecie bankiem równoległym („bankiem-cieniem"). BlackRock jest uważany za jeden z funduszy indeksowych *Wielkiej Trójki*, które dominują w Ameryce (Wikipedia, 10.12.2020).

Rysunki 16, 17, 18, 19, 20 pokazują charakter i skalę nierówności dochodowych występujących w USA. Udział dochodów najbiedniejszej części Amerykanów spada, podczas gdy najbogatsi zdobywają więcej. Trzy grupy

określone na rysunkach 16, 17 i 18 jako najwyższe, środkowe i najniższe oznaczają grupy o najwyższym udziale w szeroko rozumianym majątku, o udziale średnim i najniższym. Dla porównania, w Europie nie występują takie dysproporcje, co wynika m.in. z rysunków 21, 22 i 23.

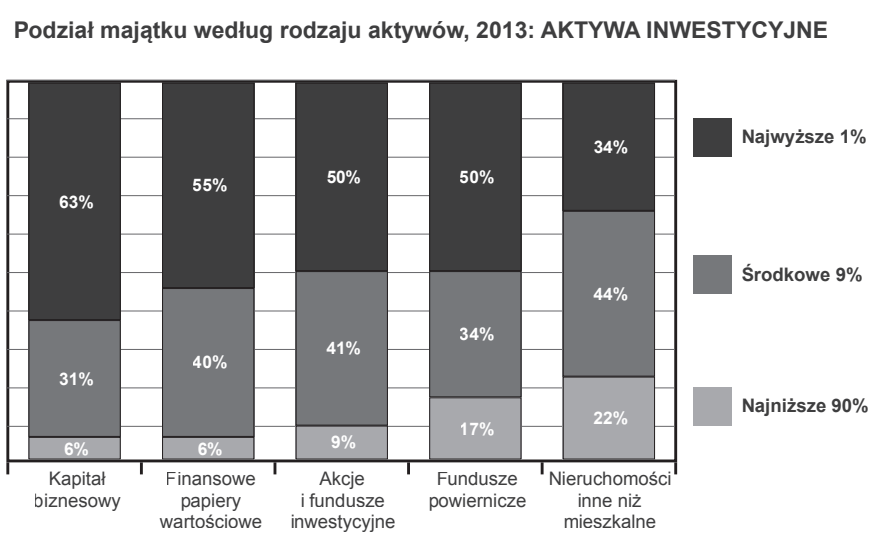
Wzrost portfeli kontrolowanych przez zarządzających funduszami oznacza, że aktywne zarządzanie zastąpiło pasywną strategię „kup i trzymaj". Celem zarządzających pieniędzmi – i kryterium ich oceny – jest maksymalizacja całkowitej wartości inwestycji dokonywanych przez właścicieli funduszy. Aktywne zarządzanie funduszami oznacza, że Money Managers (MM) są zawsze obecni na rynku. Fundusze nie kupują i nie utrzymują akcji w celu uzyskania długoterminowego wzrostu dochodu z dywidend: roczna stopa zwrotu z krótkotrwałej zmiany stóp procentowych lub cen akcji może łatwo zdominować odsetki lub przychody z tytułu dywidend.

Dla Money Managers krótka perspektywa dla całej gospodarki zastąpiła perspektywę długą. Rosnący wpływ grupy MM zmusił liderów biznesu do większego skupienia się na kwartalnych zyskach i wartości rynkowej ich korporacji, inaczej – na wartości dla akcjonariuszy (Guttmann, 2017). Presja ta zachęciła wiele przedsiębiorstw niefinansowych do ograniczenia modernizacji kosztownych i niekiedy przestarzałych procesów produkcyjnych i do angażowania się w fuzje i przejęcia, a także do zwracania uwagi na rodzaje pożyczek, inwestycje i pożyczki tradycyjnie związane z instytucjami finansowymi.



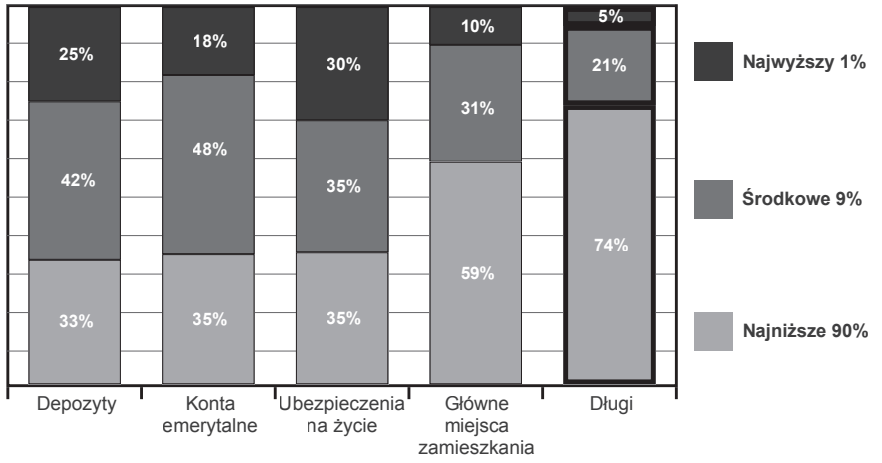
Rys. 16. **Podział udziału kapitałowego w amerykańskich gospodarstwach domowych**

Źródło: Opracowano na podstawie: R. Wigglesworth, *How America's 1% came to dominate equity ownership*. Financial Times, 11.02.2020.



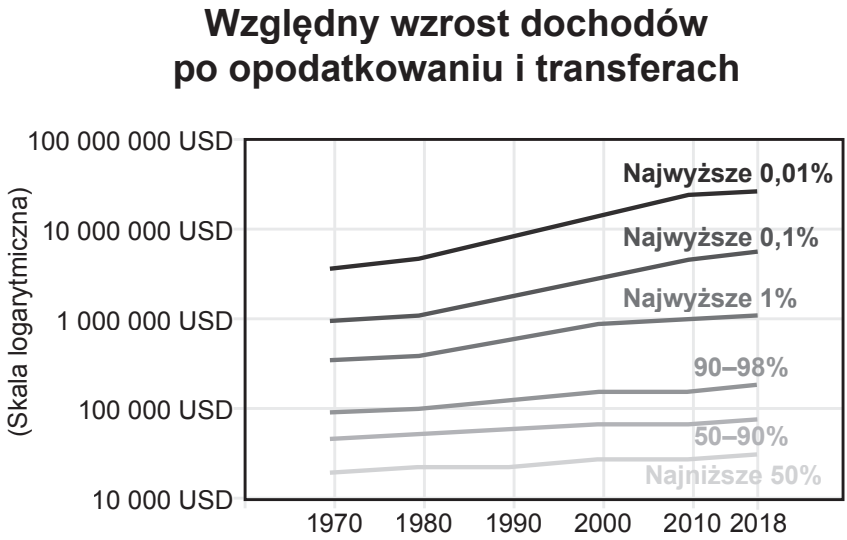
Rys. 17. **Podział majątku w USA w obszarze aktywów inwestycyjnych**

Źródło: Opracowano na podstawie: G.W. Domhoff, *Wealth, Income, and Power. Who rules America*. University of California at Santa Cruz, April 2017.



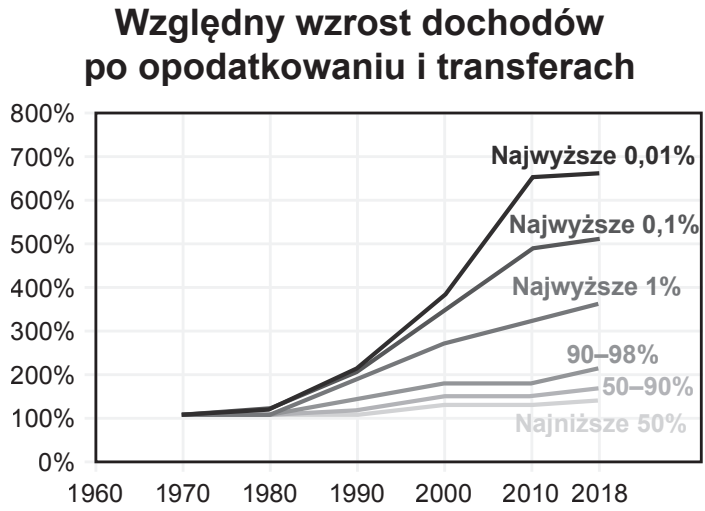
Rys. 18. **Podział majątku w USA w odniesieniu do innych rodzajów aktywów**

Źródło: Opracowano na podstawie: G.W. Domhoff, *Wealth, Income, and Power. Who rules America*. University of California at Santa Cruz, April 2017.



Rys. 19. **Względny wzrost dochodów po opodatkowaniu i transferach w USA**

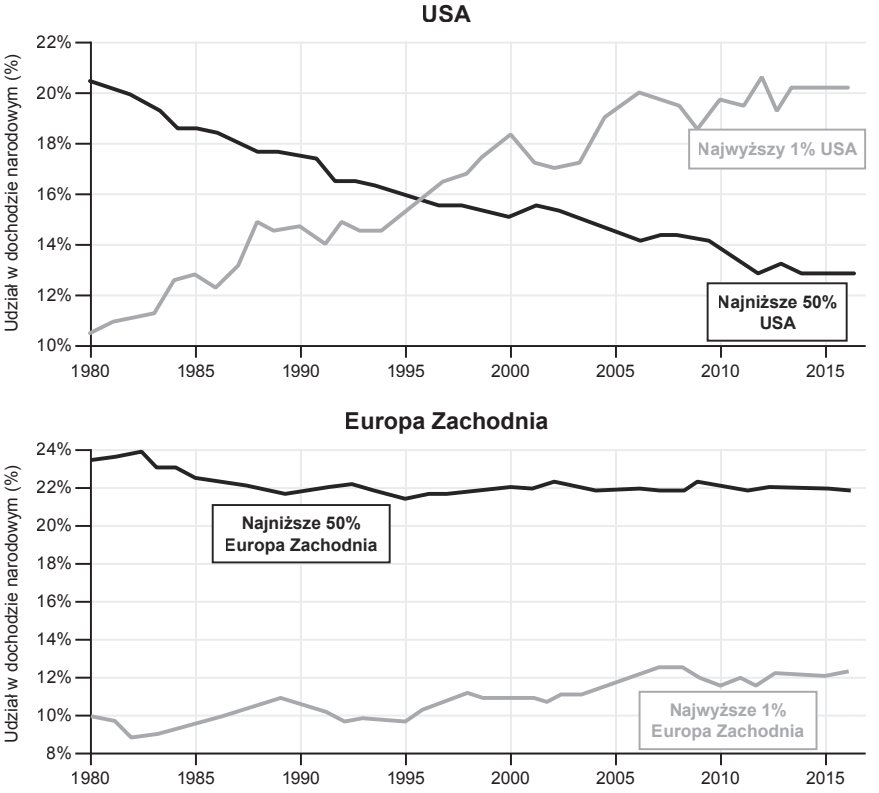
Źródło: Opracowano na podstawie: *Income inequality in the United States*. From Wikipedia, the free encyclopedia.



Rys. 20. **Względny wzrost dochodów po opodatkowaniu i transferach w USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Income inequality in the United States*. From Wikipedia, the free encyclopedia.

Najwyższy 1% w porównaniu do najniższego 50% udziałów w dochodzie narodowym w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej w latach 1980–2016: Rozbieżne trajektorie nierówności dochodowych



Rys. 21. **Porównanie udziałów w dochodzie narodowym w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej**

Źródło: Opracowano na podstawie: L. Chancel, *The elephant curve of global inequality and growth*. WID.world, Report 2018.

General Electric (GE) jest symbolem korporacyjnych zachowań, które stały się widoczne wraz z pojawieniem się Money Manager Capitalism. Gdy Jack Welch został dyrektorem naczelnym GE w 1981 r., firma była wiodącą amerykańską korporacją – tak tradycyjną, jak każda duża firma produkcyjna w kraju. Aby zwiększyć zyski i wartość akcji firmy, Welch starał się ją przekształcić (Bucifal, 2009). W związku z tym w ciągu pierwszych 5 lat: zamknął kilkanaście fabryk; sprzedał 190 filii, w tym cały oddział drobnego sprzętu;

wydał 6,5 mld USD na przejęcie RCA (w tym jej spółki zależnej – NBC) oraz 1,7 mld USD na *zakup banku inwestycyjnego* Kidder Peabody i Employers Reinsurance, firmy świadczącej usługi finansowe.

Strategia J. Welcha znalazła w tym okresie wielu naśladowców.

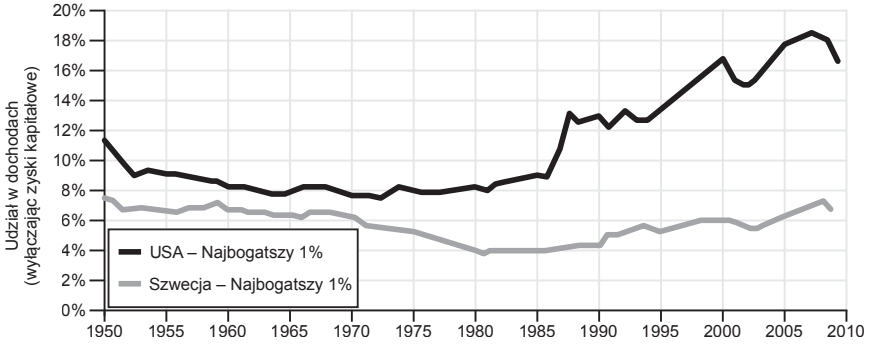
Majątek należący do najbogatszego 10% społeczeństwa	%
Szwajcaria	71,3%
Stany Zjednoczone	69,8%
Dania	65,0%
Francja	61,0%
Szwecja	58,6%
Wielka Brytania	56,0%
Kanada	53,0%
Norwegia	50,5%
Niemcy	44,4%
Finlandia	42,3%

Rys. 22. **Majątek należący do najbogatszych 10% społeczeństwa w wybranych krajach Europy i Ameryki Północnej**

Źródło: Opracowano na podstawie: G.W. Domhoff, *Wealth, Income, and Power. Who rules America*. California, April 2017.

Pojawieniu się MMC towarzyszył także szereg innowacji instytucjonalnych w świecie finansów. Ponieważ fundusze posiadają znaczne, miliardowe kwoty akcji różnych przedsiębiorstw, wzrost funduszy zarządzających pieniędzmi doprowadził do rozwoju *handlu pakietowego*, za pośrednictwem banków inwestycyjnych. Kiedy zarządzający funduszem chce sprzedać część akcji funduszu, banki inwestycyjne je kupują, a następnie albo znajdują instytucję chętną do zakupu całego pakietu, albo zbywają akcje w mniejszych ilościach w miarę

upływu czasu. Inne innowacje finansowe powstały, ponieważ zarządzający funduszami posiadali portfele wysokiej jakości akcji i obligacji. Zarządzający pieniędzmi, szukając zawsze wyższych zysków, zapewnili chętnym na rynku nowe, specjalistyczne instrumenty, takie jak *sekurytyzowane* kredyty hipoteczne, należności z kart kredytowych i obligacje śmieciowe (Ramos, 2017).



Rys. 23. **Podział dochodów w społeczeństwie USA i Szwecji w okresie 1950–2010**

Źródło: G.W. Domhoff, Wealth, *Income, and Power. Who rules America*. California, April 2017.

Potrzeby zarządzających pieniędzmi stymulowały także rozwój handlu programami i ubezpieczeniami portfelowymi. *MMC pochodzi z USA, ale z czasem zyskał globalne znaczenie. W miarę wzrostu znaczenia i siły funduszy zarządzanych pieniędzmi możemy oczekiwać świata, w którym międzynarodowa dywersyfikacja portfela będzie coraz bardziej rozpowszechniona.*

MMC wiąże się z pewnymi rodzajami ryzyka, w tym z możliwością stagnacji postępu technologicznego i innowacji przemysłowych. Rozwój technologiczny zwykle wymaga dłuższego horyzontu czasowego niż ten, który stymuluje działania MM, a MMC nierzadko pozostawia korporacje bez wystarczających środków finansowych na taki rozwój. Z perspektywy tego, co stanowi *capital development of the economy*, ewolucja finansowa, która wytworzyła MMC *może być wsteczna*. Zarządzający funduszami nie postrzegają siebie jako strażników rozwoju kapitału gospodarczego, co różni ich od wcześniejszych liderów finansów podziwianych przez J. Schumpetera. Ich działanie polega na zamianie zysków firm na większe pieniądze – *quick turn of the speculator*, „szybki obrót spekulantów". Stąd słynna uwaga Keynesa na temat spekulacji i przedsiębiorczości:

> *Spekulanci nie wyrządzają szkody, jak bąbelki na stałym strumieniu (…funkcjonowania…) przedsiębiorstwa. Sytuacja jest jednak poważna, gdy przedsiębiorstwo staje się bańką na fali spekulacji. Kiedy rozwój kapitału kraju staje się produktem ubocznym działalności kasyna, praca może być źle wykonana…* (Novel Investor, 2017)

MMC sprawił, że struktura finansowa amerykańskiej gospodarki w jakimś stopniu od dawna przypominała kasyno – presja na przedsiębiorstwa niefinansowe, aby wybierały dywersyfikację zamiast modernizacji. Innowacje stawały się powolne, ponieważ firmy w epoce MMC są często obciążone wysokim poziomem zadłużenia, co utrudnia im inwestowanie kapitałem własnym. Takie zadłużenie wynika często z wykupu lewarowanego (Leveraged Buyout – LBO) lub innego rodzaju restrukturyzacji. W MMC zarządzający pieniędzmi mają motywację do sprzedaży swoich akcji, aby wspierać przejęcia i inicjować restrukturyzacje finansowe, obiecująco zwiększyć wartość portfela w krótkim okresie; są też zwykle nabywcami obligacji emitowanych w celu sfinansowania takich działań.

W typowej transakcji LBO tworzona jest spółka SPV – Special Purpose Vehicle, której udziały obejmują inwestorzy. Spółka, poza środkami inwestorów, uzyskuje kredyt bankowy o wartości wielokroć większej od zgromadzonych w niej przez inwestorów. Za kapitał spółka celowa nabywa udziały w przejmowanym przedsiębiorstwie, stając się jego właścicielem (ostatecznym właścicielem są udziałowcy spółki celowej). Przepływy finansowe generowane przez przejęte przedsiębiorstwo trafiają do spółki celowej i są wykorzystywane przez nią do spłaty zaciągniętego długu.

Z tego wynika, że głównym celem kontrolujących korporacje (zarządzających pieniędzmi) nie jest osiąganie zysków z produkcji i handlu. Zamiast tego, celem stało się zwiększenie wartości dla akcjonariuszy poprzez zapewnienie, że zobowiązania przedsiębiorstw są w pełni wyceniane na rynku finansowym. W praktyce oznacza to zastawienie dużej części przyszłych przepływów pieniężnych w celu zaspokojenia zobowiązań dłużnych, a nie martwienie się, czy pozostało wystarczająco wiele do rozwoju kapitału.

Badania empiryczne potwierdzają negatywne konsekwencje spowodowane zmianami: finansjalizacja przyczyniała się do spowolnienia akumulacji dóbr kapitałowych od czasów złotego wieku we Francji, USA i Wielkiej Brytanii (ale nie w Niemczech), ponieważ kierownictwa korporacji przyjmowały

preferencje rentierów – bogatych ludzi, którzy uzyskują większość swoich dochodów z posiadania aktywów finansowych, a nie z pracy lub z majątku produkcyjnego (Jayadev, Epstein, 2007).

P. Krugman nazwał USA „społeczeństwem pożyczkowym", a J.G. Palma określił mianem „przyjemności rentierów" (*rentiers' delight*), gdy finansjalizacja oznacza praktyki poszukiwania renty przez kapitał oligopolistyczny – jako system dyscypliny i wyzysku, który „trudno pogodzić z jakąkolwiek akceptowalną definicją demokracji". W tym systemie dochód i bogactwo stały się bardziej skoncentrowane w rękach klasy rentierskiej, zwiększającej spekulacyjne użycie nadwyżki ekonomicznej społeczeństwa w dążeniu do zysków z „kapitału finansowego" poprzez spekulację aktywami (Storm, 2018). To pozbawia „realną" gospodarkę wiatru, gdy firmy ograniczają inwestycje, wykorzystując swoje zyski do wypłaty dywidend akcjonariuszom lub do odkupu własnych akcji. Gdy bogaci posiadają większość aktywów finansowych, wszystko, co powoduje gwałtowny wzrost ich wartości czyni bogatych bogatszymi.

Udział w zyskach przeznaczonych na wypłaty finansowe w formie dywidend i odsetek wskazuje na wypłatę renty przez korporacje niefinansowe, a co za tym idzie – utratę zysków zatrzymanych. We Francji obserwowano dramatyczny wzrost udziału zysków przeznaczonych na wypłatę odsetek i dywidend, z około 15% do połowy lat 80. do 36,6% w 2008 r. W Niemczech wzrost ten był również ciągły i znaczący, z około 20% w połowie lat 90., do około 28% w drugiej połowie 2000 r. widoczna była zmiana jakościowa: nastąpiło przesunięcie z odsetek na dywidendy w wyniku spadku stóp procentowych (Durand, Gueuder, 2016).

Chociaż literatura koncentruje się głównie na reinwestycjach i akumulacji kapitału, finansjalizacja może również mieć negatywny wpływ na wzrost i rozwój firm poprzez zmniejszenie potencjału innowacji i pogorszenie dystrybucji. Ponieważ struktura zadłużenia obejmuje znaczną części przepływów pieniężnych, kapitał wysokiego ryzyka (Venture Capital) może wystarczyć do sfinansowania zamierzeń innowacyjnych w mniejszej skali, ale nie inwestycji finansowych wymaganych przez potrzeby kapitałowe wynikające z rozwijania i wdrażania zaawansowanych technologii.

Wzrost udziału rentierów w dochodzie narodowym nie nastąpił bez strat instytucji niefinansowych; wzrost ten nastąpił kosztem udziału siły roboczej w dochodach. Zdaniem analityków, gdyby zyski rentierów zostały redystrybuowane, efektem byłby boom na giełdach i w sferze konsumpcji (Piketty, 2013).

Finansjalizacja jest zatem ściśle związana ze wzrostem liczby rentierów, którzy skorzystali z ustalenia priorytetów dla akcjonariuszy oraz z finansowych innowacji produktów i praktyk, które zwiększyły możliwości zysku. Te cechy są również konsekwencją rosnącej siły rentierów: dzięki zwiększonej sile ekonomicznej zyskali oni władzę polityczną, która umożliwiła im forsowanie polityki, z której korzystali, zwiększając ich pozycję bardziej, aczkolwiek ten trend uległ wyraźnemu zahamowaniu i zwrotowi na przełomie lat 90. i 2000 (Jayadev, Epstein, 2007).

Nic dziwnego, że wczesna definicja *globalizacji finansowej* kładła duży nacisk na rentierów: globalizacja finansowa to nowa era rządzona przez kapitał finansowy o charakterze „rentierskim". Ich rosnące wynagrodzenie jest jedną z trzech cech finansów, na które powołuje się Hein, a znaczne wynagrodzenie za oszczędności jest główną cechą „ojcowskiego kapitalizmu" (Hein, 2013).

Gdy chodzi o finanse, rosnąca siła rentierów na poziomie międzynarodowym jest ważna dla zrozumienia mechanizmów, które umożliwiły globalizację finansową i zachęty rynkowe, które stymulowały innowacje finansowe.

Do grupy zjawisk związanych z finansjalizacją należy zaliczyć także takie zmiany w systemie finansowym jak:

- rosnące znaczenie rynków,
- ewolucja bankowości,
- innowacje produktów i praktyk w zakresie inwestycji portfelowych.

Główną zmianą w bankowości był wzrost znaczenia rynków, który wynikał m.in. z rosnącego wykorzystania papierów wartościowych. Rola banków w pośrednictwie kredytowym zmieniła się wraz z ich pojawieniem się, co wynikało z niezadowalających wskaźników wypłacalności banków w USA z powodu kryzysu zadłużenia krajów rozwijających się na początku lat 80. (por. część pierwsza opracowania). Papiery wartościowe pojawiły się jako rozwiązanie pozwalające bankom na wyeliminowanie ryzykownych dłużników z bilansów i na ograniczenie się tylko do roli pośredników, przenosząc ryzyko na inne instytucje. Dług był następnie dzielony na mniejsze części i stale odnawiany; w rezultacie inwestorzy kompensowali dłuższe terminy zapadalności, a pośrednictwo banków ograniczało się do przypadków niewystarczającej płynności na rynkach. Z uwagi na rosnącą rolę rynków system finansowy zmieniał się z „bankowego" na „rynkowy" (*banking-based to market-based*).

Bardziej dokładnym obrazem może być jednak system finansowy opierający się nadal głównie na bankach, które jednak mają również dostęp do rynków (charakteryzujący system bankowy oparty na rynku). Na przykład, banki nabywają i emitują akcje na rynkach finansowych i działają jako zarządzający funduszami. Zarządzanie funduszami stanowi również obecną funkcję banków obok bankowości komercyjnej, inwestycyjnej, zarządzania majątkiem prywatnym i ubezpieczeń. Dzięki tym nowym funkcjom banki przekształciły się w instytucje finansowe zwane *do-it-all groups, financial supermarket*, czy *full-service banks* – i tworzą skoncentrowaną gałąź „przemysłu finansowego" na całym świecie. W tych instytucjach rynki kapitałowe są wykorzystywane jako źródło dochodów, oprócz tradycyjnych funkcji banków komercyjnych (Kulak, 2017).

Ważne zmiany przeszły techniki zarządzania ryzykiem: podczas gdy instytucje bankowe przeprowadzały prywatne oceny w oparciu o specyficzną wiedzę o każdym dłużniku, teraz używają również danych statystycznych do wnioskowania o rozkładach prawdopodobieństwa cech ryzyka, co pozwoliło instytucjom finansowym na „inicjowanie i dystrybuowanie" swoich pożyczek innym instytucjom, zastępując wcześniejszą praktykę ich „inicjowania i posiadania" (*originating and holding*). W ten sposób banki stawały się mniej ostrożne w zakresie swoich praktyk kredytowych, ponieważ ryzyko mogło być przenoszone na innych agentów.

Decyzje podejmowane przez zarządzających pieniędzmi są głównymi wyznacznikami płynności i cen. Ich główny wpływ na ceny wynika z faktu, że stanowią ograniczoną liczbę instytucji dysponujących znacznymi kwotami kapitału i podejmują podobne decyzje (kierują się tymi samymi ratingami aktywów i mają tendencję do symulacji istotnych wskaźników). Inni inwestorzy, świadomi wpływu zarządzających pieniędzmi na ceny, podążają za nimi – np. lepszy rating kraju skutkuje napływem kapitału nie tylko od zarządzających pieniędzmi, przestrzegających zasad opartych na ratingach, ale także od inwestorów, których pociągają oczekiwania zmiany cen w następstwie decyzji tych pierwszych. Decyzje inwestorów instytucjonalnych są również ważne ze względu na zachowanie stadne: mają wpływ na rynki, a zmiana ta następuje z uwagi na inwestorów podążających za trendami (Schulmeister, 2009).

Sfera finansów nie pełni już funkcji akumulacji kapitału. Kapitalizm kierowany przez finanse przyznał pierwszeństwo fikcyjnemu kapitałowi, którego nowe kanały, takie jak instrumenty pochodne lub papiery wartościowe

zabezpieczone aktywami, nie mają bezpośredniego związku z rzeczywistą działalnością gospodarczą polegającą na tworzeniu wartości. W tej dziedzinie kluczowym celem jest handel papierami wartościowymi w celu uzyskania zysków kapitałowych, co łatwiej określić jako spekulację.

Jedną z ważnych cech pochodnych instrumentów finansowych jest wysoki stopień dźwigni w zakresie, w jakim spełniają one jedynie wymóg uzupełnienia depozytu zabezpieczającego lub zapłaty premii. Ta szczególna cecha czyni pochodne instrumenty walutowe uprzywilejowanym instrumentem do spekulacji i czerpania zysków z różnic stóp procentowych (Ramos, 2017).

Innowacje są również procykliczne: zmieniają perspektywy zysków i ułatwiają inwestycje, ale wzrost awersji do ryzyka może wywołać chęć wycofania finansowania dłużnego – podobnie jak w przypadku innowacji, które spowodowały boom na ceny domów oraz globalny kryzys finansowy, który podsycił kryzys azjatycki pod koniec lat 90. Konsekwencje spekulacji w kontekście stabilności są dobrze znane – doprowadziły do kryzysów na rynkach EME i gospodarek rozwiniętych. Ryzyko wzrosło również wraz z pojawieniem się „ciemnych pooli" (Dark Pools).

Inwestorzy mogą handlować zgodnie z algorytmami, korzystając z przywilejów, takich jak większy lub szybszy dostęp do informacji w całkowicie nieprzejrzystym środowisku (bez upubliczniania swoich zleceń). Ryzyko związane z tymi dwoma instrumentami obejmuje bardzo szybkie załamanie cen (tzw. „katastrofy błyskawiczne" – *flash crashes*) oraz ustalanie cen rynkowych wg woli kilku dużych banków międzynarodowych. Najbardziej znanym z nich jest głośna historia manipulacji LIBOREM (BBC, 04.07.2016).

1.5. Niestabilność gospodarcza i zwiększanie zakresu sekurytyzacji

Zwiększona niestabilność ekonomiczna to kolejne zagrożenie związane z MMC. System finansowy stawał się coraz bardziej kruchy w ciągu trzech dekad przed pojawieniem się MMC w latach 80. W rzeczywistości „stabilizowanie" niestabilnej gospodarki potwierdzało ten proces: korporacje zaciągały coraz więcej długów; banki rozszerzały operacje pozabilansowe; *fringe banking* rosła w stosunku do reszty systemu finansowego. MMC w istotny sposób zwiększał niestabilność: rosła możliwość wywołania paniki na rynku, narastała *intensyfikacja sekurytyzacji* i prawdopodobieństwo wywołania kryzysu gospodarczego, którego rozwiązanie zapewnić mogą tylko skoordynowane działania międzynarodowe.

Podmioty zarządzające pieniędzmi i handlowcy pakietowi mogą przyczynić się do nagłej wyprzedaży akcji, co znajduje potwierdzenie w obserwacjach historycznych. Zajmowanie pozycji przez traderów oraz krótkoterminowe finansowanie zapewniane im przez duże banki zniknęło w wyniku krachu na giełdzie w październiku 1987 r., a szybka interwencja Rezerwy Federalnej była potrzebna do ustabilizowania rynku.

W następstwie wydarzeń z Czarnego Poniedziałku '87 regulatorzy i ekonomiści zidentyfikowali kilka prawdopodobnych przyczyn: w poprzednich latach międzynarodowi inwestorzy stawali się coraz bardziej aktywni na rynkach USA, co przyczyniło się do szybkiej aprecjacji cen akcji przed kryzysem. Ponadto bardzo popularny stał się nowy produkt amerykańskich firm inwestycyjnych, znany jako „ubezpieczenie portfelowe". Obejmował on szerokie wykorzystanie opcji i instrumentów pochodnych oraz przyspieszył tempo krachu, ponieważ początkowe straty doprowadziły do kolejnych rund wyprzedaży.

Już pod koniec lat 80. Minsky pisał, że „to, co można sekurytyzować, będzie sekurytyzowane". Sekurytyzacja miała być „falą przyszłości", ale wiązała się z ryzykiem wyprzedaży aktywów, spadających cen aktywów i „reakcją zarażenia" na skalę międzynarodową. Gdy w 2007 r. sekurytyzacja kredytów hipotecznych przekształciła *real-estate bust* w globalny koszmar finansowy, Minsky – który nie żył od dekady – zyskał pośmiertnie rozgłos, a nawet artykuł na pierwszej stronie w Wall Street Journal (Lahart, 2007).

Jak na ironię, to sam rząd USA zachęcał do sekurytyzacji w latach 80. XX w., kiedy finansowani przez ten rząd pożyczkodawcy Fannie Mae i Freddie Mac promowali Mortgage-Backed Securities, a do rozwiązania kryzysu papierów wartościowych i zadłużenia kilkunastu krajów wykorzystano tzw. obligacje Brady'ego, ułatwiające wymianę kredytu na obligacje (Guttmann, 2017).

Sekurytyzacja nabrała znacznie większego impetu, gdy banki zdecydowały się przenieść znaczną część swojej działalności kredytowej poza swoje bilanse w obliczu nowych wymogów kapitałowych dla kredytów bankowych na mocy Umowy Bazylejskiej z 1988 r. To uwolnienie pożyczek nie tylko pozwoliło bankom uniknąć podwyższania kapitału, ale banki mogły w ten sposób przenieść ryzyko kredytowe na osoby trzecie. Ponadto banki odzyskiwały swoje pieniądze znacznie szybciej, dzięki czemu mogły zaciągać nowe pożyczki.

Sekurytyzacja to operacja finansowa umożliwiająca firmom, instytucjom finansowym i bankom pozyskanie kapitału. Nazwa pochodzi od *securities* – papiery wartościowe. Jest to zamiana należności na papiery wartościowe. Stosowana, gdy w ramach stosunków wierzycielsko-dłużniczych podmioty decydują się na zamianę aktywów np. w postaci należności, na papiery wierzycielskie (akcje) lub dłużne (papiery komercyjne, obligacje), ale takie, które są łatwiej zbywalne niż np. klasyczne należności. Polega ona na emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych pod zastaw należności, którymi są najczęściej wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych, pożyczek na zakupy ratalne, należności z tytułu umów leasingowych, opłat czynszowych itp. Takie papiery wartościowe są nazywane Asset-Backed Securities (ABS), co można tłumaczyć jako *papiery wartościowe zabezpieczone aktywami*.

Sekurytyzacji nie przeprowadza bezpośrednio firma zainteresowana pozyskaniem środków z rynku, która jest inicjatorem przedsięwzięcia, tylko utworzona w tym celu spółka specjalnego przeznaczenia (SPV – Special Purpose Vehicle). Spółka ta przejmuje aktywa firmy inicjatora (por. rys. 24 i 25). Dokładniej, sekurytyzacja to technika refinansowania, w ramach której pula aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi zostaje wyizolowana z bilansu banku w formie podmiotu specjalnego przeznaczenia, który dokonuje refinansowania poprzez emisję papierów wartościowych. Środki pozyskane z emisji przekazywane są do banku jako zapłata za transferowane aktywa.

Sekurytyzacja jest procesem „przerabiania" nietypowych aktywów na standaryzowane papiery wartościowe, które mogą zostać nabyte przez inwestorów instytucjonalnych. Została wymyślona po to, aby umożliwić zamianę trudnych wierzytelności na papiery wartościowe, które mogą być przedmiotem zainteresowania różnego rodzaju inwestorów.

Aby przeprowadzić proces sekurytyzacji, niezbędne są zatem trzy elementy: ORGANIZATOR (np. bank inwestycyjny, instytucja finansowa), który tworzy fundusz sekurytyzacyjny (wehikuł), INWESTOR, który jest gotów kupić papiery wartościowe emitowane przez wehikuł (certyfikaty) oraz AKTYWA, będące prawem do pewnego strumienia płatności w przyszłości, które zostaną przez wehikuł nabyte. Aby transakcja i funkcjonowanie funduszu przebiegało bezproblemowo, muszą znaleźć się w nim odpowiednie zasoby, mogące rozliczać i ewidencjonować wpływy.

Sekurytyzacja stwarza możliwość dywersyfikacji źródeł finansowania firmy, stymuluje również następujące efekty:

- szybsze pozyskanie płynnych środków umożliwiające przyśpieszenie i zwiększenie rozmiarów inwestycji, a bankom pozwalające na dalszą ekspansję kredytową;
- możliwość ominięcia przez firmę barier w pozyskiwaniu środków finansowych na rynku kapitałowym wynikających z niskiego ratingu, niewielkich rozmiarów i prawnych ograniczeń;
- podwyższenie ratingu, a także dywersyfikacja źródeł finansowania i przez to możliwość eliminacji drogiego kredytu bankowego, co spowoduje zwiększenie możliwości i obniżenie kosztów pozyskania środków finansowych;
- poprawa struktury bilansu firmy poprzez usunięcie z niej należności długoterminowych (banki, poddane restrykcyjnym regulacjom wynikającym z wymagań Bazylea III w zakresie utrzymania rezerw na wysokim poziomie, mogą zwiększyć w ten sposób swoją płynność);
- zmniejszenie niedopasowania aktywów i pasywów (aktywa firmy mają określone terminy zapadalności, które mogą różnić się od terminów zapadalności finansujących je pasywów; powstaje ryzyko, że koszt finansowania aktywów nie będzie odpowiadał dochodom wynikającym z nich w czasie i w rozmiarach; powstające rozpiętości pomiędzy tymi kategoriami finansowymi mogą być zniwelowane poprzez elastyczną zamianę niepłynnych aktywów na instrumenty rynku pieniężnego, czyli sekurytyzację);
- wysokie koszty zarządzania systemem, opłat za ubezpieczenia, pozyskania ratingu, bieżącej administracji i ewentualnie odpisów na nieprzewidziane koszty;
- wysokie wymagania dotyczące inicjatora sekurytyzacji i przeznaczonych do niej aktywów, tj. ich rozmiarów i jakości;
- zasadniczo wyłączenie z tego procesu małych i średnich firm z powyższych względów (możliwa jest jednak jej realizacja poprzez połączenie portfeli aktywów kilku takich jednostek);
- możliwości obniżenia jakości portfela inicjatora, jeśli zostaną nią objęte aktywa najwyższej klasy, a pozostawione ryzykowne;
- niezdolność do wywiązywania się kredytobiorców ze zobowiązań powodująca utratę wartości nabytych przez inwestorów papierów wartościowych, co wystąpiło podczas globalnego kryzysu lat 2008–2009;

- pojawianie się ryzyka moralnego (*moral hazard*), ponieważ banki jako kreatorzy pożyczek po ich sekurytyzacji nie ponoszą konsekwencji ich niespłacenia; w związku z tym mogą udzielać ich osobom o słabym standingu kredytowym i nadmiernie zwiększać ich wolumen.

To, co było zaskoczeniem w kryzysie w 2007 i 2008 to *nagłe zniknięcie kluczowej działalności finansowej*, takiej jak sekurytyzacja zabezpieczona hipoteką lub na rynkach pieniężnych (np. w przypadku trójstronnych transakcji repo lub papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami). Gdy finanse rynkowe zorganizowane są jako giełdy publiczne, z rozliczeniami stron trzecich i otwartym dostępem do informacji o cenach, może wystąpić krach na rynku, ale transakcje trwają bez względu na to nadal (Guttmann, Durand, 2016). Gdy transakcje finansowe organizowane są na OTC, „rynkach pozagiełdowych", ceny ustalane są przez wewnętrzną sieć brokerów, którzy utrzymują informacje o transakcjach w tajemnicy, i są one dostępne selektywnie. Taka sieć zależy od zaufania do kontrahentów i zaufania, że złożone obietnice zostaną dotrzymane. Kiedy zaufanie ulega erozji lub następuje odpływ zaufania, sieci po prostu rozpadają się, co powoduje nagłe zatrzymanie transakcji handlowych z dnia na dzień (Guttmann, Durand, 2016).

Przedmiotem sekurytyzacji mogą stać się te aktywa, które mają jakąkolwiek wartość i mogą w przyszłości przynosić dochody odsetkowe (por. rys. 24 i 25). W praktyce jedynym ograniczeniem tego typu transakcji jest wyobraźnia organizatora, np. sekurytyzacja tantiem z płyt D. Bowie. Podmiot (emitent) zajmujący się przygotowaniem aktywów, które mają zostać zamienione na papiery wartościowe, powinien pamiętać w zasadzie tylko o jednym warunku – aktywa przeznaczone do sekurytyzacji powinny regularnie *generować prognozowalne przepływy pieniężne*.

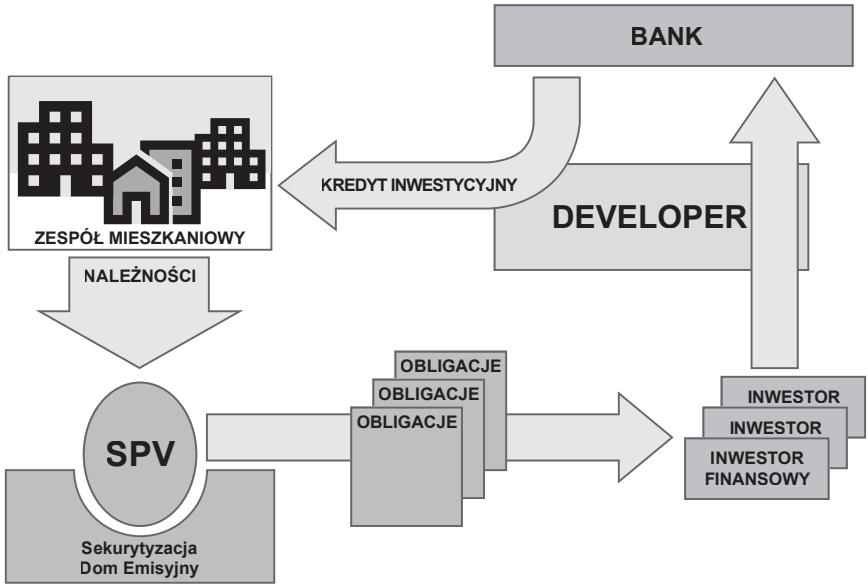
Co ciekawe, sekurytyzacja pomogła zwiększyć zadłużenie gospodarstw domowych w USA, ponieważ część długu konsumpcyjnego utrzymywanego w formie sekurytyzowanej wzrosła z 8% w 1980 r. do około 50% w 2006 r. (Guttmann, 2017). Wzrost udziału sekurytyzacji kredytów gospodarstw domowych zbiegł się w czasie z generalnym wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych w USA z 48% PKB w 1980 r. do 103% w 2007 r. Ten ogromny wzrost był napędzany głównie sekurytyzacją, biorąc pod uwagę fakt, że udział kredytów bankowych ogółem w kredytach konsumenckich w USA utrzymywał się na stałym poziomie około 40% PKB w całym tym okresie. Większość wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych spowodowanego sekurytyzacją dotyczyła

zadłużenia hipotecznego, ponieważ ta innowacja sprawiła, że finansowanie zakupów domów stało się łatwiejsze i tańsze – z wiadomym skutkiem.

Według Fierli (2017) w USA proces zadłużania się, ilustrowany stosunkiem wysokości zadłużenia (*debt*) do wysokości rocznych dochodów (*income*), wykazywał silną tendencję wzrostową już w okresie tuż po drugiej wojnie światowej (lata 50. i połowa lat 60.). Następnie tempo wzrostu zadłużenia osłabło, a wskaźnik zadłużenia utrzymywał się od połowy lat 60. do połowy lat 80. na poziomie 60–65%, by znów intensywnie rosnąć od połowy lat 80. W omawianym okresie 50 lat zadłużenie mierzone stosunkiem długu do wartości rocznych dochodów gospodarstw domowych zwiększyło się z 36% w 1952 r. do 100% w 2002 r. Biorąc pod uwagę wskaźnik zadłużenia w relacji do dochodu rozporządzalnego, największe zadłużenie od lat cechuje gospodarstwa domowe w Danii, a nie w USA. Na koniec 2014 r., wskaźnik ten przekroczył 300%, a wartość ta okazała się trzykrotnie wyższa od wartości dla USA. Wysokie wskaźniki zadłużenia cechowały także gospodarstwa domowe w Holandii (ponad 250%) czy Irlandii (ponad 200%). Na drugim biegunie znajdowały się gospodarstwa domowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – Węgry, Słowenia, Polska, Słowacja czy Czechy – w których poziom zadłużenia gospodarstw domowych w 2014 r. przekraczał zaledwie 50% wartości dochodu rozporządzalnego (Fierla, 2017).

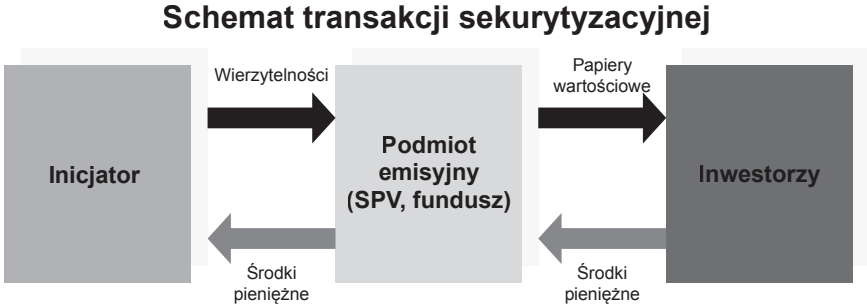
W krajach najwyżej rozwiniętych gospodarczo na świecie w okresie 1995–2014 wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych rósł. Najtrudniejsza pod tym względem sytuacja miała miejsce nie w Stanach Zjednoczonych (niemal 150% w 2007 r.) – postrzeganych tradycyjnie jako kraj osób zadłużonych – lecz w Australii (ponad 200% w 2014 r.), Szwajcarii (blisko 200% w 2013 r., brak danych za 2014 r.), Wielkiej Brytanii (ponad 170% w 2007 r.) i Kanadzie (ok. 160% w 2014 r.).

Przyczyny rosnącego zadłużenia należy w związku z tym upatrywać w globalnym trendzie finansjalizacji gospodarstw domowych. Relatywnie niskie stopy procentowe w powiązaniu z powszechnym dążeniem do zakupu nieruchomości, zarówno w celu realizacji potrzeby mieszkaniowej, jak i w celach inwestycyjnych, oraz w połączeniu z akcją marketingowo-sprzedażową instytucji finansowych (głównie banków i pośredników finansowych), skutkowały szybkim przyrostem liczby i wartości udzielonych kredytów hipotecznych. W związku z tym, biorąc pod uwagę strukturę zadłużenia gospodarstw domowych, należy stwierdzić, że w wielu krajach dominuje w niej udział kredytów hipotecznych (Fierla, 2017).



Rys. 24. **Przepływy finansowe w przykładowym procesie sekurytyzacji**

Źródło: Opracowano na podstawie: Transakcje sekurytyzacyjne. [W:] *Finansowanie nieruchomości, nr 1(6)*, marzec 2006.



