

Nr 3(68) 2017

ISSN 1429-2939

BEZPIECZNY BANK

BFG

BANKOWY FUNDUSZ GWARANCYJNY

BEZPIECZNY BANK jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

KOMITET REDAKCYJNY:

Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
Ryszard Kokoszczyński
Monika Marcinkowska
Jan Krzysztof Solarz
Ewa Kulińska-Sadłocha
Ewa Miklaszewska
Małgorzata Polak – sekretarz redakcji
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA:

Piotr Nowak – Przewodniczący
Paola Bongini
Santiago Carbo-Valverde
Dariusz Filar
Andrzej Gospodarowicz
Leszek Pawłowicz
Krzysztof Pietraszkiewicz
Jerzy Pruski

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.

Za publikację naukową w **BEZPIECZNYM BANKU** Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał trzynaście punktów.

Pismo **BEZPIECZNY BANK** wydawane jest wyłącznie w wersji elektronicznej – **www.bfg.pl**.

REDAKCJA:

Krystyna Kawerska

WYDAWCA:

Bankowy Fundusz Gwarancyjny
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4
00-546 Warszawa

SEKRETARIAT REDAKCJI:

Ewa Teleżyńska, Małgorzata Polak
Telefon: 22 583 08 78, 22 583 05 74
e-mail: ewa.telezynska@bfg.pl; malgorzata.polak@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: www.bfg.pl



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel./fax 22 635 03 01, 22 635 17 85
e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

Problemy i poglądy

*Marek Ratajczak**

FINANSJALIZACJA GOSPODARKI: WYMIARY DYSKUSJI

WSTĘP

Wraz z ostatnim kryzysem finansowym zjawisko finansjalizacji, którym zajmowała się wcześniej ograniczona liczba badaczy i to często z grona szczególnie radykalnych i niezbyt popularnych odłamów ekonomii heterodoksyjnej, zaczęło być coraz częściej przedmiotem studiów i analiz podejmowanych przez reprezentantów różnych szkół i nurtów współczesnej ekonomii. Także w polskim środowisku naukowym, to – wcześniej prawie nieobecne w debacie i publikacjach pojęcie – zaczęło zdecydowanie zyskiwać na popularności¹.

Celem prezentowanego opracowania nie jest dyskusja o przejawach finansjalizacji, czy jakimś konkretnym aspekcie jej wpływu na funkcjonowanie gospodarki. Zadanie jakie postawił sobie autor ma bardziej metodyczny charakter i wiąże się z próbą przedstawienia najistotniejszych możliwych wymiarów dyskusji o finansjalizacji. Przyjmuje się, że w szerokim znaczeniu finansjalizacja to proces swoistej autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W ramach finansjalizacji rynki

* Marek Ratajczak jest profesorem, kierownikiem Katedry Makroekonomii i Badań nad Rozwojem na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

¹ Wyrazem rosnącej popularności dyskusji o finansjalizacji w polskim świecie naukowym jest m.in. zorganizowana już dwukrotnie przez Wyższą Szkołę Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie przy udziale Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego konferencja poświęcona temu zjawisku. Prezentowane opracowanie powstało na bazie tak samo zatytułowanego wystąpienia autora na konferencji w 2017 roku.

finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną (w wymiarze mikroekonomicznym na poziomie poszczególnych firm, jak i w wymiarze makroekonomicznym) i efekty gospodarowania.

Prezentacja podstawowego przedmiotu opracowania zostanie poprzedzona krótką charakterystyką tego, co można określić mianem dojrzałej finansjalizacji w kontekście ostatniego kryzysu finansowego.

1. „OSTATNI” KRYZYS – ŚWIAT DOJRZĄLEJ FINANSJALIZACJI

Użycie cudzysłowu w tytule tego fragmentu opracowania ma podkreślić, że chodzi o ostatni kryzys w rozumieniu dotychczasowej historii acz zapewne nie ostatni z punktu widzenia przyszłości. Przy tym, choć ostatni kryzys finansowy jest na ogół uznawany za zakończony, to nie brak głosów, że należy go traktować i analizować nie jako zjawisko samo w sobie, ale jako wyraz szerszych i głębszych procesów zachodzących we współczesnej gospodarce, a szerzej – w otaczającym nas świecie. W tym kontekście pojawiają się takie sprawy, jak właśnie rola sfery finansowej i jej wpływ na sferę realną, zmiany aktywności gospodarczej analizowane w kategoriach tzw. cykli długich czy zagrożenia stagnacją sekularną, przesuwanie się centrum aktywności gospodarki światowej w stronę basenu Oceanu Spokojnego i związana z tym rola Chin, czy wreszcie, przewidywane przez niektórych prognostów, głębokie zmiany cywilizacyjne. W sferze politycznej coraz częściej pojawia się idea zacierania się czy też osłabiania tradycyjnego podziału na prawicę i lewicę, a zarazem narastania nowych linii podziałów związanych chociażby z podejściem do takich wartości jak wolność i bezpieczeństwo, które we współczesnym świecie coraz częściej rozpatrywane są nie w kategoriach komplementarności, ale substytucyjności, a nawet alternatywy.