Rys. 25. **Schemat transakcji sekurytyzacyjnej**

Źródło: Opracowano na podstawie: A. Muszalska, Ł. Tomaszewski, *Selekcja negatywna w czasie kryzysu finansowego 2007–2009*. Prezentacja. http://coin.wne.uw.edu.pl/kiuila/Mikro/Case/kryzys_slajdy.pdf

Hyman Minsky w swoim czasie argumentował, że sekurytyzacja jest ważna dla globalizacji finansów, ponieważ tworzy aktywa wolne od granic państwowych. „Pakowane" papiery wartościowe były atrakcyjne dla globalnych

inwestorów próbujących osiągnąć pożądany udział aktywów denominowanych w dolarach. Całkowite papiery wartościowe osiągnęły ponad 10 bln USD; inne rodzaje aktywów finansowych rosły jeszcze szybciej – w szczytowym momencie globalne CDS-y osiągnęły poziom 60 bln USD, a całkowita suma kredytowych instrumentów pochodnych była co najmniej dziesięciokrotnie większa. Te aktywa były powiązane z bilansami na całym świecie, tak więc niewypłacalność na jednym małym rynku mogła rozwijać się na całym świecie: dwa niemieckie banki jako pierwsze upadły z powodu problemów z amerykańskimi kredytami *subprime*.

Minsky wiedział, że opisane aspekty doprowadzą do większej niestabilności rynków finansowych. Wprowadził ciekawe pojęcie **„destabilizującej stabilności"**; „stabilność – lub spokój – w świecie o cyklicznej przeszłości i kapitalistycznych instytucjach finansowych jest destabilizująca". Dlaczego tak jest? Spekulacyjna euforia w kapitalizmie rynkowym jest nieuniknionym skutkiem, ponieważ spekulanci i bankierzy poruszają się na fali, używając dźwigni. „Sukces rodzi odwagę, a z czasem pamięć o minionej katastrofie ulega erozji" (Lavoie, 2020).

Minsky koncentrował się także na wpływie „nowej siły" Money Managers na zwiększenie wrażliwości firm na wyceny giełdowe i groźbę przejęcia w momencie, gdy wszystkie gospodarki otwierają się na szerszą światową konkurencję, tj. globalizację finansową. Zachęcał do ciągłej ewolucji systemu finansowego poprzez zapewnienie poolu nabywców sekurytyzowanych pożyczek, papierów komercyjnych spółek finansowych i innych innowacji. Jego zdaniem MMC może łatwiej wywołać międzynarodowy kryzys gospodarczy. Globalna integracja finansowa charakteryzuje kształtującą się erę ekspansywnego kapitalizmu (Minsky, 1986).

Interesującą i obszerną analizę oraz syntezę teorii Minsky'ego i jego wkładu w rozwój koncepcji niestabilności kapitalizmu finansowego zaprezentował Marc Lavoie w opracowaniu z 2020 r. pt. „Was Hyman Minsky a post-Keynesian economist?" (Lavoie, 2020)

Podnoszona już wcześniej rosnąca niepewność pracowników i nierówność dochodów stanowią drugą stronę MMC. Niepewność i nierówności wzrastały, gdy Money Managers (MM) zyskiwali coraz większy wpływ na gospodarkę. Należy wskazać na dwie przyczyny tego trendu:

- na poziomie przedsiębiorstw MM wywierali presję na pracodawców, aby obniżali koszty pracy;
- na poziomie makroekonomicznym pracownicy ucierpieli z powodu zawyżonej wartości dolara, którą w pewnej mierze można przypisać wyborom portfelowym zarządzających pieniędzmi.

Istotny z perspektywy czasu był wpływ MM na stosunek pracy w korporacjach. Akcentowano potrzebę zmniejszenia ogólnych kosztów i poszukiwania możliwie najniższych kosztów zmiennych. W rezultacie świadczenia pracownicze były ograniczane, domagano się od związków ustępstw, a część zadań zlecano na zewnątrz. Diagnozowano powszechną stagnację dochodów, dłuższe poszukiwania pracy, zwiększoną zależność rodzin od wielu stanowisk pracy oraz gwałtowny wzrost pracy w niepełnym wymiarze godzin i pracy tymczasowej w latach 90. W warunkach MMC wszystkie rodzaje pracy były w coraz większym stopniu postrzegane przez korporacje jako towar „na rynku kasowym" – „tylko kolejny koszt, który należy zminimalizować".

Znaczna część kryzysu przemysłowego w Ameryce na początku lat 80. XX w. polegała na wykreowaniu przewartościowanego dolara, co wynikało z różnic stóp procentowych, bezpiecznych wyborów portfela w stosunku do dolara i raczej z powodu spekulacji niż nagłego wzrostu kosztów produkcji w USA. Chociaż obserwacje Minsky'ego zostały dokonane niemal trzy dekady temu, zidentyfikował on prawidłowo trendy i niebezpieczeństwa, które nadal kształtują życie gospodarcze w USA i globalnej gospodarce.

Nawet przed globalnym kryzysem finansowym w latach 2007–2008 MFW obserwował globalną tendencję odchodzenia od tradycyjnej bankowości (nazywanej „pożyczaj i trzymaj") w kierunku finansowania za pośrednictwem rynków i nowych form pośrednictwa („utwórz i podziel"). Pierwotny wzorzec kształtowania i kontynuacji relacji między bankami a kredytobiorcami przestał być aktualny.

W wielu rozwiniętych krajach rządy promowały ewolucję systemu finansowego, usuwając wiele przepisów regulacyjnych (szczególnie w USA). Zmiany w prawie podatkowym zachęcały do przejęć, wykupów i innych rodzajów restrukturyzacji przedsiębiorstw. Proces głębokiej finansjalizacji był ściśle związany z neoliberalnym paradygmatem, a także z procesem globalizacji inspirowanym, ukazanym wcześniej w pkt. 1.1., Konsensusem Waszyngtońskim (10 przykazań, m.in. liberalizacja rynków finansowych,

liberalizacja handlu i przepływów kapitałowych, ograniczenie roli państwa). Neoliberałowie chcieli deregulacji, prywatyzacji, intensyfikacji konkurencji, elastyczności rynku pracy i mechanizmów zaprojektowanych w celu zmiany zachowania menedżerów (Kargula, Widła, 2020).

Wynagrodzenie za wyniki stało się rzeczą samą w sobie, a najlepsze, co można było zaprojektować, to pakiety wynagrodzeń silnie ukierunkowane na opcje na akcje. Ponieważ ostatecznym celem spółki była wartość giełdowa firmy, to wynagrodzenie menedżerów powinno być funkcją cen akcji. Kierownictwo firmy mogło więc bezzasadnie tracić na opinii akcjonariuszy (Lavoie, Stockhammer, 2012). Standardowo menedżerowie korporacji byli zmuszani do wzięcia pod uwagę interesów „klasycznych" właścicieli, podczas gdy argument wartości dla akcjonariuszy wskazywał, że menedżerowie powinni maksymalizować wartość rynkową firmy.

Finansjalizacja oznaczała więc zmianę w sposobie działania korporacji, a także zmiany w zachowaniu podmiotów gospodarczych, w polityce mikro- i makroekonomicznej realizowanej przez rządy i banki centralne oraz w systemie akumulacji kapitału i podziału dochodów. Umożliwiały to procesy głębokiej deregulacji.

Finansjalizacji towarzyszyły ponadto nowe teorie ekonomiczne, m.in. „hipoteza efektywnego rynku" (*efficient market hypothesis* – EMH), które uzasadniały lub wzmacniały ten proces. Teoria rynku efektywnego opiera się na szerokiej dostępności taniej, a przy tym rzetelnej, informacji odnośnie przedsiębiorstw, ich akcji i warunków rynkowych. Rozmiar i zasięg światowych rynków kapitałowych, zwiększony przez wykorzystanie technologii IT i działania zawodowych graczy (inwestorów giełdowych), sprawiają, że rynki zachowują się coraz bardziej zgodnie z teorią rynku efektywnego. To trochę tak, jak problem realności konkurencji doskonałej.

- Według EMH, jeśli jeden inwestor jest rentowny, oznacza to, że każdy inwestor jest rentowny.
- Jest wielu inwestorów, którzy konsekwentnie „pokonują" rynek. W. Buffett jest jednym z tych, którym udało się przekraczać średnie wartości rok po roku.
- Jeśli EMH dopuszcza nieefektywności, to należy przyznać, że absolutna efektywność rynku jest niemożliwa.

Można twierdzić, że rynek nie osiągnie doskonałej efektywności. Aby wystąpiła, wszystkie wymienione elementy muszą mieć miejsce, jak wynika z rys. 26 (Dhir, 2019):

- uniwersalny dostęp do szybkich i zaawansowanych systemów analizy cen;
- powszechnie akceptowany system analizy cen akcji;
- absolutny brak ludzkich emocji w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych;
- gotowość wszystkich inwestorów do zaakceptowania, że ich zwroty lub straty będą dokładnie takie same jak wszystkich innych uczestników rynku.

Trudno sobie wyobrazić, by kiedykolwiek spełniano w pełni choćby jedno z tych kryteriów.

Rodzaje efektywności rynku	
Rodzaj efektywności	**Charakterystyka**
Alokacyjna	◆ Kapitał kierowany jest tam, gdzie jest najlepiej i najbardziej efektywnie wykorzystany ◆ Zasoby gospodarcze rozdzielane są w sposób optymalny
Operacyjna	◆ Niskie koszty obsługi transakcji ◆ Łatwość zamiany inwestycji
Informacyjna	◆ Trafne i w porę podejmowane decyzje wpływające na ceny ◆ Wykorzystanie informacji rynkowych ◆ Minimalizacja spekulacji i elementu niepewności

Rys. 26. **Rodzaje efektywności rynku**

Źródło: Hipoteza rynku efektywnego (EMH). Monitor FX.

Zarabianie pieniędzy w sferze finansów stało się łatwiejsze niż w sferze wytwarzania towarów i usług. Na przykład, Michael Bloomberg wzbogacił się, dostarczając narzędzia dla branży finansowej. Chodzi o słynny *Bloomberg Terminal*, zastrzeżony system komputerowy, który zapewnia abonentom dostęp w czasie rzeczywistym do dużych ilości danych finansowych. To bardzo drogi dostęp, ponieważ abonament kosztuje ok. 24 000 USD rocznie. To pozycja obowiązkowa w branży finansowej, ponieważ inwestorzy z Bloomberg Terminals mogą reagować na wydarzenia rynkowe kilka minut szybciej niż bez tych danych (Bloomberg, 2020). To dochodowy biznes, ale czy to jest dobre dla gospodarki? Na pewno nie. W końcu czy uzyskanie informacji finansowych kilka minut wcześniej jest czymś znaczącym dla poprawy

rzeczywistych decyzji biznesowych, które wpływają na miejsca pracy i produktywność? W efekcie Bloomberg uzyskał swoje miliardy dolarów w procesie „wyścigu zbrojeń finansowych", które kosztują ogromne sumy, ale ich skuteczność jest dyskusyjna. Celem systemu finansowego jest alokacja zasobów do najbardziej produktywnych zastosowań, ale stał się on wzdęty i pasożytniczy kosztem znacznych grup społecznych (por. rys. 27).

Rys. 27. **Skumulowana zmiana procentowa rzeczywistych rocznych zarobków wg grup zarobków w latach 1979–2018**

Źródło: Opracowano na podstawie: L. Mishel, J. Wolfe, *Top 1.0 percent reaches highest wages ever – up 157 percent since 1979*. Working Economics Blog. Posted: 18.10.2018.

1.6. Synteza procesów finansjalizacji wg koncepcji M.B. Aalbersa

Finansjalizację, jako pewien rodzaj procesów rynkowych, krytykuje się dość często nie tylko ze względu na to, że koncepcja ta jest uważana za nieprecyzyjną, niejasną i chaotyczną, ale nierzadko z powodu kwestionowania przedstawionych dowodów na poparcie twierdzenia o jej istnieniu. Krytycy do pewnego stopnia mają rację: finansjalizacja może być bardzo luźno zdefiniowaną

koncepcją, która obejmuje wiele procesów, struktur, praktyk i wyników w różnych skalach i w odniesieniu do różnych ram czasowych. W tym sensie finansjalizacja nie różni się zbytnio od innych koncepcji, których popularność akademicka szybko wzrastała i które były jednocześnie krytykowane jako nieprecyzyjne i niejasne – np. *globalizacja* i *neoliberalizm*. Popularność każdego z tych pojęć polegała, przynajmniej częściowo, na braku precyzji, tzn. na ich zdolności do przekraczania różnych linii argumentacji, wywodzących się z różnych dyscyplin i rozgrywających się w różnych skalach. Nie żyjemy bowiem w zamkniętym systemie, w którym przyczyny są liniowe i jednowymiarowe.

Rozważania na temat finansjalizacji są więc częścią szerszej próby zrozumienia nieliniowej, wielowymiarowej, multiskalarnej złożoności współczesnych gospodarek i społeczeństw.

O poglądach na temat procesów finansjalizacji oraz o jej złożoności i wielowymiarowym charakterze świadczą wybrane i przedstawione niżej, w zasadzie różne, definicje analizowanego zjawiska. I tak:

- Według Stockhammera (2004) oznacza ona „zwiększoną aktywność przedsiębiorstw niefinansowych na rynkach finansowych, [...] mierzoną odpowiednimi strumieniami dochodów".
- Zdaniem Krippnera (2005) to „wzorzec akumulacji, w którym zyski powstają głównie poprzez kanały finansowe, a nie poprzez handel i produkcję towarów".
- Badacz finansjalizacji Epstein (2005) widzi ją w aspekcie „rosnącej roli motywów finansowych, rynków finansowych, aktorów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarki krajowej i międzynarodowej".
- Palley (2008) akcentuje zjawisko finansjalizacji z uwagi na: „(1) podniesienie znaczenia sektora finansowego w stosunku do sektora realnego, (2) przeniesienie dochodów z sektora realnego do sektora finansowego oraz (3) zwiększenie nierówności dochodów i przyczynienie się do stagnacji płac". Ten sam, „bardziej dojrzały" Palley (2013) twierdził później, że „finansjalizacja odpowiada neoliberalizmowi finansowemu, który charakteryzuje się zdominowaniem makroekonomii i polityki gospodarczej przez interesy sektora finansowego. Finansjalizacja jest zatem szczególną formą neoliberalizmu, co oznacza, że neoliberalizm jest siłą napędową finansjalizacji, a tej ostatniej nie można zrozumieć bez zrozumienia tej pierwszej".

- „Wczesny" Aalbers (2008) eksponuje procesy „powstania rynków finansowych nie w celu odciążenia innych rynków, ale w celu handlu pieniędzmi, kredytami, papierami wartościowymi itp."
- Vercelli (2013) widzi zjawisko finansjalizacji w aspekcie „procesu ewolucji, który stopniowo zwiększał kluczową rolę pieniądza w gospodarce i społeczeństwie, kształtując formy wymiany, obiegu, dystrybucji i akumulacji wartości wymiennej".

Analiza specjalistycznych opracowań i raportów skłania autorów opracowania do stwierdzenia, że z uwagi na złożoność i współzależności wielu procesów, nie można poprawnie zdefiniować finansjalizacji. Można natomiast przyjąć tutaj wywód „dojrzałego" Aalbersa (2019b), który w procesie ewolucji swoich poglądów stwierdza, że w literaturze dotyczącej finansjalizacji wyodrębnia się zwykle trzy różne układy konceptualne: *finansjalizację rozumianą jako reżim akumulacji*, *finansjalizację jako wzrost wartości dla akcjonariuszy* oraz *finansjalizację życia codziennego*. Ten podział stał się, jego zdaniem, problematyczny, ponieważ znaczna część literatury łączy te wątki lub wychodzi poza przedstawione w nich argumenty. Zdaniem Aalbersa *finansjalizacja*, *globalizacja* i *neoliberalizm* są współzależne. Na przykład, offshoring, zarówno finansowy, jak i niefinansowy, może być motywowany finansjalizacją, ale jego skutkiem jest globalizacja gospodarcza. Zarówno globalizacja, jak i finansjalizacja są często promowane i wspierane przez neoliberalne programy, czasami przez fałszywe pozory wyrównania szans, podczas gdy w rzeczywistości zmieniają pole działania na korzyść korporacyjnych i finansowych elit i ich akcjonariuszy. Można także spotkać sugestie, że finansjalizacja spowodowała neoliberalizację, ale trudno jest rozdzielić związki przyczynowe dla dwóch koncepcji, które są zarówno szeroko zdefiniowane, jak i są faktycznie częściami siebie nawzajem.

Aalbers (2019b) proponuje w związku z tym wyodrębnienie siedmiu grup problemowych obejmujących współczesną naukę o finansjalizacji. Są one następujące:

1) finansjalizacja jako powtarzający się proces, historycznie sygnalizujący „jesień" (schyłek) władz hegemonicznych;
2) rewolucja w zakresie usług finansowych, czyli powstanie niebankowych instytucji finansowych i rosnące znaczenie lewarowania oraz pobierania opłat w nowych modelach biznesowych banków;
3) finansjalizacja gospodarki w wąskim ujęciu: sektor finansowy staje się coraz bardziej dominujący w kategoriach ekonomicznych;

4) finansjalizacja firm niefinansowych: tradycyjne niefinansowe firmy są zdominowane przez finansowe narracje, praktyki i ocenę, w coraz większym stopniu uczestnicząc w praktykach, które były domeną sektora finansowego;
5) finansjalizacja jako powiększanie aktywów (asetyzacja): tzn. przekształcenie szeregu towarów w zbywalne aktywa finansowe;
6) finansjalizacja państwa i sektora publicznego: gdy rząd, władze publiczne, edukacja, opieka zdrowotna, mieszkalnictwo socjalne i szereg innych sektorów stają się zdominowane przez finansowe narracje, praktyki i pomiar sprawności finansowej;
7) finansjalizacja gospodarstw domowych: gdy motywy finansowe, przesłanki i dobór ich środków stają się coraz bardziej dominujące w ocenach i podejściu osób i gospodarstw domowych do sposobów podejmowania przez nich decyzji życiowych.

Istotność takiego – dość radykalnego – podejścia wymaga rozwinięcia koncepcji przez szerszą prezentację każdej z grup problemów opisujących różne aspekty zjawiska i procesów finansjalizacji.

1. Finansjalizacja jako powtarzający się historycznie proces, sygnalizujący „jesień" (schyłek) władz hegemonicznych. Wielu badaczy, zajmujących się finansjalizacją, sytuuje jej początek w latach 70. wraz z rozwojem neoliberalizmu, kryzysem przemysłowym na Zachodzie, załamaniem systemu Bretton Woods i jego konsekwencjami. Inni wskazują na deregulację finansową i związane z nią zmiany na Wall Street i City of London w latach 80., w tym rozwój technologiczny i rosnący wpływ funduszy emerytalnych i innych inwestorów instytucjonalnych na funkcjonowanie rynków finansowych. Czynnikiem dyskredytującym niekapitalistyczną alternatywę był ponadto upadek ZSRR, co sprawiło, że dyskursy neoliberalne i finansowe miały niekwestionowaną pozycję. Strukturalne zmiany w państwach opiekuńczych są również postrzegane jako kluczowe, chociaż nie zawsze jest jasne, w jakim stopniu zmiany w państwach opiekuńczych napędzały finansjalizację, a w jakim stopniu finansjalizacja wpływała na zmiany w tych państwach.

Ogólnie rzecz ujmując, finansjalizacja jest *częścią i kluczem* do przemian strukturalnych rozwiniętych gospodarek kapitalistycznych. Według niektórych autorów ten stan odnotowano już wcześniej, a zatem finansjalizację można rozumieć jako nawracającą fazę kapitalistycznego rozwoju. Punktem wyjścia do tych rozważań była argumentacja R. Pollina (Pollin, 1996). Twierdzi

on, że idea powtarzających się i przedłużających się faz ekspansji finansowej nasuwa podstawowe pytanie: „Skąd pochodzą zyski, jeśli nie z produkcji i wymiany towarów?" Jak sugeruje autor, na to pytanie można znaleźć trzy możliwe odpowiedzi, z których każda wskazuje na inne źródło zysków.

Po pierwsze, kapitaliści zarabiają pieniądze kosztem innych kapitalistów, a więc redystrybucja zysków następuje w klasie kapitalistów. Po drugie, zyski klasy kapitalistów jako całości rosną, ponieważ transakcje finansowe umożliwiają kapitalistom wymuszenie redystrybucji bogactwa i dochodów na ich korzyść. Po trzecie, transakcje finansowe mogą być opłacalne w sposób trwały... jeśli [umożliwiają] kapitalistom wyjście z ich mniej dochodowych funduszy i skierowanie do bardziej dochodowych obszarów produkcji i wymiany" (Pollin, 1996).

W *koncepcji ekspansji finansowej* każde z tych trzech źródeł rentowności odgrywa odrębną rolę. Pierwsze źródło dostarcza związku między kryzysami nadmiernej akumulacji, które sygnalizują koniec ekspansji materialnej i rozwój ekspansji finansowej, która po niej następuje. Zatem na początku każdej ekspansji finansowej nadmierna akumulacja kapitału prowadzi organizacje kapitalistyczne do wzajemnych działań inwazyjnych, załamuje się podział pracy, który wcześniej określał warunki ich wzajemnej współpracy, i coraz częściej... konkurencja zmienia się z gry o sumie dodatniej w grę o sumie zerowej (lub nawet o sumie ujemnej). Zaciekła konkurencja między kapitalistycznymi agencjami konsoliduje to, co można nazwać warunkami „podaży" w trwałej ekspansji finansowej. Przywołując tendencję spadania marż zysku w handlu i produkcji – wzmacniało to dyspozycję kapitalistycznych agencji do utrzymywania w płynnej formie napływających do nich i rosnących strumieni pieniężnych.

Trwałe ekspansje finansowe materializują się tylko wtedy, gdy zwiększonej preferencji płynności kapitalistycznych agencji towarzyszą odpowiednie warunki popytu. Historycznie kluczowym czynnikiem w tworzeniu warunków popytowych wszystkich ekspansji finansowych było nasilenie się międzynarodowej konkurencji o mobilny kapitał – konkurencji, którą Max Weber nazwał światowo-historyczną odrębnością ery nowoczesnej.

Występowanie ekspansji finansowych w okresach szczególnie intensywnej międzypaństwowej konkurencji o mobilny kapitał nie jest zwykłym wypadkiem historycznym. Raczej jest to tendencja do reagowania na zaostrzone

ograniczenia budżetowe wynikające ze spowolnienia rozwoju handlu i produkcji poprzez intensywną rywalizację o kapitał gromadzący się na rynkach finansowych. Tendencja ta powoduje masową redystrybucję w całym systemie kształtowania się dochodów i bogactwa z różnych miejsc systemu społeczno-gospodarczego do agencji kontrolujących mobilny kapitał, zwiększając w ten sposób i utrzymując rentowność transakcji finansowych, w dużej mierze niezwiązanych z handlem i produkcją towarów (kapitalizm finansowy epoki Reagana i Clintona charakteryzował się szczególnie tego rodzaju redystrybucją).

Wreszcie trzecie źródło finansowego zysku Pollina – realokacja funduszy z mniej dochodowych obszarów produkcji i wymiany do bardziej dochodowych – pojawia się nie jako krytyczny czynnik w zapewnianiu trwałej opłacalności transakcji finansowych, ale jako czynnik wpływający na zastąpienie ekspansji finansowych nową fazą ekspansji materialnej. Szczególnie pouczająca w tym kontekście jest obserwacja, że system kredytowy jest kluczowym instrumentem, zarówno na szczeblu krajowym, jak i międzynarodowym, transferu nadwyżki kapitału z kurczących się do rosnących ośrodków kapitalistycznego handlu i produkcji.

Jeśli chodzi o badania historycznej trajektorii finansjalizacji, duży wpływ na jej zrozumienie wywarły prace Giovanniego Arrighiego (Arrighi, 1994; Arrighi, Silver, 2001). Opierając się na dorobku innych autorów, Arrighi twierdzi, że faza ekspansji finansowej może być scharakteryzowana jako „jesień" hegemonicznych potęg kapitalistycznych. Historycznie wcześniejsze hegemoniczne siły kapitalistyczne – Genua, Holandia, Anglia – zaczęły upadać, gdy ich gospodarki stały się nie tylko hegemonicznie „sfinansjalizowane" wewnętrznie, ale także na zewnątrz.

Arrighi postrzega ekspansję finansową jako odpowiedź na nadmierną akumulację. Kapitał jest przenoszony do sektora finansowego, aby zapobiec kryzysom, ale realna gospodarka i hegemoniczna władza z upływem czasu jednak słabnie. Siła finansowa zazwyczaj pozostaje jednak przy upadającym hegemonie, podczas gdy następna władza hegemoniczna znajduje się w początkowej fazie. Zazwyczaj stary hegemon finansuje nowego nie dlatego, że chce przyśpieszyć własny upadek, ale dlatego, że postrzega to jako najlepszy sposób na dalsze realizowanie zwrotu z inwestycji. Klasa rentierów tworzy „jesiennego hegemona", który zaczyna dominować w gospodarce realnej, nadal wytwarza zyski, które są w stanie wygospodarować rentę finansową. Zwykle

ten „sfinansjalizowany" etap słabnącej władzy hegemonicznej przynosi znaczące korzyści mniejszej liczbie obywateli niż w kraju w stanie prefinansjalizacji. Ma to związek z tendencją słabnącego przyzwolenia klasy średniej na charakter zmian w systemie społeczno-gospodarczym.

Historyczne podobieństwa częściowo wyjaśniają koncentrację uwagi i zainteresowania wielu badaczy finansjalizacji na Stanach Zjednoczonych, które można uznać za „jesień" ich hegemonii po wejściu w fazę ekspansji finansowej i związany z tym spadek przyzwolenia klasy średniej na charakter wzrostu dochodów, nierówności i polaryzację społeczną. Z tej perspektywy inne kraje OECD mogą być postrzegane jako podległe hegemonii USA, gdy jednocześnie Wielka Brytania pozostaje najbliższym sojusznikiem Stanów Zjednoczonych. Nie wyjaśnia to jednak, w jaki sposób i dlaczego londyńskie City stało się w pewnym sensie ważniejsze – a przynajmniej tak samo ważne – jak główne centrum finansowe „jesiennego hegemona", Wall Street. Nie wyjaśnia to również, w jaki sposób dług USA jest w coraz większym stopniu finansowany i wspierany przez kapitał zagraniczny, szczególnie chiński (por. pkt. 3.2. i 3.3. opracowania). Może to oznaczać nowe cechy rozwoju w historycznej trajektorii upadku hegemonów, które w erze zglobalizowanych finansów nie potrzebują już własnej nadwyżki kapitału, aby umożliwić ekspansję finansową. Może to w równym stopniu oznaczać potęgę finansową, a zarazem początek procesu „upadania" hegemona. Analizy Arrighiego nie wyjaśniają tego do końca: upadek światowych mocarstw hegemonicznych jest co najmniej tak powolny, jak ich wzrost, a pozornie paradoksalne połączenie rosnącej potęgi finansowej i ogólnej, malejącej potęgi polityczno-gospodarczej jest tylko kolejną fundamentalną sprzecznością kapitalizmu.

Z pewnością różne elementy finansjalizacji są bardziej zaawansowane i widoczne w USA niż gdzie indziej, ale finansjalizacja stała się coraz bardziej widoczna także w innych krajach zachodnich i niezachodnich. Oznacza to, że trend finansjalizacji w różnych miejscach i w różnym czasie zmierzać może w tym samym kierunku.

Nowy rodzaj władzy, jaką USA uzyskały już w latach 80. i 90., opiera się na ich zdolności do pokonania większości innych państw na światowych rynkach finansowych, jednak sama ekspansja finansowa wydaje się opierać na słabnących podstawach. Nawet entuzjastyczni zwolennicy konkurencji międzynarodowej na globalnie zintegrowanych rynkach finansowych obawiają się, że globalizacja finansowa zamienia się w „siejący spustoszenie pociąg bez hamulców" oraz martwią się „narastającą reakcją" na skutki takiej

destrukcyjnej siły, a przede wszystkim „powstaniem nowej marki populistycznych polityków", sprzyjającej „nastrojowi... bezradności i niepokoju", panującym nawet w bogatych krajach (Pollin, 1996). Reakcje tego rodzaju były typową cechą minionych ekspansji finansowych. Wynika z nich, że masowa redystrybucja dochodów i bogactwa, na których opiera się ekspansja, może w jakiejś nieodległej perspektywie osiągnąć swoje granice.

Procesy finansjalizacji wykazują wysoką dynamikę, co sugerować może prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnego kryzysu. Hojna polityka luzowania ilościowego najpierw w USA, Japonii i strefie euro – spotęgowana przez obecną pandemię – spowodowała, że ceny aktywów finansowych mają wątły związek z realną gospodarką. *Bank Rozrachunków Międzynarodowych* od dawna ostrzega, że zadłużenie sektora prywatnego i dźwignia finansowa osiągają niebezpieczny poziom. Już w 2013 r. Raport ONZ o Handlu i Rozwoju wskazywał na rosnącą dominację finansów nad realną działalnością gospodarczą.

2. Rewolucja w usługach finansowych. Rola banków zmieniła się z mniej lub bardziej pasywnych pośredników na aktywnych aktorów rynków finansowych. Tradycyjna bankowość straciła na znaczeniu w porównaniu z innymi podmiotami finansowymi i ich działalnością wraz z eksplozją niebankowych instytucji finansowych. Gdy finanse wyszły poza swoje tradycyjne funkcje pośrednictwa, zaczęto je postrzegać jako rozwijającą się branżę samą w sobie. Banki inwestycyjne pełnią np. rolę pośredników rynkowych, oferując usługi finansowe dla dużych firm. Jeśli deweloper chce stworzyć serię luksusowych bloków mieszkalnych w Londynie, musi znaleźć kapitał, aby kupić grunty, sponsorować i reklamować inwestycję. W celu pozyskania tego kapitału trafi do banku inwestycyjnego, który pomoże spółce w wypracowaniu zabezpieczenia finansowego i sprzedaży tego zabezpieczenia inwestorom. Banki inwestycyjne często „gwarantują" oferty takich papierów wartościowych. Angażują się również w „handel", tj. kupują instrumenty finansowe na krótkoterminowy okres w celu odsprzedania ich innym. W typowym przykładzie banki zarabiają na różnicy między odsetkami pobieranymi od pożyczek, a odsetkami od oszczędności, ale w przypadku większości instytucji finansowych, w tym banków, stosowane jest lewarowanie i pobieranie opłat. Coraz mniej krajów niezachodnich uniknęło trendu w kierunku modeli biznesowych opartych na dźwigniach finansowych.

Dla wielu banków udzielanie pożyczek jest interesujące przede wszystkim dlatego, że można je przełożyć na nowe produkty finansowe, za które można pobierać opłaty. Ponadto po „przepakowaniu" pożyczek i ich sprzedaży,

pieniądze mogą zostać ponownie zainwestowane w inne produkty finansowe. Dzięki zdolności banków do lewarowania finansowego, występuje „pompowanie" pieniędzy, głównie między instytucjami finansowymi, które może trwać w sposób bezprecedensowy przez wiele lat. Kryzys, który rozpoczął się w latach 2007–2008, spowolnił mechanizm lewarowania i zadłużenia, ale go nie zatrzymał. Firmy niefinansowe nie tylko w mniejszym stopniu polegają na bankach w zakresie swoich finansów, ale także banki inwestują mniej w tzw. gospodarkę realną i coraz częściej lokują swoje pieniądze w aktywach finansowych.

W pierwszej dekadzie XXI w. pożyczki na finansowanie, nieruchomości i cele gospodarstw domowych zastąpiły pożyczki „produkcyjne" jako siła napędowa portfela kredytowego banków. Wydaje się, że jest to trend międzynarodowy, chociaż istnieją pewne różnice w tym, kto otrzymuje większość pożyczek (np. firmy zajmujące się nieruchomościami, właściciele domów, pośrednicy finansowi). Generalnie można mówić o narastającej spirali zadłużenia, nie tylko pod względem wielkości, ale także wymiaru geograficznego w kształtowaniu relacji dłużnik–wierzyciel.

3. Finansjalizacja gospodarki w wąskim ujęciu. Finansjalizacja stanowi również wzorzec akumulacji, w którym generowanie zysków odbywa się w coraz większym stopniu za pośrednictwem kanałów finansowych, a nie handlu i produkcji towarowej (Krippner 2017). Ze względu na spowolnienie ogólnego tempa wzrostu i stagnację gospodarki realnej, kapitalizm stał się coraz bardziej zależny od wzrostu finansów w celu powiększenia kapitału pieniężnego. W ten sposób proces akumulacji kapitału koncentruje się na wzroście finansowania, z korzyścią dla podmiotów na rynkach finansowych, a nie dla gospodarki realnej. Rynek instrumentów pochodnych praktycznie eksplodował w okresie 1990–2006. Na całym świecie w ciągu ostatnich 40 lat stale rosło wykorzystanie tych instrumentów. Opcje, kontrakty *futures* i swapy są obecnie przedmiotem obrotu w ponad 30 różnych walutach. Według Międzynarodowego Stowarzyszenia Swapów i Derywatów (ISDA), w dowolnym momencie istnieje około 700 bln USD nominalnych kwot pozostających do spłaty w instrumentach pochodnych. Według szacunków Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), instrumenty pochodne o wartości 8,3 bln USD są przedmiotem codziennego obrotu, z czego 2,3 bln na giełdach i około 6 bln w obrocie pozagiełdowym – OTC (Derivate, 2020). Zaledwie 2% kontraktów terminowych na towary kończy się dostawą towaru fizycznego.

Zwiększony udział inwestorów finansowych i spekulantów doprowadził do zmian w sposobie, w jaki te rynki towarowe obecnie funkcjonują, w pewnym stopniu „odłączając" je od fizycznych warunków rynkowych i dokonując ściślejszego powiązania ich z ruchami cen akcji i obligacji. Na przykład, spekulanci indeksowi zajmują pozycje w towarach jako cała grupa; innymi słowy, zazwyczaj nie podejmują oni decyzji inwestycyjnych zgodnie z zasadami podaży i warunków popytu na poszczególnych rynkach fizycznych, ale raczej w odniesieniu do wyników innych aktywów finansowych. Takie spekulacje prawdopodobnie stoją za jednoczesnym wzrostem i spadkiem cen różnych towarów. Spekulanci nie są również zainteresowani samymi towarami. W praktyce udział w rynkach instrumentów pochodnych jest w większości przypadków ograniczony do większych uczestników rynku, którzy nie tylko wykorzystują instrumenty pochodne do zabezpieczeń, ale także czerpią coraz większą część swoich zysków z handlu spekulacyjnego.

Finanse stały się więc dominującym źródłem zysków od lat 90. XX w., szczególnie wyraźne w Stanach Zjednoczonych, ale można je zaobserwować w większości krajów OECD. W przypadku 27 państw członkowskich Unii Europejskiej (przed przystąpieniem Chorwacji) EUROSTAT obliczył, że sektory FIRE (*finance, insurance, and real estate sectors* – finanse, ubezpieczenia i nieruchomości) łącznie miały udział 29% w wytworzeniu PKB. Nawet w Niemczech, które mają mniej sfinansjalizowaną gospodarkę, sektory FIRE miały większy wkład w PKB niż przemysł (odpowiednio, 30% i 20%).

Aktywa finansowe posiadane przez inwestorów instytucjonalnych jako procent PKB rosły szybko we wszystkich krajach OECD, i już na przełomie wieku stanowiły ponad 200% w krajach takich jak USA i Wielka Brytania oraz około 100% w krajach takich jak Niemcy i Francja, zwiększając się trzykrotnie w USA i dziesięciokrotnie we Francji w latach 1980–2001 (Aalbers, 2019b). Z kolei udział wynagrodzeń w dochodzie narodowym spadł we wszystkich przypadkach, chociaż w mniejszym stopniu, szczególnie w krajach o silnych związkach zawodowych (Epstein, 2005).

4. Finansjalizacja firm niefinansowych. Firmy niefinansowe zawsze były zależne od kredytu, ale reguły i logika Wall Street w coraz większym stopniu stawały się regułami i logikami poza Wall Street. Filozofia korporacyjna również uległa finansjalizacji. Idea wartości dla akcjonariuszy stała się dominująca w sposobie prowadzenia firm, a menedżerowie wyższego szczebla musieli reagować na takie żądania. Menedżerów przestano uważać za wykwalifikowanych

specjalistów, lecz za agentów maksymalizujących wartości dla akcjonariuszy, którzy dostarczają obiecujących danych dla agencji ratingowych, obserwatorów rynku i akcjonariuszy. W ciągu ostatnich trzydziestu lat rosnąca finansjalizacja firm niefinansowych została zauważona w prawie wszystkich sektorach gospodarki i prawdopodobnie stała się najszerzej dyskutowanym wymiarem finansjalizacji (por. pkt. 1.3. i 1.4. opracowania).

Ważnym czynnikiem napędzającym finansjalizację firm niefinansowych była własność firm notowanych na giełdzie. W latach 50. amerykańskie gospodarstwa domowe posiadały około 90% akcji przedsiębiorstw; 50 lat później ich udział wyniósł zaledwie 42%, podczas gdy udział inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych, znacząco wzrósł. Około 70% amerykańskich gospodarstw domowych nadal posiada niewiele akcji lub nie posiada ich wcale (Thomson, Dutta, 2018).

Mit wartości dla akcjonariuszy ma pierwszeństwo przed długoterminową rentownością lub przetrwaniem firmy w wykupach lewarowanych, wykupach akcji, fuzjach i przejęciach.

Wiele firm nie jest notowanych na giełdzie, ale podlega procesom finansjalizacji. Finansjalizacja zmienia sposób zarabiania pieniędzy w wielu branżach: ogólnie rzecz biorąc, istnieje nacisk na outsourcing i krótkoterminowe zyski kosztem zintegrowanego rozwoju, inwestycji długoterminowych i innowacji pozafinansowych. W rezultacie firmy niefinansowe zwiększają przepływy do sektora finansowego poprzez wypłaty odsetek, wypłaty dywidend i wykup akcji.

Jeśli zyski są podstawą strategii, można oczekiwać, że kierownictwa firm zaangażują się w działania generujące ich możliwie wysoki poziom. Ponieważ stopy zysku w branży finansowej były przez pewien czas wyższe niż w większości tzw. gospodarki realnej, niektóre firmy niefinansowe stały się firmami o mieszanych aktywach. W rezultacie przedsiębiorstwa niefinansowe w coraz większym stopniu czerpią zyski z działalności finansowej i posiadają większą część aktywów finansowych w porównaniu z aktywami niefinansowymi (Sinapi, Gagne, 2016).

Optymiści twierdzą, że jeśli firma niefinansowa osiąga wysokie zyski poprzez inwestycje w instrumenty pochodne, to nie powoduje to „wypierania" rzeczywistych inwestycji, ale dodatkowe fundusze stają się dostępne na inwestycje w niefinansowe części firmy. Krytycy twierdzą jednak, że gdy firma zainwestuje w aktywa finansowe, to prawdopodobnie wykorzysta zyski

do rozszerzenia takiej działalności. Jeśli takie inwestycje finansowe przyniosą większe zyski niż inwestycje pozafinansowe, będzie istnieć pokusa wykorzystania dodatkowych pieniędzy na inwestycje na rynkach finansowych. Należy wskazać także na ryzyko związane z niestabilnością inwestycji finansowych. Ważną konsekwencją tego elementu finansjalizacji jest zatarcie statystyk dotyczących „realnej gospodarki" w stosunku do „sektora finansowego". Mierzenie finansjalizacji jako rosnącej dominacji sektora finansowego w statystykach PKB i zyskach firm finansowych najczęściej pomija ten ważny wymiar finansjalizacji, jakim jest stosowanie praktyk firm ze sfery realnej, które długo były wyłączną domeną sektora finansowego.

5. Finansjalizacja jako powiększanie aktywów finansowych (assetyzacja). Literatura przedmiotu dostarcza znaczących informacji, jak wzrost kapitału instytucjonalnego, np. z funduszy emerytalnych, przekształcił szeroką gamę dóbr (publicznych), firm i działalności gospodarczej w aktywa finansowe. Inwestorzy instytucjonalni przekształcili najbardziej stabilne przestrzennie klasy inwestycji, mianowicie nieruchomości, w zbywalne aktywa finansowe (akcje, obligacje i inne papiery wartościowe) mimo ich niepodzielności, długoterminowego horyzontu inwestycyjnego i zależności od określonych lokalnych przepisów i praktyk. Budownictwo mieszkaniowe (mieszkalnictwo) ma kluczowe znaczenie dla sfinansjalizowanego kapitalizmu: nie jest „jeszcze jednym, dodatkowym składnikiem aktywów do sfinansowania, ale kluczowym składnikiem tych aktywów" (Aalbers, 2019b). W związku z tym agencje państwowe i polityka publiczna wielu krajów są coraz bardziej ukierunkowane na ułatwianie inwestycji finansowowych w grunty, nieruchomości i infrastrukturę, wywołując tym samym zmiany w kulturze organizacyjnej i przekształcając planowanie urbanistyczne z dostarczania dóbr publicznych w ułatwianie tworzenia aktywów finansowych. Aby wyjaśnić, co „napędza" pomnażanie aktywów, należy zrozumieć naturę inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych, ponieważ należą one do największych inwestorów na świecie. Od końca XX w. strategie inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych zostały zorganizowane wokół wskaźników finansowych. Od lat 70., szczególnie od przełomu wieku, nieruchomości komercyjne w coraz większym stopniu stawały się własnością (międzynarodowych) funduszy, które posiadają duże portfele nieruchomości, czasami skupione w jednym kraju lub makroregionie, ale coraz częściej w różnych krajach świata. Wiele funduszy specjalizuje się w budynkach biurowych, stanowiących największą część nieruchomości komercyjnych, inne koncentrują się

na zakupach jednostek handlu detalicznego czy hoteli. Do niedawna fundusze emerytalne inwestowały głównie w akcje i obligacje, często stosując strategię dopasowywania zobowiązań. Obecnie coraz częściej inwestują w różne klasy aktywów, w tym fundusze *private equity*, nieruchomości, infrastrukturę i metale szlachetne, takie jak złoto, które mogą chronić przed inflacją.

Asetyzacja nie jest procesem samoistnym i samonapędzającym. Aby go umożliwić, rządy i publiczne instytucje regionalne (lokalne) uruchamiają szereg rozwiązań regulacyjnych i zmian o charakterze społeczno-technicznym. Literatura poświęcona asetyzacji podkreśla również rolę państwa w tworzeniu i przekształcaniu rynków finansowych.

6. Finansjalizacja państwa. Również państwa są w coraz większym stopniu zależne od rynków finansowych i są przez nie „oceniane". Agencje ratingowe udostępniają wyniki ocen rządom, nie tylko krajowym, ale także lokalnym. Państwa są oceniane niemal tak, jak firmy; z kolei stosowanie koncepcji New Public Management w instytucjach publicznych może świadczyć o tym, że zarządzane mogą być podobnie, jak firmy prywatne. W ostatnich dziesięcioleciach aktorzy finansowi, administracje państwowe, stowarzyszenia zawodowe i samorządowe, a także firmy konsultingowe wspólnie dążyły, aby w tym kierunku wspierać niektóre usługi publiczne.

Finansjalizacja z jednej strony zmienia kulturę organizacyjną samorządów, z drugiej wymusza stosowanie bardziej wyrafinowanych technik zarządzania, np. stopami procentowymi, ryzykiem czy zarządzaniem finansowym w podmiotach komunalnych. W coraz większym stopniu sięga się do instytucji partnerstwa publiczno-prywatnego, dzięki któremu można kapitalizować przyszłe źródła dochodów z usług publicznych i mediów. Zarządzanie długiem komunalnym jest wyzwaniem w warunkach ograniczeń fiskalnych przy realizacji koniecznych i kapitałochłonnych projektów inwestycyjnych o charakterze publicznym.

Dominacja narracji, praktyk i miar finansowych nie ogranicza się do instytucji rządowych czy samorządowych, ale wkracza także do takich sfer jak edukacja, opieka zdrowotna i mieszkalnictwo socjalne.

7. Finansjalizacja gospodarstw domowych. Finansjalizacja wpływa nie tylko na przedsiębiorstwa i instytucje państwowe, ale w coraz większym stopniu także na gospodarstwa domowe. W wyniku przejścia od społeczeństwa fordystycznego do społeczeństwa „sfinansjalizowanego", finanse wnikają głębiej

w tkankę życia codziennego, a bezpieczeństwo ekonomiczne jednostek jest coraz bardziej zależne od sytuacji na rynkach finansowych. W kapitalizmie finansowym można odnotować zmianę charakteru i rodzaju ryzyka, kiedy gospodarstwa domowe w mniejszym stopniu będą polegać na instytucjach publicznych w kwestiach ich długoterminowego bezpieczeństwa, a coraz bardziej będą zależne od instytucji finansowych. Innymi słowy, jakaś część gospodarstw domowych w z większym stopniu będzie myśleć w kategoriach finansowych. Jedną z ważnych konsekwencji tego procesu jest przedefiniowanie znaczenia tradycyjnych konsumentów i traktowanie ich jako aktywa finansowego.

W wielu rozwiniętych krajach kluczową dziedziną badań nad finansjalizacją gospodarstw domowych od dawna stanowi mieszkalnictwo. Finansjalizacja życia codziennego lub pracy w domu ma związek z rozważaniami o dobrobycie sugerującymi, że zamiast polegać na zarządzanych przez państwo transferach socjalnych, jednostki przyjmują większą odpowiedzialność za własne potrzeby, inwestując w produkty finansowe i aktywa majątkowe, których wartość rośnie w czasie. Odnotowano w przeszłości nawet swojego rodzaju paradoksy, że instytucje publiczne i finansowe były bardziej zainteresowane wspieraniem rynków kredytów hipotecznych niż bezpośrednim wspieraniem właścicieli domów w ramach polityki społecznej. Kładąc nadmierny nacisk na wartość wymienną, zamiast wartości użytkowej, finansjalizacja przekształciła w istotny sposób stosunki społeczne. Ryzyko mieszkaniowe jest w coraz większym stopniu ryzykiem na rynkach finansowych – i odwrotnie (Aalbers, 2017). Finansjalizacja gospodarstw domowych rozciąga się od domu do miejsca pracy. Może to być strategia kontroli pracowniczej, której celem jest przekształcenie życia zawodowego pracowników w działalność inwestycyjną, wykorzystując rozliczane godziny pracy zarówno jako miarę rentowności, jak i inwestycji w przyszłe wyższe wynagrodzenie i ewentualne wejście udziałowe do firmy. Życie zawodowe uległo przekształceniu w sfinansjalizowany system kontroli i sterowania „kapitałem ludzkim", zostało zdefiniowane w kategoriach pieniężnych i potraktowane w kategoriach inwestycji, spekulacji i dźwigni, jak wykazały w USA skutki lat 2007–2009.

Bogactwo związane z mieszkalnictwem, czyli mieszkania wyceniane wg bieżących cen rynkowych, pomniejszonych o zadłużenie, wzrosło do historycznie bezprecedensowego poziomu, co oznacza, że w procesach finansjalizacji znaczenie nieruchomości stało się niezwykle ważne jako swojego rodzaju „magazynu wartości". Na przykład, w strefie euro majątek mieszkaniowy

wzrósł z 3,7 bln EUR w 1980 r. do 13,2 bln EUR w 1999 r. i 24,2 bln EUR w 2006 r. Badanie przeprowadzone na 17 wybranych gospodarkach rozwiniętych, obejmujące lata 1870–2010, wykazało, że stosunek długu prywatnego do PKB utrzymywał się w przedziale 50–60% do 1980 r., ale wzrósł do 118% w 2010 r. Należy zauważyć, że eksplozja zadłużenia była przede wszystkim eksplozją długu hipotecznego. Kredyty inne niż hipoteczne pozostawały stabilne w latach 1914–2010, zawsze oscylując między 41% a 46% PKB (średnie ważone dla 17 krajów). W ciągu prawie wieku całe społeczeństwa i gospodarki uległy istotnemu przeobrażeniu. Zmieniło się także udzielanie kredytów hipotecznych. Wskaźnik zadłużenia hipotecznego do niespłaconych kredytów prywatnych wzrósł z około 30% w latach 1950–1960 do 60% w 2010 r. W latach 1914–2010 kredyty hipoteczne wzrosły z 20% do 64% PKB (Aalbers, 2017). Nieruchomości, a zwłaszcza finansowanie mieszkań, nie są tylko jednym z wielu obiektów finansjalizacji, stanowią one jej kluczowy przedmiot.

Mieszkalnictwo zapewnia krytyczny rynek zbytu dla inwestycji, tj. funkcjonuje jako rodzaj „uzgodnień przestrzennych" w warunkach endemicznego stanu nadmiernej akumulacji. Absorpcja kapitału przez mieszkalnictwo jest jedną z charakterystycznych cech obecnego, sfinansjalizowanego reżimu akumulacji, opartego na nieruchomościach. Wielu autorów firmuje teorię związków między rozwojem urbanizacji, a kapitalizmem, argumentując, że „zabudowane środowiska" stały się niezbędne do tworzenia i przechowywania wartości dodatkowej, a „kapitał finansowy" kontroluje ten proces. W niektórych przypadkach, jak np. w Dubaju, urbanizację można postrzegać jako proces re-engineeringu finansoweego. Ciekawe są twierdzenia, że mamy do czynienia ze „sprywatyzowanym keynesizmem" i „keynesizmem cen domów" (Aalbers, 2017), rozumiejąc to zarówno jako sposób na napędzanie gospodarki poprzez wspieranie konsumpcji, jak i „kompensowanie" pracy, która przez dziesięciolecia notowała znikomy (a niekiedy nawet ujemny) wzrost dochodów realnych. Innymi słowy, mamy do czynienia z finansjalizacją mieszkalnictwa, skutkującą bogactwem opartym na aktywach, nie tylko dla klasy średniej. Jest przy tym oczywiste, że systemy mieszkaniowe różnią się znacznie na całym świecie, co oznacza, że finansjalizacja tej sfery jest z natury zróżnicowana, niekiedy tylko fragmentaryczna.

8. W procesach finansjalizacji znaczącą rolę odgrywa również lobbing. Badania przeprowadzone przez Corporate Europe Observatory wraz z Austriacką Federalną Izbą Pracy i Austriacką Federacją Związków Zawodowych wykazują,

że branża finansowa wydaje co najmniej 120 mln EUR rocznie na lobbowanie w Komisji Europejskiej za pośrednictwem ponad 700 organizacji. Szacuje się, że przekraczają one wydatki związków zawodowych i społeczeństwa obywatelskiego ponad 30 razy (Aalbers, 2019b). Piętnaście oficjalnych organów doradczych Unii Europejskiej było zdominowanych przez branżę finansową. Trudno sobie wyobrazić, że nie przyniesie to branży zysków dzięki korzystnym regulacjom. W sfinansjalizowanym środowisku politycznym trudno jest forsować rozwiązania sprzeczne z oczekiwaniami najpotężniejszych konglomeratów finansowych. Finansjalizacja, globalizacja i neoliberalizm są współzależne co do treści.

Podsumowanie części pierwszej

1) Finansalizacja pojawiła się, gdy kraje odeszły od kapitalizmu przemysłowego. Wpłynęło to na makroekonomię, jak i mikroekonomię poprzez zmianę struktury i funkcjonowania rynków finansowych oraz na zachowanie przedsiębiorstw i politykę gospodarczą. Finansalizacja oznacza bowiem wzrost wielkości i znaczenia sektora finansowego kraju w stosunku do jego ogólnej gospodarki. Od lat 80. „przemysł finansowy" dążył do krótkoterminowych zwrotów finansowych, co wymagało inwestycji w technologie i rozwój odpowiednich produktów. Innowacje finansowe umożliwiły tworzenie i wprowadzanie do obrotu nowych rodzajów instrumentów finansowych, produktów finansowych i papierów wartościowych oraz technologii obsługi procesów finansowych.
2) Obecny etap rozwoju kapitalizmu określany jest mianem *money-managed capitalism*. Charakteryzuje się on gwałtownym wzrostem aktywności firm finansowych i innych niebankowych instytucji finansowych – a także stałym strumieniem innowacji bankowych. W latach 80. XX w. rozpoczął się szybki rozwój funduszy zarządzających gotówką – funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, bankowych funduszy powierniczych itp. Z biegiem czasu fundusze te gromadziły ogromne ilości pieniędzy. Wzrost liczby inwestorów instytucjonalnych sprzyjał ciągłej ewolucji systemu finansowego, zapewniając pulę nabywców na sekurytyzowane pożyczki, papiery komercyjne spółek finansowych i inne innowacje. Sekurytyzacja stała się najważniejszą innowacją napędzającą współczesne finanse. Została opisana przez media jako „kokaina sektora usług finansowych". Finanse nieustannie poszukują nowych źródeł przyszłych dochodów

do przekształcenia. Gra polega na znajdowaniu aktywów i łączeniu ich w sposób, który (przynajmniej rzekomo) czyni ich dochody przewidywalnymi i stałymi. Inwestorzy w operowaniu tego typu papierami wartościowymi stają się jednak w gruncie rzeczy spekulantami.

3) Wartość dla akcjonariuszy jest powszechnie uznawana za siłę napędową ładu korporacyjnego, a dominującymi akcjonariuszami wielu korporacji stały się instytucje finansowe. Wpływ sfery finansów na gospodarkę przejawia się m.in. w tym, że rynki finansowe przejęły kontrolę nad korporacjami poprzez forsowanie paradygmatu maksymalizacji wartości giełdowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem. W efekcie korporacje służą obecnie interesom rynków finansowych oraz najwyższej kadry menedżerskiej.
4) Nieproporcjonalne przesunięcie korzyści finansowych ze sfery realnej do sfery finansów pogłębia różnice w dochodach różnych grup społecznych. Przepaść majątkowa między najbogatszymi i najbiedniejszymi rodzinami Ameryki wzrosła ponad dwukrotnie w latach 1989–2016. 84% akcji należących do amerykańskich gospodarstw domowych należy do 10% najbogatszych Amerykanów.
5) Dyskusja naukowa wokół finansjalizacji prowadzi również do sporów merytorycznych co do jej istoty, charakteru oraz zakresu. W związku z powyższym ostatnie propozycje wskazują na celowość analizy określonych, zdefiniowanych grup problemowych, którym można przypisać określone cechy finansjalizacji.

Część 2. Przykłady finansjalizacji na rynku giełdowym i walutowym

Procesy finansjalizacji przynoszą z reguły największe korzyści inwestorom instytucjonalnym. Prezentowane w części 2 przykłady stanowią potwierdzenie tego stanu rzeczy. Dark Pools to alternatywne systemy obrotu, które narodziły się w 2005 r. w USA i w 2007 r. w Europie. Rozporządzenie Securities Exchange Commission (SEC) w USA o nazwie Regulation National Market System, a w Europie dyrektywa Markets in Financial Instruments Directive umożliwiły ich tworzenie m.in. bankom inwestycyjnym. Głównym celem utworzenia Dark Pools było ułatwienie instytucjom obrotu dużymi pakietami akcji, tzw. Bloc Tradingu, bez wywierania wpływu na oficjalne ceny akcji oraz redukcja kosztów transakcyjnych. Z kolei Carry Trade stanowi ważny przykład finansjalizacji walut, a konkretnie – uznanie walut za klasę aktywów „samych w sobie", z oczekiwaniem zysków z tytułu zmian ich wartości. Handel walutą jest bardziej wyróżniającym się procesem niż handel aktywami denominowanymi w tej walucie, ze względu na specjalne atrybuty pieniądza. Na rynku walutowym można się spotkać zatem z transakcjami spekulacyjnymi na dużą skalę, realizowanymi przez największe instytucje finansowe.

2.1. Dark Pools, czyli równi i równiejsi

Na giełdzie wszyscy mają jednakowy i powszechny dostęp do informacji. Giełdy papierów wartościowych są więc jednym z głównych elementów wolnego rynku, pomimo że są one wysoce sformalizowane i poddane wnikliwej kontroli. Bardzo dokładnie zdefiniowany jest sam rynek, gracze, obiekty transakcji/obrotu, cena transakcji i nawet tryb jej zawierania. Giełda ma zatem fundamentalne znaczenie dla rynku i bez niej nie istniałby rynek pierwotny. W ten sposób giełda okazuje się być miejscem racjonalnej alokacji kapitału w skali całej gospodarki. Przedsięwzięcia gospodarcze rokujące dobrze są finansowane w większej skali i taniej niż przedsięwzięcia oceniane przez inwestorów gorzej.

Istnieją jednak inne platformy inwestycyjne, do których dostęp mają nieliczni. I tak np. Dark Pools są anonimowymi, prywatnymi giełdami, na których najwięksi inwestorzy instytucjonalni mogą handlować papierami wartościowymi

bez wywierania wpływu na ceny rynkowe. Handel odbywa się z dala od oficjalnych giełd, a informacja o dokonanych transakcjach trafia do publicznej informacji post factum.

W 2012 r. pojawiła się książka S. Pattersona: *Dark Pools: The Rise of A.I. Trading Machines and the Looming Threat to Wall Street*, w której autor opisał prywatne giełdy określane mianem Dark Pools (of Liquidity), służące do zbierania ofert i wykonywania handlu papierami wartościowymi. Niektórzy proponują jako polski odpowiednik Ciemną Płynność bądź Ciemne Oceany Płynności (Dark Pools, 2018).

Przeciętny indywidualny inwestor akcyjny przyzwyczajony jest do transakcji na tradycyjnych scentralizowanych giełdach, gdzie widzi, co i po ile jest wystawiane (postowane) i handlowane, a transakcje są jawne. Dark Pools natomiast jest koncepcją handlu odmienną od tradycyjnej. Dark Pools obejmują transakcje i płynność w domenie publicznej, gdzie oferty są ukryte. Coś, co jest teraz już legalne, kiedyś działało pod nazwą Upstairs Trading (Kenton, 2018).

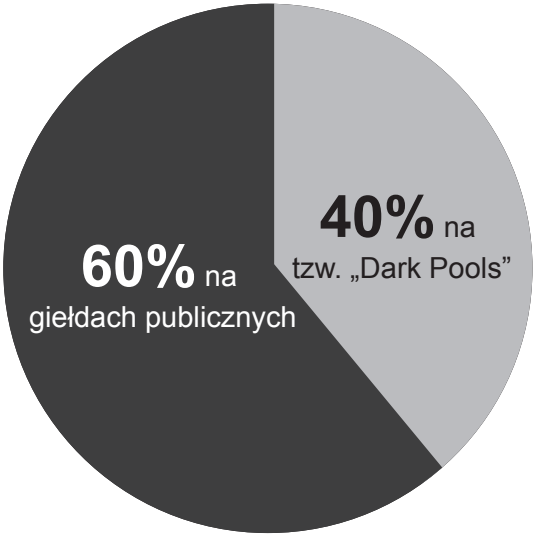
„Czarne oceany płynności" to prywatne giełdy otwarte jedynie dla ograniczonej publiczności (*Invitation Only My Friend*). Stanowią one *niewidoczną dla świata platformę transakcyjną*. Klienci tego systemu mogą handlować na platformie ze sobą, jednak informacje o ich zleceniach pozostają w systemie wewnętrznym, a informacje o transakcjach ukazują się po ich realizacji.

Ta forma giełdy rozwija się dość szybko (por. rys. 28 i 29), gdyż każdy poważny gracz zdaje sobie sprawę, że wolny rynek handlu na giełdach za sprawą błyskawicznej kariery automatycznego handlu High Frequency Trading (HFT) uległ, na swój sposób, ograniczeniu. HFT to cicha wojna elektronicznych automatów, gdzie szybsza i lepsza informacja oznacza większy zysk. Branża papierów wartościowych szacuje, że transakcje o wysokiej częstotliwości stanowią ponad połowę całego wolumenu na giełdzie (Merit, 23.12.2020). Firmy, które praktykują handel z wysoką częstotliwością, programują swoje komputery w celu wyszukiwania sygnałów dotyczących ruchów cen, a następnie reagują na te sygnały. Pojawiają się też zagrożenia; w 2012 r. firma korzystająca z wysokiej częstotliwości Knight Capital Group straciła prawie pół miliarda dolarów, gdy jej komputery zawiodły (Merit, 13.12.2020).

Rozwój agresywnego komputerowego tradingu doprowadził do sytuacji, kiedy bardzo trudno bronić się przed HFT i dlatego też część graczy widzi potrzebę uczestnictwa w Dark Pools. Powstały one przede wszystkim w celu ułatwienia

handlu pakietowego przez inwestorów instytucjonalnych, którzy nie chcieli wpływać na rynki swoimi dużymi zleceniami i uzyskiwać niekorzystnych cen za swoje transakcje. Są one czasem pokazywane w negatywnym świetle, ale w rzeczywistości służą stawianemu celowi. Z drugiej strony brak przejrzystości naraża ich na potencjalne konflikty interesów ze strony ich właścicieli i drapieżne praktyki handlowe.

W lutym 2020 r. w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (United States Securities and Exchange Commission – SEC) odnotowano ponad 50 zarejestrowanych „Dark Pools o zróżnicowanych rozwiązaniach instytucjonalnych" (Picardo, 2020). Dark Pools pojawiły się pod koniec lat 80. Według *CFA Institute* handel pozagiełdowy w USA stał się ostatnio bardziej popularny. Szacunki pokazują, że mieliśmy do czynienia z około 40% wszystkich transakcji giełdowych w USA w 2017 r. w porównaniu z 16% w 2010 r. O ile w 1998 r. 92% obrotu akcjami w USA odbywało się na dwóch największych giełdach (NYSE i NASDAQ), o tyle w 2015 r., 10 lat po wprowadzeniu Regulation National Market System (NMS) odsetek ten spadł do 28,5%. Z kolei udział obrotów przypadający na Dark Pools wyniósł 15,1%.



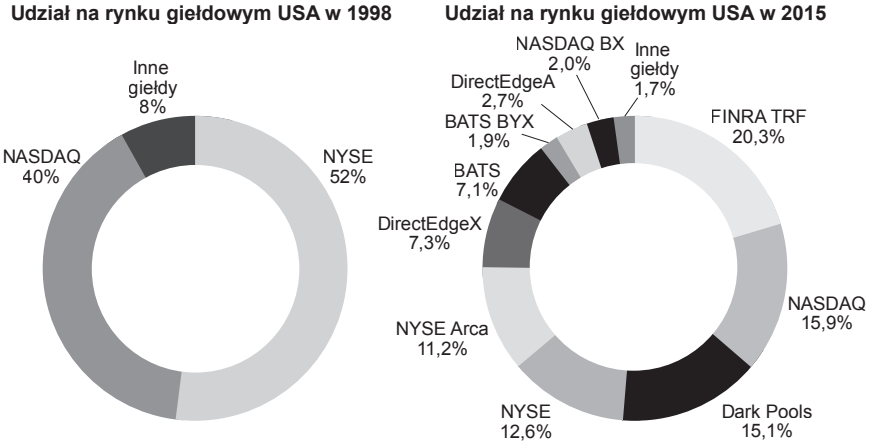
Rys. 28. **Rosnący udział Dark Pools w obrocie giełdowym USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: *What are 'Dark Pools', and how can YOU profit from them?* https://www.darkpoolsecrets.com/, dostęp: 23.11.2020.

W 2017 r. handel giełdowy w USA odbywa się za pośrednictwem 12 tradycyjnych giełd. Giganci, tacy jak NASDAQ i NYSE muszą konkurować z ponad 40 alternatywnymi systemami obrotu (ATS). Większość z nich stanowią zarejestrowane przez SEC Dark Pools. Udział ATS w obrocie rynkowym w USA na przestrzeni ostatnich lat wyniósł ponad 12%.

Po wprowadzeniu szeregu regulacji, rynek, który był praktycznie zmonopolizowany przez trzy duże giełdy, w wyniku konkurencji stał się rynkiem o poszerzonej fragmentyzacji. (por. rys. 29).

Widoczne rozdrobnienie w porównaniu struktury rynku giełdowego w latach 1998 i 2015



Rys. 29. **Zmiany w strukturze rynku giełdowego w USA; 1998 vs 2015**

Źródło: Opracowano na podstawie: J. Russo, *Making the Most of Fragmented Capital Markets*. 29.09.2017.

Chcąc inwestować za pośrednictwem tradycyjnej giełdy, wystarczy założyć konto maklerskie w dowolnym banku. W przypadku Dark Pools sytuacja nie jest tak prosta. Administratorów Dark Pools można podzielić na trzy grupy (Kietliński, 2019):

- giełdy, np. International Securities Exchange czy BATS Trading;
- brokerzy umożliwiający swoim klientom handel papierami wartościowymi w warunkach anonimowości, np. JP Morgan – JPMX, Goldman Sachs SIGMA X czy Citi – Citi Match, Citi Cross;
- firmy, np. Chi-X Global, NYFIX Millennium czy State Street's Block Cross.

W Europie, podobnie jak w USA, pierwotnie obrót papierami wartościowymi odbywał się jedynie w ramach regulowanych systemów, jak GPW czy Deutsche Boerse. Wprowadzenie w 2007 r. na starym kontynencie dyrektywy Markets in Financial Instruments Directive – MIFID, diametralnie zmieniło oblicze rynku. Umożliwiła ona bowiem tworzenie alternatywnych systemów obrotu (ASO), którymi m.in. są Dark Pools (por. rys. 30). Od tamtej chwili obrót na Dark Pools systematycznie rośnie, sięgając blisko 9% udziału w całkowitym wolumenie (Baisch, Baumann, Weber, 2014).

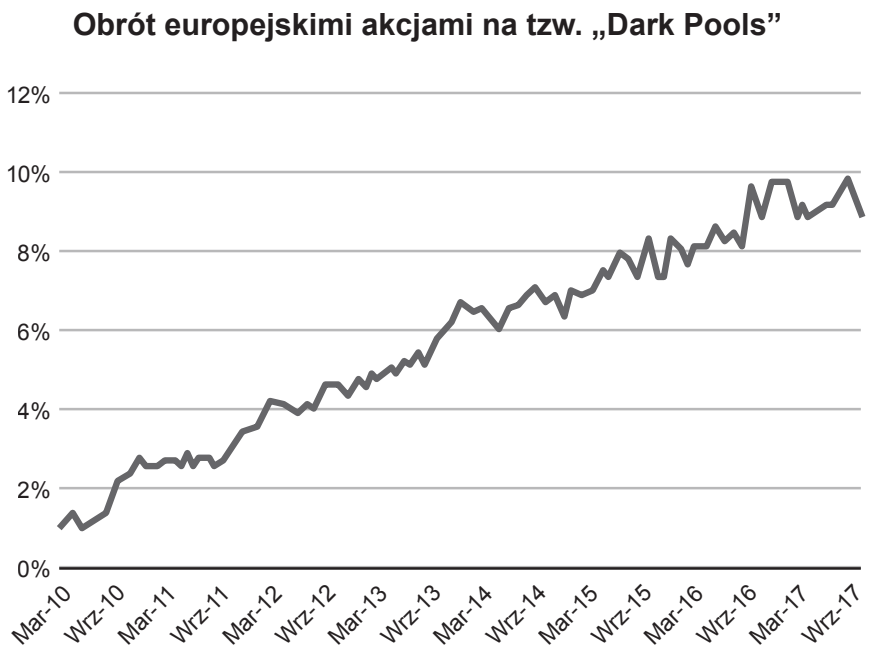
Wyobraźmy sobie sytuację, gdy inwestor instytucjonalny chce wykorzystać Dark Pools do sprzedaży miliona akcji. Brak przejrzystości faktycznie działa na jego korzyść, ponieważ może skutkować lepszą ceną niż w przypadku sprzedaży zrealizowanej na giełdzie. Ponieważ uczestnicy Dark Pools nie ujawniają zamiaru handlowego na giełdzie przed realizacją, publicznie nie ma o tym informacji w księdze zleceń. Szczegóły realizacji transakcji są udostępniane w skonsolidowanym raporcie dopiero po pewnym czasie. Sprzedawca instytucjonalny ma większą szansę na znalezienie nabywcy pełnego pakietu akcji w Dark Pools, ponieważ jest to forum dedykowane dużym inwestorom.

Korzystanie z Dark Pools tłumaczy się również możliwością uzyskania pożądanej ceny, gdy w transakcji zostanie wykorzystany punkt środkowy podanej ceny kupna i sprzedaży. Zakłada się przy tym, że nie ma „wycieku" informacji o proponowanej sprzedaży przez inwestora i że Dark Pool nie jest podatny na działanie „drapieżnika" handlu o wysokiej częstotliwości (HFT), który mógłby zaangażować się w działania z wyprzedzeniem, gdy rozpozna zamiary handlowe inwestora.

Głównym celem utworzenia Dark Pools było ułatwienie instytucjom obrotu dużymi pakietami akcji, tzw. Bloc Tradingu bez wywierania wpływu na oficjalne ceny akcji oraz redukcja kosztów transakcyjnych.

Czy Dark Pools są w takim razie bardziej „nowoczesnymi giełdami dla dużych inwestorów", czy raczej „ciemniejszą stroną giełdy", z dostępem dla nielicznych i wiedzą dla wybranych? Funkcjonowanie Dark Pools nie jest czarno-białe; ma swoje dobre i złe strony. Na plus trzeba zaliczyć to, że (Kietliński, 2019):

1) Charakterystyczną cechą Dark Pools jest to, iż oferty kupna/sprzedaży nie są ujawniane. System dokonuje automatycznego dopasowania ofert o zbieżnych parametrach dotyczących ceny i wolumenu. W sytuacji braku wyświetlania ofert ryzyko manipulacji ceną akcji spada do minimum.



Rys. 30. **Procentowy udział Dark Pools w obrocie europejskimi akcjami**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Dark Pools czyli Wielki Handel w Czarnej „Dziurze"* by kkk21 and Bmen on EDUkacyjnie | zPolaBitwy & Views, 16.02.2018.

2) Eliminacja wpływu znacznych transakcji na kurs rynkowy.
3) Ujawnianie zawarcia transakcji post factum. Co stałoby się z kursem akcji Microsoftu, gdyby np. fundusz Quantum należący do G. Sorosa wystawił zlecenie kupna miliona akcji? Prawdopodobnie kurs wystrzeliłby w Kosmos. Inwestorzy indywidualni zaczęliby masowo kupować akcje, sugerując się decyzją znanego inwestora. Liczyliby na to, że zdążą „tanio" kupić akcje Microsoftu, zanim ich cena zostanie wywindowana przez transakcję inwestora. W przypadku Dark Pools, rynek dowiaduje się o zawarciu transakcji już po fakcie, gdy akcje i pieniądze zmieniły właściciela. Dzięki temu brak jest nagłych zmian cen akcji.
4) Obowiązuje amerykańska zasada *my roof, my rules*, czyli administrator Dark Pool ma możliwość arbitralnego wykluczenia uczestnika, jeśli ten próbuje manipulować kursem lub stosuje inne niepożądane praktyki.

5) Duży może taniej, co oznacza niższe koszty transakcyjne. Transakcjom zawartym za pośrednictwem Dark Pools towarzyszą niższe koszty transakcyjne, ponieważ najczęściej zawierane są transakcje pakietowe, w przypadku których prowizja maklerska jest zazwyczaj negocjowana indywidualnie.

Główna cecha Dark Pools, „transakcje w ukryciu", stanowi powód większości zarzutów kierowanych w ich stronę. Fakt, iż nie wyświetlają zleceń, ich wolumenów oraz cen, a informacja o zawartych transakcjach dociera na rynek dopiero po fakcie, budzi nieufność inwestorów korzystających z rynków publicznych. Wymienianą przez inwestorów wadą Dark Pools jest również ich wpływ na „zaciemnianie" obrazu popytu i podaży. Wpływać ma to na brak transparentności cen poprzez zawieranie niektórych transakcji z dala od oczu inwestorów operujących na rynkach publicznych.

Jest oczywiste, że więcej wiedzy oznacza więcej władzy rynkowej. W przypadku Dark Pools administratorzy uzyskują informacje o preferencjach inwestycyjnych największych inwestorów oraz wolumenach zawieranych przez nich transakcji. Jest to wiedza niedostępna dla przeciętnego inwestora, a to oznacza zdobycie przewagi konkurencyjnej nad pozostałymi uczestnikami rynku, przy zachowaniu prawa do niedzielenia się zdobytymi informacjami z otoczeniem.

2.2. Carry Trade jako produkt finansjalizacji

Ważnym rodzajem finansjalizacji aktywów jest finansjalizacja walut, uznanie walut za klasę aktywów *per se*, z oczekiwaniem zysków z tytułu zmian ich wartości. Handel walutą jest w rzeczywistości bardziej wyróżniającym się procesem niż handel aktywami denominowanymi w tej walucie, ze względu na specjalne atrybuty pieniądza.

Na rynku walutowym można się spotkać z transakcjami spekulacyjnymi, które polegają na pożyczaniu kapitału na niski procent i inwestowanie go w kraju o wysokich stopach procentowych. Są to transakcje Carry Trades wykonywane przez fundusze typu *hedge*, banki inwestycyjne etc. Zarządzający portfelami w takich funduszach wyszukują krajów o niskich stopach i zaciągają tam pożyczki w niskooprocentowanych walutach (są to waluty finansujące) i wymieniają je na rynku na waluty docelowe. Zdobyty w ten sposób kapitał inwestują w obligacje lub certyfikaty depozytowe denominowane w walutach docelowych oferujących wyższe stopy procentowe. W ten sposób osiągany jest

zysk, który wynika z różnicy stóp procentowych. Dodatkowy dochód może być uzyskany ze wzrostu wartości waluty docelowej wobec waluty finansującej. Jeżeli natomiast waluta wysokooprocentowana straci na wartości wobec waluty niskooprocentowanej i ten spadek będzie większy niż różnica w oprocentowaniu, transakcja zakończy się stratą (Snow, 2019).

Nie ma konsensusu w kwestii rozpoczęcia Carry Tradingu. Jego zastosowanie można znaleźć na początku XX w. Dopiero pod koniec XX w. strategia Carry Trading zaczęła koncentrować się na inwestycjach obejmujących dwie różne waluty, co potwierdza użycie terminu *currency carry trade*.

W 2000 r. w literaturze zaczęto używać terminu *famous carry trade* i postrzegano go jako przyczynę gwałtownego wzrostu rynków FX w latach 2001–2004, kiedy sprzyjały im niskie stopy procentowe zaawansowanych gospodarek. Niezależnie od tego, kiedy miała miejsce pierwsza fala handlu typu Carry Trade, jego szerokie zastosowanie od lat 90. traktowano jako ważną innowację w praktyce. Z drugiej strony instrumenty pochodne zawierają transakcje, które polegają na sprzedaży w walucie finansowania i kupowaniu w walucie inwestycyjnej poprzez kontrakty walutowe i kontrakty *forward*. Handel instrumentami pochodnymi jest zatem formą finansjalizacji walut.

Carry Trade to strategia inwestycyjna polegająca na pozyskiwaniu finansowania w walucie o niskiej stopie procentowej i lokowaniu tak uzyskanych środków pieniężnych w instrumentach finansowych o wyższej rentowności nominowanych w innej walucie. Innymi słowy, jest to wykorzystywanie różnic w oprocentowaniu. Strategia taka ma duże szanse powodzenia w stabilnym otoczeniu makroekonomicznym, i to zarówno na rynku pieniądza, jak i rynku walutowym. Wykorzystuje się tu prawidłowość, zgodnie z którą waluty krajów o wysokich stopach procentowych mają tendencję do umacniania się. Niemniej jednak stosujący strategię Carry Trade liczyć się muszą m.in. z ryzykiem walutowym (Carry, 09.12.2016).

Transakcje typu FX Carry obejmują pożyczanie waluty w kraju o niskim oprocentowaniu (niska stopa zwrotu) w celu sfinansowania zakupu waluty w kraju o wysokim oprocentowaniu (wysoka stopa zwrotu). Utrzymanie pozycji *overnight* spowoduje wypłatę odsetek na rzecz tradera na podstawie *positive carry* („pozytywnego przeniesienia") transakcji. Waluta o niższej stopie zwrotu jest określana jako „waluta finansująca" (*funding currency*), natomiast waluta o wyższej rentowności nazywana jest „walutą docelową" (*target currency*; por. rys. 36).

Carry Trade jest więc strategią polegającą na tym, że wysokodochodowa waluta finansuje obrót walutą o niskiej stopie zwrotu. Inwestor stosujący tę strategię próbuje uchwycić różnicę między stopami, która często może być znaczna, w zależności od zastosowanej dźwigni finansowej (por. rys. 31).

Transakcja typu Carry Trade jest jedną z popularnych strategii handlowych na rynku Forex. Aby transakcja była zyskowna, różnica stóp procentowych musi być większa niż możliwe osłabienie wybranych walut w okresie realizacji transakcji. Zwykle handel Carry Trade jest preferowany w czasach pozytywnych globalnych wyników gospodarczych. Prawidłowo zarządzana strategia Carry Trade może przynosić duże zyski w perspektywie długoterminowej (Medleva, 2019).

Handel walutami jest jedną z najpopularniejszych strategii handlowych na rynku walutowym. Najlepszym sposobem na pierwsze wdrożenie transakcji *carry* jest określenie, która waluta oferuje wysoką rentowność, a która niższą. Stopy procentowe ustalane przez banki centralne zgodnie z mandatem polityki pieniężnej różnią się w zależności od kraju. Trader zarabia odsetki od pozycji, gdy jest ona długa walutą w parze z wyższą stopą procentową. Na przykład, jeśli dolar australijski oferuje 4%, a jen japoński ma stopy procentowe ustawione na 0%, inwestorzy mogą kupować (długie) AUD/JPY, aby skorzystać z 4% różnicy stóp procentowych netto (Snow, 2019).

Rys. 31. **Istota Carry Trade**

Źródło: Opracowano na podstawie: R. Snow, *Currency Carry Trade: What is it and how does it work?* Daily FX, 26.02.2019.

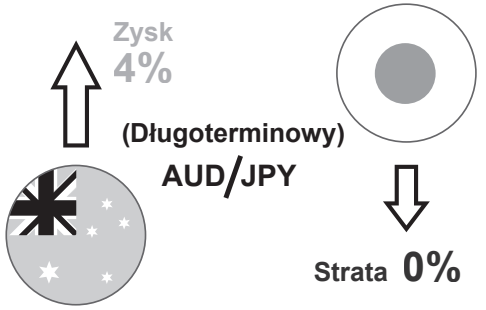
Istnieją dwa główne elementy handlu FX Carry:

1) zmiany stóp procentowych,
2) wzrost/spadek kursu walutowego.

Główny składnik transakcji typu *carry* jest skupiony wokół różnicy stóp procentowych między dwiema walutami będącymi przedmiotem obrotu. Nawet jeśli kurs wymiany między dwiema walutami pozostanie niezmieniony, inwestor odniesie korzyść z płatności odsetek za *overnight*. Z czasem jednak, gdy banki centralne uznają za konieczne zmianę stóp procentowych, stanowić to może potencjalne ryzyko dla strategii Carry Trade.

Drugi element strategii Carry Trade koncentruje się na kursie wymiany dwóch walut. Inwestor szuka waluty docelowej do aprecjacji (wzrostu wartości), dla długiej pozycji. Kiedy tak się dzieje, wypłata dla tradera obejmuje codzienną płatność odsetek i wszelkie niezrealizowane zyski z waluty. Jednak zysk, jaki widzi inwestor w wyniku aprecjacji waluty docelowej, zostanie zrealizowany tylko wtedy, gdy inwestor zamknie transakcję. Inwestor może stracić pieniądze, gdy waluta docelowa traci na wartości w stosunku do waluty finansowania, tak że deprecjacja kapitału niweczy dodatnie płatności odsetkowe.

Kontynuując powyższy przykład, jeśli australijski oficjalny kurs gotówkowy wynosi obecnie 4%, a dochód z jena japońskiego wynosi 0%, trader może zdecydować się na zajęcie *pozycji długiej* na AUD/JPY, jeśli istnieje prawdopodobieństwo, że para będzie rosła (por. rys. 32).



Rys. 32. **Przykład operacji Carry Trade**

Źródło: Opracowano na podstawie: R. Snow, *Currency Carry Trade: What is it and how does it work?* Daily FX, 26.02.2019.

Handlowcy chcący wykorzystać różnicę stóp procentowych będą zasadniczo pożyczać jena po znacznie niższej stopie procentowej i otrzymywać wyższe oprocentowanie związane z dolarem australijskim. W rzeczywistości

handlowcy detaliczni otrzymają mniej niż 4%, ponieważ brokerzy Forex zwykle stosują *spread*. Szerzej na temat pisze Fleming (2014).

Co ciekawe, na początku 2007 r. oszacowano, że na transakcje Carry Trade w jenach zaangażowano 1 bln USD. Od połowy lat 90. XX w. Bank Japonii ustalał japońskie stopy procentowe na bardzo niskim poziomie, dzięki czemu opłacało się pożyczać jena japońskiego na finansowanie działalności w innych walutach. Działania te obejmowały pożyczki *subprime* w USA oraz finansowanie rynków wschodzących, zwłaszcza krajów BRIC i krajów bogatych w zasoby. Handel w dużej mierze załamał się w 2008 r., szczególnie w odniesieniu do jena (Wikipedia, 11.12.2020).

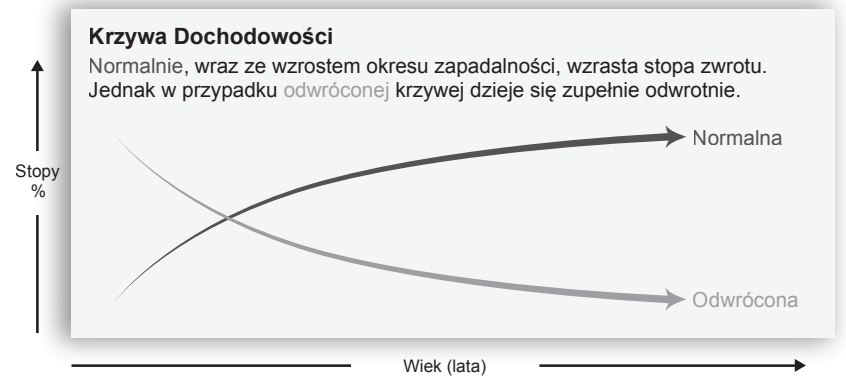
Należy zatem zwrócić uwagę na fakt, iż w czasach kryzysu, niepokoju na rynkach finansowych, inwestorzy masowo wycofują się ze swoich transakcji spekulacyjnych. Wówczas nagły spadek zainteresowania strategiami Carry Trade przyczynia się do silnego osłabienia walut krajów o wyższych stopach procentowych oraz umocnienia walut niskooprocentowanych. Na przykład, kurs JPY/NZD poruszał się w trendzie wzrostowym, gdy od lipca 2006 r. do lipca 2007 r. zwyżkował z poziomu 69,62 do poziomu 95,41. Ta długoterminowa deprecjacja jena japońskiego względem dolara nowozelandzkiego wynikała m.in. ze wzrostu zawieranych transakcji typu Carry Trade. Duże zainteresowanie strategią Carry Trade wśród uczestników rynku finansowego doprowadziło do wzrostu popytu na kredyty udzielane w jenach, a następnie do wyprzedaży tej waluty za walutę wyżej oprocentowaną (w tym przypadku – dolara nowozelandzkiego). W rezultacie wzrost podaży jena przyczynił się do jego deprecjacji, a z kolei wzrost popytu na dolara nowozelandzkiego wpłynął na jego znaczne umocnienie (Czech, 2012).

Załamanie rynku kredytów hipotecznych *subprime* w połowie 2007 r. doprowadziło jednak do odwrócenia tendencji na tym rynku walutowym. Nastąpił gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wśród uczestników rynku, czego dowodem był między innymi spadek zainteresowania strategią Carry Trade. Inwestorzy masowo wycofywali kapitał z państw o wysokiej stopie procentowej, który następnie zamieniali na walutę japońską i spłacali kredyty zaciągnięte w jenach. Strategia Carry Trade była szczególnie zyskowna w czasie poprzedzającym kryzys finansowy XXI w., tj. od stycznia 2001 r. do czerwca 2007 r. Kryzys finansowy spowodował znaczny spadek zainteresowania inwestorów strategiami Carry Trade, ale nawet w czasie kryzysu finansowego strategia ta generowała średnio wyższe stopy zwrotu w porównaniu do analizowanego rynku akcji (Czech, 2012).

Inwestor może czerpać zyski z różnicy w stopach procentowych dwóch krajów, o ile kurs wymiany między walutami się nie zmienia. Wielu profesjonalnych traderów korzysta z tego handlu, ponieważ zyski mogą stać się bardzo duże, jeśli uwzględnimy dźwignię. Jeśli trader wykorzystuje współczynnik dźwigni 10:1, może uzyskać zysk równy 10-krotności różnicy stóp procentowych.

Waluta finansowania ma zazwyczaj niskie oprocentowanie. Inwestorzy pożyczają walutę finansowania i zajmują krótkie pozycje w walucie aktywów, która ma wyższą stopę procentową. Banki centralne krajów waluty finansowania, takich jak BOJ i FED, często angażowały się w agresywne bodźce monetarne, co skutkowało niskimi stopami. Banki te wykorzystywały (i nadal wykorzystują) politykę pieniężną do obniżenia stóp procentowych, aby przyspieszyć wzrost w czasie recesji. Gdy stopy spadają, spekulanci pożyczają pieniądze i mają nadzieję na wycofanie swoich krótkich pozycji, zanim stopy wzrosną (por. rys. 34).

Tradycyjny strumień przychodów banku komercyjnego generuje następująca strategia: pozyskać pieniądz tanio, np. po stopie *overnight* albo po stopie, którą bank płaci depozytariuszom, i pożyczyć (komuś) drogo, po stopie kredytu długoterminowego. Strategia funkcjonuje prawidłowo przy nachylonej ku górze krzywej dochodowości, ale przynosi straty w sytuacji odwrotnej (por. rys. 33).



Rys. 33. **Interpretacja ogólna „krzywej dochodowości"**

Źródło: *Krzywa dochodowości – co to jest i jak wpływa na prognozy?* http://www.opcje24h.pl/krzywa-dochodowosci/, wikipedia.org, dostęp: 13.12.2020.

Rys. 34. **Interpretacja pozycji „długiej" i „krótkiej"**

Źródło: *Pozycja długa i krótka (Long, Short)*. MonitorFX. monitorfx.pl/pozycja-dluga-i-krotka/, dostęp: 27.12.2020.

Wahania wysokości krótkoterminowych stóp procentowych w czasie, gdy szefem FED był Paul Volcker, spowodowały dokładnie ten problem, i było to zalążkiem kryzysu „oszczędnościowo-kredytowego" lat 80. XX w., również opisanego wcześniej kryzysu zadłużeniowego krajów mniej rozwiniętych. Popularna była wówczas anegdota charakteryzująca działalność banków komercyjnych, opisywana jako „biznes 3-6-3": pożycz za 3%, następnie pożycz to komuś po 6%, i bądź na polu golfowym przed godziną trzecią.

Najlepszym momentem na zawarcie transakcji typu Carry Trade jest podniesienie (lub założenie takiego zamiaru) stóp procentowych przez banki centralne. Wiele podmiotów „wskakuje" wtedy na pojazd typu Carry Trade i podnosi wartość pary walutowej. Podobnie, transakcje te działają dobrze w czasach niskiej zmienności, ponieważ inwestorzy są skłonni podjąć większe ryzyko. Dopóki wartość waluty nie spadnie – nawet jeśli nie porusza się istotnie lub w ogóle – inwestorzy będą nadal mogli otrzymywać zapłatę.

Okres obniżenia stóp procentowych nie oferuje dla handlowców dużych korzyści w transakcjach typu Carry Trade. Ta zmiana polityki pieniężnej oznacza również zmianę wartości walut. Kiedy stopy spadają, popyt na walutę również maleje, a sprzedaż waluty staje się trudna.

Zasadniczo, aby transakcja Carry Trade mogła przynieść zysk, nie musi istnieć ruch ani pewien stopień aprecjacji. Przyjmijmy zaistnienie następującej sytuacji (Chen, 2020): trader widzi, że stopy w Japonii wynoszą 0,5%, podczas gdy w USA – 4%. Oznacza to, że inwestor spodziewa się zysku w wysokości 3,5%, co stanowi różnicę między dwiema stopami procentowymi. Pierwszym krokiem jest pożyczyć jeny i przeliczyć je na dolary. Drugim krokiem jest zainwestowanie tych dolarów w gwarantującą płatność stopę USA. Załóżmy, że kurs wymiany wynosi 115 JPY/USD, a trader pożycza 50 mln JPY. Po przeliczeniu kwota, którą by miał, to:

Dolary USA = 50 mln JPY ÷ 115 = *434 782,61 USD*

Po roku zainwestowanym wg 4% stopy procentowej w USA inwestor posiada:

Saldo końcowe = 434 782,61 USD x 1,04 = *452 173,91 USD*

Teraz inwestor jest winien kwotę 50 mln JPY powiększoną o 0,5%, co daje w sumie:

Należna kwota = 50 mln JPY x 1,005 = *50,25 mln JPY*

Jeżeli kurs walutowy pozostaje taki sam w ciągu roku i kończy się na poziomie 115, kwota należna w dolarach amerykańskich wynosi:

Należna kwota = 50,25 mln JPY ÷ 115 = *436 956,52 USD*

Trader czerpie zyski z różnicy między końcowym saldem dolara amerykańskiego, a należną kwotą, która wynosi:

Zysk = 452 173,91 USD – 436 956,52 USD = *15 217,39 USD*

Zauważyć należy, że ten zysk jest dokładnie oczekiwaną kwotą:

15 217,39 USD ÷ 434 782,62 USD = 3,5%

Gdyby kurs walutowy zmienił się w stosunku do jena, trader zyskałby więcej. Jeśli jen stanie się silniejszy, trader zarobi mniej niż 3,5%, lub może nawet ponieść stratę.

Dużym ryzykiem w handlu typu *carry* jest niepewność kursów walut. Jeśli dolar amerykański miałby spaść w stosunku do japońskiego jena, inwestor ryzykuje utratę pieniędzy. Ponadto transakcje te są zazwyczaj wykonywane z dużą dźwignią, więc niewielki ruch kursów walut może spowodować ogromne straty, chyba że pozycja jest odpowiednio zabezpieczona. Skuteczna strategia Carry Trade nie polega po prostu na długiej pozycji dla waluty

o najwyższej stopie zwrotu vs waluty o najniższej stopie zwrotu. Chociaż aktualny poziom stopy procentowej jest ważny, jeszcze ważniejszy jest przyszły kierunek kształtowania się stóp procentowych.

Na przykład, dolar amerykański mógłby zyskać na wartości względem dolara australijskiego, gdyby FED podniósł stopy procentowe w momencie, gdy australijski bank centralny dokończył zacieśnianie. Transakcje typu *carry* działają również tylko wtedy, gdy rynki są „zadowolone" lub optymistyczne. Niepewność, troska i strach mogą spowodować, że inwestorzy odwrócą swoje transakcje *carry*. 45% wyprzedaży par walutowych, takich jak AUD/JPY i NZD/JPY w 2008 r., została wywołana przez globalny kryzys finansowy Subprime. Ponieważ Carry Trade są często inwestycjami lewarowanymi, faktyczne straty były prawdopodobnie znacznie większe.

Reasumując, rynek Forex zaczął się kształtować w latach 70. XX w., po 30 latach rządowych restrykcji obejmujących międzynarodowy handel walutami. Kłopoty inflacyjne USA w 1971 r. spowodowały zaprzestanie wymiany dolara na złoto, w wyniku czego inne kraje nie były w stanie utrzymać kursów swoich walut na określonym wcześniej poziomie. W efekcie system z Bretton Woods upadł, kursy walut zostały uwolnione, w rezultacie zaczęły się wahać, determinowane przez popyt i podaż, dając inwestorom wiele okazji do zarobienia właśnie na tych wahaniach w dużym stopniu poprzez spekulację.

Tradycyjne strategie Carry Trade opierają się na różnicach krótkoterminowych stóp procentowych, pomijając wszelkie inne informacje zawarte w krzywych dochodowości. Tymczasem dostępnych jest kilka metod modelowania krzywej dochodowości, z których często proponowany jest model Nelsona–Siegela, dzięki któremu Carry Trade zamienia się w Curvy Trade. Transakcje typu Curvy Trade opierają się w mniejszym stopniu na typowych walutach typu *carry*, takich jak jen japoński i frank szwajcarski, a tym samym są mniej podatne na ryzyko załamań. Szerzej analizują ten problem Dreher, Gräb i Kostka (2018) oraz Brzoza-Brzezina i Kotłowski (2012).

Podsumowanie części drugiej

1) Głównym celem utworzenia Dark Pools było ułatwienie instytucjom obrotu dużymi pakietami akcji, tzw. Bloc Tradingu bez wywierania wpływu na oficjalne ceny akcji oraz redukcję kosztów transakcyjnych. Oznacza to uprzywilejowanie pozycji dużych inwestorów na rynku usług finansowych.

2) W transakcjach typu Carry Trade inwestorzy pożyczają w jednej walucie po niskim oprocentowaniu, aby pożyczać lub inwestować w inną o wyższym oprocentowaniu (wykorzystanie różnicy stóp procentowych). Ponieważ stopy procentowe są zwykle wyższe w krajach „rozwijających się", stały się one kluczowym celem w handlu Carry Trade, zwłaszcza w tych z umacniającymi się walutami (aprecjacja często mogła być spowodowana przez sam Carry Trade, ponieważ napływ kapitału przekładał się na popyt na walutę). Krótkoterminowe pożyczki w walutach obcych mogą zwiększać presję na utrzymywanie dużych rezerw, co pociąga za sobą znaczne koszty, zwłaszcza dla mieszkańców Globalnego Południa. Jeśli Carry Trade – i napływ kapitału – zostanie odwrócony (nagła utrata zaufania lub wzrost stóp procentowych w kraju finansującym), może to spowodować wstrząs. Deprecjacja lub dewaluacja waluty kraju docelowego może być przyczyną lub skutkiem (lub obydwoma!) odpływu kapitału. Takie operacje spekulacyjne wykonują najwięksi gracze finansowi.