To nasilenie się różnego rodzaju – niekiedy bardzo radykalnych i dość pesymistycznych – wizji i scenariuszy przyszłości, w odniesieniu do kwestii gospodarczych jest wyrazem wywołanego ostatnim kryzysem swoistego efektu wahadła po jeszcze nie tak dawnym „zauroczeniu” części badaczy i ekspertów ideą tak zwanej nowej ekonomii, czy – co raczej byłoby bardziej zgodne z angielskim źródłosłowem – nowej gospodarki. Przypomnijmy, że pojęcie to stało się szczególnie popularne w latach dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku, a przykładem pierwszej gospodarki korzystającej z pozytywnych efektów funkcjonowania w ramach nowej ekonomii miały być Stany Zjednoczone Ameryki Północnej. W największym uproszczeniu idea nowej ekonomii opierała się na założeniu możliwości utrzymania się gospodarki w długim okresie na ścieżce względnie wysokiego i pozytywnego tempa wzrostu, przy zarówno niskim bezrobociu jak i niskiej inflacji, w warunkach wyraźnego wzrostu produktywności². W wersji najbardziej radykalnej, nowej ekonomii miało

² Należy pamiętać, że obok nowej ekonomii czy też nowej gospodarki, w rozumieniu przytaczanym w opracowaniu, funkcjonuje też tzw. ruch nowej ekonomii, którego reprezentanci głoszą

towarzyszyć w zasadzie wyeliminowanie cykliczności. W wersji łagodniejszej nowa ekonomia miała oznaczać wyraźne złagodzenie cykliczności nawet w stosunku do tego, co już we wcześniejszych latach określano mianem zmodyfikowanego – w stosunku zwłaszcza do okresu sprzed II wojny światowej – cyklu koniunkturalnego. Narodziny i rozprzestrzenianie się nowej ekonomii wiązano ze znanym już wcześniej i opisywanym w literaturze zjawiskiem serwicyzacji najbardziej rozwiniętych gospodarek światowych i – w szczególności – z rozwojem komputeryzacji i różnych przejawów gospodarki elektronicznej. Mimo że tak zwany kryzys dotcomów z początków dwudziestego pierwszego wieku zdawał się zaprzeczać założeniu o wyeliminowaniu czy poważnym ograniczeniu cykliczności, to do początków ostatniego kryzysu finansowego traktowano to raczej jako przejściowe zakłócenie niż dowód na niesłuszność idei nowej ekonomii.

Idea nowej ekonomii wyrosła na bazie narastającej serwicyzacji najwyżej rozwiniętych gospodarek światowych. Szczególną składową serwicyzacji stał się rozwój sektora finansowego. Najbardziej rozwinięte gospodarki coraz bardziej zaczęły wchodzić w fazę, którą Hyman Minsky nazwał *financially sophisticated economies*, czyli gospodarki dojrzałe czy też zaawansowane finansowo. Przypomnijmy, że dla H. Minsky'ego gospodarka to przede wszystkim złożony system finansowy, który przechodzi regularnie przez kolejne fazy cyklu, przy czym faza załamania koniunktury jest konsekwencją podejmowania w fazie wzrostowej coraz większego ryzyka finansowego³.

To właśnie gospodarki zaawansowane finansowo dostarczają szczególnie wiele przykładów tego, co składa się na finansjalizację w jej dojrzałej postaci. Ponieważ nie jest celem tego opracowania szczegółowa analiza przejawów czy też wyrazów finansjalizacji, ograniczymy się do przytoczenia najczęściej podnoszonych kwestii. Najczęściej przytaczane w literaturze świadectwa narastania finansyzacji to: a) 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 niefinansowych⁴), b) inflacja aktywów finansowych i instrumentów finansowych (rynek instrumentów pochodnych szacowany jest na ok. 1,2 trylionu \$, czyli ok. 16-krotność światowego GDP⁵), c) coraz wyraźniejsze przejawy występowania pieniądza nie w roli środka wymiany, ale samoistnego

ideę nadrzędności szeroko rozumianego dobrostanu nad wzrostem gospodarczym w tradycyjnym ekonomicznym rozumieniu.

³ H.P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 1992, No. 74.

⁴ A. Andreou, *The rise of money trading has made our economy all mud and no brick*, the guardian, 20 november 2013, <https://www.theguardian.com/commentisfree/2013/nov/20/money-trading-economy-foreign-exchange-markets-economy> (dostęp: 23.09.2017)

⁵ J.B. Maverick, *How big is the derivatives market?*, Investopedia, 15 may 2017, <http://www.investopedia.com/ask/answers/052715/how-big-derivatives-market.asp> (dostęp: 23.09.2017).

przedmiotu wymiany oraz sprowadzanie tradycyjnie rozumianych towarów do roli etapu pośredniego w zamianie pieniądza na pieniądz⁶ d) skala lewarowania działalności gospodarczej, a w tym samej sfery finansowej, e) rosnąca rola instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce⁷, f) rosnący udział aktywów finansowych w aktywach gospodarstw domowych, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, upowszechnianie się postaw rentierskich i świata piramid Ponziego⁸, g) 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, h) 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)⁹, i) rosnące m.in. za sprawą rozwoju rynku instrumentów pochodnych zjawisko własności bez świadomości własności i bez odpowiedzialności z tytułu własności, j) zmiany w sferze etycznej, w których etyka biznesu raz po raz służy *de facto* uzasadnianiu działań nie w pełni zgodnych z zasadami etyki jako takiej oraz rozwój biznesu w stylu Gordona Gekko¹⁰ i erozja kapitału społecznego¹¹, k) 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 efektów¹², l) rosnący wpływ rynków finansowych oraz elit finansowych na politykę ekonomiczną, jak i efekty gospodarowania; związki polityki i świata finansów (tzw. obrotowe drzwi)¹³ i kształtowanie się kompleksu finansowo-politycznego (najnowszy przykład Steven Mnuchin,

⁶ Warto przypomnieć, że już tak dwie różne postacie, jak Karol Marks i John Maynard Keynes sugerowali, że w kapitalizmie należałoby raczej pisać o gospodarce pieniężno-towarowej niż tak, jak do dziś pisze się na ogół w podręcznikach, o gospodarce towarowo-pieniężnej.

⁷ *Financiarisation de l'économie et capitalisme financier*, 2007, http://www.lexinter.net/JF/financiarisation_de_l'economie.htm (dostęp: 23.09.2017).

⁸ J. Froud, C. Haslam, S. Johal, K. Williams, *Financialisation and the coupon pool*, „Gestão & produção” 2001, vol. 8/3.

⁹ W. Lazonick, *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*, University of Massachusetts and The Academic-Industry Research Network, <http://www.theairnet.org/files/research/lazonick/Lazonick%20Innovation%20Financialization%2020110616.pdf> (dostęp: 23.09.2017).

¹⁰ Określenie pochodzi od nazwiska głównego bohatera filmu „Wall Street” z 1987 roku w reżyserii Oliviera Stone’a i fragmentu, w którym pojawia się sformułowanie „chciwość jest dobra”.

¹¹ R.B. Freeman, *It's financialization!*, „International Labour Review” 2010, vol. 149, No. 2.

¹² R. Boyer, *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*, „Economy and Society” 2000, vol. 29/1.

¹³ T.I. Palley, *Financialization: What it is and Why it Matters*, Political Economy Research Institute, Working Paper Series 2007, nr 153.

wcześniej np. Robert Rubin, Hank Paulson; wszyscy wymienieni tu to sekretarze skarbu USA związani wcześniej z bankiem Goldman-Sachs) – i *last but not least* – 1) nasilenie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych¹⁴.

Oczywiście nie wszystkie z przytoczonych przejawów dojrzałej finansjalizacji występują we wszystkich gospodarkach i na dodatek we wszystkich z taką samą siłą. To przede wszystkim gospodarki, które w ślad za H. Minsky'm można by określić mianem dojrzałych finansowo, dostarczają najwięcej przykładów ilustrujących wymienione wcześniej przejawy finansjalizacji. Trzeba również zauważyć, że w literaturze naukowej ciągle jeszcze jest stosunkowo mało kompleksowych analiz finansjalizacji opartych na danych empirycznym z wykorzystaniem narzędzi ekonometrycznych.

2. GŁÓWNE WYMIARY DYSKUSJI O FINANSJALIZACJI

Jak już zaznaczono, głównym celem opracowania jest próba przedstawienia najistotniejszych, zdaniem autora, możliwych wymiarów dyskusji o finansjalizacji. Poniżej zostanie wskazanych siedem takich obszarów.