Część 3. „Nasze dolary są waszym problemem" – czyli procesy podporządkowanej finansjalizacji

W części 3 autorzy prezentują skutki dominacji dolara na międzynarodowym rynku finansowym, w szczególności dla grupy państw mniej rozwiniętych, co określono mianem „podporządkowanej finansjalizacji". Pełnienie przez dolara funkcji głównej waluty rezerwowej świata nakłada na USA określone zobowiązania, które rodzą szereg zagrożeń. USA prowadzą pasywną politykę kursową, czego rezultatem jest przeszacowany kurs dolara względem głównych walut świata. Prowadzą ponadto liberalną politykę monetarną odnośnie do krajowego rynku finansowego i międzynarodowych przepływów kapitałowych. Import „taniego pieniądza" z zagranicy (głównie z Chin, Japonii) uruchamia proces „wypychania" oszczędności krajowych (Bilski, 2015). Jednocześnie dostępność finansowania zagranicznego blokuje uruchamianie mechanizmów dostosowawczych, np. w zakresie salda rachunku obrotów bieżących, czy deficytu budżetowego. To pozwala gospodarce amerykańskiej „żyć ponad stan". Rosnący dług publiczny stanowi zatem duże wyzwanie na przyszłość. Pełnienie przez dolara funkcji zabezpieczenia płynności międzynarodowej sprawia, że w czasach kryzysów finansowych USA pełnią funkcję międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji, aby zaspokoić „głód dolarowy" (kryzys lat 2007–2009, pandemia COVID-19).

3.1. Dolar jako waluta globalna

Globalna waluta to taka, która jest akceptowana w handlu na całym świecie. Niektóre waluty są akceptowane w przypadku większości transakcji międzynarodowych. Najpopularniejsze to dolar amerykański, euro i jen. Inna nazwa globalnej waluty to waluta rezerwowa. Według MFW najbardziej popularny jest dolar amerykański, który na koniec 2019 r. stanowił ponad 60% wszystkich rezerw walutowych banków centralnych. Tak wysoki udział dolara amerykańskiego jest wielkością robiącą wrażenie, zważywszy na fakt, że udział gospodarki USA w światowym PKB wynosi ok. 24,42% (Kowalewski, 2016). Inną jeszcze walutą, której udział w światowych rezerwach walutowych przewyższa udział jej kraju w GDP emitenta jest funt brytyjski – 3,22% (Kowalewski, 2016). Dolar jest bowiem ulubioną walutą banków centralnych. Lokują posiadane przez siebie rezerwy dewizowe właśnie w tej walucie. Nie wszystkie

banki centralne ujawniają strukturę walutową swoich rezerw, dlatego można bazować jedynie na tych rezerwach, których struktura walutowa została ujawniona (Kowalewski, 2016).

W ostatnich latach obserwuje się powolne zmniejszanie udziału dolara w światowych rezerwach walutowych: z 65,36% w 2016 r. do 60,89% w 2019 r. Udział euro wynosi ponad 20%, a udział jena w globalnych alokowanych rezerwach walutowych wzrósł w II kw. 2019 r. do 5,41% – największego poziomu od I kw. 2001 r.

Udział alokowanych rezerw walutowych utrzymywanych w chińskim juanie, znanym również jako renminbi, wzrósł do 1,97% – najwięcej od czasu, gdy MFW zaczął informować o jego udziale w zasobach banków centralnych w IV kw. 2016 r. (Ahmed, 2019). Od 2016 r. MFW włącza chińskie renminbi (juana) do koszyka specjalnych praw ciągnienia (SDR). Decyzja ta oznaczała uznanie renminbi jako waluty rezerwowej, szczególnie w kilku krajach azjatyckich. Chiny posiadają również duże rezerwy walutowe finansowane z olbrzymiego dodatniego salda handlowego (de Best, 2020).

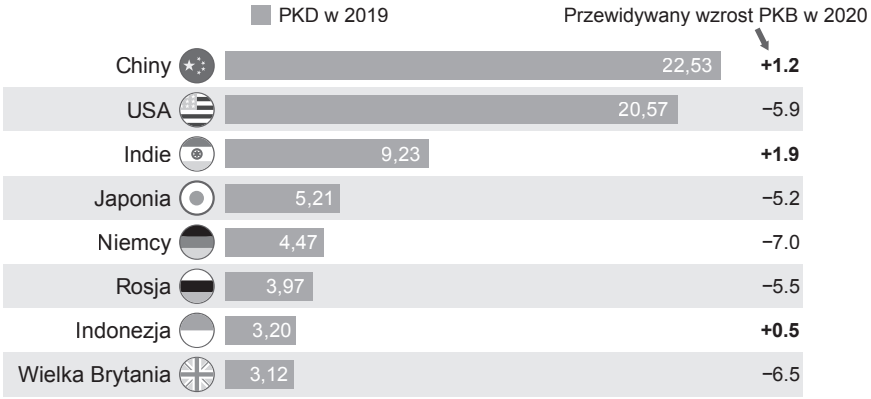
Z dolarem wiąże się ponadto pojęcie dolaryzacji, które kryje za sobą dwa znaczenia. Przez dolaryzację rozumie się układ, w którym waluta obca (najczęściej jest nią właśnie dolar) wypiera z zastosowania pieniądz rodzimy. Dzieje się tak najczęściej w przypadku bardzo wysokiej inflacji, która podkopuje wartość nabywczą pieniądza krajowego. O dolaryzacji mówimy także w sytuacji, kiedy dany kraj dobrowolnie rezygnuje z pieniądza krajowego właśnie na rzecz dolara. Doszło do tego między innymi w Ekwadorze i Salwadorze (Kowalewski, 2016).

O dominującej roli dolara świadczą także rynki surowcowe, gdzie kwotowania niemalże wszystkich surowców podawane są w walucie USA. Ze względów politycznych niektórzy producenci ropy naftowej próbowali sprzedawać ropę bez udziału dolara, ale na razie nikomu z nich nie udało się podważyć jego dominującej pozycji – nawet Kadaffiemu czy Hussajnowi.

Wartość dolara wspiera względna siła gospodarki USA (por. rys. 35) oraz dobrze rozwinięty i płynny rynek finansowy, który zdolny jest do absorpcji dużych ilości pieniądza i na którym nie występują żadne ograniczenia co do jego mobilności. W 2018 r. USA miały 1671 mld USD w obiegu, przy czym szacuje się, że połowa tej wartości znajduje się w obiegu za granicą. Dolar rządzi również na rynku walutowym, około 90% handlu na rynku Forex dotyczy dolara amerykańskiego (Amadeo, 2020c).

Największe gospodarki świata

Kraje o największym PKB (w bilionach dolarów)
i ich perspektywy wzrostu



Rys. 35. **Największe gospodarki świata**

Źródło: Opracowano na podstawie: K. Buchholz, *The Biggest Economies in the World*. Statista, 10.07.2020.

Prawie 40% światowego długu emitowane jest w dolarach amerykańskich. W rezultacie zagraniczne banki potrzebują dużo dolarów na prowadzenie działalności. Było to widoczne podczas kryzysu finansowego w 2008 r. Banki nieamerykańskie miały 27 bln USD zobowiązań międzynarodowych denominowanych w walutach obcych, z tego 18 bln (67%) w dolarach amerykańskich. W rezultacie Rezerwa Federalna USA musiała zwiększyć linię wymiany dolara. To był jedyny sposób, aby wesprzeć banki światowe przed ryzykiem wyczerpania się tej waluty. Paradoksalnie, kryzys finansowy sprawił, że dolar amerykański stał się bardziej powszechny. W 2018 r. banki Niemiec, Francji i Wielkiej Brytanii posiadały więcej zobowiązań wyrażonych w dolarach amerykańskich niż we własnych walutach.

Siła dolara jest powodem, dla którego rządy chcą go utrzymać w rezerwach walutowych. Rządy nabywają waluty na podstawie transakcji międzynarodowych. Otrzymują je również od krajowych firm, które wymieniają je na lokalne waluty. Niektóre rządy inwestują swoje rezerwy w walutach obcych.

Chiny i Japonia celowo nabywają waluty swoich głównych partnerów eksportowych. USA są największym partnerem eksportowym Chin i drugim co do wielkości w Japonii. Kraje te starają się utrzymać korzystny kurs ich walut względem dolara, aby ich eksport był konkurencyjny cenowo.

Istnieje siedem powodów, dla których banki centralne utrzymują rezerwy walutowe; najważniejszym z nich jest zarządzanie wartościami walut (Amadeo, 2020).

1) Niektóre kraje wykorzystują swoje rezerwy walutowe, aby utrzymać stały kurs swojej walut względem innych. Dobrym przykładem są Chiny, które wiążą wartość juana z dolarem. Kiedy Chiny gromadzą dolary, podnoszą wartość dolara w porównaniu do juana. To sprawia, że chiński eksport jest tańszy niż towary amerykańskie, co zwiększa wielkość eksportu. Frank szwajcarski uważany jest za walutę bezpiecznej przystani, więc zwykle zyskuje na wartości w warunkach napięć rynkowych. W następstwie kryzysu z 2008 r. oraz w początkowej fazie kryzysu w strefie euro, frank umocnił się gwałtownie. Bank centralny oparł się aprecjacji, kupując rezerwy. Po zgromadzeniu rezerw w ciągu 15 miesięcy do czerwca 2010 r. SNB pozwolił na aprecjację waluty. W efekcie strata z dewaluacją rezerw w 2010 r. wyniosła 27 mld CHF, czyli 5% PKB. W 2011 r., po umocnieniu się waluty w stosunku do euro z 1,5 do 1,1, SNB ogłosił pułap na poziomie 1,2 CHF. W połowie 2012 r. rezerwy osiągnęły 71% PKB. (https://pl.qaz.wiki/wiki/Foreign_exchange_reserves, dostęp 12.12.2020)
2) Kraje z systemem płynnego kursu walutowego wykorzystują rezerwy, aby utrzymać wartość swojej waluty poniżej dolara. Robią to z tych samych powodów, co w przypadku systemów o stałym kursie wymiany. Mimo że jen znajduje się w systemie płynnym, Bank Centralny Japonii kupuje amerykańskie obligacje skarbowe, aby utrzymywać wartość jena poniżej dolara. Podobnie jak w przypadku Chin, eksport Japonii jest relatywnie korzystny, pobudzając handel i wzrost gospodarczy.
3) Trzecią, krytyczną funkcją jest utrzymanie płynności w przypadku kryzysu gospodarczego. Na przykład, klęski żywiołowe mogą ograniczyć zdolność lokalnych eksporterów do produkcji towarów. To obniża dopływ obcej waluty koniecznej do opłacenia importu. W takim przypadku bank centralny może wymienić swoją lokalną walutę na obcą, co pozwoli ten import opłacić. Zagraniczni inwestorzy mogą wycofywać się z kraju, gdy różne względy obniżają do niego zaufanie. Wycofują wtedy depozyty z krajowych

banków, powodując niedobór waluty obcej. To z kolei może obniżać wartość lokalnej waluty. Import staje się droższy, powodując inflację. Bank centralny dostarcza obcą walutę, aby utrzymać stabilność rynku krajowego. Może nabywać również lokalną walutę, aby wesprzeć jej wartość i zapobiec inflacji, co działa pozytywnie na inwestorów zagranicznych.

4) Istotne jest zapewnienie zaufania; bank centralny zapewnia zagranicznych inwestorów, że jest gotowy do podjęcia działań w celu ochrony ich inwestycji. Zapobiega to nagłym ucieczkom w bezpieczne miejsce i utracie kapitału. Silna pozycja rezerw walutowych może zapobiec kryzysom wywołanym przez zdarzenia powodujące ewentualne wycofanie kapitału do innych krajów.
5) Rezerwy walutowe są zawsze potrzebne, aby mieć pewność, że kraj wypełni swoje zobowiązania zewnętrzne. Obejmują one międzynarodowe zobowiązania płatnicze, w tym obsługę długów państwowego i handlowych. Dotyczy to również zdolności do finansowania importu i absorbowania wszelkich nieoczekiwanych przepływów kapitału.
6) Niektóre kraje wykorzystują swoje rezerwy walutowe do finansowania wybranych sektorów, takich jak np. infrastruktura. Chiny wykorzystały część swoich rezerw walutowych na dokapitalizowanie niektórych banków będących własnością państwa. Na przykład, w latach 2004 i 2005 Chiny wykorzystały 60 mld USD rezerw walutowych na dokapitalizowanie trzech głównych państwowych banków komercyjnych. W 2009 r. wykorzystano około 70 mld USD rezerw walutowych, aby dokapitalizować fundusz majątkowy – China Investment Corporation (Prasad, Sorkin, 2009).
7) Większość banków centralnych dąży do zwiększenia poziomu bezpieczeństwa swoich aktywów. Wiadomo, że najlepszym sposobem na to jest dywersyfikacja portfela, dlatego często będą posiadać złoto i inne bezpiecznie oprocentowane lokaty.

Dla podkreślenia znaczenia rezerw walutowych w międzynarodowym systemie finansowym, Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 2001 r. przygotował specjalne wytyczne dotyczące istoty i form zarządzania rezerwami walutowymi – Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management (Guidelines, 2001).

W odpowiedzi na napływ kapitału i zmienność kursów walutowych w latach 90. wiele krajów przyjęło strategię „ochrony" poprzez gromadzenie rezerw walutowych. Rezerwy te można wykorzystać do obrony kursu

walutowego, kupując walutę na otwartych rynkach i przeciwdziałając innym konsekwencjom nagłego odpływu kapitału; np. rezerwy stanowią swego rodzaju „ubezpieczenie" od niewywiązania się z krótkoterminowych zobowiązań z tytułu zadłużenia zewnętrznego. Duża część tych rezerw jest utrzymywana jako dług publiczny USA, co odzwierciedla dominację dolara jako waluty międzynarodowej oraz domniemane „bezpieczeństwo" papierów rządowych USA.

Kraje zaangażowane w handel międzynarodowy utrzymują rezerwy, aby nie dopuścić do zakłóceń. Zasadą zwykle stosowaną przez banki centralne jest utrzymywanie w rezerwie co najmniej trzymiesięcznego importu. Ponadto wzrost rezerw nastąpił wraz ze wzrostem otwartości handlowej (część procesu znanego jako „globalizacja"). Akumulacja rezerw była szybsza niż ta, którą tłumaczyłaby wymiana handlowa, gdyż stosunek ten wzrósł do kilku miesięcy importu. Co więcej, stosunek rezerw do handlu zagranicznego jest uważnie obserwowany przez agencje ryzyka kredytowego w miesiącach importu (https://pl.qaz.wiki/wiki/Foreign_exchange_reserves – dostęp z dn. 12.12.2020).

Chociaż Chiny są zdecydowanie największym posiadaczem rezerw walutowych, trend ten jest widoczny w Azji, Europie Wschodniej, Ameryce Łacińskiej i Afryce. W wyniku tej międzynarodowej akumulacji rezerw przepływy netto do krajów „rozwijających się" były ujemne w latach 2000–2008. W rezultacie oznacza to, że wiele krajów o średnich dochodach i biednych stało się dodatnimi pożyczkodawcami netto dla krajów bogatych – głównie USA (Thomson, Dutta, 2018).

Akumulacja rezerw może wydawać się rozsądną polityką, ale ma *poważne konsekwencje gospodarcze i społeczne*. Po pierwsze, kraje rezygnują z możliwości wykorzystania znacznych części dochodów z eksportu i napływu kapitału na produktywne inwestycje lub wydatki socjalne i, zamiast tego, kierują je na gromadzenie gigantycznych rezerw walutowych lub na coś, co jest zasadniczo drogim planem ubezpieczeniowym przed spekulacyjnymi atakami walutowymi i nagłym odwróceniem przepływu kapitału.

Po drugie, zyski z tych rezerw są zwykle niższe niż to, co rząd wydaje na utrzymanie strategii. Jak zauważył Painceira (2008), podczas gdy rezerwy międzynarodowe krajów rozwijających się ogromnie wzrosły, ich krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne również znacznie wzrosło. Koszty zaciągania

pożyczek za granicą są określane przez stopy handlowe, ale zapłata otrzymywana za pożyczanie za granicą (lub odsetki od papierów wartościowych rządu USA trzymanych w rezerwach) jest niska. Szacunki dotyczące kosztów ponoszonych przez kraje „rozwijające się" są różne: niektórzy sugerują, że jest on bliski 1% PKB, podczas gdy inni szacują roczną stratę na ok. 100 mld USD (Dutta, 2018).

Po trzecie, większość krajów musi również „sterylizować" potencjalne skutki inflacyjne akumulacji rezerw. Oznacza to emisję obligacji rządowych (zwiększanie krajowego długu publicznego), aby zaabsorbować płynność lub usunąć pieniądze z obiegu. Te obligacje krajowe są zazwyczaj emitowane po wyższych stopach procentowych niż obligacje rządu USA trzymane w rezerwach; różnica w oprocentowaniu po raz kolejny oznacza stratę dla krajów rozwijających się.

Dolar amerykański pozostaje preferowaną walutą rezerwową ze względu na swoją stabilność wraz z aktywami, takimi jak obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, które mają zarówno niezbędną skalę, jak i płynność. Pozycja dolara amerykańskiego w światowych rezerwach jest często kwestionowana ze względu na rosnący udział rezerw nieprzydzielonych oraz z powodu wątpliwości co do długoterminowej stabilności dolara. Rola dolara jako niekwestionowanej waluty rezerwowej na świecie pozwala USA na nakładanie jednostronnych sankcji na działania podejmowane między innymi krajami. Na przykład, w 2014 r. Pekin, New Delhi i Moskwa podpisały umowę o linii wymiany płynności banku centralnego na 150 mld juanów, aby obejść amerykańskie sankcje nałożone na ich zachowania.

3.2. Stymulacja ilości dolarów w wymiarze globalnym, efekt: podporządkowana finansjalizacja

Globalnie dolar jest najczęściej wykorzystywaną walutą, zarówno w handlu produktami i usługami, jak i w transgranicznych operacjach finansowych. Biorąc pod uwagę utrzymującą się dominację dolara w międzynarodowym systemie monetarnym, trudno mówić o malejącej hegemonii USA.

Jak zatem wytłumaczyć siłę dolara i pozorną odporność na hegemonię USA w czasach finansjalizacji? Przedstawiciele kilku różnych szkół wyjaśniają to zjawisko.

Z jednej strony post-keynesowscy ekonomiści analizują hegemonię dolara przy użyciu „koncepcji hierarchii walutowej". Według Fritz, de Paula i Prates (2018) to pojęcie jest inspirowane przez co najmniej dwa tradycyjne ujęcia teoretyczne. Należy wymienić tutaj prace Johna Maynarda Keynesa (szczególnie jego *Traktat o pieniądzu* [1930]) i jego badania przygotowawcze do konferencji w Bretton Woods [1944]), w których zidentyfikował hierarchiczną naturę międzynarodowego systemu walutowego, a także absolutną dominację waluty kluczowej. Ponadto w innym ujęciu strukturalizm latynoamerykański i jego tradycyjna koncepcja relacji „centrum–peryferia" wskazują na to, że relacje „centrum–peryferia" są również odtwarzane w sferze finansowej.

Zainspirowani pojęciem stopy zwrotu i teorią preferencji płynności Keynesa niektórzy autorzy twierdzą, że w hierarchii walutowej kraj emitujący główną walutę posiada „nadmierny przywilej" (*exorbitant privilege*). To pojęcie zostało po raz pierwszy wyeksponowane w latach 60. XX w. przez V.G. d'Estainga, ministra finansów Francji, w celu przeanalizowania korzyści, jakie dolar amerykański uzyskał po porozumieniach z Bretton Woods.

„Wygórowany, nadmierny przywilej" zyskał współcześnie nowe implikacje, biorąc pod uwagę fakt, że pozwala on USA oferować niższe oprocentowanie aktywów finansowych w porównaniu z innymi krajami. Ponadto premia za płynność dominujących walut jest niższa, dlatego kraje słabo rozwinięte:

1) muszą oferować wyższe stopy procentowe, aby utrzymać popyt na swoje aktywa finansowe;
2) podlegają krótkoterminowym operacjom spekulacyjnym, ponieważ inwestorzy zagraniczni wolą nie angażować się w fundusze długoterminowe;
3) są poligonami do testowania ucieczki kapitału, który może nastąpić w dowolnym momencie i z przyczyn potencjalnie niezwiązanych z ich warunkami krajowymi.

W związku z tym kraje peryferyjne są podporządkowane amerykańskiej polityce pieniężnej, a każda zmiana w międzynarodowych preferencjach dotyczących płynności może wywołać szoki makroekonomiczne i zagrozić przyszłości ich gospodarek. Międzynarodowa preferencja w zakresie płynności oznacza skłonność inwestorów do wybierania najbardziej płynnych aktywów w celu ich łatwej konwersji na gotówkę.

Po drugiej stronie dyskusji autorzy marksistowscy proponują analizę hegemonii dolara amerykańskiego i hierarchii walutowej przy użyciu klasycznego pojęcia światowego pieniądza, opracowanego przez K. Marksa w *Kapitale Vol. 1* (1867).

Według Marksa światowe pieniądze funkcjonują jako:

- uniwersalny środek płatniczy,
- uniwersalny środek zakupu,
- uniwersalna materializacja społecznego bogactwa.

Od czasu pojawienia się umów z Bretton Woods dolar znajduje się w centrum międzynarodowego systemu monetarnego, a pozostałe waluty zajmują drugorzędne miejsce. Zróżnicowana pozycja dolara i innych walut zależy od tego, czy spełniają one funkcje pieniądza w kontekście międzynarodowym:

- środka wymiany,
- jednostki denominacji kontraktów,
- rezerwy wartości.

Dolar amerykański jest jedynym, który w pełni spełnia te trzy funkcje (Krugman, 1984). Waluty z innych krajów centralnych zajmują drugie miejsce, ponieważ są również używane do denominacji kontraktów na arenie międzynarodowej (jednostka rozliczeniowa) i jest na nie relatywne zapotrzebowanie jako na zasób (rezerwa) wartości. Waluty z krajów peryferyjnych zajmują trzecie miejsce, ponieważ nie pełnią żadnej z trzech funkcji na arenie międzynarodowej.

Wraz ze wzrostem znaczenia euro jako zasobu wartości i jednostki rozliczeniowej, można go teraz postrzegać jako drugą centralną walutę; rośnie też powoli hierarchia walut peryferyjnych, ponieważ niektóre z nich są częściej stosowane na szczeblu regionalnym.

Przed okresem hegemonii dolara, jako światowy pieniądz funkcjonowało złoto. Wszystkie kraje musiały utrzymywać znaczące rezerwy złota, aby uczestniczyć w globalnej wymianie towarowej, dlatego jego gromadzenie i transfer miały zasadnicze znaczenie dla funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego. Wraz z rozpadem systemu stałych kursów walutowych z Bretton Woods w 1971 r., dolar przejął rolę pieniądza światowego, tworząc bezpośrednie powiązanie między systemem finansowym USA, a międzynarodowym systemem finansowym. Według C. Lapavitsasa dolar amerykański stał się problematycznym substytutem złota, ponieważ zamiast pełnić funkcję *koordynatora rynku światowego*, stał się instrumentem władzy USA (Villavicencio, 2020).

Kryzys w latach 2007–2008, który rozpoczął się w USA, stał się globalną katastrofą, ponieważ początkowo operacje finansowe były denominowane w dolarach. Nic więc dziwnego, że kryzysy finansowe, w obliczu których stanęły słabo rozwinięte kraje Ameryki Łacińskiej w latach 80., które ucierpiały w tym okresie, były związane z brakiem pieniędzy na świecie. Niedobór dolarów w tym czasie miał związek ze wzrostem amerykańskiej stopy procentowej, a w następstwie ucieczki kapitału te kraje ucierpiały wskutek spadku ich kursów walutowych, co przez długi okres utrudniło spłatę zadłużenia zewnętrznego (Villavicencio, 2020).

Relacje walutowe są asymetryczne, ponieważ podmioty zaangażowane w globalizację używają tylko kilku walut narodowych w swoich operacjach transgranicznych, a w szczególności dolara amerykańskiego. Wpływ asymetrycznych praktyk monetarnych jest znaczący: wiadomo, że kraj emitujący międzynarodową walutę uzyskuje ogromne korzyści z tytułu znanego nadmiernego przywileju, ale z drugiej strony wiele krajów, zwłaszcza krajów rozwijających się, jest ograniczanych w rozwoju przez używanie obcej waluty.

Jeżeli skoncentrujemy się na dwóch aspektach ilustrujących asymetrię praktyk monetarnych, mianowicie fakturowaniu obrotów handlu międzynarodowego z jednej strony i międzynarodowej emisji długu z drugiej, to w obu obszarach dolar amerykański jest obecnie najczęściej używaną walutą, zwłaszcza w krajach rozwijających się. Międzynarodowa emisja długu była przedmiotem wielu badań, z których wynika, że kraje rozwijające się denominują swój handel transgraniczny i zadłużenie międzynarodowe w najważniejszych walutach obcych – głównie w dolarach – podczas gdy większość krajów uprzemysłowionych używa również własnych walut. W odniesieniu do fakturowania w handlu międzynarodowym pierwsze badanie empiryczne zawdzięczamy Grassmanowi, który dostarczył przełomowych wniosków (Grassman, 1973). Prawo S. Grassmana jest zwykle cytowane w pracach dotyczących wyboru waluty w handlu międzynarodowym. W 1968 r. S. Grassman zamierzał wykazać na przykładzie Szwecji, że w wymianie między dwoma krajami uprzemysłowionymi (rozwiniętymi) walutą wymiany towarów i usług w około dwóch trzecich transakcji będzie prawdopodobnie waluta eksportera, co miało oznaczać relację niemal symetryczną. Szwedzki import był fakturowany w walucie eksportera w tym samym rzędzie wielkości, a znacznie mniejsza część była denominowana w koronach szwedzkich. Dane zebrane w tym samym okresie dotyczące Niemiec i Danii w pełni potwierdzały tezę Grassmana. Miała

ona również oznaczać, że dolar nie królował w handlu międzynarodowym. Wniosek autora dotyczący braku międzynarodowej waluty nie jest już aktualny w świetle statystyk dotyczących krajów rozwijających się. W tych krajach dolar jest zwykle normą. USA stanowią wyjątek, podobnie w mniejszym stopniu Wielka Brytania, zarówno ze względu na status dolara jak i funta szterlinga, jako walut rezerwowych. Dlatego import i eksport do USA jest zwykle fakturowany w dolarach.

W rzeczywistości warto zauważyć, że praktyki monetarne dotyczące fakturowania handlu i emisja długu kształtuje się w ten sam sposób. Od lat 70. XX w. dolar amerykański wyraźnie zyskiwał na sile. Należy zauważyć, że kraje rozwijające się, które próbowały oderwać się od dolara, opracowując alternatywne praktyki monetarne w oparciu o waluty narodowe, nie odniosły sukcesu. Mimo to system monetarny przechodzi wewnętrzne zmiany: szczególne znaczenie ma dziś wzrost chińskiego renminbi (RMB), który, zgodnie z przewidywaniami, osiągnie status waluty „drugiego szeregu".

Najnowsza literatura z zakresu makroekonomii międzynarodowej odchodzi od standardowych ram otwartej ekonomii, w ramach których ceny eksportowe są ustalane w walucie producenta, i postuluje tzw. „paradygmat dominującej waluty", (*dominant currency paradigm* – DCP), zgodnie z którym ceny eksportowe są ustalane w tzw. „walucie nośnej" (*vehicle currency*). Kluczową obserwacją stanowiącą podstawę tego paradygmatu jest fakt, że większość transakcji w handlu światowym jest fakturowana tylko w kilku walutach – najczęściej w dolarach amerykańskich, po części w euro – niezależnie od krajów zaangażowanych w transakcje. Dolar działa jako *vehicle currency* w tym sensie, że podmioty w gospodarkach niedolarowych na ogół angażują się w handel walutami pośrednio za pomocą dolara amerykańskiego, zamiast bezpośredniego handlu dwustronnego z udziałem innych walut. Wykorzystanie *vehicle currency* jest pożądana z uwagi na koszty transakcyjne wymiany.

Dominacja dolara amerykańskiego jest wszechobecna, biorąc pod uwagę strukturę bilansów zewnętrznych, strukturę walutową portfeli prywatnych, wybór waluty „kotwicy" oraz fakturowania wymiany handlowej, co wynika z następujących czynników (Gopinath, Stein, 2018):

- *Fakturowanie handlu międzynarodowego*: przeważająca część handlu jest fakturowana i realizowana w dolarach. Co ważne, udział dolara w fakturowaniu jest zdecydowanie nieproporcjonalny do roli gospodarki USA

jako eksportera lub importera towarów. Na przykład, 60% importu Turcji jest fakturowane w dolarach, podczas gdy tylko 6% całkowitego importu pochodzi z USA. W próbie 43 krajów udział dolara jako waluty fakturowania towarów importowanych jest około 4,7 razy większy niż udział towarów w imporcie z USA. Ten stan kontrastuje z euro, gdzie w tej samej próbie udział fakturowania w euro i udział importu z krajów używających euro są zbliżone, ponieważ odpowiednia wielokrotność wynosi tylko 1,2.

- *Finansowanie bankowe*: poza USA banki gromadzą bardzo duże kwoty depozytów denominowanych w dolarach. Rzeczywiście, zobowiązania dolarowe banków spoza USA, które są rzędu 10 bln USD, są z grubsza porównywalne pod względem wielkości do zobowiązań banków amerykańskich. Według lokalnych statystyk Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BIS) 62% zobowiązań banków w walucie obcej jest denominowanych w dolarach.
- *Pożyczki korporacyjne poza USA*: firmy, które pożyczają od banków i na rynku obligacji korporacyjnych, często robią to, emitując dług denominowany w dolarach, bardziej niż w jakiejkolwiek innej nielokalnej „twardej" walucie, takiej jak np. euro. Według statystyk bankowych BIS 60% należności banków w walutach obcych jest denominowane w dolarach. Te pożyczki są w wielu przypadkach udzielane firmom, które nie mają odpowiednich przychodów w dolarach, tak więc firmy te mają problem z niedopasowaniem walutowym, może im też zaszkodzić aprecjacja dolara.
- *Rezerwy banków centralnych*: dolar jest również dominującą walutą rezerwową, stanowiąc 64% światowych oficjalnych rezerw walutowych. Euro jest na drugim miejscu z wynikiem 20%, a jen – na trzecim z wynikiem 4%.
- *Niskie oczekiwane zwroty i naruszenie niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych* (Uncovered Interest Rate Parity – UIP): aktywa wolne od ryzyka w dolarach amerykańskich generalnie przynoszą niższe oczekiwane zwroty (po uwzględnieniu zmian kursów walut) niż aktywa wolne od ryzyka większości innych walut. To znaczy, że dochodzi do naruszenia niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych (UIP), który faworyzuje dolara jako tanią walutę finansowania. Zjawisko to określa się często korzystaniem z „nadmiernego przywileju".

Paradygmat dominującej waluty (DCP) charakteryzują trzy kluczowe cechy: *ustalanie cen w dominującej walucie, strategiczna komplementarność w ustalaniu cen* oraz *importowane nakłady na produkcję*. Według paradygmatu spełnione powinny być następujące warunki (Gopinath i in., 2020):

- Zarówno w krótkim, jak i średnim okresie warunki handlowe powinny być niewrażliwe na wahania kursów walutowych.
- W przypadku krajów spoza USA przenoszenie kursu wymiany na ceny importu (w walucie krajowej) powinno być wysokie i wynikać z kursu dolara, a nie z kursu dwustronnego. W przypadku USA wręcz przeciwnie, przełożenie na ceny importowe powinno być niskie.
- W przypadku krajów spoza USA wielkość importu powinna zależeć od kursu dolara, a nie od dwustronnego kursu wymiany. Ponadto ilości importu z USA powinny w mniejszym stopniu reagować na zmiany kursu dolara w porównaniu z krajami spoza USA.
- Gdy dolar umacnia się równomiernie w stosunku do wszystkich innych walut, powinno to prowadzić do spadku wymiany handlowej między krajami na świecie (z wyłączeniem USA).

Stabilność warunków handlu w ramach DCP wynika z ustalania cen importu i eksportu we wspólnej walucie oraz małej wrażliwości tych cen na fluktuację kursów wymiany. Szoki polityki pieniężnej w kraju z dominującą walutą powodują silne skutki uboczne dla reszty świata, podczas gdy sytuacja odwrotna nie jest realna; kraj z dominującą walutą jest w dużej mierze odizolowany od inflacyjnych konsekwencji wahań w jego walucie, które zamiast tego, są absorbowane przez ceny i handel z resztą świata. Badania estymacyjne pokazują, że jednoprocentowa aprecjacja dolara amerykańskiego w stosunku do wszystkich innych walut powoduje 0,6% spadek całkowitego wolumenu handlu między krajami na świecie w ciągu roku, co ma pewien wpływ na globalny cykl koniunkturalny (Boz, Gopinath, Plagborg-Møller, 2018).

W ramach globalizacji, zarówno podmioty publiczne, jak i prywatne są „dostarczycielami" znacznej części długów międzynarodowych. Jednak, podobnie jak w przypadku fakturowania w handlu globalnym, nominał obligacji jest ograniczony do kilku walut, co jest przedmiotem szczególnej troski krajów rozwijających się, są one bowiem obarczone swojego rodzaju „grzechem pierworodnym". Ten „grzech pierworodny" odnosi się do braku zdolności wielu wschodzących i rozwijających się gospodarek do zaciągania kredytów za granicą we własnych walutach. Jest to jeden z kluczowych czynników ich niestabilności finansowej. „Grzech pierworodny" ma negatywny wpływ na gospodarki tych krajów, ponieważ naraża je na ryzyko finansowe, tworząc niedopasowanie walutowe między ich dochodami gromadzonymi w walutach

krajowych a finansowaniem ich działalności w walucie obcej, głównie euro i dolarach amerykańskich. Na wagę „grzechu pierworodnego" może mieć wpływ wiele czynników, takich jak wielkość kraju (jego gospodarki), koszty transakcji międzynarodowych, zakłócenia na światowym rynku kapitałowym, wiarygodność monetarna, reżim kursowy, poziom obciążenia długiem publicznym i wielkość bazy inwestorów. Można spotkać zastrzeżenia, że literatura dotycząca „grzechu pierworodnego" nie uwzględnia tak ważnych czynników jak stosunek eksportu do PKB, stan rezerw międzynarodowych i aktywów zagranicznych, głębokość i znaczenie lokalnych rynków obligacji, obecność i aktywność banków zagranicznych, udzielanie pożyczek w lokalnych walutach zamiast pożyczek zewnętrznych. Więcej uwagi należy poświęcić także strukturze zadłużenia i „właścicieli" długu.

Kilka krajów wschodzących podjęło próbę przeciwdziałania skutkom „grzechu pierworodnego" poprzez jednostronne emitowanie obligacji denominowanych w lokalnej walucie na poziomie międzynarodowym. Najbardziej pouczającym przypadkiem jest Brazylia, której próby zakończyły się w efekcie po kilku latach uzupełniającymi emisjami obligacji denominowanymi w dolarach.

„Grzech pierworodny" jest przykładem bezwładności i asymetrii tkwiącej w międzynarodowym systemie walutowym. Chociaż nigdy nie jest tak naprawdę zmartwieniem dla dominującego międzynarodowego emitenta walut i jest przedmiotem ograniczonych obaw niektórych gospodarek uprzemysłowionych (strefa euro, Japonia, Szwajcaria, Wielka Brytania), „grzech pierworodny" jest poważnym problemem dla gospodarek peryferyjnych, które nie mogą pożyczyć za granicą własnej waluty.

Wiele debat wywołało pytanie, jak wschodzące i rozwijające się gospodarki mogą pozbyć się „grzechu pierworodnego". Konsensus polega na zaleceniu, aby kraje te gromadziły znaczące i drogie rezerwy walutowe, aby uchronić się przed potencjalnie destabilizującymi problemami finansowymi. Inny pogląd, zatwierdzony przez G-20 w listopadzie 2011 r., dotyczył wielostronnego planu działań wspierającego rozwój lokalnych rynków obligacji walutowych w nadziei, że pozwoli to przezwyciężyć trudności, na jakie napotykają pożyczkobiorcy z rynków wschodzących (MFW i in., 2013). Bardziej obiecującym rozwiązaniem wielostronnym byłoby promowanie nowej regionalnej architektury finansowej. Jedną z wielkich ambicji Banku Południa, założonego w 2009 r. w Ameryce Południowej, było właśnie położenie kresu uzależnieniu regionu od dolara amerykańskiego i zwiększenie wzajemnych regionalnych źródeł dochodów.

Globalne spojrzenie na wymianę handlową z uwzględnieniem krajów rozwijających się pomaga w pewnym stopniu uściślić wnioski Grassmana. Jedynie część świata, tzw. kraje rozwinięte, może sobie pozwolić na uniknięcie fakturowania w dominującym stopniu w dolarach, podczas gdy handel międzynarodowy z udziałem krajów rozwijających się jest prawie w pełni „zdolaryzowany". Hierarchiczny układ walut dostępnych w wymianie międzynarodowej znajduje zatem odbicie w sposobie, w jaki handel międzynarodowy może być postrzegany jako jeden z przejawów *suwerenności monetarnej*, której pozbawione są kraje rozwijające się.

Z perspektywy kilkudziesięciu lat doświadczeń wynika, że praktyki monetarne nie przesunęły się w kierunku przywrócenia równowagi na korzyść walut krajów rozwijających się lub zmniejszenia uzależnienia od dolara. Natomiast kraje uprzemysłowione zachowały możliwość fakturowania transakcji w walutach własnych. Udział euro w eksporcie członków strefy euro poza strefę euro wynosił kilka lat temu 60%. Reguła Grassmana okazała się w tym przypadku słuszna. Należy jednak podkreślić, że dolar zyskiwał trwale na popularności również w kilku krajach rozwiniętych, takich jak np. Francja: udział dolara we francuskim eksporcie wzrósł z 9% w 1974 r. do 18,6% w 1995 r. i osiągnął poziom 38,5% w 2012 r. (Faudot, Ponsot, 2016).

W większości innych krajów rozwiniętych większość eksportu była fakturowana w dolarach: w 2009 r. ponad 75% australijskiego eksportu było fakturowane w dolarach; również Nowa Zelandia, podobnie jak Japonia, eksportuje głównie w dolarach amerykańskich. Podobnie jest fakturowany handel międzynarodowy Kanady, kraju sąsiadującego z USA. Nawet Szwecja, która posłużyła jako układ odniesienia w pracy Grassmana, doświadczyła załamania udziału korony szwedzkiej. Korona stanowiła tylko 30% fakturowania szwedzkiego eksportu w 2012 r. (Faudot, Ponsot, 2016).

Około 60% eksportu spoza strefy euro (Euro Area) i nieco ponad 50% importu jest fakturowane w euro. Oznacza to, że nie wszystkie transakcje zagraniczne EA są fakturowane w euro. Dotyczy to np. handlu EA z USA lub z gospodarkami wschodzącymi i rozwijającymi się, w których dolar dominuje jako waluta fakturowania. W przypadku handlu między krajami trzecimi euro jest rzadko używane jako waluta fakturowania. M. Dąbrowski oszacował udział fakturowania w euro w światowym handlu towarami w 2017 r. na około 36%, podczas gdy udział faktur w dolarach utrzymał się na poziomie około 40% (Dąbrowski, 2020).

Gdy chodzi o kraje rozwijające się, dane potwierdzają, że dolar zachował silną pozycję. Ponad 80% azjatyckiego eksportu w 2014 r. fakturowano w dolarach amerykańskich, z wyjątkiem Japonii. Dolar przeważa również w Ameryce Łacińskiej, czego odzwierciedleniem jest Brazylia, która w latach 2007–2011 miała około 95% eksportu denominowanego w dolarach (Reiss, 2014).

W ciekawym i aktualnym opracowaniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego zaprezentowano aktualne dotyczące walut fakturowania w handlu światowym. Zarówno dolar amerykański, jak i euro są w coraz większym stopniu wykorzystywane do fakturowania, mimo że zmniejszył się udział USA i strefy euro w handlu światowym. Euro jest używane ponadto jako *vehicle currency* w niektórych częściach Afryki. Jak wynika z dominującego paradygmatu walutowego, kraje, które wystawiają więcej faktur w dolarach amerykańskich (euro), wykazują tendencję do większego przenoszenia wpływu kursu dolara (euro) na ceny importowe; ponadto ich wolumeny handlowe są bardziej wrażliwe na wahania kursów wymiany. Im wyższy jest odsetek importu danego kraju, który jest fakturowany w walutach obcych, tym bardziej wrażliwa jest inflacja tego kraju na zmiany wartości jego waluty w stosunku do walut obcych. Wyższy udział faktur w dolarach znacznie zwiększa jego oddziaływanie na poziom cen.

Ciekawą obserwacją jest fakt, że liczba krajów, w których udział eksportu zafakturowanego w dolarach zmniejszył się (58) jest większa niż liczba krajów, w których udział ten wzrósł (36). Udział eksportu zafakturowanego w euro wzrósł w większej liczbie krajów, niż spadł (65 vs 26). W przypadku euro odnosi się to do krajów europejskich i kilku krajów afrykańskich (Boz i in., 2020).

W przeszłości Grassman zauważył, że kraje rozwijające się różniły się od krajów rozwiniętych praktykami fakturowania z dwóch głównych powodów: w wielu przypadkach ich waluty nie są wymienialne, a po drugie, ich struktury eksportu są zdominowane przez **produkty podstawowe**. To pierwsze jest logicznie postrzegane jako poważna wada dla krajów rozwijających się: jeśli dostęp do waluty krajowej jest ograniczony lub niemożliwy dla partnera handlowego, nie można jej uznać za opłacalną do fakturowania wymiany między dwiema stronami, które uzgadniają rodzaj waluty.

Struktury finansowe w tych krajach są stosunkowo wrażliwe, co wymaga od rządów sprawowania kontroli nad swoimi rachunkami kapitałowymi i uniemożliwienia wymienialności waluty krajowej z resztą świata. Takie

ograniczenia są często niezbędne dla utrzymania stabilności krajów, w których systemy finansowe są niedojrzałe. Problem ten szeroko analizują McKinnon i Schnabl (2014).

Kraje rozwijające się są zwykle bardziej wyspecjalizowane w produktach podstawowych. Jednorodność tych produktów oznacza, że konkurencja jest napędzana wyłącznie cenami. Dla producenta zmiany kursu walutowego są kluczowe. Eksporterzy mają silną zachętę do podążania za konkurentami i do wystawiania faktur na swoje produkty używają waluty wiodącej na dużym rynku zbytu. Ponadto ceny surowców są szczególnie zmienne, zwłaszcza w porównaniu z cenami wyrobów gotowych. Taką zmienność można w dużej mierze wytłumaczyć brakiem elastyczności podaży i popytu. Producenci w krajach rozwijających się nie mają więc wyboru. Aby ustabilizować swoje dochody, muszą uciekać się do instrumentów zabezpieczających. Potrzebują usług finansowych, z których najbardziej odpowiednie są dostępne w niewielu walutach, a dolar amerykański jest dominujący. Kontrakty sprzedaży surowców są w dużej mierze zorganizowane wokół kontraktów terminowych oraz rynków opcji, na których często obserwuje się zmienność cen. W ten sposób eksporterzy z krajów rozwijających się są zepchnięci w kierunku przyjęcia standardu dolara i asymilowani w zglobalizowanym handlu i globalizacji finansowej.

Znaczna część handlu międzynarodowego realizowana jest przez firmy ponadnarodowe. Są to nadal głównie firmy zachodnie lub amerykańskie. Firmy te mają tendencję do fakturowania wymiany towarowej w tej samej walucie, która z reguły jest walutą ich krajów pochodzenia, niezależnie od miejsca lokalizacji produkcji. Zmiany strukturalne w światowej produkcji nie spowodowały zróżnicowania międzynarodowych praktyk monetarnych. Globalizacja w handlu międzynarodowym wciąga nowych graczy, ale przyjmują oni istniejące konwencje monetarne.

Powszechnie przyjmuje się, że wszystkie kraje uczestniczące w rynku światowym muszą zachować pewną część swojego majątku w dolarach, aby móc wymieniać wytwarzane przez siebie towary. Poza tym większość aktywów finansowych jest również denominowana w walucie USA. W tych warunkach kraje, które nie mogą emitować dolarów, są podporządkowane krajowi emitującemu ten światowy pieniądz. W związku z tym słabo rozwinięte gospodarki muszą gromadzić dużą liczbę rezerw walutowych, głównie denominowanych w dolarach, aby uchronić się przed zewnętrzną nierównowagą i osłabieniem rachunku kapitałowego.

Dla marksistowskich analityków gromadzenie dolarów amerykańskich jako rezerw międzynarodowych jest współczesną manifestacją imperializmu. Biorąc pod uwagę ich szczególną pozycję na rynku światowym, a także ich rolę w międzynarodowych systemach finansowych, gospodarki wschodzące wykazują cechy podporządkowanej finansjalizacji. Jest to zjawisko podobne do finansjalizacji prezentowanej w gospodarkach rozwiniętych, ale ograniczone i ukształtowane przez peryferyjną pozycję tych gospodarek na rynku światowym.

Pojęcie „podporządkowania" w tym kontekście zostało po raz pierwszy zaproponowane przez J. Powella, a następnie rozwinięte przez autorów takich jak C. Lapavitsas i I. Alami.