Pierwszy obszar to kwestie natury semantycznej. Ten wymiar dyskusji o finansjalizacji ma typowo lokalny charakter, a w wypadku prezentowanego opracowania jest to wymiar związany z poszukiwaniem polskiego odpowiednika angielskiego terminu *financialization*. W literaturze pojawiło się kilka propozycji, od najprostszego rozwiązania polegającego na spolszczeniu terminu anglojęzycznego, czyli finansjalizacji, poprzez finansyzację, finansjeryzację i ufinansowanie, a na bardziej opisowych terminach, jak kapitalizm finansowy, giełdyzacja czy bankokracja skończywszy. Autor opracowania, podobnie jak niektórzy inni polscy ekonomiści, w swoich publikacjach używał początkowo terminu finansyzacja¹⁵. W znacznej mierze za sprawą konwencji przyjętej przez tłumaczy literatury anglojęzycznej, którzy dość konsekwentnie zaczęli posługiwać się określeniem finansjalizacja, to właśnie ten termin zaczyna odgrywać rolę podstawową i wiele wskazuje na to, że semantyczny wymiar dyskusji o finansjalizacji w Polsce już dobiega końca. Formalnym zakończeniem tego etapu będzie najprawdopodobniej pojawienie się polskiej wersji hasła finansjalizacja w „wyroczni”, jaką dla wielu stała się Wikipedia.

¹⁴ Szerzej o przejawach finansjalizacji wraz ze stosownymi odwołaniami literaturowymi zob. M. Ratajczak, *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3. Na tym opracowaniu oparto także niektóre dalsze fragmenty artykułu.

¹⁵ *Ibidem*; G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2015, nr 4; M. Remlein, *Finansyzacja i jej skutki w sprawozdaniu finansowym polskich spółek giełdowych branży paliwowej*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości 2015, tom 82 (138).

Przechodząc do wymiarów dyskusji o finansjalizacji o bardziej uniwersalnym charakterze, należy rozpocząć od kwestii definicyjnych i zakresowych. Literatura, przede wszystkim zagraniczna, zawiera wiele różnych definicji finansjalizacji. Łączy je wskazywanie szczególnej i rosnącej roli sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu życia ekonomicznego i społecznego. Sfera finansowa z tradycyjnej roli wspomagania i uzupełniania sfery realnej staje się wręcz dominującym uczestnikiem życia ekonomicznego i społecznego. Przy tym można i należy rozróżnić finansjalizację w wąskim i szerokim znaczeniu.

W wąskim znaczeniu finansjalizacja kojarzona jest przede wszystkim z rosnącym znaczeniem działalności finansowej w aktywności podmiotów ekonomicznych o charakterze nie finansowym. Konsekwencją tego jest zmiana strumieni dochodów, w których coraz większy udział mają dochody czerpane właśnie z działalności finansowej, a nie z tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Zarówno w polskiej literaturze, jak i zagranicznej, przytaczane są różne, acz co prawda głównie odwołujące się do doświadczeń gospodarki amerykańskiej, dane ilustrujące rosnącą rolę aktywności finansowej w organizacjach, które kojarzone są przede wszystkim z działaniami ze sfery realnej¹⁶.

Finansjalizacja w wąskim znaczeniu jest na ogół traktowana jako jeden z – i to wcale nie najważniejszych przejawów – finansjalizacji *sensu largo*. To właśnie wyrazem finansjalizacji *sensu largo* są przytoczone wcześniej zjawiska. W szerokim znaczeniu finansjalizacja to wskazywany już proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W ramach finansjalizacji rynki finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną (w wymiarze mikroekonomicznym na poziomie poszczególnych firm i w wymiarze makroekonomicznym), jak i efekty gospodarowania¹⁷. Dla części badaczy finansjalizacja jest świadectwem nowego studium kapitalizmu określanego mianem kapitalizmu finansowego, kapitalizmu rentierskiego, bankokracji czy też kapitalizmu „odcinania kuponów”¹⁸. W nawiązaniu do tradycji keynesowskiej niekiedy pisze się też o kapitalizmie kasyńowym.

Kolejny możliwy wymiar dyskusji o finansjalizacji to wymiar historyczny. Finansjalizacja wyraźnie nasiliła się w ostatnich dekadach dwudziestego wieku i począt-

¹⁶ Ö. Orhangazi, *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA, 2008, USA. A. Ząbkowicz, *Wzrost znaczenia dochodów z operacji finansowych w korporacjach nie-finansowych (financialization) – kontekst instytucjonalny*, „Organizacja i Kierowanie” 2009, nr 2.

¹⁷ G.A. Epstein (red.), *Financialisation and the World Economy*, Edward Elgar Pub, London 2006; E. Stockhammer, *Financialisation and the slowdown of accumulation*, *Cambridge Journal of Economics* 2004, vol. 28/5; R. Boyer, *Is a finance-led...*, *op. cit.*

¹⁸ J. Froud, C. Haslam, S. Johal, K. Williams, *Financialisation and the coupon pool*, „Gestão & produção” 2001, vol. 8/3.

ku wieku dwudziestego pierwszego. Musi jednak pojawić się pytanie o historyczne korzenie czy też początki tego zjawiska. Z tego punktu widzenia możliwe są dwa spojrzenia. Jedno polega na postrzeganiu finansjalizacji jako zjawiska o długiej historii wiążącej się z występującymi na przestrzeni dziejów przejawami uzyskiwania nadrzędności działań w sferze finansowej i kreowania na tej drodze bogactwa wobec aktywności w sferze realnej. W tle tego typu analiz jest kojarzone z Arystotelesem rozróżnianie ekonomii i chrematystyki. Istotą tej pierwszej miało być powiększanie bogactwa poprzez służące zaspokajaniu potrzeb działania w sferze realnej. Z kolei chrematystyka wiąże się z ideą powiększania bogactwa jako celu samego w sobie, głównie za pomocą tego, co można by określić mianem spekulacji finansowych.

Wśród licznych przytaczanych historycznych przejawów finansjalizacji szczególnie często analizowany jest przypadek Hiszpanii w wiekach XVI i XVII. Napływ kruszców z Ameryki, z których bito monety doprowadził do tego, że w Hiszpanii rozprzestrzeniła się swoista wiara, że pieniądź i sam obrót nim są autonomicznym i gwarantującym sukces źródłem bogactwa i rozwoju¹⁹. Tak zwane kryzysy hiszpańskie XVII wieku bardzo szybko wykazały, że ani pieniądź ani papiery wartościowe i obrót nimi nie są w stanie zastąpić normalnej aktywności w sferze realnej. W tym kontekście warto wrócić do wskazywanego już problemu serwicyzacji (także poprzez rozwój sektora finansowego) najbardziej rozwiniętych gospodarek. Czy rzeczywiście można przyjąć, że nie ma żadnego znaczenia, czy 10% PKB jest uzyskiwane w ramach usług związanych z sektorem finansowym czy dzięki działaniom związanym z produkcją dóbr w ich postaci materialnej? Czy świat, w którym – trywializując i upraszczając – Chiny miałyby produkować towary a Ameryka dolary może funkcjonować w dłuższej perspektywie historycznej? Ostatni kryzys wskazuje na to, że nie.

Historyczne przejawy finansjalizacji niekiedy kojarzone są z wszelkimi przykładami narastania i pęknięcia baniek spekulacyjnych zarówno w sferze finansowej jak i realnej, od słynnej bańki tulipanowej z XVII wieku począwszy. Nawet jednak ograniczając się tylko do baniek spekulacyjnych o charakterze finansowym, stawianie znaku równości między tym zjawiskiem a finansjalizacją trudno byłoby zaakceptować. Albowiem klasyczne banieki spekulacyjne w sferze finansowej to pojawiająca się co pewien czas sytuacja inflacji cen aktywów finansowych. Z kolei finansjalizacja to długookresowa tendencja do zmiany roli sfery finansowej w gospodarce. Wymienione powyżej zjawiska nasiliły się szczególnie w ostatnim ćwierćwieczu XX wieku i dlatego właśnie ta druga perspektywa dyskusji o finansjalizacji jest najczęściej wykorzystywana. Tym co stanowi o zasadniczej różnicy między finansjalizacją z niekiedy już bardzo historycznie odległej przeszłości a jej współczesną postacią, jest zakres i skala zjawisk spekulacyjnych oraz – co bardzo ważne

¹⁹ M. Barbaruk, *Hiszpański „kryzys” XVII wieku*, Historia – Kultura – Globalizacja 2010, nr 8.

– istota tychże zjawisk. Tradycyjna spekulacja oparta była w znacznej mierze na wykorzystywaniu arbitrażu. Natomiast współczesna spekulacja wiąże się o wiele bardziej z inflacją aktywów finansowych i powstawaniem baniek spekulacyjnych o finansowym charakterze²⁰.

Następny z wartych wskazania wymiarów dyskusji o finansjalizacji to wymiar geograficzno-kulturowy. W ramach tego wymiaru dyskusji o finansjalizacji można dodatkowo wyróżnić dwa podobszary, czy też dwa aspekty analizy. Oba podobszary wiążą się z kwestią powszechności i zasięgu kulturowo-geograficznego finansjalizacji. Pierwszy podobszar dotyczy możliwości spojrzenia na finansjalizację albo jako na zjawisko dotyczące konkretnych gospodarek, a zwłaszcza tych o cechach „*financially sophisticated economies*”, albo jako zjawisko *de facto* powszechne we współczesnym świecie, co nie znaczy, że we wszystkich gospodarkach występujące z takim samym nasileniem i z tymi samymi przejawami. Drugi możliwy podobszar dyskusji o finansjalizacji w odniesieniu do kwestii geograficzno-kulturowych wiąże się z pytaniem, czy jest to szczególna cecha zwłaszcza gospodarek związanych z tradycją europejsko-chrześcijańską, czy też można postrzeżyć finansjalizację jako zjawisko ponadkulturowe.