Powell (2013) podkreśla, że wzrost przepływów kapitałowych został coraz bardziej odłączony od wzrostu przepływów handlowych; kierunek i natura tych przepływów wymykają się wyjaśnieniom opartym na tak prostych pojęciach, jak krańcowa produktywność kapitału. W odniesieniu zaś do istoty podporządkowanej finansjalizacji stwierdza:

> *Nazwałem charakterystyczną formę finansjalizacji na peryferiach gospodarki światowej podporządkowaną finansjalizacją. Na poziomie makroekonomicznym podporządkowana finansjalizacja w żadnym momencie nie da się zredukować do wielkości ani kierunku przepływów kapitału. Zagraniczne przepływy portfelowe, co do ich istoty napędzane dynamiką zyskowności, w różny sposób zwiększają, a następnie wychodzą z długu publicznego, prywatnych papierów wartościowych i rynków nieruchomości na peryferiach. Przy płynnych kursach wymiany kosztowne wysiłki banku centralnego mające na celu sterylizację tych przepływów i/lub dochodów z walut obcych zwiększają zadłużenie rządu i grożą wyparciem krajowych pożyczek banków komercyjnych i części inwestycji prywatnych firm. Polityka monetarna i kursowa jest napędzana przez generowanie zysków zarówno w strategii kapitału zagranicznego, jak i części dużego kapitału krajowego. Wynika to wyraźnie z podporządkowania sobie państw peryferyjnych na międzynarodowych rynkach kapitałowych i z faktu podrzędności (podporządkowania) krajowej waluty.* (Powell, 2013)

Zgodnie z tym podejściem I. Alami argumentuje, że gromadzenie rezerw denominowanych w dolarach amerykańskich jest przejawem nie tylko

podporządkowanej finansjalizacji, ale imperializmu jako całości. Oznacza to w praktyce zdolność USA do ciągłych transferów gotówki przy zachowaniu pełnej autonomii w zakresie polityki pieniężnej i możliwości akumulacji deficytów handlowych. Kraj dysponujący pieniądzem o statusie waluty globalnej musi być przygotowany na uruchamianie nadpodaży swojego pieniądza, gdyż tylko w ten sposób zaspokaja światowe zapotrzebowanie na rezerwy walutowe. Ta endo- i egzogeniczna dyspozycyjność rezerwy walutowej prowadzi do *nieuchronnych i permanentnych napięć w światowej polityce monetarnej*. Znajduje to odzwierciedlenie w trwałej nierównowadze obrotów z zagranicą (Villavicencio, 2020).

Światowy kryzys finansowy w latach 2008–2009 ujawnił pogłębiającą się dysfunkcję globalnego systemu finansowego opartego na dolarze. Załamanie cen światowych aktywów spowodowało rozpaczliwą walkę o płynność w globalnym systemie finansowym w związku z rozprzestrzenianiem się paniki i powiązanego z tym delewarowania. Ze względu na fakt, iż wiele światowych aktywów i krótkoterminowego finansowania denominowanych było w dolarach, Rezerwa Federalna zmuszona była do ratowania nie tylko systemu finansowego USA, ale całego globalnego systemu finansowego, otwierając obszerne *linie swapowe* w celu zapewnienia płynności USD zagranicznym bankom centralnym. Dotyczyło to nie tylko głównych gospodarek azjatyckich czy europejskich, ale także takich krajów jak Brazylia czy Nowa Zelandia. Dzięki temu „tsunami płynności", udało się uratować globalny system finansowy z pominięciem jego fundamentalnej słabej strony i uzależnienia od zdolności FED do udzielenia pomocy (Hardy, 2018).

Datą historyczną jest 12 grudnia 2007 r., kiedy FED ustalił wraz z EBC oraz SNB linię swapową o nazwie Term Auction Facility – TAF (Kowalewski, 2020). Na skutek TAF zagraniczne banki centralne działały jako pożyczkodawca ostatniej instancji, a FED działał jako strona finansująca. Zagraniczne banki centralne brały na swoje barki całe ryzyko kredytowe związane z udzieleniem pożyczki dolarowej instytucjom finansowym, gdyż to one były w stanie najlepiej oszacować ryzyko niewypłacalności danej instytucji krajowej. Zyski FED w ramach spłat swapowych tylko w latach 2008–2009 osiągnęły poziom około 4 mld USD (Central, Wikipedia 03.12.20).

Chociaż linie swapowe krytykowane były przez krajowych obserwatorów jako „ratunek" dla zagranicznych banków, swapy płynności są skonstruowane tak, aby chronić przede wszystkim interesy banku udzielającego pożyczki,

i często są bardziej samoobsługowe niż altruistyczne. Protokoły z posiedzenia Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) w 2008 r., na którym zapadła ostateczna decyzja, pokazują, że członkowie skupili się na krajach z dużymi portfelami papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami w dolarach amerykańskich, które mogą mieć pokusę szybkiego pozbycia się wszystkich naraz, aby zapewnić sobie łatwiejszy dostęp do dolarów, skutkiem czego mógł być wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych i utrudnienie ożywienia w gospodarce USA (Steil, 2019). Podobnie linie swapowe z Europejskiego Banku Centralnego, szwajcarskich i skandynawskich banków centralnych do Islandii i krajów Europy Wschodniej w 2008 r. wynikały w dużej mierze z zaciągania kredytów hipotecznych denominowanych w euro i franku szwajcarskim przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa w tych krajach.

Wybuch kryzysu covidowego spowodował, że FED postanowił powrócić do linii swapowych także z wybranymi bankami, z którymi nie miał podpisanego porozumienia o bezterminowej pomocy. Bezpośrednio przed pandemią COVID-19 Rezerwa Federalna miała stałe linie swapów płynnościowych w dolarach amerykańskich z bankami centralnymi Kanady, Anglii, Japonii, Europejskim Bankiem Centralnym i Narodowym Bankiem Szwajcarii. W dniu 20 marca 2020 r. rozszerzyła to porozumienie na 9 kolejnych banków centralnych, po 60 mld USD dla każdego, a mianowicie Singapuru, Australii, Brazylii, Danii, Korei Południowej, ponadto po 30 mld USD dla banków centralnych Nowej Zelandii, Norwegii i Szwecji, w celu zmniejszenia napięć na światowych rynkach finansowych, spowodowanych pandemią oraz złagodzenia ich wpływu na podaż kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (Federal Reserve, 2020-03-19). 31 marca 2020 r. wysiłki te zostały dodatkowo rozszerzone o nowy program umożliwiający tym bankom wykorzystanie posiadanych przez nie papierów skarbowych USA jako zabezpieczenia pożyczek w dolarach na rynku *overnight*, aby wspomóc sprawne funkcjonowanie rynku skarbu USA poprzez zapewnienie alternatywnego, tymczasowego źródła dolara, innego niż sprzedaż papierów wartościowych na otwartym rynku (FED, 01.04.2020).

Linie swapowe umożliwiają łatwiejszy dostęp do dolarów dla banków centralnych i firm, które miały z tym problem w ostatnim czasie z powodu ucieczki inwestorów do dolara jako „bezpiecznej przystani". W ramach tych linii, waluty (lub obligacje USA) wymieniane są bezpośrednio na dolary, co postrzegane

jest jako bezpieczna transakcja. Jednak w przypadku walut mniej płynnych, czy walut o bardzo zmiennym kursie, ryzyko związane z takimi operacjami ocenia się jako wyższe.

Wiele mniejszych banków centralnych ma konta w oddziale FED w Nowym Jorku. Często posiadają one też obligacje skarbowe USA. To pozwala im wykorzystać je jako zabezpieczenie pożyczek dolarowych oprocentowanych po 0,25%. Choć formalnie pożyczki mają być jedynie jednodniowe, mogą one być rolowane w razie potrzeby.

Posiadanie obligacji skarbowych rządu USA oznacza de facto eksport krajowych oszczędności oraz ograniczanie ekspansji na krajowym rynku. Posiadanie dolarów oznacza także kryjące się za nimi papiery dłużne USA, a więc finansowanie długu tego kraju. Chiny gromadziły ogromną ilość dolarowych rezerw walutowych, ale czy kupowanie za tę nadwyżkę w dużej skali amerykańskich papierów dłużnych i rozwój eksportu w tym celu ma sens?

Gdy realna siła nabywcza aktywów dolarowych spada z roku na rok, oznacza to wrzucanie części eksportowanych towarów wprost do Pacyfiku – towarów okupionych pracą i zasobami materialnymi.

Z historii pieniądza wynika, że narodziny waluty każdego potężnego kraju zawsze bazowały na bogactwie tego kraju pełniącym funkcję rezerwy finansowej. W okresie dominacji Imperium Brytyjskiego, w charakterze rezerwy walutowej używano *złota*; kiedy dolar zapanował nad światem, standard monetarny opierał się na *papierach dłużnych USA*; gdy narodziło się euro, *europejskie obligacje rządowe* stały się fundamentem emisji waluty.

Rezerwy walutowe są oznaką władzy waluty dominującej nad walutami peryferyjnymi i oznaczają głęboką zależność od tej waluty.

3.3. Rosnące zadłużenie USA efektem dominacji dolara

Posługiwanie się walutą suwerennego kraju i kryjącymi się za nią aktywami skarbowymi stanowiącymi fundament waluty światowej, czyli dolara amerykańskiego, rodzi wewnętrzną sprzeczność nie do pokonania (patrz również „dylemat Triffina"). Dolar prędzej czy później może się załamać, a państwa korzystające z rezerw dolarowych jako kluczowych aktywów zapłacą określoną cenę. Spekulacje mogą dotyczyć perspektywy czasowej pojawienia się tego zagrożenia (Faudot, Ponsot, 2016).

W latach 60. francuski minister finansów Valéry Giscard d'Estaing narzekał, że dominacja dolara amerykańskiego dała USA „nadmierny przywilej" taniego pożyczania od reszty świata i życia ponad stan. Od tamtej pory zarówno sojusznicy, jak i przeciwnicy USA często powtarzali ten zarzut. Ale nadmierny przywilej pociąga za sobą również olbrzymie obciążenia, które obniżają konkurencyjność handlową i zatrudnienie w USA, i które prawdopodobnie będą rosły i destabilizowały sytuację w miarę zmniejszania się udziału kraju w światowej gospodarce. Korzyści z prymatu dolara odnoszą głównie instytucje finansowe i duże przedsiębiorstwa, ale koszty generalnie ponoszą pracownicy. Z tego powodu utrzymująca się hegemonia dolara grozi pogłębieniem nierówności i polaryzacji politycznej w USA (Tilford, Kundnani, 2020).

Hierarchiczny charakter międzynarodowego systemu finansowego pomaga wyjaśnić różnicę skali wartości obrotów walutowych między gospodarkami rozwiniętymi. Ze względu na asymetrię tego systemu przepływy kapitału są w większości kierowane do kilku krajów centralnych, a gospodarki peryferyjne otrzymują jedynie marginalne kwoty.

Aby ten wzorzec wzrostu mógł funkcjonować na tak szeroką skalę przez tyle lat, ktoś w gospodarce światowej musiał wchłonąć nadwyżki handlowe gospodarek wschodzących. Tylko jeden gracz chciał i potrafił to zrobić: Stany Zjednoczone Ameryki. Wynikało to ze skali gospodarki i posiadania od ponad sześciu dekad wspomnianego „nadmiernego przywileju". Jako jedyny kraj na świecie, USA mogły prowadzić swoją gospodarkę bez zewnętrznych ograniczeń. Zaleta tej pozycji, wprowadzonej pod koniec II Wojny Światowej wraz z zainstalowaniem systemu Bretton Woods, wynikała z konieczności zaopatrywania reszty świata w dolary potrzebne do płacenia za transakcje międzynarodowe między krajami lub służenia jako rezerwa walutowa. Takie wypływy netto dolarów z przestrzeni ich tworzenia – amerykańskiego systemu bankowego – do reszty świata, mogą się zdarzyć tylko poprzez utrzymywanie chronicznych deficytów bilansu płatniczego USA. W wyniku tego więcej dolarów wypłynęło z USA (aby zapłacić za zagraniczne towary, usługi lub aktywa), niż wpłynęło do USA (zakup towarów, usług lub aktywów z USA).

W efekcie chroniczne zewnętrzne deficyty USA są automatycznie finansowane przez resztę świata, gromadzącego dolary jako rezerwy. Innymi słowy, USA mają ogromną przewagę, ponieważ mogą pożyczać od reszty świata

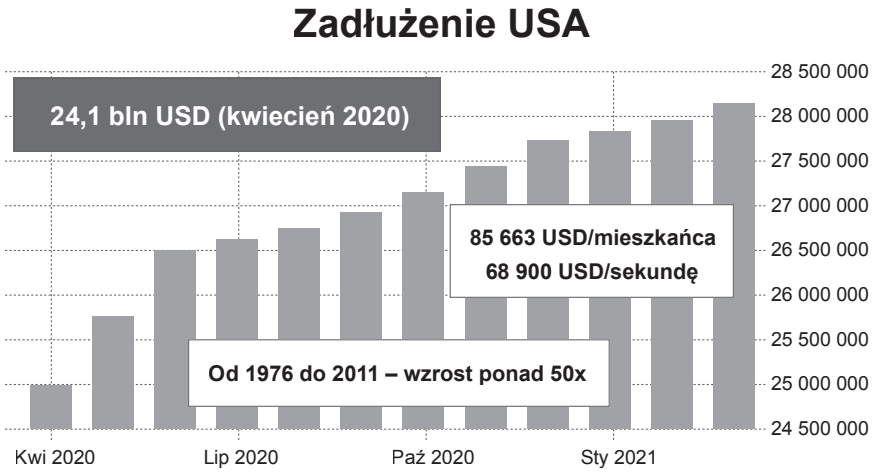
we własnej walucie, którą mogą stworzyć *ex nihilo*. Każdy inny kraj będący dłużnikiem musi pracować za pieniądze potrzebne do obsługi zadłużenia zagranicznego; USA mogą je po prostu wydrukować!

W ciągu pierwszych kilku powojennych dziesięcioleci USA, utrzymując stałe nadwyżki handlowe do 1971 r., generowały swoje deficyty zewnętrzne poprzez masowy eksport kapitału przez swoje instytucje finansowe, międzynarodowe korporacje, planistów wojskowych i grupy pomocowe. Jednak od wczesnych lat 80. gospodarka amerykańska zaczęła wykazywać coraz większe deficyty handlowe, finansowane w znacznym stopniu, ale nie w całości, importem kapitału. Odwrócenie trendu było spowodowane nie tylko zmianą zestawu polityk w ramach *Reaganomics*, której połączenie niebotycznych stóp procentowych i dużych deficytów budżetowych (po ogromnych cięciach podatkowych i wzroście wydatków wojskowych w 1981 r.) przyciągnęło duży napływ kapitału zagranicznego, co z kolei spowodowało wzrost wartości dolara i tym samym wzmocniło deficyty handlowe USA. Te deficyty, które zmieniły Amerykanów w światowych „kupców ostatniej instancji", były niezbędnym odpowiednikiem neomerkantylistycznego dążenia do wzrostu napędzanego eksportem przez Niemcy, Japonię i wschodzące gospodarki rynkowe, przede wszystkim Chiny. W szczytowym momencie, w 2007 r., deficyt obrotów bieżących Ameryki wynoszący 7,8% jej PKB pochłonął trzy czwarte nadwyżek z reszty świata!

Stany Zjednoczone miały prawie 23,7 bln USD długu na koniec I kw. 2020 r. Mówiąc dokładniej: Departament Skarbu USA podał 23 688 870 812 640 USD i 8 centów na dzień 31 marca 2020 r. („zadłużenie co do grosza").

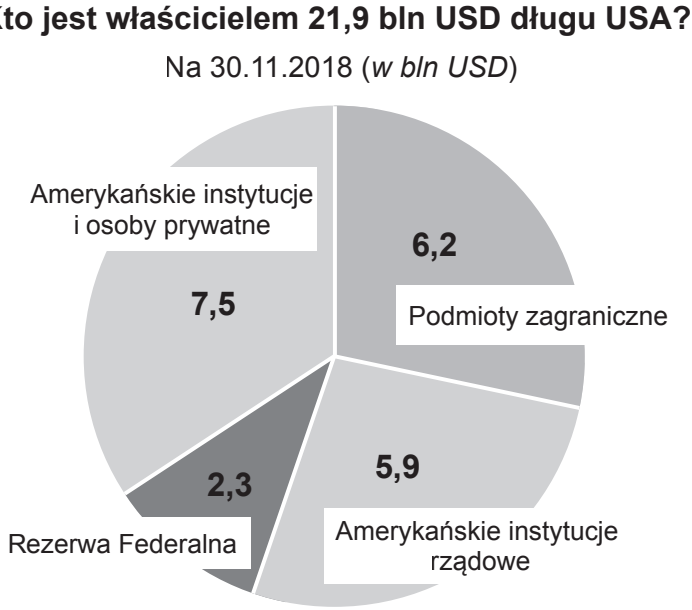
Na początku 2019 r. dług wynosił nieco poniżej 22 bln USD. Zegar zadłużenia w USA pracuje jednak dalej. Jest to nowy rekord, jak pokazuje historyczny rozwój długu publicznego USA (por. rys. 36).

Czy są ludzie, którzy wierzą, że takie aktywa można utrzymywać? Jaka będzie ich wartość za kolejnych 20–30 lat? Ile własnej waluty będą w stanie wyemitować państwa, używając tego rodzaju rezerw walutowych jako zabezpieczenia? Realne oszczędności społeczeństwa w procesie ekspansji waluty są „rozcieńczane" i przesuwane; na koniec ich większa część zostanie w rękach 1% ludzkości... „Właścicieli" długu przedstawia rysunek 37.



Rys. 36. **Ustawiczny wzrost zadłużenia USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Staatsverschuldung USA*. GOLD.DE. 31.03.2020.



Rys. 37. **„Właściciele" długu USA**

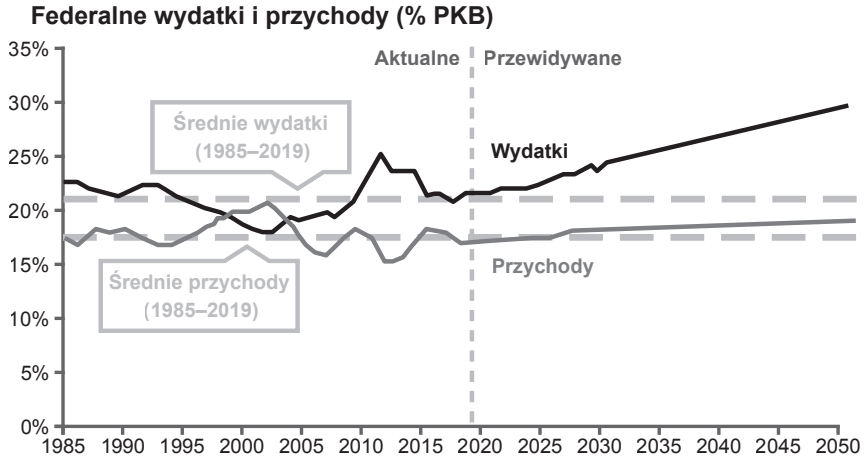
Źródło: Opracowano na podstawie: W. Richter, *Who Bought the Gigantic USD1.5 Trillion of New US Government Debt Issued over the Past 12 Months?* Wolf Street, 31.01.2019.

Występuje długookresowe strukturalne niedopasowanie między kwotą dochodów federalnych w USA a kwotą wydatków zgodnych z prawem. Po stronie wydatków w budżecie trzy główne czynniki wpływają na ich poziom:

- rosnące koszty opieki zdrowotnej,
- sytuacja demograficzna USA,
- koszty odsetek od długu.

Obecnie istnieje zasadnicza nierównowaga między wydatkami a dochodami. Ta różnica będzie rosła przez następne trzy dekady, podnosząc dług publiczny do historycznych poziomów. Oczekuje się, że wydatki, determinowane wymienionymi trzema czynnikami, wzrosną z **21,0%** PKB w 2020 r. do **30,4%** w 2050 r. Z drugiej strony oczekuje się wzrostu przychodów, wg Kongresowego Biura Budżetowego (CBO) z 16,4% PKB w 2020 r. do 18,6% w 2050 r. (Key Drivers, dostęp: 2.12.2020). Istotny wzrost poziomu zadłużenia powoduje ponadto epidemia COVID-19. Dwie strony zjawiska pokazują rysunki 38 i 39.

Rosnący dług jest spowodowany niedopasowaniem strukturalnym między wydatkami a przychodami

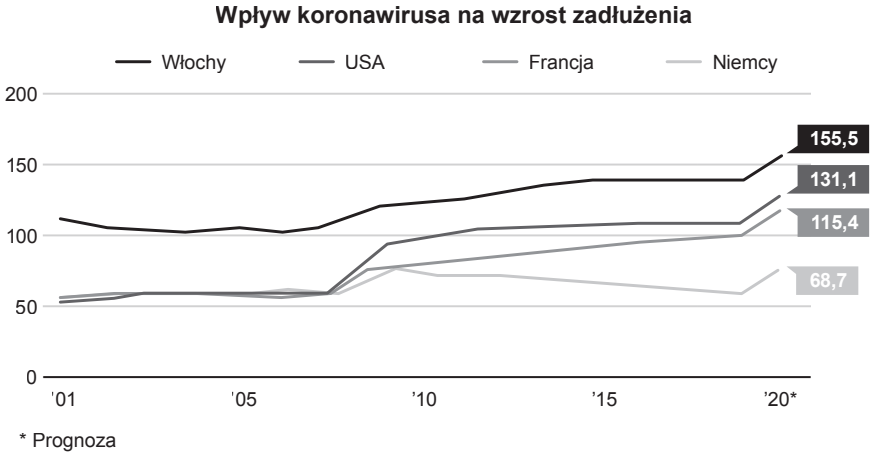


Rys. 38. **Trend w wielkościach przychodów i wydatków budżetu USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Key Drivers of the Debt*. Peter G. Peterson Foundation.

Wzrost kosztów opieki zdrowotnej na osobę zwolnił w ciągu ostatnich kilku lat, ale nie jest pewne, jak długo utrzyma się ten pożądany trend. Pomimo

spowolnienia, Centers for Medicare i Medicaid Services prognozują, że całkowite wydatki na opiekę zdrowotną wzrosną do 19% PKB w 2025 r. Według CBO wydatki na główne federalne programy opieki zdrowotnej wzrosną z **6,1%** PKB w 2020 r. do **9,2%** w 2050 r., co oznacza wzrost o około 50%. To szybciej niż wzrost jakiejkolwiek innej ważnej kategorii budżetu z wyjątkiem odsetek netto od zadłużenia (por. rys. 40).



Rys. 39. **Wpływ COVID-19 na wzrost zadłużenia wybranych krajów**

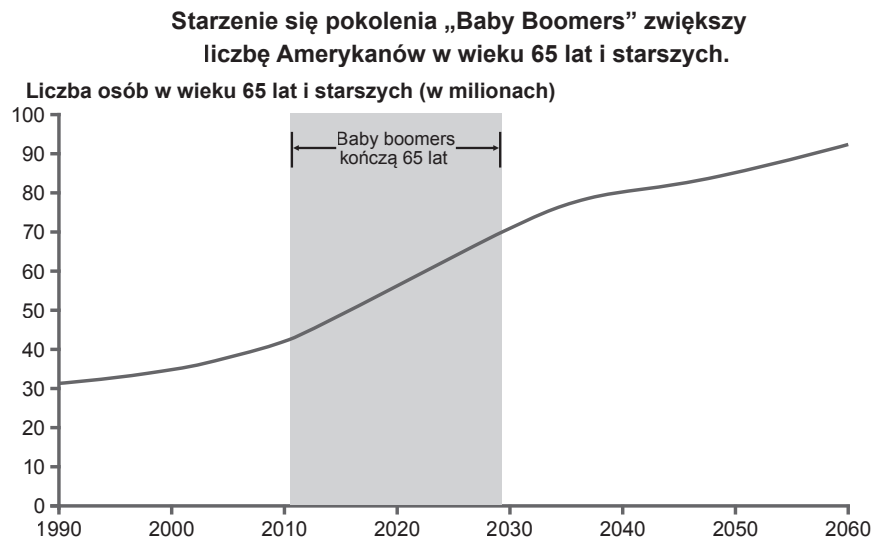
Źródło: Opracowano na podstawie: F. Suhr, *Corona-Krise lässt Staatsschulden steigen*. Statista, 22.04.2020.

W ciągu następnych 25 lat kolejnym głównym motorem wzrostu długoterminowych wydatków federalnych będzie starzenie się populacji Ameryki, ponieważ liczba osób w wieku 65 lat i starszych będzie rosła znacznie szybciej niż liczba ludności w wieku produkcyjnym. Starzenie się pokolenia wyżu demograficznego (urodzonych w okresie powojennym 1946–1964), a także wydłużanie się średniej długości życia powodują wzrost liczby starszych Amerykanów (por. rys. 41).

Pierwsza fala wyżu demograficznego skończyła 65 lat w 2011 r., a liczba osób w tym wieku wzrośnie o prawie 28 mln w ciągu najbliższych 30 lat. Tymczasem populacja w wieku produkcyjnym wzrośnie tylko o 23 mln osób w tym samym okresie, a wg US Census Bureau Amerykanie będą żyć dłużej na emeryturze, ponieważ liczba osób w wieku 85 lat i starszych wzrośnie prawie trzykrotnie w ciągu najbliższych 30 lat.

Rys. 40. **Porównanie wydatków na służbę zdrowia w USA i wybranych krajach**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Key Drivers of the Debt*. Peter G. Peterson Foundation.



Rys. 41. **Proces starzenia się społeczeństwa w USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: Key Drivers of the Debt. Peter G. Peterson Foundation.

Wraz ze wzrostem długu publicznego rosną również koszty odsetkowe jego obsługi. Koszty odsetkowe netto nie tylko wypierają możliwości inwestowania w inne obszary gospodarki, ale także odgrywają znaczącą rolę we wzroście wydatków federalnych. *Koszty odsetkowe są najszybciej rozwijającym się „programem" w budżecie federalnym* – przekraczającym wzrost w ubezpieczeniach społecznych lub Medicare – i wg CBO wyniosą prawie 6 bln USD w ciągu następnej dekady (por. rys. 42). Koszty te ograniczają zdolność kraju do inwestowania w inne kluczowe dla przyszłości programy, takie jak edukacja, transport oraz badania i rozwój.

Amerykański system podatkowy nie generuje wystarczających dochodów, aby pokryć obiecane poziomy wydatków. Kodeks podatkowy jest zbyt złożony, zagmatwany, nieefektywny i niesprawiedliwy. Na przykład, umożliwia duży zestaw ulg podatkowych, które zapewniają korzyści finansowe dla określonych działań, podmiotów i grup ludzi. Te ulgi, wynoszące 1,5 bln USD rocznie, zwiększają roczne deficyty i mogą powodować zakłócenia rynkowe, które są szkodliwe dla wzrostu gospodarczego i produktywności.

Rys. 42. **Przewidywany wzrost kosztów obsługi odsetkowej długu USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: *Key Drivers of the Debt*. Peter G. Peterson Foundation.

Wzrost zadłużenia USA jest kontrolowany przez wzrost dochodów fiskalnych rządu USA. Kiedy skala zadłużenia przekroczy limit wsparcia rządowego dochodu fiskalnego, system monetarny na całym świecie może być zagrożony.

Chodzi o to, aby kwota odsetek od spłaty zadłużenia USA nie przekroczyła punktu krytycznego w stosunku do całkowitego przychodu fiskalnego. Jak pokazał prof. Harvarda Niall Ferguson w swoim artykule *Upadek imperium*, doświadczenia historyczne pokazują, że jeśli w strukturze przychodów fiskalnych 20% tych przychodów przeznacza się na spłatę odsetek od zadłużenia danego kraju, to kraj ten stoi w obliczu poważnego kryzysu, a hiperinflacja jest nieunikniona (Hongbing, 2016).

Deficyt budżetowy miał przekroczyć 1 bln USD w 2020 r., a jeśli obecna polityka będzie kontynuowana, przekroczy 2 bln USD w ciągu dekady. W ciągu następnych trzech dekad Kongresowe Biuro Budżetowe (CBO) prognozuje 84 bln USD nowych deficytów, które spowodują, że dług federalny osiągnie 150% PKB. I to jest różowy scenariusz – zakłada pokój, dobrobyt, niskie stopy procentowe, brak nowych programów rządowych i wygaśnięcie większości cięć podatkowych. Bardziej realistycznie, dług może przekroczyć 200% PKB (Riedl, 2019). Chociaż wiele napisano o niebezpieczeństwach stale rosnącego zadłużenia – i potrzebie ponadpartyjnego „wielkiego porozumienia" w celu uniknięcia katastrofy fiskalnej – rzeczywistość jest taka, że Kongres i Biały Dom zmierzają w złym kierunku. Republikanie obniżali podatki, a Demokraci obiecują ogromne nowe wydatki.

Dług USA rośnie niezależnie od tego, który prezydent rządzi Białym Domem. Trump bił również kolejne, nowe rekordy zadłużenia. USA są nie tylko światowym liderem pod względem długu publicznego. Amerykanie są również światowymi liderami w zakresie zadłużenia prywatnego. Studenci, budowniczowie domów, karty kredytowe, kredyty samochodowe lub pożyczki konsumpcyjne napędzają zadłużenie.

Według Banku FED w Nowym Jorku, obywatele USA żyją na wyrost. Hipoteki mają największy udział w zadłużeniu prywatnym. Zadłużenie jest zasadne, gdy inwestuje się w przyszłość, np. w edukację lub infrastrukturę. Tymczasem dług USA jest bardzo zorientowany na konsumpcję i dlatego nie jest prawidłowo inwestowany.

Zdecydowana większość pożyczonych pieniędzy nie została wykorzystana na potrzeby gospodarki realnej USA, dla wzmocnienia konkurencyjności towarów przemysłowych czy polepszenia deficytu handlowego, lecz posłużyła do bezprecedensowej kreacji bogactwa finansowego. W tym samym czasie, gdy na Wall Street pojawiają się oszałamiające zyski (por. rys. 43), spada konkurencyjność przemysłu, kurczą się dochody klasy średniej, wzrasta skala ubóstwa oraz nadmierne zadłużenie państwa i społeczeństwa (Honbing, 2016).

Rys. 43. **Wzrost indeksu akcji S&P 500**

Źródło: S&P 500 Stock Market Index Historical Graph. Forecast Chart, https://www.forecast-chart.com/historical-sp-500.html, dostęp: 17.12.2020.

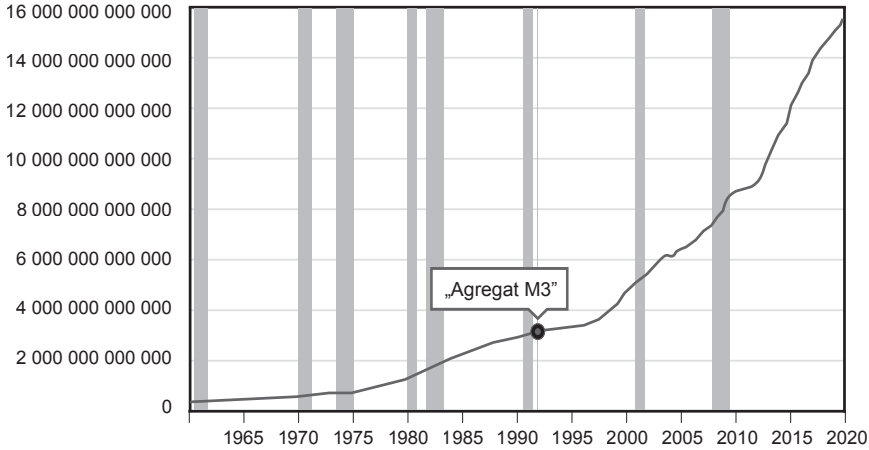
Spowolnienie gospodarcze oraz pandemia COVID-19 doprowadziły do uruchomienia niekonwencjonalnych instrumentów monetarnych i fiskalnych, powodujących dopływ dużych ilości pieniądza na rynek, pieniądza nie znajdującego pokrycia we wzroście produkcji czy produktywności (por. rys. 44). Grozi to powstaniem kolejnych „baniek" giełdowych.

Według W. Buffetta, znanego inwestora giełdowego, procent całkowitej kapitalizacji rynkowej (TMC) w stosunku do PNB w USA jest „prawdopodobnie najlepszą pojedynczą miarą wyceny w danym momencie". W długim okresie zwrot z rynku akcji zależy od następujących czynników (Buffet, dostęp: 20.12.2020):

1) *Stopa procentowa*. Stopy procentowe „działają na wyceny finansowe w taki sposób, w jaki grawitacja działa na materię: im wyższa stopa, tym większy spadek". Stopy zwrotu, których inwestorzy potrzebują z każdego rodzaju inwestycji, są bezpośrednio powiązane z wolną od ryzyka stopą, którą mogliby uzyskać z rządowych papierów wartościowych. Jeśli stopa rządowa wzrośnie, ceny wszystkich innych inwestycji muszą się obniżyć

do poziomu, który dostosuje ich oczekiwane stopy zwrotu. Jeśli rządowe stopy procentowe spadną, ruch ten popycha ceny wszystkich innych inwestycji w górę.

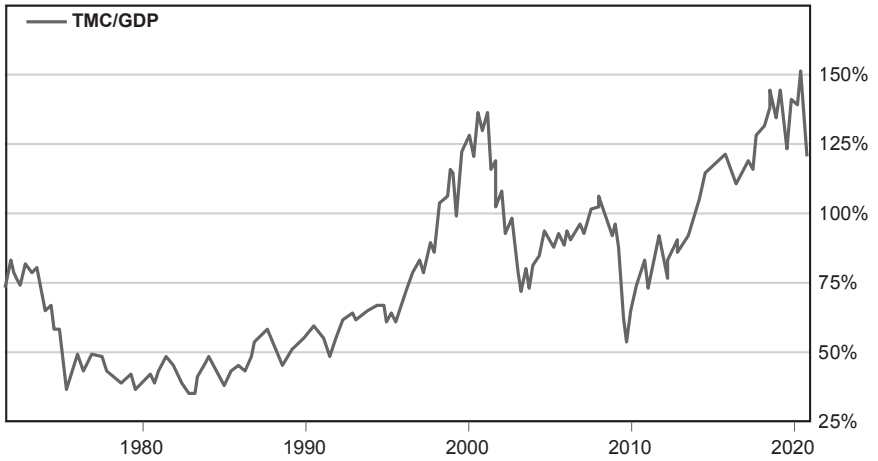
2) *Długoterminowy wzrost rentowności przedsiębiorstw.* W długim okresie rentowność firmy powraca do długoterminowego trendu, który wynosi około 6%. Podczas recesji marże firmowe kurczą się, a podczas okresów wzrostu gospodarczego rosną. Jednak długoterminowy wzrost rentowności przedsiębiorstw jest zbliżony do długoterminowego wzrostu gospodarczego. Wielkość gospodarki USA jest mierzona produktem narodowym brutto (PNB). Chociaż PNB różni się od PKB (produktu krajowego brutto), te dwie wartości zawsze były w odległości 1% od siebie. Do celów obliczeń stosuje się tutaj PKB.



Rys. 44. **Dopływ agregatu pieniężnego M3 na rynek przy malejącym PKB**

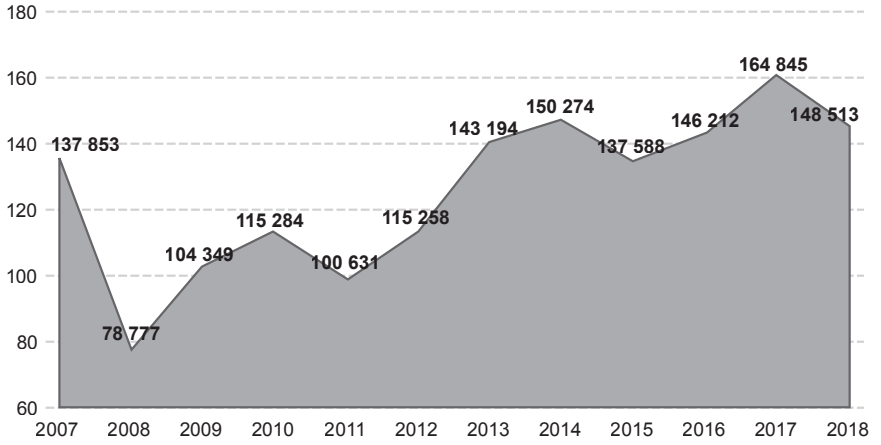
Źródło: Opracowano na podstawie: *M3 for the United States*. FRED, Economic Research, https://fred.stlouisfed.org/series/MABMM301USM189S, dostęp: 21.12.2020.

W dłuższej perspektywie wycena na giełdzie powraca do średniej. Wyższa wycena bieżąca koreluje z niższymi długoterminowymi zwrotami w przyszłości. Niższy bieżący poziom wyceny koreluje z wyższym zyskiem długoterminowym. Całkowitą wycenę rynkową mierzy się stosunkiem całkowitej kapitalizacji rynkowej (TMC) do PNB – równaniem reprezentującym „najlepszą pojedynczą miarę" W. Buffetta (por. rys. 45). Na dzień 05.05.2020 wskaźnik ten wynosił 133%.



Rys. 45. **Stosunek całkowitej kapitalizacji giełdowej do PKB USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: S. Chen, *A Recap on Market Valuation*. https://www.gurufocus.com/news/1073998/a-recap-on-market-valuation, dostęp: 10.12.2020.



Rys. 46. **Kapitalizacja rynkowa w USA: % PKB w latach 1980–2018**

Źródło: *United States Market Capitalization: % of GDP 1980–2018*. CEIC Data. https://www.ceicdata.com/en/indicator/united-states/market-capitalization--nominal-gdp, dostęp: 15.12.2020.

W ciągu czterech dekad stosunek TMC/GNP zmieniał się w szerokim zakresie. Najniższy punkt – 35% – odnotowano w okresie głębokiej recesji 1982 r., podczas gdy najwyższy punkt – 148% – podczas „bańki technologicznej"

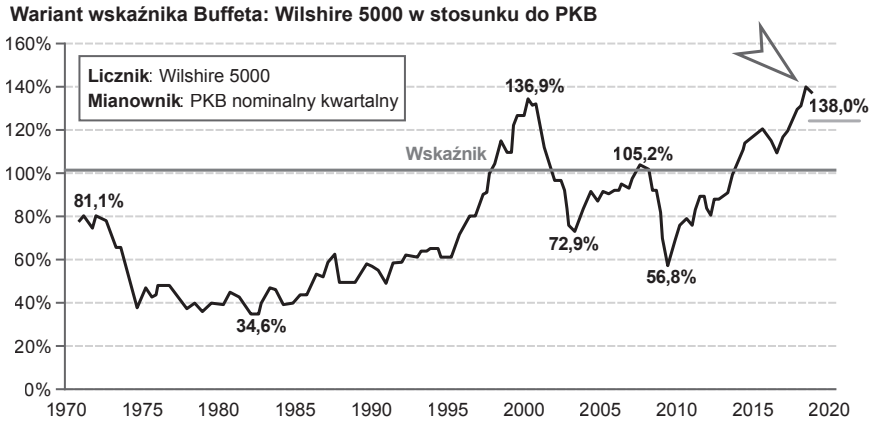
w 2000 r. Rynek przeszedł z pozycji bardzo niedowartościowanego w 1982 r. do pozycji skrajnie przewartościowanego w 2000 r. (por. rys. 45). Relacje TMC/GNP w latach 2007–2018 pokazano na rysunku 46.

W oparciu o te historyczne wyceny podzielono wycenę rynkową na pięć stref (por. rys. 47) dających inwestorom zgrubny obraz sytuacji rynkowej.

Wskaźnik = Całkowita kapitalizacja rynkowa/PKB	Wartościowanie
Wskaźnik < 50%	Znaczne niedowartościowanie
50% < Wskaźnik < 75%	Skromne niedowartościowane
75% < Wskaźnik < 90%	Uczciwie wycenione
90% < Wskaźnik < 115%	Skromnie zawyżone
Wskaźnik > 115%	Znacząco zawyżone
Gdzie jesteśmy dzisiaj? (05.05.2020)	Wskaźnik = 133% Znacząco zawyżone

Rys. 47. **Ocena atrakcyjności inwestowania na giełdzie przy pomocy wskaźnika Buffeta**

Źródło: Opracowano na podstawie: D. De Silva, *Ten wykres może wyjaśnić, dlaczego Berkshire wciąż czeka na uboczu*. Seeking Alpha,13.04.2020. https://seekingalpha.com/article/4337193-this-chart-might-explain-why-berkshire-is-still-waiting-on-sidelines, dostęp: 6.12.2020.



Rys. 48. **Poziom wskaźnika Buffeta w stosunku do PKB w latach 1970–2020**

Źródło: Opracowano na podstawie: W. Duggan, *What Is The Buffett Indicator?* Yahoo finance, 02.05.2020. https://finance.yahoo.com/news/buffett-indicator-202500577.html, dostęp: 20.11.2020.

Indeks dolara to wskaźnik, który ukazuje siłę lub okresową słabość dolara amerykańskiego. Ma on ogromny wpływ na rynki całego świata, jest bowiem powiązany z najważniejszymi sześcioma walutami świata. Istnieje od 1973 r. i od tego czasu wpływa na trendy rynkowe.

Rys. 49. **Kształtowanie poziomu indeksu dolara w długim przedziale czasowym**

Źródło: *Jakie aktywa zdominują kolejną hossę?* Independent Trader, 28.10.2019. https://independenttrader.pl/jakie-aktywa-zdominuja-kolejna-hosse.html, dostęp: 03.12.2020.

Jak wynika z rysunku 49, indeks dolara w ostatnim cyklu 16 lat zaliczył „górki i dołki" (wypadały one niżej ze względu na nieco malejącą rolę dolara w rozliczeniach międzynarodowych). Hipotetycznie może to oznaczać trochę słabszą pozycję dolara jako dominującej waluty światowej.

Podsumowanie części trzeciej

Relacje walutowe są asymetryczne, ponieważ podmioty zaangażowane w globalizację używają tylko kilku walut narodowych w swoich operacjach transgranicznych, a w szczególności dolara amerykańskiego, będącego główną walutą rezerwową na świecie. Wpływ asymetrycznych praktyk monetarnych jest znaczący: wiadomo nie tylko, że USA, emitujące międzynarodową walutę, uzyskują ogromne korzyści z tytułu znanego *nadmiernego przywileju*, ale z drugiej strony wiele krajów, zwłaszcza kraje rozwijające się, jest ograniczanych w rozwoju przez używanie obcej waluty, również z uwagi na koszty

koniecznego utrzymywania rezerw. Dominująca rola dolara amerykańskiego w wymianie międzynarodowej oznacza podporządkowaną finansjalizację krajów na świecie. Ta dominująca pozycja oznacza w zasadzie brak ograniczeń w jego emisji i istotną rolę Rezerwy Federalnej w zapewnieniu płynności na rynkach międzynarodowych w okresach kryzysowych. W związku z rosnącym nieprzerwanie długiem publicznym USA, pojawia się problem przyszłych zdolności kraju do obsługi długu, tym samym przyszłej pozycji dolara w światowym systemie monetarnym. Mając władzę nad Międzynarodowym Funduszem Walutowym, stróżem dbającym o stabilizację stosunków pieniężnych świata, również kontrolę nad Bankiem Światowym, Stany Zjednoczone Ameryki będą z pewnością dążyć do jak najdłuższego zachowania status quo, a dywagacje, że przyszłą „światową walutą" będą specjalne prawa ciągnienia są iluzoryczne. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz zapoczątkowania etapu stworzenia odpowiednika euro przy udziale Chin, Korei Południowej, Japonii i grupy państw ASEAN-u, aby wzmocnić pozycję finansową tego regionu świata na międzynarodowym rynku finansowym.

Część 4. *Shadow banking* – rozwój bankowości równoległej, czyli ucieczka przed regulacjami

We współczesnej gospodarce i na funkcjonujących aktualnie rynkach finansowych pojawiają się zarówno mniej ważne, jak i poważne kryzysy finansowe. W związku z powyższym, jednym z głównych zadań instytucji państwowych i nadzorczych w różnych krajach jest zapewnienie bezpieczeństwa i stabilności całego sektora finansowego. Problematyka ta dotyczy zarówno dużych instytucji finansowych, jakimi są banki, jak również całego sektora shadow banking, czyli bankowości równoległej. Kryzys finansowy z 2008 r. pokazał, że wiele problemów dotyczących stabilności finansowej związanych jest z nieodpowiednimi regulacjami w ramach sektora bankowości równoległej. Podmioty strefy shadow banking wykonują bowiem wiele czynności zbliżonych do operacji bankowych, ale podlegających odmiennym regulacjom, często mniej restrykcyjnym niż te, które dotyczą banków tradycyjnych.

Prezentowane w części 4 niniejszego opracowania treści mają przybliżyć Czytelnikowi powyższe zagadnienia oraz poszerzyć wiedzę z zakresu funkcjonowania sektora bankowości równoległej w różnych krajach.

4.1. Pojęcie, podłoże powstania oraz problem regulacji w sektorze *shadow banking*

W literaturze przedmiotu występują różne synonimy pojęcia *shadow banking*: instytucje parabankowe, niebankowe instytucje finansowe, alternatywny system bankowy lub równoległy system bankowy (Srokosz, 2011). Można definiować je w wąskim lub szerokim ujęciu. W pierwszym przypadku to podmioty wykonujące niektóre usługi bankowe i inwestujące środki klientów, ale funkcjonujące bez pełnych regulacji bankowych oraz bez nadzoru finansowego. Należą do nich fundusze inwestycyjne, fundusze hedgingowe, Venture Capital, kasy oszczędnościowo-kredytowe i oszczędnościowo-mieszkaniowe oraz towarzystwa budowlane. W drugim przypadku są to podmioty prowadzące różne usługi w obszarze aktywów, pasywów lub operacji pośredniczących typowych dla banków (Masiukiewicz, 2011).

Poza wymienionymi powyżej zalicza się do nich także usługi pośrednictwa finansowego, usługi brokerskie, pośrednictwo kredytowe, leasing, factoring, usługi finansowe wielkich sieci handlowych oraz usługi dostępne na platformach internetowych, kantory walutowe (Masiukiewicz, 2012).

Shadow banking przybiera formę zewnętrzną i wewnętrzną. W pierwszym ujęciu jest dostarczycielem tańszego pieniądza prywatnego. W drugim – jest efektem arbitrażu prawnego między regulowaną i nieregulowaną bankowością. Tutaj często używana jest nazwa „bankowość równoległa" (Czerwonka, Gorlewski, 2012). Na polskim rynku finansowym używane jest określenie „bankowość cienia", „bankowość równoległa" lub nazwa angielska – *shadow banking* (Solarz, 2014).

Jak widać, definicja sektora bankowości równoległej nie jest jednoznacznie określona, ale ESRB (Europejska Rada do spraw Ryzyka Systemowego) przyjmuje definicję ogłoszoną przez Radę Stabilności Finansowej (FSB). Według niej bankowość cienia to „pośrednictwo kredytowe obejmujące podmioty i działania całkowicie lub częściowo poza regulowanym systemem bankowym". Są to więc instytucje, których działalność może tworzyć ryzyko systemowe wskutek transformacji płynności, transferu ryzyka kredytowego, zbyt wysokiej dźwigni finansowej oraz arbitrażu regulacyjnego. Ryzyko to może wystąpić także na skutek powiązania z systemem bankowym (Ramotowski, 2016).

Banki równoległe nie mogą ani kreować pieniędzy, ani pożyczać pieniędzy od banków centralnych. Ponadto rachunki i depozyty w równoległych bankach nie są zabezpieczone. Mówiąc prościej, podmioty bankowości równoległej to instytucje finansowe lub ich produkty, które oferują usługi podobne do bankowości, ale nie są regulowane w taki sposób jak działalność bankowa.