Niektórzy analitycy związani przede wszystkim z tradycją muzułmańską skłonni są do traktowania finansjalizacji jako zjawiska typowego głównie dla gospodarek i społeczeństw związanych z tradycją judaistyczną i/lub chrześcijańską. Wychoząc od konstatacji o braku wśród banków dotkniętych konsekwencjami ostatniego kryzysu banków islamskich, starają się wykazać, że to właśnie konserwatywne reguły działania wynikające z tradycji koranicznej, w największym uproszczeniu sprowadzającej się do zakazu posługiwania się procentem w rozumieniu odsetek od depozytów, kredytów i efektów spekulacji finansowej, stały się swoistą tarczą ochronną²¹. Instytucje finansowe deklarujące działanie zgodne z regułami islamu nie mogą ani pobierać, ani udzielać procentu, a gromadzone środki pieniężne powinny być wykorzystywane do inwestowania w sferze realnej. Z kolei Tora dopuszcza pobieranie procentu od nie-Żydów, zabraniając zarazem stosowania go w transakcjach między Żydami. Chrześcijaństwo zaakceptowało ideę procentu, ale chociażby poprzez ideę tak zwanych banków pobożnych podkreślano różnicę między procentem jako przejawem tego, co w tradycji świętego Tomasza z Akwinu można by potraktować jako wyraz ceny sprawiedliwej, a pogonią za zyskiem czerpanym z samego obrotu pieniądzem, co kojarzono z lichwą. Zarówno zapisy Tory, jak i oparte na Piśmie Świętym wykładnie obowiązujące w świecie chrześcijańskim, w sferze świeckiej podlegały reinterpretacjom jak najbardziej zrozumiałym w kon-

²⁰ S. Knafo, *Liberalisation and the Political Economy of Financial Bubbles*, „Competition & Change” 2009, vol. 13, No. 2.

²¹ F. Khan, *World Financial Crisis: Lessons from Islamic Economics*, http://twocircles.net/2008oct11/world_financial_crisis_lesson_form_islamic_economics.html (dostęp: 09.08.2017).

tekście zmian zachodzących w świecie, acz zarazem coraz bardziej uelastyczniającym reguły dotyczące posługiwania się pieniądzem nie tylko w roli środka wymiany czy w funkcji płatniczej.

Niezależnie od sporów o kontekst religijny zjawisk gospodarczych, a w tym finansjalizacji, należy zauważyć, że współczesna kultura masowa, której główne ośrodki znajdują się w krajach, które można by zaliczyć do grupy dojrzałych finansowo gospodarek, upowszechnia dość wyraźnie hedonistyczną wizję życia, w której rentierstwo, tradycyjnie bardzo wstrzemięźliwie, a nawet źle oceniane przez ekonomistów, jest oznaką sukcesu i wzorem godnym naśladowania. Idea rentierstwa sprzyja finansjalizacji zwłaszcza w sytuacji, gdy stopa zwrotu z inwestycji czy czystej spekulacji finansowej, przy całym ryzyku temu towarzyszącemu, jest często zdecydowanie wyższa od tej możliwej do uzyskania z tradycyjnie rozumianej działalności inwestycyjnej, czy tym bardziej dzięki dochodom z pracy najemnej.

Kolejny wymiar dyskusji o finansjalizacji to wymiar doktrynalny. Jak już pisało we wstępie, początkowo finansjalizacja była głównie przedmiotem zainteresowań badaczy z kręgu szczególnie radykalnych odłamów ekonomii heterodoksyjnej, których łączył zdecydowanie krytyczny stosunek do doktryny neoliberalnej i dla których finansjalizacja to przejaw fundamentalnej zawodności rynku i słabości państwa jako regulatora. Autorzy najbardziej radykalnych koncepcji z kręgu ekonomistów heterodoksyjnych uważają, że finansjalizacja jest wręcz zwiastunem „jesieni” kapitalizmu (co nie znaczy, że gospodarki rynkowej) oraz kształtowania się kompleksu finansowo-politycznego, który swoimi wpływami i znaczeniem przekracza rolę dawnego kompleksu militarno-przemysłowego²². Ekonomiści nawiązujący do tradycji marksowskiej skłonni są pisać o monopolistyczno-finansowym stadium gospodarki kapitalistycznej²³. Finansjalizacja ma być także jednym z przejawów przechodzenia od demokracji do plutokracji, czyli rządów pieniądza i jego dysponentów.