W czasach niskich lub nawet ujemnych stóp procentowych coraz mniej inwestorów lokuje swoje środki w bankach komercyjnych, częściej natomiast wybiera bankowość równoległą. Jest to termin, który został przyjęty w celu opisania zjawiska, które oznacza tych uczestników rynku finansowego, którzy nie są bankami (Moody's, 2020).

Zgodnie z zaleceniami Rady Stabilności Finansowej, bankowość równoległa to pośrednictwo finansowe realizowane w ramach regulowanych konglomeratów finansowych lub poza regulowanymi instytucjami kredytowymi, które rodzą ryzyko systemowe, w szczególności w zakresie płynności rynków finansowych oraz dźwigni finansowej i efektu zarażania się zaburzeniami oraz

przy występowaniu arbitrażu prawnego bez dostępu do pożyczkodawcy ostatniej instancji (Ramotowski, 2016).

Przyjmując taką definicję, do podmiotów bankowości równoległej zaliczamy:

- specjalne wehikuły finansowe,
- brokerów rynków finansowych,
- fundusze hedgingowe,
- pożyczkodawców z rynku derywatów,
- fundusze pieniężne,
- banki inwestycyjne (Solarz, 2014).

System *shadow banking* to takie instytucje finansowe, które nie podlegają nadzorowi finansowemu lub podlegają mu w ograniczonym zakresie, dużo mniej restrykcyjnym niż banki. Pożyczają one pieniądze w zamian za papiery wartościowe o niskiej stopie zwrotu i krótkim terminie płatności, równocześnie dokonując odwrotnej operacji z udziałem papierów wartościowych o wysokiej stopie zwrotu i długim terminie płatności. Podmioty te zamiennie są też nazywane „bankami równoległymi" lub w dosłownym tłumaczeniu „bankami cienia".

Od dawna trwa dyskusja o konieczności objęcia tych instytucji nadzorem finansowym, ze względu na powiększający się zakres i zasięg ich działalności. Są jednak także argumenty, które przemawiają przeciw tej koncepcji, a mianowicie:

- operacje sektora *shadow banking* są tak szybkie, że nadzór nie byłby w stanie za nimi nadążyć; badanie bilansów nie zawsze jest pomocne, gdyż instytucje te mogą bardzo szybko zmienić strukturę portfela;
- instytucje te łatwo przenieść do miejsc leżących poza obszarem regulacyjnym instytucji nadzorczych, gdzie mogą działać wirtualnie (Cipiur, 2014).

Wiele „banków cienia" jest tworzonych przez nadzorowane i regulowane banki uniwersalne lub inwestycyjne. Dzięki funduszom inwestycyjnym banki te unikają wpisywania części pasywów do bilansu. Klientami sektora *shadow banking* (np. funduszy hedgingowych) są bogaci klienci, których stać na opłacenie nie tylko ogromnych kosztów funkcjonowania tych funduszy, ale też wysokich kosztów doradców inwestycyjnych. Rada Stabilności Finansowej twierdzi, że co roku konieczna jest ocena sposobu działania i rozmiarów sektora *shadow banking*. Zatem oceniać należy fundusze rynku pieniężnego,

fundusze z sekurytyzacji, pożyczania papierów wartościowych, transakcji ratowania płynności poprzez warunkowe zakupy przez banki centralne krótkoterminowych papierów wartościowych od banków komercyjnych (operacji repo) oraz innych, nowych form w ramach bankowości równoległej.

Uwaga instytucji nadzorczych powinna być skupiona na trzech najgroźniejszych ryzykach. Zaliczamy do nich ryzyko zmiany terminu wymagalności zobowiązań (pierwotna pożyczka może być spłacona po roku, ale kiedy staje się np. operacją swapową – termin ten może wydłużyć się bez ograniczeń). Drugie ryzyko związane jest ze zmianą płynności z wysokiej na mniejszą. Trzecie ryzyko dotyczy nie zawsze skutecznego transferu ryzyka w operacji *shadow banking* oraz wysokiej dźwigni finansowej (Cipiur, 2011).

Nie ma najmniejszej wątpliwości, że działalność parabankowa w ramach „banków cienia" była kluczowym czynnikiem wybuchu kryzysu finansowego w latach 2007–2008 w Stanach Zjednoczonych. Ważne jest pytanie, czy bez kryzysu na amerykańskim rynku nieruchomości i związanych z nimi derywatów dłużej czekalibyśmy w Europie na otrzeźwienie i czy problemy budżetowe w krajach europejskich i tak by wystąpiły. Światowy sektor finansowy miał wpływ na to, że również na rynku europejskim odczuwalna była niepewność co do dalszego kierunku działań.

Myślenie FSB idzie w kierunku objęcia *shadow banking* rygorami informacyjnymi i regulacyjnymi. Obie sfery są ważne. Wydaje się jednak, że podstawowym wyzwaniem dla świata jest opracowanie i jak najszybsze wdrożenie systemu informacji o globalnej i cząstkowej podaży pieniądza we wszystkich możliwych jego formach oraz jego wędrówkach w dowolnym okresie (Cipiur, 2014).

Shadow banking w polskim piśmiennictwie nazywany jest „bankowością cienia", „szarą bankowością" lub „równoległym systemem bankowym" (Solarz, 2014). W ogólnym znaczeniu pojęciem tym określane jest pośrednictwo kredytowe, które obejmuje podmioty i czynności znajdujące się poza regulowanym systemem bankowym. *Shadow banking* składa się z dwóch części. Pierwsza z nich to podmioty spoza regulowanego systemu bankowego, które realizują jedną z niżej wymienionych czynności:

- dokonywanie transformacji terminów płynności i zapadalności – np. spółki sekurytyzacyjne, celowe spółki inwestycyjne oraz pozostałe spółki celowe,
- dokonywanie transferu ryzyka – np. zakłady ubezpieczeń,

- oferowanie funduszy posiadających cechy depozytów – np. fundusze rynku pieniężnego i inne fundusze inwestycyjne,
- udzielanie kredytów i wykorzystywanie dźwigni finansowej.

Druga część to operacje, które są ważnym źródłem finansowania. Są to operacje takie jak:

- emisja papierów wartościowych,
- operacje warunkowe rynku pieniężnego,
- sekurytyzacja (Huterska, 2012).

Źródła finansowania, z których korzystają banki równoległe pochodzą z różnych instytucji oraz z rynku prywatnego, które są konkurencją dla regulowanego systemu bankowego. Źródła te są następujące:

- kapitały prywatne inwestorów oczekujących wysokiej stopy zwrotu,
- kapitały przedsiębiorców gotowych na poniesienie wysokiego ryzyka,
- kapitały zagraniczne,
- kapitały z nieudokumentowanych źródeł,
- kapitały transferowane ze sfery bankowości regulowanej (Masiukiewicz, 2012).

Funkcjonowanie sektora *shadow banking* powoduje też określone korzyści dla inwestorów, rynków finansowych oraz gospodarki, a mianowicie:

- udostępnienie inwestorom formy lokowania środków innej niż depozyty bankowe,
- istnienie dodatkowego źródła finansowania gospodarki w sytuacji, gdy tradycyjne banki zaostrzają politykę kredytową,
- bardziej efektywne zaspokajanie różnych potrzeb inwestorów,
- dywersyfikacja ryzyka poza systemem bankowym,
- dynamiczna reakcja na zmiany rynkowe,
- szybsze tempo działania (Marszałek, 2018).

Poza wymienionymi korzyściami wskazać można także liczne zagrożenia oraz wady związane z sektorem *shadow banking*, a mianowicie:

- zaburzenia płynności sektora ze względu na finansowanie funduszami krótkoterminowymi,
- korzystanie z wysokiej dźwigni z zabezpieczeniem transakcji pochodnych, które mogą być stosowane wiele razy bez ograniczeń nadzorczych,

- powstanie ryzyka regulacyjnego obniżania standardów dla całego systemu finansowego,
- efekt domina, gdyż niestabilność i ryzyko z sektora *shadow banking* mogą być przekazywane do tradycyjnego sektora bankowego (Marszałek, 2018).

Z powodu powyższych zagrożeń konieczne wydaje się wprowadzenie pewnych regulacji do tego sektora w celu zwiększenia stopnia przejrzystości sektora bankowości równoległej (Marszałek, 2018). Jednak zbyt uciążliwe regulacje utrudniłyby gospodarstwom domowym oraz małym i średnim przedsiębiorstwom dostęp do tańszego pieniądza. Dlatego najlepszym sposobem regulacji bankowości równoległej jest zmniejszanie prawdopodobieństwa urzeczywistnienia się ryzyka systemowego i angażowanie kapitału prywatnego w funkcjonowanie systemu finansowego (Solarz, 2014).

Bankowość równoległa zaczęła się rozwijać w następstwie wielkiej recesji. W raporcie komisji Kongresu USA tematyce bankowości równoległej poświęcono specjalny rozdział. Jego bazę stanowią banki inwestycyjne oraz inne instytucje finansowe rynku kapitałowego, nieobjęte regulacją i nadzorem, powstałe po wielkim kryzysie z 1929 r. Są one konkurencją dla regulowanych pośredników finansowych. Równocześnie rozwinęły się fundusze pieniężne, w których ulokowane środki finansowe nie miały gwarancji państwa, lecz w praktyce były funkcjonalnie tożsame z depozytami bankowymi. Ta innowacja finansowa Merrill Lynch w chwili powstania w 1977 r. zdołała pozyskać 3 mld USD, w 1995 r. operowała 740 mld USD, zaś w 2000 r. było to już 1,8 bln USD.

Wdrażanie regulacji ostrożnościowych dotyczących systemu bankowości równoległej

Rada Stabilności Finansowej (FSB) od listopada 2018 r. określa banki równoległe jako „pozabankowe pośrednictwo finansowe". FSB oceniła poziom prac dotyczących wdrażania regulacji do równoległego systemu bankowego. Niemcy, Indie, Chiny, Japonia i USA spełniły wszystkie wymogi, które stawiała Rada w zakresie reform dotyczących funduszy rynku pieniężnego i sekurytyzacji (Schattenbanken, 2019).

Stworzono ogólnosystemowe zasady kontroli i monitorowania w sektorze *shadow banking*. We współpracy z organami ustanawiającymi regulacje ostrożnościowe opracowano środki, w tym także polityczne, aby wzmocnić kontrolę nad krajowymi bankami równoległymi.

Rada Stabilności Finansowej zauważyła postęp we wdrażaniu zaleceń dla funduszy rynku pieniężnego. Jest ono najbardziej zaawansowane w 12 krajach, przede wszystkim na dwóch największych rynkach – w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Natomiast w 8 innych krajach FSB zauważyła poprawę w tym zakresie dopiero od końca 2017 r.

W 21 krajach wprowadzono podejście oparte na wartości godziwej do wyceny portfeli funduszy rynku pieniężnego. Bardziej krytycznie natomiast FSB ocenia zmiany w zarządzaniu płynnością, gdyż w tym aspekcie zmiany są mniej zaawansowane. W 9 krajach nie podano jeszcze żadnych propozycji regulacyjnych w tym zakresie (FSB, 2019).

W 2018 r. wzrosła z 9 do 13 ilość państw, które zezwalają na funkcjonowanie funduszy rynku pieniężnego ze stabilną wartością aktywów netto oraz z odpowiednimi gwarancjami (Schattenbanken, 2019).

FSB negatywnie ocenia natomiast wdrażanie nowych regulacji w dziedzinie sekurytyzacji, gdyż postęp w tym zakresie jest nierównomierny w różnych krajach. Dopiero unijne rozporządzenie dotyczące sekurytyzacji i zmian w wymogach kapitałowych wprowadziło zauważalne zmiany w tym obszarze w 2019 r.

Od 2017 r. wszystkie kraje podlegające Radzie Stabilności Finansowej oraz kilka krajów spoza zasięgu działania FSB, a mianowicie Irlandia, Kajmany, Belgia, Luksemburg i Chile, dokonywały oceny globalnych trendów w zakresie konwersji terminów zapadalności, konwersji płynności oraz zadłużenia w ramach sektora *shadow banking*. Analizowano ten sektor także pod kątem uzyskania informacji, czy działalność maklerska w ramach bankowości równoległej stwarza podobne ryzyko dla stabilności finansowej jak działalność bankowa. Pomimo poprawy sytuacji w zakresie regulacyjnym nad sektorem *shadow banking*, Rada FSB stara się wzmocnić monitorowanie i kontrolę banków równoległych, weryfikując na bieżąco dostępne dane z rynków.

Zaopiniowano też konieczność wdrażania reform w krajowych systemach prawnych, aby ograniczyć rozprzestrzenianie się ryzyka z sektora bankowości równoległej na system bankowy. W tym celu opublikowano zasady identyfikacji i zarządzania ryzykiem. W 2017 r. 9 krajów wprowadziło wymogi kapitałowe oparte na ryzyku inwestycyjnym. Natomiast 2 kraje zatwierdziły regulacje dotyczące oceny i kontroli głównych pozycji ryzyka.

W 2018 r. opublikowano zalecenia w zakresie zarządzania ryzykiem płynności w funduszach wspólnego inwestowania. Wprowadzanie zaleceń FSB dotyczących sekurytyzacji jest niestety nadal na wczesnym i niezadowalającym etapie (Zaki, 2020).

Jak już wcześniej wspomniano, Chiny są krajem o najszybciej rozwijającym się sektorze *shadow banking* w ostatnich latach. Wiele małych i średnich chińskich banków emitowało na tym rynku produkty zarządzania majątkiem. Zajmowały się też transferem różnych funduszy do firm inwestycyjnych oraz funduszy powierniczych.

Według obowiązujących regulacji operacje te miały, przede wszystkim, charakter pozabilansowy i wymagały mniejszych funduszy własnych i niższych rezerw na ryzyko ze strony banków w porównaniu z tradycyjnymi kredytami. Dawało to też możliwość obejścia norm regulacyjnych, które ograniczały udzielanie kredytów niektórym sektorom i branżom. Wpływało to korzystnie na wzrost i rozwój gospodarczy w krótkim okresie, jednocześnie wzrastało też ryzyko kredytowe i obniżała się stabilność w sektorze finansowym.

W Chinach podjęto działania, aby zmniejszyć ryzyko zagrożenia stabilności finansowej, a mianowicie ograniczono ilość udzielanych pożyczek w sektorze banków równoległych, a instytucje nadzorcze coraz bardziej monitorują operacje pozabilansowe banków. Kryzys w chińskim systemie bankowym byłby niekorzystny dla różnych krajów, gdyż Chiny są głównym pożyczkodawcą dla wielu gospodarek. Kraje z Azji, Ameryki Łacińskiej oraz Afryki zaciągały wiele pożyczek w chińskim systemie bankowym i są od niego w dużej mierze zależne (Schattenbanken, 2019).

Rozwój bankowości równoległej obserwowany jest bardzo wyraźnie w krajach wschodzących. Według danych Europejskiej Rady do Spraw Ryzyka Systemowego sektor *shadow banking* na obszarze obecnej strefy euro w 2000 r. oceniano na mniej niż 10 bln EUR. W czasie kryzysu z 2008 r. urósł do ponad 15 bln EUR i od tego czasu podwoił swoją wartość do 30 bln EUR. W całej UE wartość tego sektora ocenia się na 40 bln EUR, czyli dwukrotnie więcej niż w momencie wybuchu kryzysu i 2,7 razy więcej, niż wynosi PKB UE. W 2017 r. aktywa strefy *shadow banking* stanowiły około 38% aktywów znajdujących się w posiadaniu sektora finansowego UE (Ötsch, Troost, 2018).

Według Rady Stabilności Finansowej około 80% najbardziej ryzykownej działalności banków równoległych jest umiejscowione w 6 krajach, z czego 4

to kraje unijne, a mianowicie 75% spółek sekurytyzacyjnych działa w Irlandii, Holandii, Włoszech i Hiszpanii. Według Rady do Spraw Ryzyka Systemowego 97% funduszy rynku pieniężnego w krajach strefy euro funkcjonuje w Irlandii, Francji i Luksemburgu. Funduszami inwestycyjnymi zarządza się przede wszystkim z Luksemburga (około 33%), około 18% z Irlandii oraz z Niemiec, 12% z Francji i 8% z Holandii (Ötsch, Troost, 2018).

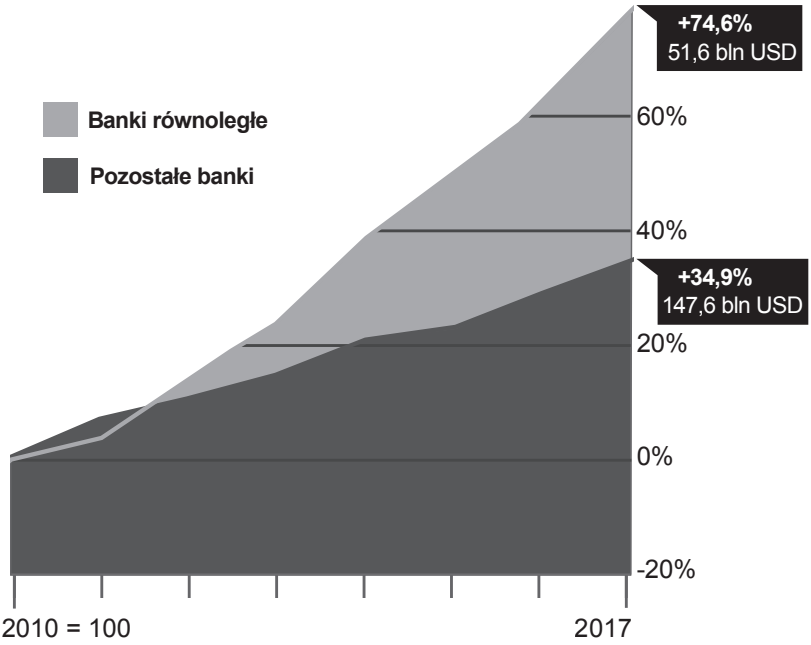
4.2. Istotność sektora bankowości równoległej dla gospodarki światowej

Dylematy wokół bankowości równoległej dotyczą tego, że cały system finansowy powinien być regulowany i nadzorowany. Wszystkie instytucje finansowe powinny służyć gospodarce realnej i działać na jednakowych zasadach. Równoległy system bankowy prowadzi działalność kredytową, ale formalnie nie ma dostępu do pożyczkodawcy ostatniej instancji. W praktyce instytucje publiczne musiałyby pokryć straty spowodowane przez banki równoległe w sytuacji zagrożenia kryzysem finansowym na tym rynku.

Banki równoległe odgrywają coraz ważniejszą rolę w globalnym systemie finansowym, gdyż wg opinii Markusa Rudolfa (rektora Szkoły Zarządzania Otto Beisheim w Vallendar koło Koblencji) „stanowią około jednej trzeciej sektora finansowego we wszystkich krajach świata". To więcej niż jedna trzecia w USA i w niektórych krajach europejskich, a dokładnie jedna trzecia w Niemczech i średnio prawie jedna trzecia w UE. A więc znaczenie ich jest bardzo duże, a co najważniejsze – są one potrzebne w systemie finansowym.

Banki równoległe rozwijają się szybciej niż duże banki. Majątek banków równoległych wzrastał szybciej niż aktywa banków tradycyjnych: w latach 2009–2017 aktywa tradycyjnych instytucji finansowych wzrosły o 40% – do 147,6 bln USD, a aktywa banków równoległych o 70% – do 51,6 bln USD. Aktywa zarządzane przez prywatne fundusze pożyczkowe, które z kolei są wspierane przez amerykańskie fundusze emerytalne, wzrosły jeszcze bardziej. Od czasu kryzysu finansowego w tym obszarze majątek prawie się potroił i w 2018 r. wyniósł około 769 mld USD, co ukazuje rysunek 50 (Gasche, 2019).

Od kryzysu finansowego po raz pierwszy banki równoległe rozpoczęły finansowanie transakcji pieniężnych, które są zbyt ryzykowne dla banków komercyjnych. W USA udzielają już połowy wszystkich pożyczek. Krytycy ostrzegają, że ich rola jest ogromna i niedoceniana (Blees, 2019).

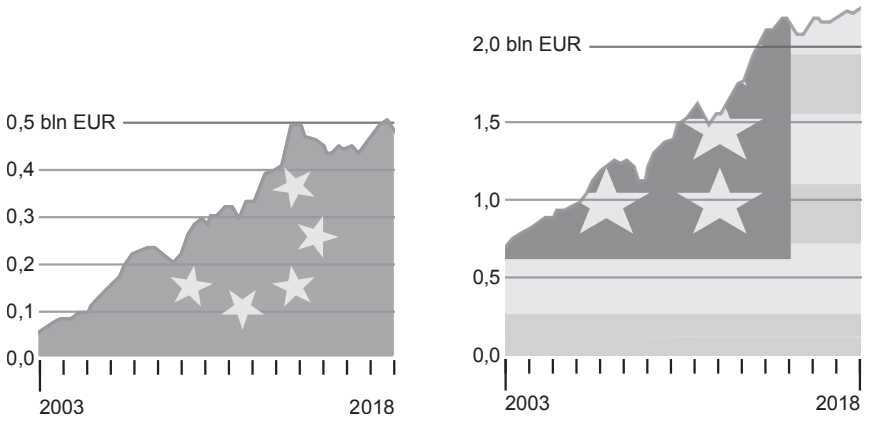


Rys. 50. **Wzrost aktywów bankowości równoległej w porównaniu do instytucji bankowych**

Źródło: Opracowano na podstawie: Financial Stability Board FSB. https://www.infosperber.ch/wirtschaft/kapitalmarkt/schattenbanken-wachsen-den-aufsichtsbehoerden-ueber-den-kopf/, dostęp: 07.12.2020.

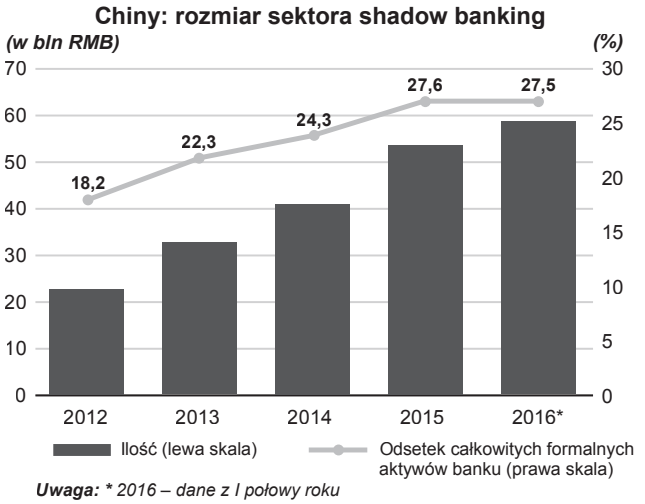
Sfera *shadow banking* rozwija się szybko także dlatego, że banki tradycyjne wycofały się z obszarów wysokiego ryzyka. Natomiast banki równoległe udzielają tzw. „pożyczek lewarowanych", które są przeznaczone dla firm mocno zadłużonych oraz kupują obligacje o wysokiej stopie procentowej od firm o niskim ratingu kredytowym, co prezentuje rysunek 51. Widać, że poziom ryzykownych kredytów w USA i Europie ciągle rośnie.

Także na chińskim rynku finansowym zaobserwowano rozwój sfery *shadow banking* w stosunku do aktywów bankowych ogółem, ale tylko do 2016 r. Potem sytuacja się zmieniła – wzrost lekko spowolnił (rys. 52). Porównując rozmiar sektora *shadow banking* w Chinach, UE i USA, należy stwierdzić, że jest on znacząco mniejszy, bo stanowi około 10% wartości tego sektora w UE i USA, co ukazuje rysunek 53.



Rys. 51. **Wolumen pożyczek lewarowanych i obligacji o wysokiej rentowności**

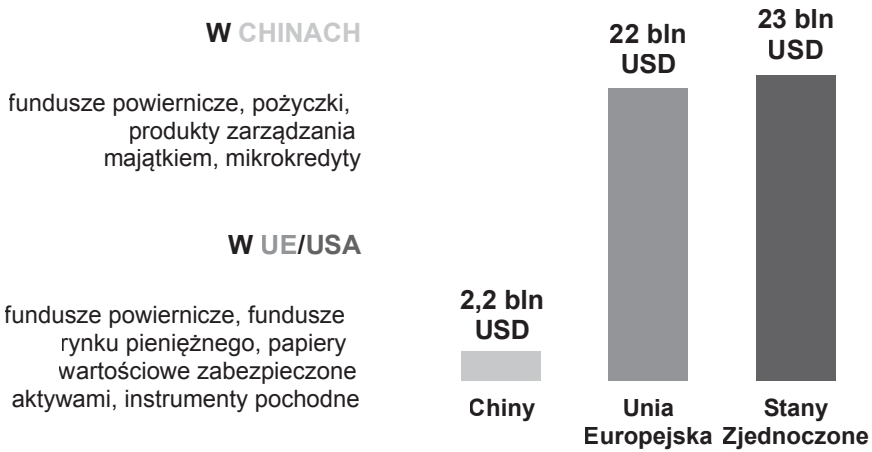
Źródło: Opracowano na podstawie: Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, ESRB, dostęp: 01.12.2020. https://www.infosperber.ch/wirtschaft/kapitalmarkt/schattenbanken-wachsen-den-aufsichtsbehoerden-ueber-den-kopf/



Rys. 52. **Chiny: wielkość strefy *shadow banking* oraz udział w aktywach bankowych ogółem w %**

Źródło: Opracowano na podstawie: People's Bank of China, Moody's. China Trustee Association and China's Wealth Management Registrations System, dostęp: 06.12.2020. https://www.caixabankresearch.com/en/sector-analysis/banking/shadow-banking-china-looming-shadow

Bardziej szczegółowy opis oraz analizę sektora *shadow banking* w Chinach, USA, krajach strefy euro oraz Wielkiej Brytanii prezentuje punkt 4.3.



Rys. 53. **Porównanie sektora shadow banking w Chinach, UE i USA**

Źródło: Opracowano na podstawie: Fung Global Institute. https://www.slideshare.net/FGInstitute/shadow-banking-compared-china-us-and-the-eu, dostęp: 29.12.2020.

Przebieg transakcji w sektorze *shadow banking* jest bardzo podobny do tych, które odbywają się na rynku:

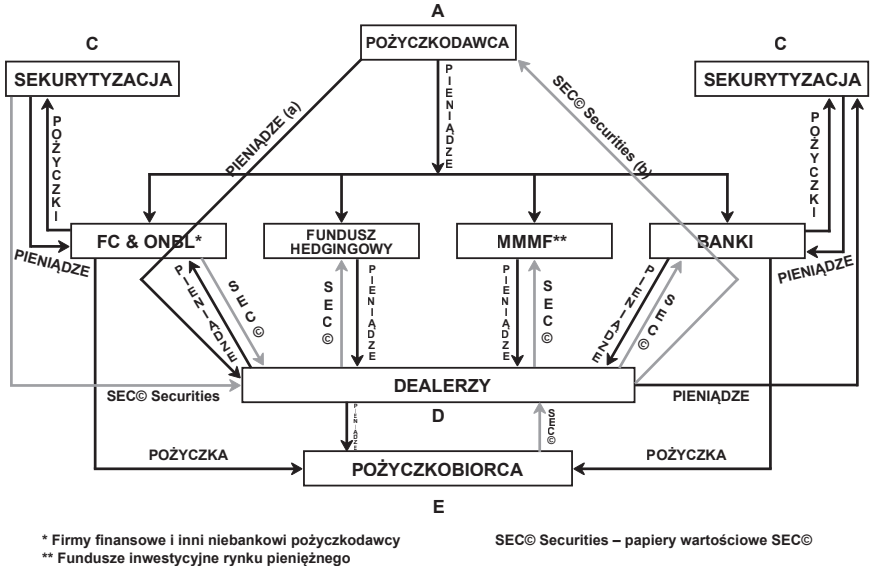
- papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami,
- papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką,
- obligacji zabezpieczonych długiem (które były przyczyną kryzysu finansowego w 2008 r.)

Przebieg tych operacji prezentuje rysunek 54, a skróty użyte na rysunku oznaczają:

- FC i ONBL – firmy finansowe i inni niebankowi pożyczkodawcy,
- MMMF – fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego.

1) Pożyczkodawca udziela pożyczek podmiotom, takim jak banki, MMMF, fundusze hedgingowe oraz FC i ONBL.
2) Banki pożyczają również bezpośrednio FC i ONBL.

3) Banki oraz FC i ONBL sekurytyzują swoje aktywa za pomocą instrumentów sekurytyzacyjnych.
4) Dealer znajduje się w centrum operacji *shadow banking*. Jest pośrednikiem, który otrzymuje środki pieniężne z funduszy hedgingowych oraz z banków. Dealer otrzymuje także bezpośrednie finansowanie od pożyczkodawcy w zamian za papiery wartościowe (a, b).
5) Kredytobiorca otrzymuje środki z trzech źródeł: banków oraz FC i ONBL w formie pożyczek i pieniędzy od dealera w zamian za papiery wartościowe. Linie strzałek przedstawiają odpowiednio przepływ papierów wartościowych oraz środków pieniężnych (marketexpress.in, 2018).



Rys. 54. **Przebieg transakcji w strefie *shadow banking***

Źródło: Opracowano na podstawie: *The Shadow Banking Narrative – China & India*. http://www.marketexpress.in/2018/02/the-shadow-banking-narrative-china-india.html, dostęp: 07.12.2020.

Wszystkie wymienione fundusze skierowane są do inwestorów instytucjonalnych: firm ubezpieczeniowych, kas emerytalnych, funduszy emerytalnych, fundacji, a także do innych banków. Inwestycji dokonują też osoby prywatne, lokując w różne fundusze, aby dywersyfikować ryzyko. Czynią tak, aby

uzyskać wyższy zysk niż z tradycyjnej lokaty bankowej. Ekonomista i finansista Markus Rudolf uważa, że nawet jeśli banki równoległe działają poza regulowanym sektorem bankowym, mają one jednak swoje zalety, gdyż to, co robią, jest potrzebne, aby móc efektywnie inwestować pieniądze za pośrednictwem funduszy na globalnych rynkach finansowych.

Według Rady Stabilności Finansowej całkowity wolumen działalności sektora *shadow banking* w 2017 r. wyniósł 51,6 bln USD. W porównaniu z rokiem poprzednim był to wzrost o 8,5%. Raporty FSB oparte są na danych z 29 krajów, które odpowiadają za 80% światowego PKB. Banki równoległe odgrywają więc coraz większą rolę w globalnym systemie finansowym.

Z powodu kryzysu z 2008 r. narzucono na system bankowy znaczne regulacje. Odnosiły się one głównie do bazy kapitałowej. Bankom zalecano zatrzymanie większego kapitału własnego, aby lepiej radzić sobie z możliwym ryzykiem, szczególnie tym dotyczącym utraty wypłacalności. W praktyce doprowadziło to do tego, że niektóre firmy z rynku finansowego są wyprowadzane poza system bankowy w celu ominięcia przepisów regulacyjnych. Największy bank równoległy – wcześniej prezentowany BlackRock – jest powiązany z 17 000 firmami na całym świecie. Wielu z tych zewnętrznych dostawców usług finansowych to spółki-córki tradycyjnych banków komercyjnych. Outsourcing oferuje klientom znacznie wyższe stopy procentowe, niż jest to możliwe w ściśle regulowanym sektorze bankowym.

Banki przyjmują depozyty od klientów, zapewniając im ustawowe gwarancje poprzez systemy gwarantowania depozytów, przynajmniej do określonej ustawowo kwoty. Fundusze natomiast przyjmują środki, które celowo udostępniane są jako inwestycja – inwestor ma nadzieję na zwrotność oraz pomnożenie, ale przy możliwym ryzyku. Wymieniony wyżej największy na świecie bank z sektora *shadow banking* – BlackRock – jest znaczącym udziałowcem wszystkich notowanych na giełdzie światowych koncernów z Europy i USA.

Ten największy na świecie bank równoległy, który zarządza aktywami, jest instytucją powierniczą depozytów swoich klientów, o wartości 6 bln USD. Według Hansa-Jürgena Jakobsa, redaktora naczelnego gazety biznesowej i finansowej Handelsblatt, 6 bln USD, to znacznie więcej, niż wynosi roczna produkcja towarów i usług w Niemczech. W BlackRock znajduje się wszystko, co składa się na sektor bankowości równoległej: fundusze hedgingowe, nieruchomości, fundusze rynku pieniężnego. Według Jakobsa władza jest dostępna

dla tych, którzy dysponują znacznymi pieniędzmi, gdyż 200 najbogatszych osób z całego świata posiada ponad 40 bln USD – to jest 40% światowego PKB oraz jest to prawie trzykrotność PKB UE (Jakobs, 2016).

Za pośrednictwem różnych spółek zależnych BlackRock posiada znaczne pakiety akcji, w tym także w tradycyjnych bankach. Jest też największym właścicielem niemieckiego indeksu akcji – z udziałem 10–11%. Oznacza to, że co dziesiąty udział w 30 największych niemieckich firmach jest kontrolowany przez jeden z funduszy BlackRock. Na całym świecie zauważalna jest koncentracja na rynkach finansowych oraz wzrost władzy rynków. Wskazuje to na bardzo niekorzystny trend rozwojowy. Większy udział w rynku oznacza większą siłę na rynku, mniejszą konkurencję i większą szansę przeforsowania wyższych cen, a tym samym – wyższych zysków, wyższych dywidend i wzrostów kursów. Pomimo że banki mają znaczenie systemowe, BlackRock jest nadal niekontrolowany i nie jest zaklasyfikowany do podmiotów o znaczeniu systemowym. Według RSF banki są uważane za ważne systemowo, jeśli brak stabilności lub ich ewentualna upadłość byłaby zagrożeniem dla globalnego systemu finansowego.

Wiadomo, że główną odpowiedzialność za ostatni kryzys ponoszą największe banki. Tworzyły one i dokonywały transferu aktywów, które następnie obciążały cały system finansowy. Z tego powodu Rada Stabilności Finansowej (RSF) zaproponowała całkowicie nowy standard ostrożnościowy dla największych banków, który ma pozwolić, aby w razie potrzeby zlikwidować je bez obciążania całego systemu finansowego. Propozycja Rady Stabilności Finansowej była nowością, bo w praktyce oznacza dla największych banków dwukrotne zwiększenie wymogów kapitałowych w porównaniu do tych, jakie zawierała Bazylea III. Duże instytucje kredytowe często podejmują nadmierne ryzyko, a kryzys pokazał, że nawet upadek średniej wielkości banku może spowodować zachwianie dużej części gospodarki światowej. Największe banki często funkcjonują z przekonaniem, że „są zbyt duże, by upaść" i liczą na to, że państwo je „ochroni" lub poniesie ewentualne koszty ratowania ich przed upadłością. To sytuacja, która zachęca je do coraz większego ryzyka (Ramotowski, 2017a).

Na świecie jest około 30 banków uznanych za globalnie największe i systemowo najważniejsze. Liczba tych instytucji jest każdego roku uaktualniana przez RSF. Banki znajdujące się na tej liście zobligowano do stopniowego zwiększania buforu kapitału CET 1. Rada zaproponowała w listopadzie 2014 r. wprowadzenie standardu zdolności do absorpcji strat (TLAC) dla największych na świecie banków o zasięgu transgranicznym (Kowalczyk, 2015).

W ramach TLAC założono wprowadzenie dodatkowych wymogów ostrożnościowych wobec 30 największych banków uznanych za najważniejsze z punktu widzenia ryzyka systemowego. Wymogi te nazwano „zdolnością do całkowitej absorpcji strat" (TLAC). Zgodnie z propozycją RSF największe banki powinny od 1 stycznia 2019 r. dysponować rezerwą instrumentów kapitałowych i dłużnych o wartości co najmniej 16–20% aktywów ważonych ryzykiem, które mogłyby zostać skonwertowane na kapitał, gdyby sytuacja tego wymagała. Rezerwa ta powinna być na poziomie co najmniej dwukrotnego wskaźnika dźwigni, używanego też do oceny adekwatności kapitałowej banków. W ramach EBA przedstawiono także standard minimalnego wymogu funduszy własnych oraz kwalifikowanych pasywów – MREL. Założono, że dwa nowe standardy powinny się uzupełniać (Ramotowski, 2018).

Ważna jest także koncepcja uporządkowanej likwidacji banków, czyli *resolution*. Upadłość banku nie powinna spowodować efektu domina w systemie finansowym, a władze publiczne nie powinny go ratować publicznymi pieniędzmi. Najważniejszym elementem *resolution* jest mechanizm pokrycia strat banku w pierwszej kolejności z kapitału oraz jego niezabezpieczonych zobowiązań wobec wierzycieli (Kowalczyk, 2015).

Resolution zmniejsza lub wyklucza wsparcie banków ze strony rządów. Do pokrycia strat bank musi mieć zarówno wystarczające kapitały własne, jak i kwalifikowane zobowiązania, czyli wspomniany wcześniej MREL, po to, by w przypadku konieczności likwidacji mogły być one użyte na pokrycie strat. Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) uważa, że wysokość MREL powinna zależeć od złożoności, skali działania, profilu ryzyka, rodzaju podejmowanych operacji, struktury i systemowej ważności konkretnej instytucji (Ramotowski, 2018).

Wymieniony wyżej BlackRock jest silnie powiązany międzynarodowo z innymi bankami, więc gdyby zbankrutował, pojawiłaby się obawa przed światowym efektem domina. Banki, które Rada Stabilności Finansowej klasyfikuje jako „najważniejsze systemowo" są ściśle regulowane. Ale instytucji BlackRock udało się ominąć te regulacje. Podmiot ten ma strukturę sieciową. Aby przygotować się na kryzys, banki o znaczeniu systemowym muszą mieć m.in. odpowiednio wysokie kapitały własne. Banki równoległe, takie jak BlackRock, nie muszą tego przestrzegać, gdyż środki, którymi zarządzają, należą wyłącznie do ich klientów. Natomiast w przypadku pojawiającego się kryzysu może to spowodować znaczny wzrost ryzyka.

Nie można jednoznacznie stwierdzić, że działalność banków równoległych jest dla gospodarki zła, czy niekorzystna w każdym aspekcie. Banki te spełniają ważne funkcje gospodarcze, ponieważ zapewniają różnym podmiotom środki pieniężne w krótkim okresie. Zapewniają płynność, aby przedsiębiorcy mogli prowadzić działalność i jest to na pewno korzystne dla dynamiki gospodarki. Banki równoległe finansują również start-upy oraz biorą udział w finansowaniu sektora komunalnego. Według informacji Federalnego Stowarzyszenia Niemieckich Spółek Inwestycyjnych, w którym funkcjonuje także wiele spółek typu Venture Capital, działalność polegająca na finansowaniu spółek internetowych w tym kraju wciąż rośnie. Według danych FSNSI inwestorzy zainwestowali około 1,4 mld EUR w łącznie 680 start-upów w 2018 r. – o 100 mln EUR więcej niż w roku poprzednim.

Od lipca 2018 r. obowiązują nowe przepisy dotyczące funduszy rynku pieniężnego. Mają one zagwarantować, że fundusze rynku pieniężnego mogą spłacić swoich inwestorów w dowolnym momencie. Na terenie UE mogą sprzedać maksymalnie 10% swoich aktywów w ciągu jednego dnia, a kolejne 20% – w ciągu tygodnia. Jednak próby wprowadzenia światowego podatku od transakcji finansowych nie przyniosły efektu. Skutkowałoby to uczynieniem szybkich i ryzykownych transakcji finansowych nieatrakcyjnymi z powodu dodatkowych kosztów (Gąsiorowski, 2019).

Na polskim rynku finansowym także funkcjonuje sektor *shadow banking*. W Polsce zaliczamy do niego głównie firmy pożyczkowe. Pozabankowy rynek usług inwestycyjnych jest w naszym kraju znacznie słabiej rozwinięty niż rynek usług kredytowych, dlatego do sektora *shadow banking* zalicza się głównie firmy udzielające pożyczek. Obłożenie regulacjami mającymi zmniejszyć ryzyko podejmowane przez banki ograniczyło możliwości uzyskania kredytu zarówno przez osoby fizyczne, jak i przez podmioty gospodarcze. Z tego powodu nastąpił odpływ klientów do instytucji parabankowych (Stelmarska, 2017).

W odniesieniu do ostatniego globalnego kryzysu finansowego często pada stwierdzenie, że bankowość równoległa była jedną z jego przyczyn. Kryzys rozpoczął się bowiem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości (czyli kredytów *subprime*), a następnie przeniósł się na inne rynki. Różnorodność i duża ilość instytucji *shadow banking* w USA tylko powiększyła skutki kryzysu. Ostatni kryzys pokazał, że poprzez globalizację gospodarki i systemu finansowego może on się szybko przenosić do kolejnych sektorów oraz na inne kontynenty. Dlatego ciągle zachodzi obawa o wystąpienie nowego

kryzysu finansowego o zasięgu globalnym. Jeśli chodzi o regulację działalności „banków równoległych", Rada Stabilności Finansowej doszła do wniosku, że „realizacja reform w tym obszarze postępuje, ale pozostaje na stosunkowo wczesnym etapie, a dział banków równoległych w globalnym systemie finansowym powinien znacznie wzrosnąć" (Marszałek, 2018).

Przed kryzysem finansowym „duży" *shadow banking* kojarzony był przede wszystkim z wyodrębnionymi działami banków komercyjnych, gdzie próbowano oferować nietypowe usługi finansowe. Ryzykowne aktywa nie obciążały bilansów banków, bo transferowano je do spółek-córek, które prowadziły akcję kredytową. Gdy brakowało kapitału, musiały być ratowane przez spółki-matki, które często zmuszone były korzystać z pomocy państwa.

Po kryzysie finansowym w strefie *shadow banking* dominują już inne podmioty, a mianowicie fundusze obligacji, firmy pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi, fundusze rynku pieniężnego oraz fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne (Cipiur, 2014).

Po kryzysie władze nadzorcze były w niektórych przypadkach nastawione przychylnie do *shadow banking*, gdyż dla regulatorów rynku finansowego kreacja kredytowa poza tradycyjnym systemem bankowym była korzystna, bo w pewnych sytuacjach może zwiększać bezpieczeństwo systemu, bowiem państwo nie ponosi takich kosztów, jak przy wspomaganiu banków. Ponadto większość funduszy inwestycyjnych udzielających kredytów poza systemem bankowym nie finansuje swojej działalności pożyczkami i ich ewentualna upadłość bądź problemy z płynnością nie spowodowałyby efektu domina, nie obciążyłyby całej gospodarki i nie stałyby się przyczyną kryzysu.

Bankowość równoległa wspomogła też światowy przemysł okrętowy. Według informacji i danych Firmy Marine Money International przed kryzysem finansowym banki zapewniały stoczniom aż 87% finansowania (reszta pochodziła z emisji obligacji komercyjnych). Okazało się jednak, że podaż nowych statków była zbyt wysoka, więc banki poniosły straty z tego tytułu i nie chciały finansować stoczni. Według danych platformy Dealogic portfel kredytów bankowych dla stoczni zmalał z 92 mld USD w 2007 r. do 33 mld USD w 2009 r., a lukę tę stopniowo zaczęli wypełniać kredytodawcy spoza sektora bankowego (Cipiur, 2014).

Sekurytyzacja jest częścią równoległego systemu bankowego, który obejmuje też wspomniane już wcześniej fundusze rynku pieniężnego oraz podmioty specjalnego przeznaczenia, które poszukują krótkoterminowych środków na rynkach

pieniężnych. W przeciwieństwie do banków, na rynku amerykańskim pośrednictwo kredytowe odbywa się bez dostępu do ostatniej instancji pożyczkodawcy, czyli FED. Równoległe instytucje bankowe organizują swoje pośrednictwo kredytowe jako sieć, z dużo silniejszymi powiązaniami niż tradycyjna bankowość. Takie zwiększenie liczby uczestników pośrednictwa ułatwia też inny główny filar równoległego systemu bankowego – umowy repo, które wzrosły z 5,9% (w Stanach Zjednoczonych) zadłużenia krajowego sektora niefinansowego w 1980 r. do 15,5% w 2007 r. Banki często prowadzą transakcje repo, które ułatwiają wydłużanie łańcuchów pośrednictwa z funduszami hedgingowymi w celu sfinansowania zakupów aktywów zabezpieczonych przez te ostatnie papiery wartościowe, a następnie dokonują operacji zwrotnych, aby wykorzystać nabyte w ten sposób papiery wartościowe do zaangażowania się w ich własne finansowanie repo, w przypadku którego zazwyczaj pożyczają środki od funduszy rynku pieniężnego. Na rynku finansowym występuje „Indeks pośrednictwa kredytowego", czyli miara dotycząca wydłużenia łańcucha pośrednictwa poprzez podzielenie sumy zobowiązań wszystkich sektorów przez łączne zobowiązania użytkowników końcowych (gospodarstw domowych, firm niefinansowych i rządu). Jego wartość wzrosła z 1,83 w 1980 r. do 2,26 w 2007 r. (Guttmann, 2017).

Bankowość równoległa nie jest częścią tzw. „finansowania rynkowego", ale często określana jest jako „finansowanie sieciowe". Jej struktura składa się głównie z sieci powiązanych ze sobą „rynków pozagiełdowych", które łączą banki, brokerów, fundusze rynku pieniężnego, fundusze hedgingowe i specjalne podmioty celowe za pośrednictwem instrumentów sekurytyzacyjnych, roszczeń rynku pieniężnego i operacji repo. Pomimo, że zwykle ujmowane są pozabilansowo, a zatem nie są to oficjalne dane statystyczne, to Rada Stabilności Finansowej w 2014 r. oszacowała, że sektor *shadow banking* wzrósł w Stanach Zjednoczonych do poziomu 25–35 bln USD. W odniesieniu do tego pomiaru, banki równoległe obejmują od 25% do 30% całego sektora finansowego. Tak więc, gdyby były uwzględnione w oficjalnych wyliczeniach, podniosłyby udział amerykańskiego sektora finansowego od 15,6% do ponad 20% PKB (Guttmann, 2017). Z powodu dużych rozmiarów sektora *shadow banking* oraz jego szybkiego rozwoju zasadne wydaje się wprowadzenie pewnych regulacji dla tej sfery rynku finansowego.

Przykładem regulacji dotyczących części segmentu *shadow banking* jest dyrektywa PSD 2 Unii Europejskiej. Ten pakiet regulacyjny umożliwia dopuszczenie osób trzecich do czynności, które wcześniej były zarezerwowane tylko

dla banków. Ustala ramy prawne dla świadczenia usług płatniczych, zasady działania banków oraz instytucji obsługujących płatności. Ustawę tę przyjęto w odpowiedzi na szybkie zmiany zachodzące na rynku płatności detalicznych, które przejawiały się prężnym rozwojem płatności elektronicznych i dokonywanych za pomocą urządzeń mobilnych (Dżuryk, 2019).