W przeciwieństwie do keynesistów i innych reprezentantów szeroko rozumianej ekonomii heterodoksyjnej, ortodoksyjni reprezentanci ekonomii głównego nurtu związanego z tradycją neoklasyczną traktują to co składa się na finansjalizację jako przejawy pewnych naturalnych zmian zachodzących w ramach gospodarki rynkowej nie dające podstaw do istotnej rewizji paradygmatów oraz konstrukcji teoretycznych i modelowych. Ponieważ w modelu neoklasycznym i jego pochodnych zakłócenia w działaniu rynku mogą mieć w zasadzie tylko charakter egzogeniczny, to nie dziwi, że wspomniana grupa ekonomistów szuka przyczyn takich zjawisk jak ostatni kryzys przede wszystkim w psujących rynek działaniach państwa.

²² R.B. Freeman, *It's financialization...*, *op. cit.*; E. Mączyńska, *Czy to starość?*, „Gazeta Bankowa”, 07.04.2009.

²³ J.B. Foster, *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2007, vol. 58/11; G. Isaacs, *Contemporary Financialization: A Marxian Analysis*, „Journal of Political Inquiry” 2011, nr 4.

Ściśle z wymiarem doktrynalnym dyskusji o finansjalizacji wiąże się spojrzenie na finansjalizację w wymiarze ustrojowym. Dla badaczy z kręgu krytycznego wobec neoliberalizmu finansjalizacja jest jednym z głównych przejawów słabości kapitalizmu w tej wersji ustrojowej, a zarazem przejawem zjawisk, które mogą prowadzić do radykalnych zmian ustrojowych związanych z epoką postliberalną (korporatokracja, plutokracja)²⁴. Symbolem neoliberalizmu w sferze praktyki stały się thatcheryzm, czyli polityka zapoczątkowana w Wielkiej Brytanii w okresie rządów Margaret Thatcher, oraz reaganomika, czyli polityka z okresu, gdy w USA prezydentem był Ronald Reagan. Obie polityki, czy wręcz filozofie dotyczące reguł życia ekonomicznego, odwoływały się do idei powrotu do korzeni gospodarki rynkowej, w której zasadniczą rolę powinna odgrywać samoregulacja rynkowa przy bardzo ograniczonej obecności państwa, odpowiedzialnego przede wszystkim za stwarzanie i umacnianie ram instytucjonalnych niezbędnych dla rozwoju aktywności gospodarczej sektora prywatnego. Warto także przypomnieć, że w USA, choć po do pewnego stopnia kontynuatorze polityki Ronalda Reagana jakim był George H.W. Bush, władzę przejął wywodzący się z Partii Demokratycznej Bill Clinton, nie oznaczało to zerwania z ideami neoliberalnymi. To właśnie za rządów B. Clintona w 1999 roku uchylono przyjęty w 1933 roku Glass-Steagall Act, w największym uproszczeniu zabraniający łączenia bankowej działalności inwestycyjnej z tradycyjną bankowością kredytowo-depozytową. Uchylenie Glass-Steagall Act jest dość powszechnie oceniane jako jedno ze źródeł ostatniego kryzysu finansowego, a zarazem jako działanie wyraźnie sprzyjające nasileniu się finansjalizacji²⁵.

Ostatni z wymiarów dyskusji o finansjalizacji wiąże się z pytaniem o w szczególności wartość pogłębionych analiz zagadnienia dotyczące finansjalizacji badanej w kontekście fundamentalnych zjawisk społeczno-gospodarczych. Jak już wspomniano, ciągle jeszcze mało jest analiz, w których podejmowana byłaby próba empirycznej weryfikacji różnego rodzaju hipotez odnoszących się do przebiegu finansjalizacji w różnych gospodarkach oraz jej wpływu na efekty gospodarowania i ich podział. Chodzi na przykład o takie kwestie, jak wpływ finansjalizacji na wzrost gospodarczy, a w tym pytanie, które w największym uproszczeniu można sprowadzić do tego, czy może być „za dużo finansów”²⁶ oraz wpływ finansjalizacji na dobrobyt

²⁴ D. Harvey, *Neoliberalizm. Historia katastrofy*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2008; D.M. Kotz, *Neoliberalism and Financialization*, http://people.umass.edu/dmkotz/Neolib_and_Fin_08_03.pdf (dostęp: 09.08.2017); J. Żyżyński, *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „*Ekonomista*” 2009, nr 2.

²⁵ J. Petras, *The Third Way, Myth and Reality*, „*Monthly Review*” 2000, Vol. 51, Issue 10 (March).