4.3. Sektor *shadow banking* w Chinach, krajach strefy euro, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych

W ostatnich dziesięciu latach chiński sektor bankowości równoległej szybko się rozwijał, przede wszystkim dzięki obciążeniu banków bardziej restrykcyjnymi regulacjami niż sektora *shadow banking* oraz dzięki planowi stymulacji fiskalnej z 2008 r. i ograniczeniom kredytowym w niektórych branżach chińskiej gospodarki. Równoległy system bankowy zaspokaja duże zapotrzebowanie na finansowanie, pomimo iż może być to zagrożeniem dla stabilności finansowej. Jednak w Chinach jest to oceniane inaczej, gdyż pożyczki oraz gwarancje udzielane przez instytucje niebankowe mogą stanowić dobrą i skuteczną metodę finansowania projektów o podwyższonym ryzyku.

Główne przyczyny, dla których osoby fizyczne i podmioty gospodarcze angażują się w Chinach w równoległy system bankowy, to:

- niewystarczająca podaż kredytu w głównych bankach,
- ograniczenia regulacyjne dotyczące ryzykownych pożyczek,
- niepowodzenie organów regulacyjnych w ograniczaniu możliwości arbitrażu regulacyjnego,
- wykluczenie interakcji międzybankowych z zarządzania kredytem,
- kontrola chińskiego rządu nad stopami procentowymi

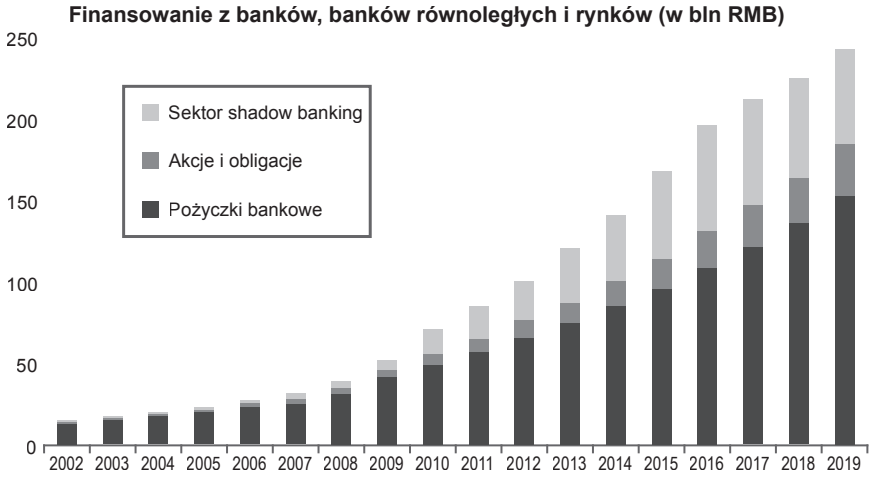
Podczas gdy korporacje i gospodarstwa domowe czerpią korzyści z szybko rozwijającego się równoległego systemu bankowego jako alternatywnego źródła finansowania, organy nadzorcze stoją przed wyzwaniami związanymi z utrzymaniem stabilności finansowej. Główny problem dotyczy tego, jak równoległy system bankowy Chin – największej gospodarki świata – wpływa na ryzyko systemowe. Ważne jest również, aby zauważyć, w jaki sposób struktura równoległego systemu bankowego w Chinach różni się od tej w innych krajach (Allen, Gu, Li, Qian, 2020).

Ze względu na specyficzny charakter gospodarki chińskiej, system finansowy został tam zdominowany przez państwowy system bankowy. Rząd wspiera sektor państwowy bardziej niż sektor prywatny, udzielając bardzo wielu pożyczek bankowych za pośrednictwem tradycyjnych banków komercyjnych. Natomiast sektor bankowości równoległej odegrał ważną rolę we wspieraniu rozwoju sektora prywatnego, który rozwijał się znacznie szybciej niż sektor państwowy oraz oficjalny rynek giełdowy. W Chinach, w szerokim ujęciu, *shadow banking* definiuje się przede wszystkim jako pośrednictwo kredytowe, które funkcjonuje poza regulowanym systemem finansowym (Adrian, Ashcraft, 2012).

Chiński sektor *shadow banking* obejmuje instrumenty zarządzania majątkiem, instrumenty zarządzania aktywami, udzielone pożyczki, pożyczki powiernicze, akcepty bankierskie bez dyskonta, pożyczki społecznościowe i pożyczki nieformalne. Przykładami podmiotów bankowości równoległej są firmy powiernicze, pośrednicy oraz różnego rodzaju platformy. Rysunek 55 przedstawia podział całkowitego finansowania oraz wielkość różnych źródeł finansowania w Chinach. Finansowanie z banków obejmuje kredyty bankowe w walutach lokalnych i obcych uzyskiwane z tradycyjnego systemu bankowego. Finansowanie równoległe obejmuje pożyczki powierzone, pożyczki powiernicze, akcepty, pożyczki nieformalne i inne. Finansowanie z rynków obejmuje kapitał pozyskany na rynkach akcji i obligacji. W latach 2002–2019 kredyty bankowe stanowiły średnio 72,5% całkowitego finansowania, a równoległy system bankowy i rynki finansowały odpowiednio – 18,5% i 8,9%. Od 2009 r. równoległy sektor bankowy odnotował ogromny wzrost, osiągając 32,9% całkowitego finansowania w 2016 r. (Moody's.com, 2020).

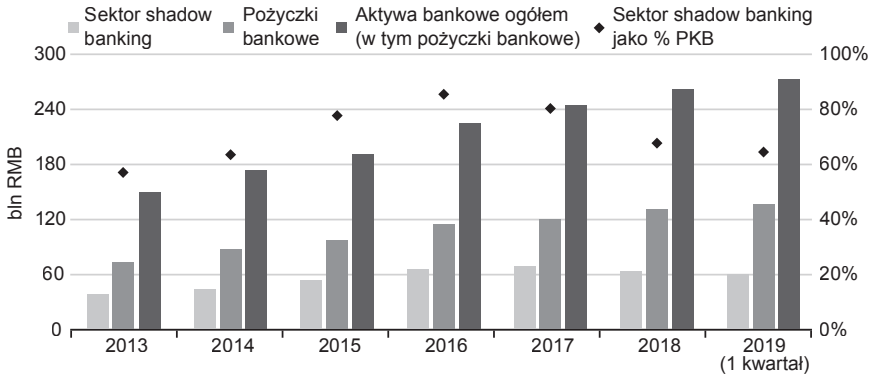
Na szybki wzrost równoległego systemu bankowego w Chinach miał wpływ poziom oprocentowania depozytów, niski zwrot z bonów skarbowych, brak alternatywnych oszczędności i instrumentów inwestycyjnych dla inwestorów, zaciąganie kredytów wobec ryzykownych sektorów, takich jak nieruchomości oraz bodziec pokryzysowy. Pakiet stymulacyjny po kryzysie w 2008 r. (586 mld USD) został sfinansowany w 30% przez rząd. Reszta miała być sfinansowana z pożyczek samorządowych. Ponieważ samorządy lokalne nie mogą zaciągać długów, uruchomiono lokalne narzędzia finansowe w celu zaciągania pożyczek od banków i banków równoległych dla uzupełnienia środków na pakiet stymulacyjny. Środek ten stanowił znaczący impuls do rozwoju bankowości równoległej w Chinach od 2008 r. Deweloperzy i firmy budowlane pożyczały głównie od banków równoległych i inwestowały w środki trwałe,

które spowodowały wzrost PKB w tym okresie (Moody's, 2020). Rozmiar sektora *shadow banking* w Chinach na tle pożyczek bankowych, aktywów bankowych ogółem oraz *shadow banking* jako % PKB prezentuje rysunek 56.



Rys. 55. **Podział finansowania przez banki, banki równoległe oraz rynki w Chinach**

Źródło: Opracowano na podstawie: https://asianbankingandfinance.net/lending-credit/news/chinas-shadow-banking-assets-fall-two-year-low-in-q1-even-crackdown-eases, dostęp: 07.12.2020.



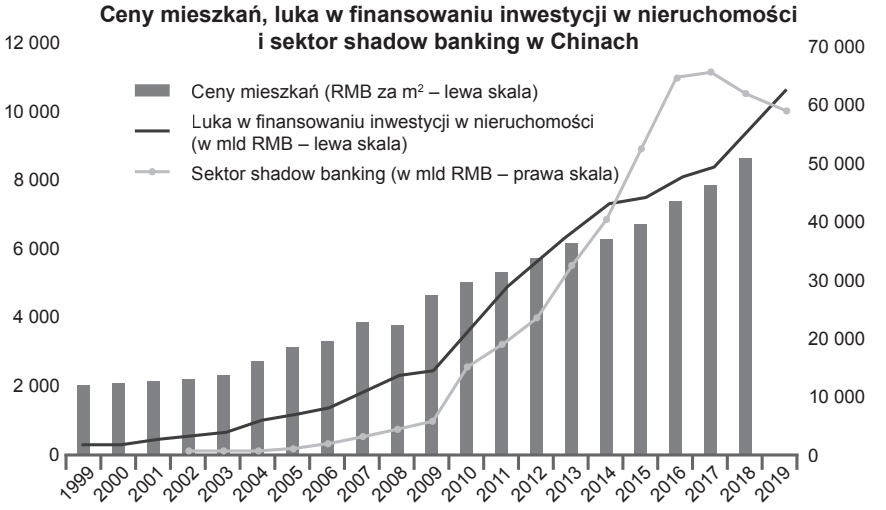
Rys. 56. **Rozmiar sektora *shadow banking* w Chinach na tle pożyczek bankowych, aktywów bankowych ogółem oraz shadow banking jako % PKB**

Źródło: Opracowano na podstawie: Moody's Investors Service estimates, National Bureau of Statistics and PBOC. https://asianbankingandfinance.net/lending-credit/news/chinas-shadow-banking-assets-fall-two-year-low-in-q1-even-crackdown-eases, dostęp: 07.12.2020.

Jedną z głównych przyczyn rozwoju chińskiego sektora *shadow banking* były nowe regulacje w zakresie płynności. W 2010 r. Chińska Komisja Regulacji Nadzorczych wprowadziła ograniczenia inwestycyjne dla banków, dotyczące pożyczek powierniczych i innych aktywów dłużnych, aby zmniejszyć powiązania między bankami a firmami powierniczymi. Zmiana ta doprowadziła do szybkiego rozwoju nowych instrumentów, które sprzyjają kierowaniu funduszy do firm powierniczych. Konkurencja na rynku depozytów w Chinach nasiliła się w 2008 r. po zmianach fiskalnych. Wydaje się jednak, że regulacje są lepszym wyjaśnieniem szybkiego rozwoju równoległego systemu bankowego niż zmiany fiskalne.

Ze względu na surowe przepisy dotyczące pożyczek dla branży nieruchomości i sposobu finansowania samorządów lokalnych, istnieje duża rozbieżność między popytem finansowym a kredytami bankowymi w tych obszarach (Allen i in., 2020).

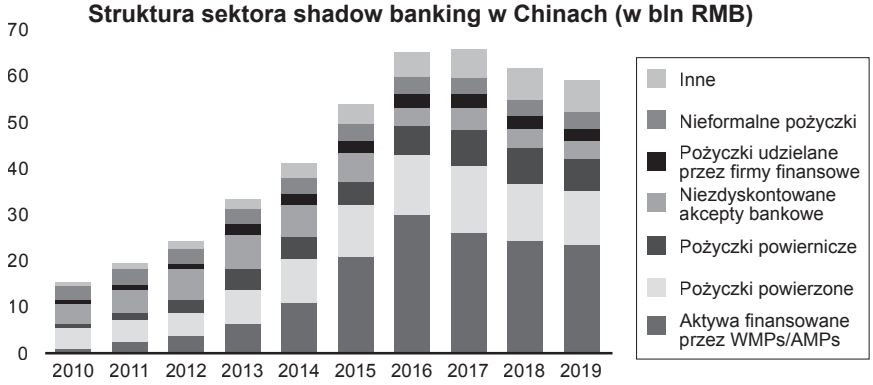
Rysunek 57 ukazuje, że różnica między inwestycjami w nieruchomości a kredytami bankowymi na zakup nieruchomości (czyli tzw. luka finansowania) znacząco wzrosła w ostatnich 10 latach, co odpowiadało rozwojowi w tym okresie sektora bankowości równoległej. Kierował on fundusze do pozbawionych kapitału firm prywatnych oraz napędzał ich działalność.



Rys. 57. **Ceny mieszkań, luka w finansowaniu inwestycji w nieruchomości i strefa *shadow banking* w Chinach**

Źródło: Opracowano na podstawie: www.onlinelibrary.wiley.com, za: National Bureau of Statistics of China; PBoC; Moody's, dostęp 20.12.2020.

Na rysunku 58 przedstawiono, jak zmieniała się struktura chińskiego sektora bankowości równoległej od 2010 r. do 2019 r. Największy udział w tym sektorze mają aktywa finansowane przez banki różnych firm brokerskich, stanowiące 29,4% wszystkich aktywów równoległego systemu bankowego, a następnie tzw. pożyczki powierzone, akcepty bankierskie i pożyczki powiernicze. Zaliczymy do tego sektora również pożyczki udzielane przez firmy finansowe oraz tzw. nieformalne pożyczki. Do 2019 r. wielkość niezdyskontowanych akceptów bankierskich wyniosła 11,4 bln RMB. Pożyczki powierzone są bardzo korzystne dla banków, bo zarabiają one na prowizji, ale nie ponoszą żadnego ryzyka, przenosząc to ryzyko na inny podmiot finansujący.



Rys. 58. **Struktura sektora *shadow banking* w Chinach**

Źródło: Opracowano na podstawie: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1220469, Monitor by Moody's (March 2020), dostęp: 20.12.2020.

W porównaniu z bankami komercyjnymi, spółki powiernicze podlegają niewielkim regulacjom. W zakresie płynności banki podlegają bardziej restrykcyjnym wymogom. Inne regulacje kapitałowe dotyczą banków, a inne firm powierniczych. Banki podlegają również bardziej restrykcyjnym wymogom kapitałowym oraz normom w zakresie wypłacalności.

Także kwestie ryzyka są nieco inaczej interpretowane w sektorze bankowym i w sektorze *shadow banking*. Stopy procentowe udzielanych pożyczek rosną, jeśli pożyczkobiorca działa w branży wysokiego ryzyka, a spadają, jeśli jest przedsiębiorstwem państwowym lub jeśli pożyczkobiorca i pożyczkodawca należą do tej samej branży. Uogólniając, można więc powiedzieć, że wycena pożyczek w Chinach jest oparta na ryzyku.

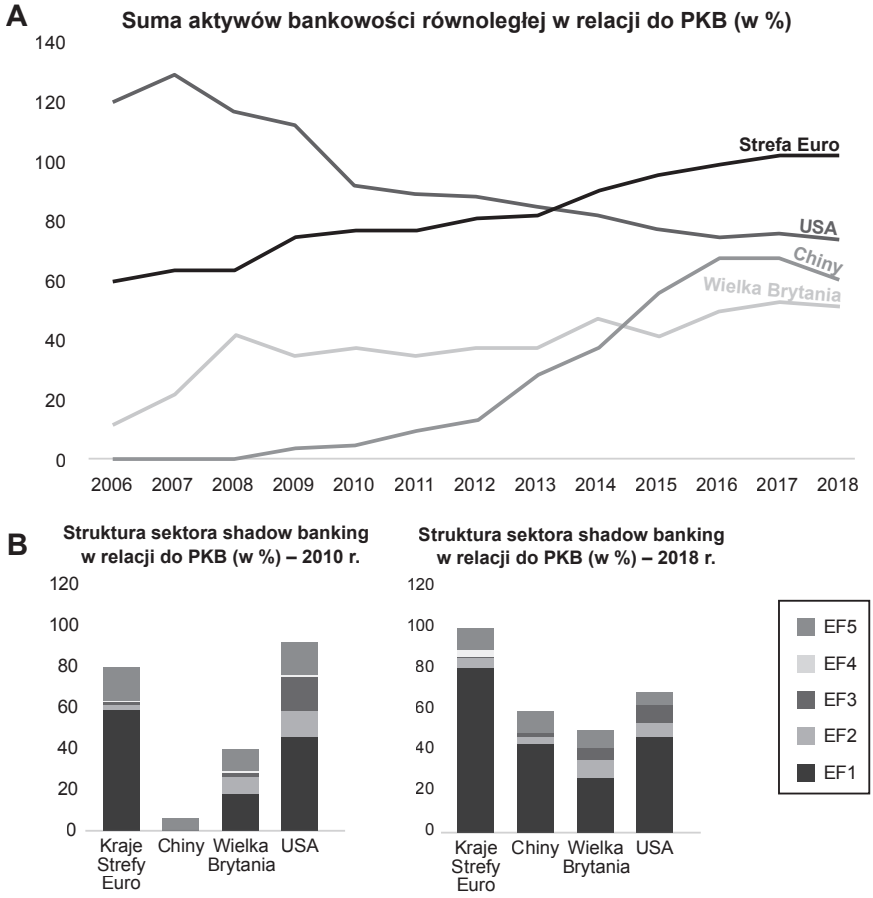
Ważne w kwestii stabilności finansowej jest też pytanie, czy rozwój sektora banków równoległych jest źródłem niestabilności finansowej. Obserwując rynek chiński można stwierdzić, że szybki rozwój równoległego systemu bankowego przyczynił się do większej wrażliwości systemu finansowego. Udzielane w tym systemie pożyczki powierzone mają tę zaletę, że stanowią aktywa firm pożyczkowych, które mają wyższe wskaźniki kapitału własnego niż banki. Udzielanie przez te firmy pożyczek ryzykownym branżom może zmniejszyć prawdopodobieństwo przeniesienia ryzyka z bardziej ryzykownego sektora nieruchomości do systemu bankowego i zmniejszyć ryzyko systemowe (Allen i in., 2020).

Jak wspomniano już wcześniej, równoległy system bankowy jest szeroko definiowany jako pośrednictwo kredytowe, które odbywa się poprzez działania i podmioty poza regulowanym systemem finansowym (Adrian, Ashcraft, 2012). W Stanach Zjednoczonych równoległe banki pośredniczą w udzielaniu kredytów za pośrednictwem szerokiej sekurytyzacji i technik finansowania zabezpieczonego. Przed wybuchem kryzysu Subprime w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. bankowość równoległa zapewniała źródła finansowania, przekształcając ryzykowne aktywa długoterminowe w krótkoterminowe zobowiązania o mniejszym ryzyku. Taka kreacja kredytu poprzez zmianę terminu zapadalności i płynności znacznie obniżyła koszt kredytu w porównaniu z kredytami bankowymi, co dodatkowo przyczyniło się do wzrostu cen aktywów na rynku nieruchomości (Allen i in., 2020). Jednak duże uzależnienie od zobowiązań krótkoterminowych w celu finansowania niepłynnych aktywów długoterminowych sprawiło, że system stał się bardziej wrażliwy i podatny na wpływy, bo wszelkie zachwiania płynności były w tej sytuacji bardziej odczuwalne przez system finansowy.

Podobnie jest w krajach Eurolandu, gdzie do głównych uczestników równoległego systemu bankowego zaliczamy działania sekurytyzacyjne, fundusze rynku pieniężnego, rynki repo oraz fundusze hedgingowe. Instrumenty sekurytyzacyjne stanowią również dużą część aktywów utrzymywanych w strefie euro jako zabezpieczenie operacji repo w celu zapewnienia płynności; a dużą częścią aktywów (65%) stanowiących podstawę tych instrumentów są pożyczki (Bakk-Simon, Borgioli, Giron, Hempell, Maddaloni, Recine, Rosati, 2012).

Na rysunku 59, w części pierwszej, przedstawiono zmianę całkowitych aktywów równoległego systemu bankowego w Chinach, w 8 krajach Eurolandu, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 2006–2018. Można stwierdzić, że Stany Zjednoczone nadal mają większy udział niż inne kraje, wynoszący

15,2 bln USD i stanowiący 74,2% ich PKB i 29,9% wszystkich aktywów równoległego systemu bankowego. Osiem krajów strefy euro ma udział na poziomie łącznie 12,2 bln USD, 102% ich PKB i 23,6% łącznych aktywów równoległego systemu bankowego, a następnie Chiny, łącznie 7,8 bln USD, 61% ich PKB i 15,4% łącznych aktywów równoległego systemu bankowego. Aktywa równoległe Wielkiej Brytanii wynoszą 1,4 bln USD w 2018 r. i stanowią 52% jej PKB (Allen i in., 2020).



Rys. 59. **Porównanie rozmiaru sektora *shadow banking* w Chinach, USA, krajach strefy euro oraz Wielkiej Brytanii**

Źródło: Opracowano na podstawie: FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report: 2012–2017; Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation: 2018–2019, dostęp do strony: www.onlinelibrary.wiley.com, 18.12.2020.

W części drugiej rysunku 59 przedstawiono podział równoległego systemu bankowego w 2010 r. w porównaniu z 2018 r. dla krajów strefy euro, Chin, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. W 2018 r. w poszczególnych krajach największy udział mają instrumenty zbiorowego inwestowania: fundusze rynku pieniężnego, fundusze o stałym dochodzie, kredytowe fundusze hedgingowe i fundusze mieszane. W Stanach Zjednoczonych pośrednictwo w finansowaniu krótkoterminowym i pośrednictwo kredytowe oparte na sekurytyzacji znacznie się zmniejszyły w 2018 r. w porównaniu do 2010 r. Zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w strefie euro, pośrednictwo w finansowaniu krótkoterminowym i finansowaniu papierów wartościowych wzrosło w 2018 r. w porównaniu do 2010 r. (Allen i in., 2020).

Główna różnica między Chinami a Stanami Zjednoczonymi w aspekcie sektora *shadow banking* to wielkość zaangażowanych w ten sektor instytucji finansowych (Hachem, 2018).

W Chinach mniejsze banki bardziej angażują się w emitowanie instrumentów pozabilansowych, ponieważ są bardziej ograniczone przez regulacje dotyczące płynności. W Stanach Zjednoczonych większe banki weszły na rynek operacji pozabilansowych, bo są bardziej ograniczone przez wymogi kapitałowe, a rynek pozabilansowy daje im możliwość unikania niektórych regulacji.

Kolejną różnicą jest rola banków w rozwoju równoległego systemu bankowego. Amerykański sektor *shadow banking* jest systemem rynkowym i opiera się na obniżeniu kosztów finansowania firm i stworzenia bezpiecznych aktywów dla inwestorów, natomiast w Chinach rynkowe instrumenty finansowe lub sekurytyzacja nie były tak istotnym czynnikiem w rozwoju sektora bankowości równoległej. Do tej pory w Chinach jest on bardziej oparty na systemie bankowym i działa w oparciu o niejawne (ukryte) gwarancje banków i rządu (Dang, Liu, Wang, Yao, 2019).

Podsumowanie części czwartej

Po kryzysie finansowym z 2008 r. banki amerykańskie i europejskie musiały poradzić sobie z wyższymi wymogami kapitałowymi. Od tego czasu nie są w stanie ponosić tak wysokich kosztów ryzyka kredytowego, jak przed 2008 r. Z tego powodu część działalności kredytowej przeniosła się do równoległego systemu bankowego, w którym funkcjonują podmioty takie jak fundusze inwestycyjne, firmy maklerskie, fundusze hedgingowe oraz różne podmioty pozabankowe, podlegające mniej restrykcyjnym regulacjom niż banki.

FSB definiuje banki równoległe jako firmy finansowe, które pośredniczą w udzielaniu pożyczek poza sektorem bankowym. Rada widzi wiele pozytywów w działalności sektora *shadow banking*, gdyż oferowane tam produkty finansowe pełnią użyteczną rolę w gospodarce, ale ostrzega też przed skutkami negatywnymi działalności tej strefy z powodu niedostosowania regulacji do jej rozmiarów i znaczenia systemowego. Konieczna jest zatem identyfikacja zagrożeń i podejmowanie odpowiednich środków zaradczych (Sigrist, 2018).

FSB analizuje także sytuację na chińskim rynku finansowym, gdzie przyrost wartości aktywów sektora *shadow banking* jest większy niż aktywów tradycyjnych banków. Wydaje się, że powiązania między strefą bankowości równoległej i systemem bankowym są większe w Chinach niż w innych krajach. Może być to zagrożeniem dla systemu bankowego Chin, ale także dla innych gospodarek, powiązanych z finansowaniem przez banki chińskie. Podsumowując, opinia FSB na temat regulacji w strefie *shadow banking* jest taka, że sytuacja w tej dziedzinie uległa w ostatnich latach poprawie, ale są jeszcze obszary i kraje, gdzie trzeba dokonać wielu zmian.

Podsumowując, należy stwierdzić, iż funkcjonowanie sektora *shadow banking* zaspokaja duże zapotrzebowanie na finansowanie, ale może również stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej. Niemożliwe jest bowiem, aby systemy regulacyjne wyeliminowały wszystkie ryzyka w systemie finansowym, w którym funkcjonuje sektor bankowości równoległej.

Wnioski końcowe

Finansjalizacja jest prawdopodobnie najbardziej kontrowersyjnym aspektem serii przemian, które zmieniły oblicze kapitalizmu w ciągu ostatnich czterech dekad. Ogólnie rzecz biorąc, finansjalizacja odnosi się do dominacji kapitału finansowego nad innymi formami kapitału, widocznej w „rosnącej roli motywów finansowych, rynków finansowych, aktorów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarki krajowej i międzynarodowej". Najważniejszym aspektem finansjalizacji, akcentowanym przez heterodoksyjnych ekonomistów, jest swojego rodzaju „oddzielenie się", czy separacja sfery finansów od produkcji materialnej. Oddzielenie to wykazywane jest empiryczne jako zespół powiązanych ze sobą zjawisk, np. podporządkowania produkcji interesom instytucji finansowych, władza kapitalistów finansowych nad kapitalistami ze sfery produkcji, kompromis między krótkoterminową maksymalizacją zysku a długoterminowym wzrostem, stosowanie spekulacyjnych produktów finansowych itd., co zaprezentowano w opracowaniu. Na poziomie teoretycznym tę separację rozumie się w kategoriach uprzywilejowania zysków finansowych nad realnym tworzeniem wartości jako dominującego sposobu wykorzystania kapitału lub jako „autonomizacji" kapitału względem jego materialnych podstaw (Rotta, Teixeira, 2016).

Pomimo bogatej treści historyczno-empirycznej i rozważań teoretycznych, literatura dotycząca finansjalizacji wykazuje ogólnie tendencję do studiowania jej w oderwaniu od innych przeobrażeń gospodarki światowej i skupienie się wyłącznie na bogatych gospodarkach kapitalistycznych – przede wszystkim na gospodarce USA. Jest natomiast faktem, że w niewielu pracach badano związek między kapitałem finansowym i organizacją produkcji w skali dotyczącej globalnych łańcuchów tworzenia wartości. Zdaniem niektórych autorów gdy te powiązania zostaną poznane, akceptowana obecnie teza „wzajemnej separacji" dwóch sfer musi ustąpić miejsca nowej teorii, która oznacza feudalizacją kapitału (Bhattacharya, Seda-Irizarry, 2017). Feudalizację kapitału można rozumieć jako zespół procesów, które tworzą nierozerwalny związek między kapitałem a pracą, opierający się na pierwotnej akumulacji i pozyskiwaniu (wysokiej) renty. Aby to udowodnić, należy – zdaniem wymienionych autorów – zrezygnować z analizy bogatych gospodarek kapitalistycznych jako jednostek analitycznych i skoncentrować się na globalnej organizacji produkcji.

Literatura dotycząca finansjalizacji w zasadzie nie dostrzega obecności niekapitalistycznych przestrzeni produkcyjnych w gospodarce światowej, które podlegają kontroli przez kapitał handlowy i finansowy, a dochody płynące z takiej kontroli są w dużej mierze zawłaszczane przez firmy z siedzibą w bogatych gospodarkach kapitalistycznych. Nie dostrzega się również znaczenia prymitywnej akumulacji kapitału przynoszącego rentę.

Punktem wyjścia tezy o separacji obu sfer było spowolnienie akumulacji kapitału fizycznego w bogatszych gospodarkach zachodnich w stosunku do złotego wieku powojennego. Ponieważ w tym samym okresie rosły również zyski finansowe, argumentowano, że akumulacja finansowa odbywała się kosztem akumulacji kapitału fizycznego. Te obserwacje dały początek literaturze na temat rzekomego kompromisu między inwestycjami finansowymi i produkcyjnymi. Kompromis był powiązany ze wzrostem wartości dla akcjonariuszy jako dominującej zasady ładu korporacyjnego, deregulacją sektora finansowego od lat 70., globalnym rozproszenia produkcji dóbr i oraz zmianami strukturalnymi w USA jako centrum globalnego kapitalizmu.

Jak podkreślają Bhattacharya i Seda-Irizarry (2017), jeśli kapitał nie jest „przywiązany" terytorialnie, to gospodarka światowa jest odpowiednią jednostką analizy akumulacji kapitału, a nie państwo narodowe. Koncentracja tylko na krajach rozwiniętych pomija radykalny wzrost wskaźników akumulacji kapitału fizycznego w krajach rozwijających się, w szczególności w krajach Azji Wschodniej oraz w Indiach i Chinach. Outsourcing i offshoring produkcji do krajów rozwijających się – łączenie finansjalizacji z globalnymi łańcuchami wartości – wyjaśniają szybki wzrost akumulacji kapitału fizycznego w tych gospodarkach i jednoczesne spowolnienie w krajach wysoko rozwiniętych. Jednocześnie literatura dotycząca finansjalizacji pomija dwie równoległe przemiany w globalnym kapitalizmie: wzrost wartości niematerialnych i prawnych oraz kapitał wiedzy, jako siłę napędową zysków finansowych, oraz geograficzne rozproszenie produkcji wpisane w tworzenie globalnych łańcuchów wartości.

Teixeira i Rotta (2012) wskazują na istotność powiązań między finansjalizacją, rentą i specyficznym towarem, jakim jest zasób wiedzy (patenty, wzory użytkowe, oprogramowanie komputerowe, wzory chemiczne itp.). Dla tych autorów zwrot z kapitału w wytwarzaniu towaru „wiedza" nie jest wartością dodatkową z produkcji bezpośredniej, ale „rentą" uzyskaną z monopolizacji produktu „wiedza" i leasingu lub sprzedaży licencji producentom, którzy płacą za jego wykorzystanie.

W przeszłości globalna konkurencja była napędzana przez akumulację kapitału fizycznego; dziś napędza ją akumulacja wiedzy, kapitału intelektualnego, niematerialnego. Jeśli zasoby dobrej wiedzy są przenoszone ze sfery publicznej do prywatnej, stan prawny dotyczący własności intelektualnej wpływa na przewagi komparatywne narodów i przyczynia się do procesu asymetrycznego rozwoju. Inwestycje w kapitał intelektualny przewyższają często inwestycje w kapitał fizyczny. Według raportu OECD (2013) w Szwecji, Wielkiej Brytanii i USA inwestycje w kapitał oparty na wiedzy dorównują lub przewyższają inwestycje w kapitał fizyczny. Raport podkreśla, że znaczenie kapitału wiedzy wzrośnie w przyszłości, ponieważ kraje konkurują w wyższych segmentach łańcuchów wartości, biorąc pod uwagę, że „alokacja wartości zależy od zdolności uczestników do dostarczania wyrafinowanych, trudnych do naśladowania produktów lub usług" (OECD, 2013).

W dobie finansjalizacji pojawiła się nowa geografia ekonomiczna produkcji, w których firmy z krajów rozwiniętych i rozwijających się zajmują określone miejsca w globalnym łańcuchu tworzenia wartości, przy czym większość wartości jest ujmowana jako zwrot z kapitału niematerialnego (tj. renta) dla dużych firm w krajach rozwiniętych, które specjalizują się w końcowych operacjach łańcucha wartości, takich jak projektowanie, logistyka, branding itp. (Guttmann, 2008). I tak np. największy udział w wartości wyprodukowanego iPhone'a przypadał dostawcom usług dystrybucyjnych i detalicznych w USA oraz Apple, głównie dzięki innowacjom w projektowaniu, marketingu i zarządzaniu łańcuchem dostaw. Za każdego sprzedanego iPhone'a 4 w cenie detalicznej 600 USD, Apple zarabiał około 270 USD, podczas gdy koreańskie firmy dostarczające kluczowe komponenty zarabiały 80 USD, a chińskie przedsiębiorstwa, które podejmowały się montażu, zarabiały 6,5 USD, zaledwie 1% całkowitej wartości (OECD, 2013). Fakt, że Apple uzyskiwał wysoką rentę z towarów opartych na wiedzy, takich jak projektowanie lub branding, nie umniejsza znaczenia „działalności tworzącej wartość" w koreańskich i chińskich fabrykach kapitalistycznych. W tym przypadku jedna pozycja – „pozycja właścicielska" Apple z racji prawa monopolu do projektu iPhone'a – ma większą zdolność do przechwytywania wartości dodatkowej niż produktywni kapitaliści w Chinach i Korei. Nie hamuje to jednak wysokich stóp akumulacji kapitału produkcyjnego w Chinach czy Korei, a Apple pomnaża kapitał bez realizacji podstawowej produkcji.

Pionowej dezintegracji produkcji i jej globalnemu rozproszeniu towarzyszy odpowiednia centralizacja funkcji dowodzenia i kontroli w „globalnych miastach", takich jak Nowy Jork, Londyn i Tokio, w których rynki finansowe odegrały zasadniczą rolę we wzmacnianiu tej centralizacji. Ten wzorzec globalizacji różni się od kolonialnego wzorca handlu, gdy kraje słabo rozwinięte specjalizowały się w produktach podstawowych, a kraje rozwinięte specjalizowały się w produktach przemysłowych.

Ekspansja globalnych sieci produkcyjnych służyła podwójnemu celowi w rozwijającej się strategii korporacyjnej; redukcja kosztów produkcji sprzyjała finansjalizacji sektora przedsiębiorstw niefinansowych, zarówno poprzez wzrost zysków, jak i ograniczanie potrzeby ich reinwestowania w kraju, uwalnianie dochodów na zakup aktywów finansowych i podnoszenie udziału akcjonariuszy w zyskach. Zrozumienie powiązań między finansjalizacją, globalnymi łańcuchami tworzenia wartości i zawłaszczeniem wartości dodatkowej w postaci renty implikuje, że teza o separacji sfer produkcyjnej i finansowej nie broni się. Oddzielenie produkcji od finansów może być regionalnym zjawiskiem empirycznym, ograniczonym do wybranej gospodarki zachodniej. Kiedy rozważymy rolę globalnych łańcuchów wartości, wyłania się bardziej zdezagregowany obraz wytwarzania nadwyżek zarówno w kapitalistycznych, jak i niekapitalistycznych przestrzeniach produkcyjnych oraz w nowych formach przywłaszczenia tej nadwyżki w postaci renty. Kawa jest często uprawiana przez małe rodziny rolnicze w różnych krajach Ameryki Łacińskiej, Afryki i innych krajów, a fakt, że kontrolują ten handel duże firmy kapitalistyczne, które same mogą być bardzo aktywne w sferze finansowej, nie oznacza, że cały łańcuch wytwarzania i dostaw kawy wykazuje kapitalistyczną strukturę klasową. Niekapitalistyczna wartość dodatkowa jest pozyskiwana przez merkantylne firmy kapitalistyczne lub przechwytywana jako renta przez firmy dostarczające kluczowy element, którego nie można naśladować, niezależnie od tego, czy chodzi o towary oparte na wiedzy, jak opatentowane projekty takie jak Nike czy Reebok, wizerunek marki czy atmosfera konsumpcyjna (Starbucks). Źródłem tych handlowych zysków i rent jest niekapitalistyczna wartość dodatkowa produkowana w krajach rozwijających się. Wszelkie ujęcie finansjalizacji we współczesnym kapitalizmie musi zatem wyjaśniać relacje między różnymi formami kapitału, relacje między różnymi formami kapitału a produkcją niekapitalistyczną, a zatem to, co tak naprawdę kapitalizm oznacza w obliczu takiej heterogeniczności. To wyzwanie dla dalszych badań nad istotą finansjalizacji.

Bibliografia

1. Aalbers, M.B. (2017). The variegated financialization of housing. *International Journal of Urban and Regional Research, 41*: in press.
2. Aalbers, M.B. (2019a). Financialization. [W:] D. Richardson, N. Castree, M.F. Goodchild, A.L. Kobayashi, R. Marston (red.), *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology*. Oxford: Wiley.
3. Aalbers M.B. (2019b). *A place to call home or a place to accumulate wealth?* CMHC National Housing Conference November 21–22, 2019. https://eppdscrmssa01.blob.core.windows.net/cmhcprodcontainer/files/pdf/national%20housing%20conference/plenary-panel-1---manuel-aalbers.pdf?sv=2018-03-28&ss=b&srt=sco&sp=r&se=2021-05-07T03:55:04Z&st=2019-05-, dostęp: 20.11.2020.
4. Adrian, T., Ashcraft, A. (2012). Shadow banking regulation. *Annual Review of Financial Economics, 4*, s. 99–140. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110311-101810, dostęp: 19.12.2020.
5. Ahmed, S.I. (2019). *U.S. dollar share of global currency reserves at lowest since 2013.: IMF data*. Reuters, 2019. https://www.reuters.com/article/us-forex-reserves-idUSKBN1WF1IO, dostęp: 18.12.2020.
6. Alami, I. (2020). *Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami*. RIPE Series in Global Political Economy, Routledge, Oxon and New York. Cyt. za: Giovanni Villavicencio; The currency hierarchy (op. cit.).
7. Allen, F., Gu, X., Li, W., Qian, J., Qian, Y. (2020). Implicit guarantees and the rise of shadow banking: The case of trust products. *Imperial College London Working Paper*. Londyn: Imperial College London.
8. Amadeo, K. (2020a). Foreign Exchange Reserves and How They Work. *The Balance*, 2020. https://www.thebalance.com/foreign-exchange-reserves-3306258
9. Amadeo, K. (2020b). Who Owns the U.S. National Debt? The Biggest Owner Is Not Foreign Entities, but U.S. Taxpayers. *The Balance*, 2020. https://www.thebalance.com/who-owns-the-u-s-national-debt-3306124

10. Amadeo, K. (2020c). Why the US Dollar Is the Global Currency. *The Balance*, 2020. https://www.thebalance.com/world-currency-3305931, dostęp: 15.12.2020.
11. Anderson, A. (2018). The Warren Buffett Indicator Says Market is Significantly Overvalued. *GSI Exchange*, 2018. https://gsiexchange.com/warren-buffett-indicator-says-market-significantly-overvalued/, dostęp: 16.11.2020.
12. Arrighi, G. (2010). *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. Londyn: Verso. https://www.slideshare.net/conormccabe/arrighi-2009introduction, dostęp: 10.11.2020.
13. Arrighi, G., Silver, B.J. (2001). Capitalism and world (dis)order. *Review of International Studies (2001), 27*, s. 257–279. Copyright © British International Studies Association.
14. Bakk-Simon, K., Borgioli, S., Giron, C., Hempell, H., Maddaloni, A., Recine, F., Rosati, S. (2012). Shadow banking In the Euro area: An overview. *ECB Occasional Paper Series, 133*. Frankfurt: European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf, dostęp: 20.09.2020.
15. Bezemer, D., Hudson, M. (2016). Finance Is Not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction. *Journal of economic issues, 3, Vol. L*. https://doi.org/10.1080/0021362 4.2016.1210384
16. Bhattacharya, R., Seda-Irizarry, I.J. (2017). *Problematizing the Global Economy: Financialization and the "feudalization" of capital*. DOI: 10.4324/9781315206783-21
17. Bilski, J. (2015). Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego. Teoria i praktyka. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, 5*(316), 2015.
18. *BlackRock*. Wikipedia, (2020). https://en.wikipedia.org/wiki/BlackRock, dostęp: 10.12.2020.
19. Bloomberg and the financialization of the economy. *Thutmose V Daily Kos*, 2020. https://www.dailykos.com/stories/2020/2/21/1920902/-Bloomberg--and-the-financialization-of-the-economy, dostęp: 21.11.2020.
20. Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A., Nguyen, T. (2020). Patterns in Invoicing Currency in Global Trade. *IMF, Working Paper*, WP/20/126, 2020. s. 14–20.

21. Boz, E., Gopinath, G., Plagborg-Møller, M. (2018). *Global Trade and the Dollar*. s. 25–26. https://scholar.harvard.edu/files/gopinath/files/global_trade_dollar_20180331.pdf, dostęp: 03.12.2020.
22. Brzoza-Brzezina, M., Kotłowski, J. (2012). Measuring the natural yield curve. *National Bank of Poland Working Paper, 108*. Warszawa, 2012. https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/108_en.pdf dostęp: 23.11.2020.
23. Buchholz, K. (2020). *The Biggest Economies in the World*. Statista. https://www.statista.com/chart/19489/biggest-economies-in-the-world/, dostęp: 3.12.2020.
24. Bucifal, S. (2009). *Corporate Strategy Analysis: General Electric Co. (1981–present)*. Australian National University (ANU) – Crawford School of Public Policy. https://www.academia.edu/31010215/Corporate_Strategy_Analysis_General_Electric_Co_1981_present, dostęp: 2.12.2020.
25. Buffett Indicator (2020): *Where Are We with Market Valuations?* Guru Focus. https://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php, dostęp: 20.12.2020.
26. *Carry (investment)*. Wikipedia. https://en.wikipedia.org/wiki/Carry_(investment), dostęp: 11.12.2020.
27. *Carry trades na rynkach finansowych*. Admiral Markets, 2016. https://admiralmarkets.com/pl/education/articles/forex-strategy/carry-trades-na-rynkach-finansowych, dostęp: 15.12.2020.
28. *Central bank liquidity swap*. Wikipedia (2020). https://en.wikipedia.org/wiki/Central_bank_liquidity_swap, dostęp: 03.12.2020.
29. Chancel, L. (2018). *The elephant curve of global inequality and growth*. WID.world, Report 2018, file:///C:/Users/Henryk/Downloads/session-1-lucas-chancel-the-elephant-curve-of-global-inequality-and-growth-presentation%20(1).pdf, dostęp: 07.12.2020.
30. Chen, J. (2020). *Currency Carry Trade*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/c/currencycarrytrade.asp, dostęp:14.12.2020.

31. Chen, S. (2020). *A Recap on Market Valuation. The Warren Buffett Indicator is still telling you not to bet on America*. https://www.gurufocus.com/news/1073998/a-recap-on-market-valuation, dostęp: 10.12.2020.
32. Cipiur, J. (2011). *Shadow banking czyli pieniądze w strefie ryzyka*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/shadow-banking-czyli-pieniadze-w-strefie-ryzyka, dostęp: 30.12.2020.
33. Cipiur, J. (2014). *Shadow banking wyszedł z cienia*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/shadow-banking-wyszedl-z-cienia, dostęp: 23.12.2020.
34. Currency Carry Trade: (2019) *What is it and how does it work? Daily FX*, 2019. https://www.dailyfx.com/education/why-trade-forex/currency-carry-trade.html, dostęp: 25.11.2020.
35. Czech, K. (2020). *Walutowa strategia spekulacyjna „carry trade"*. s. 137–138. http://sj.wne.sggw.pl/pdf/EIOGZ_2012_n95_s135.pdf, dostęp:13.12.2020.
36. Czerwonka, M., Gorlewski, B. (2012). *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
37. Dang, T., Liu, L., Wang, H., Yao, A. (2019). Shadow banking modes: The Chinese versus US system. *Columbia University Working Paper*. New York. http://www.columbia.edu/~td2332/Paper_Banking.pdf, dostęp: 12.12.2020.
38. *Dark Pools czyli Wielki Handel w Czarnej „Dziurze"* by kkk21 and Bmen on EDUkacyjnie (2018). https://www.bogaty.men/dark-pools-czyli-wielki-handel-w-czarnej-dziurze, dostęp: 11.12.2020.
39. Dąbrowski, M. (2020). Can the Euro Dethrone the US Dollar as the Dominant Global Currency? Not so Soon, if Ever. In-depth analysis, Requested by the ECON committee. *Monetary Dialogue Papers*, 2020, s. 16. https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207504/CASE_FINAL%20online.pdf, dostęp: 13.12.2020.
40. Dąbrowski, T.J., Fierla, A., Grygiel-Tomaszewska, A. (2018). *Pomiar finansjeryzacji. Próba konceptualizacji*. Oficyna Wydawnicza SGH. Warszawa, 2018

41. de Best, R. (2020). *Share of currencies in global foreign exchange reserves from 2009 to 2019. Distribution of global foreign exchange currency reserves 2009–2019*. Statista, 2020. https://www.statista.com/statistics/233674/distribution-of-global-currency-reserves, dostęp: 03.12.2020.
42. De Silva, D. (2020). Ten wykres może wyjaśnić, dlaczego Berkshire wciąż czeka na uboczu. *Seeking Alpha*, 2020. https://seekingalpha.com/article/4337193-this-chart-might-explain-why-berkshire-is-still-waiting-on-sidelines, dostęp: 6.12.2020.
43. Derivate zählen zu den am meisten gehandelten Finanzprodukten weltweit. Wissen zu Finanzderivaten (2020). https://finanzderivate.info/allgemeines/universum-gehandelter-derivate/, dostęp: 26.11.2020.
44. Dhir, R. (2019). *Efficient Market Hypothesis: Is the Stock Market Efficient?* Investopedia. https://www.investopedia.com/articles/basics/04/022004.asp, dostęp: 14.12.2020.
45. Domhoff, G.W. (2017). *Wealth, Income, and Power. Who rules America*. California, 2017. https://whorulesamerica.ucsc.edu/, dostęp: 10.09.2020.
46. Dore, R. (2008). Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change, 17*(6). https://academic.oup.com/icc/article-abstract/17/6/1097/7513211097-1112, dostęp: 28.11.2020.
47. Dreher, F., Gräb, T., Kostka, J. (2018). From carry trades to curvy trades. *EBC, 2149*, 2018. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2149.en.pdf, dostęp: 13.12.2020.
48. Druga dyrektywa rady z dnia 15 grudnia 1989 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniająca dyrektywę 77/780/EWG. http://orka.sejm.gov.pl/Drektywy.nsf/all/31989L0646/USDFile/31989L0646.pdf, dostęp: 12.12.2020.
49. Duggan, W. (2020). *What Is The Buffett Indicator?* Yahoo finance, 2020. https://finance.yahoo.com/news/buffett-indicator-202500577.html, dostęp: 20.11.2020.

50. Durand, C., Gueuder, M. (2016). The Investment-Profit nexus in an Era of Financialisation and Globalisation. A Profit-centred Perspective. *Post Keynesian Economics Study Group Working Paper, 1614*, 2016. http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1614_LHEgFRy.pdf, dostęp: 09.12.2020.
51. Dünhaupt, P. (2016). Financialization and the crises of capitalism. *Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Working Paper No. 67/2016*. Institute for International Political Economy (IPE), Berlin. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/140624/1/85892790X.pdf, dostęp: 13.11.2020.
52. Dżuryk, A. (2019). *Wyzwania regulacyjne związane z równoległym systemem bankowym*. obserwatorfinansowy.pl, dostęp: 12.12.2020.
53. Epstein, G. (2001). *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, 2001. s. 2. https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf, dostęp: 21.11.2020.
54. Epstein, G. (red.). (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar. https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf, dostęp: 10.11.2020.
55. Epstein, G., Power, D. (2003). Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries. *Canadian Journal of Development Studies, 2, Vol. 24*, s. 229–248. https://www.networkideas.org/feathm/apr2003/Gerald_Power.pdf, dostęp: 11.11.2020.
56. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, ESRB, dostęp: 01.12.2020. https://www.infosperber.ch/wirtschaft/kapitalmarkt/schattenbanken-wachsen-den-aufsichtsbehoerden-ueber-den-kopf/
57. Faudot A., Ponsot J-F. (2016). The Dollar Dominance: Recent Episode of Trade Invoicing and Debt Issuance. *Journal of Economic Integration, 31*(1), s. 41–64. https://ideas.repec.org/a/ris/integr/0678.html, dostęp: 23.11.2020.

58. *Fed gives central banks wider access to US dollars with repo agreement*. The Business Times, 2020. https://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/fed-gives-central-banks-wider-access-to-us-dollars-with-repo-agreement, dostęp: 10.12.2020.
59. *Federal Reserve announces the establishment of temporary U.S. dollar liquidity arrangements with other central banks*. Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020-03-19. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/central-bank-liquidity-swaps.htm, dostęp: 15.12.2020.
60. Fichtner, J. (2019). *The Rise of Institutional Investors*, s. 3–4. https://doi.org/10.31235/osf.io/2u6pg, dostęp: 12.12.2020.
61. Fierla, A. (red.). (2018). *Wokół finansjeryzacji. Wybrane zagadnienia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
62. Fierla, A., Grygiel-Tomaszewska A. (2017). Proces finansjeryzacji. [W:] A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
63. Filar, D. (2019). Wracając do prymatu realnej sfery gospodarki. [W:] J. Hausner, W. Paprocki (red.), *Dewiacje finansjalizacji* (s. 69–70). Warszawa: CeDeWu. https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/02/publikacje09__Dewiacje-finansjalizacji.pdf, dostęp: 2.12.2020.
64. Finanzstabilitätsrat will Regeln für Schattenbanken verschärfen. *Handelsblatt*, 2020. https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/regulierung-finanzstabilitaetsrat-will-regeln-fuer-schattenbanken-verschaerfen/26632226.html?ticket=ST-2985988-gvztzjSMbkv1LP9So1FV-ap6, dostęp: 02.12.2020.
65. Fleming, T.R. (2014). An Analysis of the Carry Trade: Historical and Empirical Evidence from the Japanese Yen and Australian Dollar Currency Pair. *Trace: Tennessee Research and Creative Exchange*. Knoxville: University of Tennessee. https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2740&context=utk_chanhonoproj, dostęp: 09.12.2020.
66. Foster, J.B. (2010). The financialization of accumulation. *Monthly Review, 62*(5). https://monthlyreview.org/2010/10/01/the-financialization-of-accumulation/

67. Fritz, B., de Paula L.F., Prates, D.M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. https://www.elgaronline.com/, published in print: 2018, s. 209–211. https://www.lai.fu-berlin.de/homepages/fritz/publikationen/global-currency-hierarchy-and-national-policy-space.pdf, dostęp: 15.12.2020.
68. FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report: 2012–2017; Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation: 2018–2019, dostęp do strony www.onlinelibrary.wiley.com, 18.12.2020.
69. Gasche, U.P. (2019). Schattenbanken wachsen den Aufsichtsbehörden über den Kopf. *Infosperber, 5*.
70. Gąsiorowski, M. (2019). https://businessinsider.com.pl/finanse/fundusze/podatek-od-transakcji-finansowych-w-ue-podatek-tobina/lhrfp48, dostęp: 19.12.2020.
71. Gemzik-Salwach, A., Opolski, K. (red.). (2020). *Gospodarka i społeczeństwo w dobie finansjalizacji*. Warszawa: CeDeWu.
72. Globalna rola dolara amerykańskiego. *Kryptoholista*, 2020. https://kryptoholista.pl/ekonomia/globalna-rola-dolara-amerykanskiego, dostęp: 25.11.2020.
73. Goda, T. (2013). The role of income inequality in crisis theories and in the subprime crisis. *Post Keynesian Economics Study Group Working Paper, 1305*. https://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1305.pdf, dostęp: 11.12.2020.
74. Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F.J., Gourinchas, P-O., Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant Currency Paradigm. *American Economic Review, 110*(3), 677–719. https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20171201, dostęp: 07.12.2020.
75. Gopinath, G., Stein, J.C. (2018). Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency. *Harvard and NBER*, s. 2. https://scholar.harvard.edu/files/gopinath/files/dominantcurrency.pdf, dostęp: 1.12.2020.
76. Gostomski, G. (2014). Finansyzacja w gospodarce światowej. *Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej, 33*, s. 299–311.

77. Grassman, S. (1973). A fundamental symmetry in international payment patterns. *Journal of International Economics, 3*(2), s. 105–116. University of Stockholm.

78. Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. Approved by the Executive Board. *International Monetary Fund*, 2001. https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm, dostęp: 12.12.2020.

79. Gulski, B. (2018). Finansyzacja jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa. *Studia i prace*, zeszyt 169/2018, s. 79–97. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Oficyna Wydawnicza SGH.

80. Guttmann, R. (2017). Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism, *Economia e Sociedade*, Campinas, t. 26, Número Especial, s. 857–877, dez. 2017. 869 https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art2, dostęp: 15.12.2020.

81. Guttmann, R., et Durand, C. (2016). *Finance will get less aggressive and smaller.* An interview with Robert Guttmann. https://journals.openedition.org/regulation/12144, dostęp:11.12.2020.

82. Hachem, K. (2018). Shadow banking in China. *Annual Review of Financial Economics, 10*, s. 287–308.

83. Hardy, J.J. (2018). *Dolar amerykański to tykająca bomba na rynku, a moment wybuchu jest coraz bliżej*. Komentarze ekspertów. Saxo Bank. https://alebank.pl/dolar-amerykanski-to-tykajaca-bomba-na-rynku-a-moment-wybuchu-jest-coraz-blizej/?id=249418&catid=625, dostęp: 23.11.2020.

84. Hayes, A. (2020). *Clearing House Interbank Payments System (CHIPS)*. Investopedia, updated 2020. https://www.investopedia.com/terms/clearing-house-interbank-payments-system-chips.asp, dostęp: 15.11.2020.

85. Hein, E. (2009). 'Financialisation', distribution, capital accumulation and productivity growth in a Post-Kaleckian model. *Berlin School of Economics and Law*. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18574/1/Hein-Financialisation_productivity_growth_in_a_post-Kaleckian_model-WP.pdf, dostęp: 1.06.2020.

86. Hein, E. (2013). Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. *Berlin School of Economics and Law and Institute for International Political Economy, Working Paper No. 746*, 15, s. 21–24. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_746.pdf, dostęp: 20.11.2020.

87. Hein, E. (2014a). *Distribution and Growth after Keynes: A Post-Keynesian Guide*. Cheltenham: Edward Elgar. www.e-elgar.com/assets/Companion-Pages/Hein-Distribution/cd458945cd/5._post-Keynesian_distribution_and_growth_theories_ii_dg_after_keynes_final.pdf, dostęp: 28.11.2020.

88. Hein, E. (2014b). *Financialization, distribution, growth and crisis – long-run tendencies*. Conference 'Financialization and Labour. WZB Berlin, February 27–28, 2014. https://www.wzb.eu/system/files/docs/dsi/af/02_hein_financialisation.pdf, dostęp: 19.12.2020.

89. Hein, E., Vogel, L. (2007). Distribution and growth reconsidered: empirical results for six OECD countries. *Cambridge Journal of Economics 2008*. http://gesd.free.fr/heinvogel.pdf, dostęp: 14.11.2020.

90. Honbing, S. (2016). *Wojna o pieniądz. Prawdziwe źródła kryzysów finansowych*. Wektory, 2016. https://www.rodaknet.com/Ksiazka_Wojna_o_pieniadz._Prawdziwe_zrodla_kryzysow_finansowych_-_Song_Hongbing.pdf, dostęp: 25.11.2020.

91. Horowitz, J.M., Igielnik, R., Kochhar, R. (2020). Trends in income and wealth inequality. *Pew Research Center*. https://www.pewsocialtrends.org/2020/01/09/trends-in-income-and-wealth-inequality, dostęp: 08.12.2020.

92. *How Does High Frequency Trading Work?* Finance – Zacks. https://finance.zacks.com/high-frequency-trading-work-9288.html, dostęp: 20.11.2020.

93. *How We Lost Control Of The Real Economy By Trying To Control Everything*. Crush the Market Blog, 10/18/2016. http://www.crushthemarket.com/home/how-we-lost-control-of-the-real-economy-by-trying-to-control-everything, dostęp: 12.12.2020.

94. https://www.caixabankresearch.com/en/sector-analysis/banking/shadow-banking-china-looming-shadow, źródło pierwotne: People's Bank of China, Moody's. China Trustee Association and China's Wealth Management Registrations System, dostęp: 06.12.2020.

95. https://www.infosperber.ch/wirtschaft/kapitalmarkt/schattenbanken-wachsen-den-aufsichtsbehoerden-ueber-den-kopf/, Financial Stability Board FSB, dostęp: 07.12.2020.
96. https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1220469, Monitor by Moody's (March 2020), dostęp 20.12.2020.
97. https://onlinelibrary.wiley.com/cms/asset/97279d14-0f0b-4999-9701-a362256d1522/manc12331-fig-0001-m.jpg, dostęp: 17.12.2020.
98. https://www.slideshare.net/FGInstitute/shadow-banking-compared-china-us-and-the-eu, źródło pierwotne: Fung Global Institute, dostęp: 29.12.2020.
99. Huterska, A. (red.). (2012). Porządkowanie funkcjonowania bankowości równoległej. *Copernican Journal of Finance & Accounting, 1*, s. 54–55.
100. *Income inequality in the United States*. Wikipedia, the free encyclopedia https://en.wikipedia.org/wiki/Income_inequality_in_the_United_States, dostęp: 09.12.2020.
101. *Jakie aktywa zdominują kolejną hossę?* Independent Trader, 2019. https://independenttrader.pl/jakie-aktywa-zdominuja-kolejna-hosse.html, dostęp: 03.12.2020.
102. Jakobs, H.J. (2016). *Who Owns the World?* Publishing House Knaus. https://service.randomhouse.de, dostęp: 14.12.2020.
103. Jayadev, A., Epstein, G. (2007). The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries. *Peri, Working Paper Series, 123*. https://scholarworks.umass.edu/peri_workingpapers/88/, dostęp: 23.11.2020.
104. Johnson, S., Schott, J.J. (2013). *Financial Services in the Transatlantic Trade and Investment Partnership*. Peterson Institute for International Economics, s. 3. https://www.piie.com/publications/policy-briefs/financial-services-transatlantic-trade-and-investment-partnership, dostęp: 11.11.2020.
105. Jourdan, S. (2017). *Quantitative easing benefitted the richest, ECB shows*. Positive Money Europe. https://www.positivemoney.eu/2017/04/ecb-shows-qe-benefits-richest/, dostęp: 10.12.2020.
106. Kargula, N., Widła, I. (2020). *Konsensus Waszyngtoński*. Encyklopedia Zarządzania. https://mfiles.pl/pl/index.php/Konsensus_Waszyngto%C5%84ski, dostęp: 20.11.2020.

107. Kącek, L., Lubiński, M. (2010). *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*. https://core.ac.uk/download/pdf/6398115.pdf, dostęp: 10.11.2020.

108. Kenton, W. (2018). *Upstairs Market*. Investopedia, updated 2018. https://www.ineteconomics.org/perspectives/videos/the-consequences-of-money-manager-capitalism, dostęp: 07.11.2020.

109. Kenton, W. (2019). *Financialization. What Is Financialization?* Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/f/financialization.asp, dostęp: 09.11.2020.

110. Keunecke, U. (2016). Bankenaufsicht reguliert Schattenbanken. *Privat Banking Magazin*. https://www.private-banking-magazin.de/countdown--bankenaufsicht-reguliert-schattenbanken-1477298999/, dostęp: 09.12.2020.

111. *Key Drivers of the National Debt*. Peter G. Peterson Foundation. https://www.pgpf.org/the-fiscal-and-economic-challenge/drivers, dostęp: 2.12.2020.

112. Keynes, *J.M. On Human Nature and Markets*. Novel Investor, 2017. https://novelinvestor.com/john-maynard-keynes-human-nature-markets/, dostęp: 15.11.2020.

113. Khatiwada, S. (2010). *Did the financial sector profit at the expense of the rest of the economy? Evidence from the United States*. International Institute for Labour Studies. Cornell University ILR School 2010, s. 4. https://ecommons.cornell.edu/bitstream/handle/1813/87366/dp206_2010.pdf?sequence=1, dostęp: 14.11.2020.

114. Kietliński, M. (2020). *Dark Pools – ciemniejsza strona giełdy*. DNA rynków. https://dnarynkow.pl/dnarynkow-pl-dark-pools-ciemniejsza-strona-gieldy/, dostęp: 21.11.2020.

115. Kliman, A., Williams, S.D. (2015). Why "financialization" hasn't depressed US productive investment. *Cambridge Journal of Economics, 39*(1), s. 67–92. https://www.researchgate.net/publication/275418171_Why_'Financialisation'_Hasn't_Depressed_US_Productive_Investment, dostęp: 28.09.2020.

116. Kotz, D. (2009). The financial and economic crisis of 2008: A systemic crisis of neoliberal capitalism. *Review of Radical Political Economics, 41*(3), s. 305–317. https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0486613409335093, dostęp: 11.12.2020.

117. Kotz, D. (2013). The current economic crisis in the U.S.: A crisis of over--investment. *Review of Radical Political Economics, 45*(3), s. 284–294. https://content.csbs.utah.edu/~mli/Economics%207004/Kotz-US%20Economic%20Crisis%20of%20Over%20Investment.pdf, dostęp: 25.09.2020.

118. Kotz, D. (2015). *Roots of the current economic crisis: capitalism, forms of capitalism, politics, and contingent events*. https://thenextrecession.files.wordpress.com/2015/01/rootsofthecurrenteconomiccrisis_preview.pdf, dostęp: 30.09.2020.

119. Kotz, D., McDonough, T. (2008). Global neoliberalism and the contemporary social structure of accumulation. [W:] T. McDonough, M. Reich, D. Kotz (red.), *Contemporary Capitalism and its Crises – Social Structure of Accumulation Theory for the 21st Century* (s. 93–120). Nowy Jork: Cambridge University Press. https://www.researchgate.net/publication/265068531_Global_Neoliberalism_and_the_Contemporary_Social_Structure_of_Accumulation, dostęp: 27.09.2020.

120. Kowalczyk, D. (2015). Zmiany w polskim nadzorze bankowym po kryzysie finansowym. *Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 13*. Wyd. WZ UG, Zarządzanie i Finanse, s. 33–45.

121. Kowalewski, P. (2016). *Potęga dolara USA*. NBP, Portal Edukacji Ekonomicznej. https://www.nbportal.pl/wiedza/artykuly/pieniadz/potega-dolara-usa, dostęp: 10.11.2020.

122. Kowalewski, P. (2020). Najwierniejsza przyjaciółka dolara. https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/najwierniejsza-przyjaciolka-dolara/, dostęp: 23.11.2020.

123. Krippner, G.R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio--Economic Review, 3*, s. 174. https://www.depfe.unam.mx/actividades/10/financiarizacion/i-7-KrippnerGreta.pdf, dostęp: 14.11.2020.

124. Krippner, G. (2017). *The Politics of Financialization. An Interview with Greta Krippner*. Revue de la regulation Capitalisme, institutions, pouvoirs. dostęp: 26.11.2020.

125. Krugman, P. (1984). The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. [W:] *Exchange Rate Theory and Practice*. University of Chicago Press, s. 264. https://www.nber.org/system/files/chapters/c6838/c6838.pdf, dostęp: 03.12.2020.

126. Kulak, E. (2017). *FinTech and The Financial Supermarket*. https://medium.com/@ekulak/fintech-and-the-financial-supermarket-6260218eff91, dostęp: 24.11.2020.

127. Lahart, J. (2007). In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency. Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His 'Moment' Has Arrived. *WS Journal*. https://www.wsj.com/articles/SB118736585456901047, dostęp: 12.11.2020.

128. Lapavitsas, C. (2013). *The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'*. s. 792–805. Published online: 11 Dec 2013. https://doi.org/10.1080/13604813.2013.853865, dostęp: 12.12.2020.

129. Lautenschläger, M. (2020). *Passive Investment Strategies Are On the Rise. In Blockchain, Crypto, Digital Assets, Investors*. Iconic Holding. https://iconicholding.com/passive-investment-strategies-are-on-the-rise/, dostęp: 10.11.2020.

130. Lavoie, M. (2020). Was Hyman Minsky a post-Keynesian economist? *Review of Evolutionary Political Economy,* 1, s. 85–101(2020). https://link.springer.com/article/10.1007/s43253-020-00002-7, dostęp:14.11.2020.

131. Lavoie, M., Stockhammer, E. (2012). Wage-led Growth: Concept, Theories and Policies. *Conditions of Work and employment*, 41. International Labor Office, Geneva. https://www.researchgate.net/publication/304853159_Wage-led_Growth_Concept_Theories_and_Policies#fullTextFileContent, dostęp: 15.12.2020.

132. Lazonick, W. (2011). *The Innovative Enterprise and the Developmental State: Toward an Economics of 'Organizational Success'*, paper presented at the conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, NH. https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/BWpaper_LAZONICK_040811.pdf, dostęp: 11.10.2020.

133. Leiserson, G., McGrew, W., Kopparam, R. (2019). *The distribution of wealth in the United States and implications for a net worth tax*. Washington Center for Equitable Growth. https://equitablegrowth.org/the-distribution-of-wealth-in-the-united-states-and-implications-for-a-net-worth-tax/, dostęp: 25.11.2020.

134. Li, J. (2017). *Warren Buffett's Market Indicator Remains Significantly High. Guru's holdings reach high price valuations.* https://www.gurufocus.com/news/561019/warren-buffetts-market-indicator-remains-significantly-high, dostęp: 20.12.2020.

135. Marszałek, P. (2018). Instytucje shadow banking w systemie finansowym obszaru euro – cechy, zakres, kontrowersje. *Studia BAS, 1*(53), s. 31–32.

136. Marcinkowska, M. *The two faces of financialization*. Prezentacja. Uniwersytet Łódzki.

137. Marte, J. (2020). *Trump touts stock market's record run, but who benefits?* Reuters. https://www.reuters.com/article/us-usa-trump-speech-stocks-analysis-idUSKBN1ZZ19A, dostęp: 23.11.2020.

138. Masiukiewicz, P. (2011). *Zarządzanie sanacją banku*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

139. Masiukiewicz, P. (2012). Regulacje a ryzyko shadow banking w Polsce. *Zarządzanie i Finanse, 4*, s. 9.

140. Matysek-Jędrych, A. (2008). Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje. *Bank i Kredyt, 1*, s. 36–37.

141. McGrath, C. (2018). 80% of equity market cap held by institutions. *Pensions & Investment*. https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions, dostęp: 15.12.2020.

142. McKinnon, R., Schnabl, G. (2014). China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China & World Economy, 3, Vol. 22.* https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1749-124X.2014.12066.x, dostęp: 14.11.2020.

143. Mecklenburg-Guzman, C.A. (2011). *International Financial Conglomerates: The Rise and Fall of the Giants*. Amazon

144. Medleva, V. (2019). *What is carry trading? Today's trendy technique explained.* https://capital.com/what-is-carry-trading, dostęp: 25.11.2020.

145. Michorowski, M., Pollok, A. (2013). Globalizacja rynków finansowych. Źródła i mechanizmy. *PTE. Zeszyty Naukowe, 14*. Kraków.

146. Minsky, H.P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Bard College. Bard Digital Commons, s. 14–15. https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1143&context=hm_archive, dostęp: 09.12.2020.

147. Minsky, H.P. (1988). *Schumpeter: finance and evolution*. Prepared for a Conference: Evolution of Technology and Market Structure in an International Contex, July 14, 1988. s. 34–35. https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/314/, dostęp: 09.11.2020.

148. Miszewski, M. (2018). *Finansyzacja – znak naszych czasów*. https://www.sprawynauki.edu.pl/archiwum/dzialy-wyd-elektron/312-ekonomia-el3/3844-finansyzacja-znak-naszych-czaso

149. Moody's Investors Service estimates, National Bureau of Statistics and PBOC. https://asianbankingandfinance.net/lending-credit/news/chinas-shadow-banking-assets-fall-two-year-low-in-q1-even-crackdown-eases, dostęp: 07.12.2020.

150. *New Deal Programs* (2020). The Living New Deal. https://livingnewdeal.org/what-was-the-new-deal/programs/, dostęp: 10.05.21.

151. Nowak, A. (2020). *Rynek Forex – co to takiego?* Forex Club. https://forexclub.pl/rynek-forex-czym-jest/, dostęp: 08.11.2020.

152. Nowak, N. (2020). *Shadow banking*. Encyklopedia Zarządzania. https://mfiles.pl/pl/index.php/Shadow_Banking, dostęp: 20.12.2020.

153. OECD (2013). *New Sources of Growth: Knowledge-Based Capital*. Key Analyses and Policy Conclusions. Synthesis report. https://www.oecd.org/sti/inno/knowledge-based-capital-synthesis.pdf

154. Orhangazi, Ö. (2006). Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics, 32*, s. 863–86. https://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1120&context=peri_workingpapers, dostęp: 20.12.2020.

155. Ötsch, R., Troost, A. (2018). Vormarsch der Schattenbanke. Die Industriestaaten haben aus der großen Finanzkrise von 2008 nur halbherzig gelernt. *Nd, journalismus von links*. https://www.neues-deutschland.de/artikel/1099155.finanzkrise-vormarsch-der-schattenbanken.html, dostęp: 20.11.2020.

156. Painceira, J.P. (2008). Developing Countries in the Era of Financialization: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation. *Research on money and finance. Discussion Paper, 4*. www.researchgate.net/publication/254449158_Developing_Countries_in_the_Era_of_Financialisation_From_Deficit_Accumulation_to_Reserve_Accumulation, dostęp: 14.10.2020.

157. Palley, T.I. (2007). Financialization: what it is and why it matters. *Working Paper, 525*, s. 7–9. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf, dostęp: 09.12.2020.

158. Palley, T. (2009). The limits of Minsky's financial instability hypothesis as an explanation of the crisis. *IMK Working Paper, 11*. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/105923/1/imk-wp_2009-11.pdf, dostęp: 23.10.2020.

159. Philippon, T. (2008). *The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence*. Published 2008. https://www.semanticscholar.org/paper/The-Evolution-of-the-US-Financial-Industry-from-to-Philippon/9f5ca11fb0bc535c6b1b7f4b2e31ae7ab291dd45, dostęp: 15.11.2020.

160. Picardo, E. (2020). *An Introduction to Dark Pools*. Investopedia. https://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp, dostęp: 28.10.2020.

161. Piketty, T. (2013). The new prosperity of rentiers. *A Planet for life*. http://regardssurlaterre.com/en/new-prosperity-rentiers, dostęp: 25.10.2020.

162. Pollin, R. (1996). Contemporary Economic Stagnation in World Historical Perspective. *New Left Review, 219*, s. 115–16. https://newleftreview.org/issues/i219/articles/robert-pollin-contemporary-economic-stagnation-in-world-historical-perspective, dostęp: 16.11.2020.

163. Pollin, R., Heintz, J. (2013). *Studies in Financial Systems, No 10*. Study of U.S. Financial System, s. 8. https://econpapers.repec.org/paper/fesfstudy/fstudy10.htm

164. Pollin, R., Heintz, J. (2013). *Studies in Financial Systems, No 10*. Study of U.S. Financial System. Financialisation, Economy, Society And Sustainable Development, s. 13. https://ideas.repec.org/p/fes/fstudy/fstudy10.html, dostęp: 01.10.2020.

165. Powell, J. (2013). *Subordinate financialization: a study of Mexico and its nonfinancial corporations*. PhD Thesis. s. 143–145. SOAS, University of London. https://doi.org/10.25501/SOAS.00017844, dostęp: 14.12.2020. https://core.ac.uk/download/pdf/19090664.pdf, dostęp: 14.12.2020.

166. Prasad, E., Sorkin, I. (2009). *Sky's the Limit? National and Global Implications of China's Reserve Accumulation*. BROOKINGS. https://www.brookings.edu/articles/skys-the-limit-national-and-global-implications-of-chinas-reserve-accumulation/, dostęp: 25.10.2020.

167. Ramos, R.A. (2017). *Financialization at the international level: evidence from emerging market economies*. SciELO Brazil. https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-06182017000400959, dostęp: 26.11.2020.

168. Ramotowski, J. (2015). *Unia bankowa tworzy się przez konwergencję i dialog*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/unia-bankowa-tworzy-sie-przez-konwergencje-i-dialog/, dostęp: 21.12.2020.

169. Ramotowski, J. (2016). *Nadzór zaczyna mierzyć bankowość cienia*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/nadzor-zaczyna-mierzyc-bankowosc-cienia/, dostęp: 22.12.2020.

170. Ramotowski, J. (2017a). *EBA zapowiada kolejne reformy regulacji bankowych*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/eba-zapowiada-kolejne-reformy-regulacji-bankowych/, dostęp: 28.12.2020.

171. Ramotowski, J. (2017b). *Unia chce wzmocnić system nadzoru nad rynkami*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/unia-chce-wzmocnic-system-nadzoru-nad-rynkami/, dostęp: 20.12.2020.

172. Ramotowski, J. (2018). *MREL będzie wyzwaniem dla banków i regulatorów*. https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/mrel-bedzie-wyzwaniem-dla-bankow-i-regulatorow/, dostęp: 27.12.2020.

173. Ratajczak, M. (2015). Wprowadzenie do teorii kapitalizmu kognitywnego: kapitalizm kognitywny jako reżim akumulacji. [W:] *Praktyka Teoretyczna, 1*(15).

174. Ratajczak, M. (2017). Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji. Problemy i poglądy. *Bezpieczny Bank, 3*(68), s. 9–11.

175. Ratajczak, M., Bludnik, I. (2017). *Teoria obiegu pieniężnego w warunkach finansjalizacji*. Studia ekonomiczne – economic studies, nr 2 (XCIII).

176. Reiss, D.G. (2015). *Invoice Currency; puzzling evidence and new questions from Brazil*. Banco Central do Brasil, Universidade de Brasília. s. 7–8. https://www.researchgate.net/publication/274719656_Invoice_Currency_puzzling_evidence_and_new_questions_from_Brazil, dostęp: 26.12.2020.

177. Richter, F. (2019). *The U.S. Dollar Still Dominates Global Reserves*. Statista. https://www.statista.com/chart/18882/currency-composition-of-worldwide-foreign-exchange-reserves/, dostęp: 15.10.2020.

178. Richter, W. (2020a). *Status of US Dollar as Global Reserve Currency v. Euro, Yen, Chinese Renminbi, & Others*. Wolf Street. https://wolfstreet.com/2020/01/02/us-dollar-as-global-reserve-currency-chinese-renminbi/, dostęp: 08.12.2020.

179. Richter, W. (2020b). *But Who Bought this Huge Pile of US Government Debt?* Wolf Street. https://wolfstreet.com/2020/06/16/but-who-bought-this-huge-pile-of-us-government-debt/, dostęp: 28.11.2020.

180. Riedl, B. (2019). *Getting to yes: a history of why budget negotiations succeed, and why they fail*. Report. s. 5. https://media4.manhattan-institute.org/sites/default/files/R-0619BRdl.pdf, dostęp: 09.12.2020.

181. *Risiken der Finanzintermediation durch Nicht-Banken. Systemrisken durch "Shadow Banking"*. Redaktion RiskNET. 2020. https://www.risknet.de/themen/risknews/systemrisken-durch-shadow-banking/, dostęp: 15.05.2020.

182. Ritholtz, B. (2016). *Shift From Active to Passive Investing Isn't What It Seems*. Bloomberg Opinion. https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2016-10-28/shift-from-active-to-passive-investing-isn-t-what-it-seems, dostęp: 04.12.2020.

183. Russo, J. (2017). *Making the Most of Fragmented Capital Markets*. https://medium.com/@ronrussojr/making-the-most-0f-fragmented-capital-markets-2fc17fb813ae, dostęp: 28.10.2020.

184. Rydzewska, A. (2017). Finansjalizacja a klasyczne funkcje giełdy papierów wartościowych. *Studia i Prace, Kolegium Zarządzania i Finansów,* zeszyt naukowy 154, s. 155–172. https://ssl-kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/czasopisma/zeszyty_naukowe_studia_i_prace_kzif/Documents/Alina%20Rydzewska_154.pdf, dostęp: 28.10.2020.

185. Samcik, M. (2020). *Inwestowanie pasywne kontra aktywne. Który styl wygrywa w lokowaniu oszczędności? To nie zapasy, więc za pasywność nie ma kary.* SOF Subiektywnie o finansach. https://subiektywnieofinansach.pl/inwestowanie-pasywne-kontra-inwestowanie-pasywne-kto-wygrywa-etf-finax/, dostęp: 03.12.2020.

186. Sau, L. (2019). *Schumpeter vs Minsky on the Evolution of Capitalism and Entrepreneurship*. Department of Economics and Statistics "Cognetti de Martiis" University of Torino (Turin), s. 8–10. https://siecon3-607788.c.cdn77.org/sites/siecon.org/files/media_wysiwyg/sau.pdf, dostęp:17.11.2020.

187. Sawyer, M. (2014). What Is Financialization? *International Journal of Political Economy: a journal of translations, 42*(4), s. 5–18. http://eprints.whiterose.ac.uk/82350/, dostęp: 14.12.2020.

188. Schrager, A. (2019). *Americans own more stock than ever – how will it change the economy?* https://finance.yahoo.com/news/americans-own-more-stock-ever-110001914.html, dostęp: 17.12.2020.

189. Schulmeister, S. (2009). On the manic-depressive fluctuations of speculative prices. [W:] E. Hein, T. Niechoj, P. Spahn, A. Truger (red.), *Finance-led capitalism. Macroeconomic effects of Changes in the Financial sector, 2nd ed* (s. 3–4). Marburg: Metropolis–Verlag, https://ideas.repec.org/b/imk/fmmcps/11-2008.html, dostęp: 15.12.2020.

190. *Shadow Banking w Chinach*. https://pl.qaz.wiki/wiki/Shadow_Banking_in_China, dostęp: 22.12.2020.

191. Sigrist, M. (2018). *45'000 Milliarden Dollar in den Händen von Schattenbanken*. Steigende Finanzrisiken. SRF, Dienstag. https://www.srf.ch/news/wirtschaft/steigende-finanzrisiken-45-000-milliarden-dollar-in-den-haenden-von-schattenbanken, dostęp: 15.12.2020.

192. Sinapi, C., Gagne, Y. (2016). *Financialization Of Non-Financial Companies: An Insight in the Automotive Sector*. https://www.researchgate.net/publication/308901243_Financialization_of_non-financial_companies_an_insight_in_the_automotive_sector, dostęp: 14.12.2020.

193. Siripurapu, A. (2020). *The Dollar: The World's Currency*. Council Foreign Relations. https://www.cfr.org/backgrounder/dollar-worlds-currency, dostęp: 10.12.2020.

194. Skipper, H.D., Bowles, T.P. (1999). *Financial services integration worldwide: promises and pitfalls*. Atlanta. https://www.researchgate.net/publication/254843579_FINANCIAL_SERVICES_INTEGRATION_WORLDWIDE_PROMISES_AND_PITFALLS, dostęp: 24.11.2020.

195. Sławiński, A. (2006). *Rynki finansowe* (s. 88–89). Warszawa: PWE.

196. Smaga, P. (2014). Zbyt duży system finansowy jako zagrożenie dla wzrostu gospodarczego. [W:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji* (s. 307–325). SGH w Warszawie.

197. Smith, N. (2016). *How Finance Took Over The Economy*. Bloomberg View April. https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2016-04-20/how-finance-came-to-dominate-the-u-s-economy, dostęp: 25.11.2020.

198. Snow, R. (2019). *Currency Carry Trade: What is it and how does it work?* Daily FX. https://www.dailyfx.com/education/why-trade-forex/currency-carry-trade.html, dostęp: 04.11.2020.

199. Solarz, J.K. (2014). *Shadow banking jako innowacja finansowa*. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, nr 186, s. 213–214.

200. Souza, T. (2019). *The ETF and Index Industry in 10 Charts: The Rise and Rise of the Passive Industry*. Data Driven Investor. https://medium.com/datadriveninvestor/the-leaders-in-the-etf-and-index-fund-industry-in-10-images-c24a7e87cf07, dostęp: 16.10.2020.

201. Sraders, A. (2019). *How Much Do Financial Analysts Make?* The Street. https://www.thestreet.com/personal-finance/financial-analyst-salary-14632955, dostęp: 03.12.2020.

202. Srokosz, W. (2011). *Instytucje parabankowe w Polsce*. Warszawa: LEX a Wolters Kluwer business.

203. *Staatsverschuldung USA*. Stand: 04.02.2021, Gold.de. https://www.gold.de/staatsverschuldung-usa/, dostęp: 14.12.2020.

204. *State Street Corporation – Company Profile, Information, Business Description, History, Background Information on State Street Corporation*. Reference for Business, Encyclopedia. www.referenceforbusiness.com/history2/94/State-Street-Corporation.html#ixzz6iQMCLqNq, dostęp: 17.12.2020.

205. *State Street*. Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/State_Street_Corporation, dostęp: 15.12.2020.

206. Steil, B. (2019). *Central Bank Currency Swaps Tracker*. Council on Foreign Relations. https://www.cfr.org/article/central-bank-currency-swaps-tracker, dostęp: 26.11.2020.

207. Stelmarska, K. (2017). Działalność shadow banking na rynku usług finansowych. *Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne, 1*(25), s. 259.

208. Stockhammer, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics, 28*(5), 719–741. https://www.researchgate.net/publication/5208451_Financialization_and_the_Slowdown_of_Accumulation, dostęp: 10.12.2020.

209. Stockhammer, E. (2010). Financialization and the global economy. [W:] M. Wolfson, G. Epstein (red.), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises* (s. 512–525). Nowy Jork: Oxford University Press. https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP240.pdf, dostęp: 16.10.2020.

210. Storm, S. (2018). *Financial Markets Have Taken Over the Economy. To Prevent Another Crisis, They Must Be Brought to Heel*. Institute for New Economic Thinking. https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/financial-markets-have-taken-over-the-economy-to-stop-the-next-crisis-they-must-be-brought-to-heel, dostęp: 21.11.2020.

211. Suhr, F. (2020). *Corona-Krise lässt Staatsschulden steigen*. Statista. https://de.statista.com/infografik/21459/staatsverschuldung-ausgewaehlter-laender-durch-die-corona-krise/, dostęp: 25.11.2020.

212. Szunke, A. (2014). The role of financialization in banking sector instability. *Journal of Economics & Management, 16*, Department of Banking and Financial Markets University of Economics in Katowice. file:///C:/Users/Henryk/Downloads/7_Szunke_The_Role_of_Financialization%20(1).pdf, dostęp: 10.12.2020.

213. Teixeira, R., Rotta, T. (2012). Valueless Knowledge-Commodities and Financialization: Productive and Financial Dimensions of Capital Autonomization. *Review of Radical Political Economics*. https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0486613411434387, dostęp: 12.12.2020.

214. *The Consequences of Money-Manager Capitalism*. Institute for New Economics Thinking, OCT 21, 2014.

215. The end of the Golden Age (2017), the debt crisis and development setbacks. Chapter III. *World Economic and Social Survey*, 2017.

216. The LDC Debt Crisis, Chapter 5, An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s. *World Economic and Social Survey*, 2017.

217. *The Shadow Banking Narrative – China & India*. http://www.marketexpress.in/2018/02/the-shadow-banking-narrative-china-india.html, dostęp: 07.12.2020.

218. Thomas, D. (2019). *Passive Investing Vehicles Close The Gap With Active Management*. Forbes. https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/02/04/passive-investing-vehicles-close-the-gap-with-active-management/?sh=6875e20a5778, dostęp: 25.11.2020.

219. Thomson, F., Dutta, S. (2018). *Financialization: A Primer*. TNI.

220. *Three convicted in Libor rigging trial*. BBC News, 2016. https://www.bbc.com/news/business-36703143, dostęp: 26.12.2020.

221. Tierney, S. (2019). *OFX Money Transfer Review*. NerdWallet. https://www.nerdwallet.com/article/banking/ofx-money-transfer-review, dostęp: 19.11.2020.

222. Tilford, S., Kundnani, H. (2020). *It Is Time to Abandon Dollar Hegemony. Issuing the World's Reserve Currency Comes at Too High a Price*. Foreign Affairs. https://www.foreignaffairs.com/articles/americas/2020-07-28/it-time-abandon-dollar-hegemony, dostęp: 10.12.2020.

223. Transakcje sekurytyzacyjne. [W:] *Finansowanie nieruchomości, 1*(6), 2006. http://sekurytyzacja.info/, dostęp: 28.11.2020.

224. Turner, A. (2014). *The Consequences of Money-Manager Capitalism*. Institute for New Economics Thinking. https://www.ineteconomics.org/perspectives/videos/the-consequences-of-money-manager-capitalism, dostęp: 28.10.2020.

225. *United States Market Capitalization: % of GDP*. CEIC Data. https://www.ceicdata.com/en/indicator/united-states/market-capitalization--nominal-gdp, dostęp: 15.12.2020.

226. Villavicencio, G. (2020). *The currency hierarchy and the role of the dollar as world money*. Developing Economics. https://developingeconomics.org/2020/02/16/the-currency-hierarchy-and-the-role-of-the-dollar-as-world-money/, dostęp: 15.11.2020.

227. Was wir aus dem letzten Bericht über den Devisenmarkt der BIZ gelernt haben. *Blockschainech*. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312e_de.pdf, dostęp: 23.11.2020.

228. Whalen, J. (2017). Understanding Financialization: Standing on the Shoulders of Minsky. The Baldy Center for Law and Social Policy, *SUNY Buffalo Law School Working Paper, 892*. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_892.pdf, dostęp: 08.12.2020.

229. *What are 'Dark Pools', and how can YOU profit from them?* https://www.darkpoolsecrets.com/, dostęp: 23.11.2020.

230. Whiteside, E. (2020). *How Do Pension Funds Typically Invest?* Investopedia. https://www.investopedia.com/articles/credit-loans-mortgages/090116/what-do-pension-funds-typically-invest.asp, dostęp: 20.11.2020.

231. Wigglesworth, R. (2020). *How America's 1% came to dominate equity ownership*. Financial Times. https://www.ft.com/content/2501e154-4789-11ea-aeb3-955839e06441, dostęp: 24.11.2020.

232. Wikrent, T. (2007). *Profits Finance vs Manufacturing*. Wikimedia Commons. https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Profits_Finance_vs_Manufacturing.jpg, dostęp: 26.11.2020.

233. Willmroth, J. (2017). Im Dunkeln. Regelwerk für Schattenbanken. *Süddeutsche Zeitung Magazin*. https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/regelwerk-fuer-schattenbanken-im-dunkeln-1.3685417, dostęp: 17.12.2020.

234. Wilmarth, A.E. (2009). Why Financial Conglomerates are at the Center of the Financial Crisis. *Cornell International Affairs Review, 3*(1). http://www.inquiriesjournal.com/articles/1270/why-financial-conglomerates-are-at-the-center-of-the-financial-crisis, dostęp: 27.11.2020.

235. Wiśniewski, P. (2014). Nowe miary finansjalizacji. [W:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji* (s. 325–335). SGH w Warszawie.

236. Wray, L.R. (2009). Money manager capitalism and the global financial crisis. *Real-world economics review, 51*, s. 56–58. The Levy Economics Institute. http://www.paecon.net/PAEReview/issue51/Wray51.pdf, dostęp: 27.11.2020.

237. Wray, L.R. (2011). Minsky's money manager capitalism and the global financial crisis. *Working Paper No. 661*. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf, dostęp: 26.12.2020.

238. Wrzesiński, M. (2014) Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity? [W:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji* (s. 293–307). SGH w Warszawie.

239. Zaki, M. (2020). Wie das Schattenbankensystem zum Referenzmarkt wurde. *The market*. https://themarket.ch/meinung/wie-das-schattenbankensystem-zum-referenzmarkt-wurde-ld.2398, dostęp:12.12.2020.

Spis rysunków

Rys. 1. Udziały wybranych banków w operacjach na rynku Forex 32

Rys. 2. Udział zysków sfery finansów i przemysłu w PKB USA w latach 1959–2003 37

Rys. 3. Udział sektora finansowego USA w dochodzie narodowym brutto USA w latach 1860–2000 38

Rys. 4. Udział zysków sektora finansowego w USA w zyskach ogółem w latach 1948–2007 39

Rys. 5. Luzowanie ilościowe w USA vs index S&P 500 40

Rys. 6. Narastanie rozwarstwienia dochodowego w USA 41

Rys. 7. Trend w narastaniu nierówności dochodowych w USA 42

Rys. 8. Rosnąca koncentracja dochodów w USA 43

Rys. 9. Średnie marże zysku wybranych sektorów w USA w 2019 r. 44

Rys. 10. Udział inwestycji aktywnych i pasywnych w USA w latach 2009–2018 57

Rys. 11. Tempo wzrostu pasywnych i aktywnych funduszy akcyjnych w USA 57

Rys. 12. Udział funduszy pasywnych w rynku 58

Rys. 13. Udział instytucji finansowych w wybranych indeksach giełdowych USA 59

Rys. 14. Udział instytucji finansowych w kapitale największych firm USA 59

Rys. 15. Zmiana pozycji głównych graczy na rynkach ETF 60

Rys. 16. Podział udziału kapitałowego w amerykańskich gospodarstwach domowych 61

Rys. 17. Podział majątku w USA w obszarze aktywów inwestycyjnych 62

Rys. 18. Podział majątku w USA w odniesieniu do innych rodzajów aktywów 62

Rys. 19. Względny wzrost dochodów po opodatkowaniu i transferach w USA 63

Rys. 20. Względny wzrost dochodów po opodatkowaniu i transferach w USA 63

Rys. 21. Porównanie udziałów w dochodzie narodowym w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej 64

Rys. 22. Majątek należący do najbogatszych 10% społeczeństwa w wybranych krajach Europy i Ameryki Północnej 65

Rys. 23. Podział dochodów w społeczeństwie USA i Szwecji w okresie 1950–2010 66

Rys. 24. Przepływy finansowe w przykładowym procesie sekurytyzacji 77

Rys. 25. Schemat transakcji sekurytyzacyjnej 77

Rys. 26. Rodzaje efektywności rynku 81

Rys. 27. Skumulowana zmiana procentowa rzeczywistych rocznych zarobków wg grup zarobków w latach 1979–2018 82

Rys. 28. Rosnący udział Dark Pools w obrocie giełdowym USA 101

Rys. 29. Zmiany w strukturze rynku giełdowego w USA; 1998 vs 2015 102

Rys. 30. Procentowy udział Dark Pools w obrocie europejskimi akcjami .. 104

Rys. 31. Istota Carry Trade 107

Rys. 32. Przykład operacji Carry Trade 108

Rys. 33. Interpretacja ogólna „krzywej dochodowości” 110

Rys. 34. Interpretacja pozycji „długiej” i „krótkiej” 111

Rys. 35. Największe gospodarki świata ... 117

Rys. 36. Ustawiczny wzrost zadłużenia USA ... 138

Rys. 37. „Właściciele" długu USA ... 138

Rys. 38. Trend w wielkościach przychodów i wydatków budżetu USA ... 139

Rys. 39. Wpływ COVID-19 na wzrost zadłużenia wybranych krajów ... 140

Rys. 40. Porównanie wydatków na służbę zdrowia w USA i wybranych krajach ... 141

Rys. 41. Proces starzenia się społeczeństwa w USA ... 141

Rys. 42. Przewidywany wzrost kosztów obsługi odsetkowej długu USA ... 142

Rys. 43. Wzrost indeksu akcji S&P 500 ... 144

Rys. 44. Dopływ agregatu pieniężnego M3 na rynek przy malejącym PKB ... 145

Rys. 45. Stosunek całkowitej kapitalizacji giełdowej do PKB USA ... 146

Rys. 46. Kapitalizacja rynkowa w USA: % PKB w latach 1980–2018 ... 146

Rys. 47. Ocena atrakcyjności inwestowania na giełdzie przy pomocy wskaźnika Buffeta ... 147

Rys. 48. Poziom wskaźnika Buffeta w stosunku do PKB w latach 1970–2020 ... 147

Rys. 49. Kształtowanie poziomu indeksu dolara w długim przedziale czasowym ... 148

Rys. 50. Wzrost aktywów bankowości równoległej w porównaniu do instytucji bankowych ... 159

Rys. 51. Wolumen pożyczek lewarowanych i obligacji o wysokiej rentowności ... 160

Rys. 52. Chiny: wielkość strefy *shadow banking* oraz udział w aktywach bankowych ogółem w % ... 160

Rys. 53. Porównanie sektora shadow banking w Chinach, UE i USA..... 161

Rys. 54. Przebieg transakcji w strefie *shadow banking*..... 162

Rys. 55. Podział finansowania przez banki, banki równoległe oraz rynki w Chinach 171

Rys. 56. Rozmiar sektora *shadow banking* w Chinach na tle pożyczek bankowych, aktywów bankowych ogółem oraz shadow banking jako % PKB..... 171

Rys. 57. Ceny mieszkań, luka w finansowaniu inwestycji w nieruchomości i strefa *shadow banking* w Chinach..... 172

Rys. 58. Struktura sektora *shadow banking* w Chinach..... 173

Rys. 59. Porównanie rozmiaru sektora *shadow banking* w Chinach, USA, krajach strefy euro oraz Wielkiej Brytanii..... 175

dr Dorota Kowalczyk
Adiunkt w Katedrze Bankowości i Finansów
na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

dr hab. Henryk Woźniak
Profesor Uniwersytetu Gdańskiego