²⁶ J.-L. Arcand, E. Berkes, U. Panizza, *Too Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, WP/12/161; J. Assa, *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, „*Finance Research*” 2012, vol. 1, No. 1; S.G. Cecchetti, E. Kharroubi, *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Papers 2009, No. 381; D. Tomaskovic-Devey, K.-H. Lin, N. Meyers, *Did financialization reduce economic growth?*, *Socio-Economic Review* 2015, 13(3).

społeczny, a w tym związki między finansjalizacją a tzw. efektem bogactwa oraz na analizie wpływu finansjalizacji na zabezpieczenie emerytalne²⁷. Znacznie bardziej pogłębionych studiów wymaga kwestia roli państwa w świecie dojrzałej finansjalizacji²⁸. Należałoby także poświęcić więcej uwagi analizom, w których finansjalizację uwzględniano by w ramach dyskusji o pewnych koncepcjach funkcjonujących w ramach ekonomii głównego nurtu, czy głównej składowej ekonomii heterodoksyjnej, czyli keynesizmu²⁹. Wreszcie na zasadzie *pro domo sua* warto byłoby rozwinąć badania odnoszące się do specyfiki finansjalizacji w realiach takich gospodarek jak polska, które funkcjonowały w przeszłości w warunkach nie rynkowych i które niewątpliwie trudno uznać za gospodarki dojrzałe finansowo³⁰. Nie można także nie zwrócić uwagi na fakt, że finansjalizacja szczególnie uwypukla potrzebę integracji rozważań o sferze finansowej i sferze realnej. Wyróżnianie, charakterystyczne między innymi dla oficjalnej klasyfikacji dyscyplin w ramach nauk ekonomicznych w Polsce, ekonomii i odrębnie finansów, ma oczywiście istotne uzasadnienie, ale nie może oznaczać utraty z pola widzenia tego, że nie da się zrozumieć zjawisk zachodzących we współczesnej gospodarce realnej bez odwołań do dyskusji o sferze finansowej, ale z kolei finansowy wymiar gospodarowania nie może być traktowany jako cel sam w sobie, bez powiązania z fundamentami z zakresu sfery realnej.

Na bardziej pogłębioną odpowiedź w kontekście współczesnej finansjalizacji, a zarazem budowy scenariuszy przyszłości, oczekują również takie kwestie, jak podnoszone już wcześniej pytanie, czy świat, w którym (umownie) Ameryka będzie produkować dolary, a Chiny towary, może istnieć i trwać? Trzeba także pogłębić studia związane z pytaniem, czy finansjalizacja to tylko wyraz naturalnej ewolu-

²⁷ M. Ratajczak, *Finansyzacja i jej wpływ na dobrobyt społeczny*, [w:] U. Zagóra-Jonszta, R. Pęciak (red.), *Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Egzemplifikacja pojęcia dobrobytu*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2012, nr 103; A.D. Dixon, V.-P. Sorsa, *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, „Competition & Change” 2009, vol. 13, No. 4; Ö. Onaran, E. Stockhammer, L. Grafl, *Financialization, income distribution, and aggregate demand in the USA*, Discussion Paper 2010, No. 136, Department of Economics and Statistics Middlesex University Business School; A. Martin, H. Kersley, T. Greenham, *Inequality and financialisation. A dangerous mix*, Friedrich Ebert Stiftung – New Economics Foundation 2015.

²⁸ A.D. Goldsmiths, C. Walsh, *The Role of the State in the Financialisation of the UK Economy*, Political Studies 2015, May; I. Hardie, *Financialization and Government Borrowing Capacity in Emerging Markets*, PalgraveMacMillan, Houndmills 2012.

²⁹ A. Bhaduri, *Financialization in the Light of Keynesian Theory*, „PSL Quarterly Review” 2011, vol. 64, No. 256; S. Ryoo, P. Skott, *Financialization in Kaleckian economies with and without labor constraints*, Working Paper 2008-05, Department of Economics, Univeristy of Massachusetts Amherst.

³⁰ G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Finansyzacja gospodarki...*, *op. cit.*; R. Sahay, M. Čihák, P. N'Diaye, A. Barajas, R. Bi, D. Ayala, Y. Gao, A. Kyobe, L. Nguyen, Ch. Saborowski, K. Svirydzenka, S.R. Yousefi, *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note 2015, SDN/15/08.

cji kapitalizmu, czy też wyraz zmięczenia kapitalizmu lub określonego etapu jego rozwoju (liberalizm, dominacja niewidzialnej ręki, bardzo ograniczona rola państwa, deregulacja)? Nawiązując do podnoszonego wcześniej wątku ustrojowego, warto dyskutować, czy swoisty efekt wahadła może doprowadzić do zastąpienia polityki opartej na założeniach neoliberalizmu silnie populistycznymi neoetatyzmem i neomerkantylizmem i czy taka zmiana sprzyjałaby dalszemu nasilaniu się finansjalizacji? I wreszcie, czy dostrzegając różne negatywne konsekwencje finansjalizacji powinniśmy widzieć świat ekonomiczny w kategoriach wyboru między niewidzialną ręką (rynku) a widzialną ręką państwa, czy uznając, że rynek wolny to nie to samo co rynek nie regulowany pytać o to, ile i jakiego rynku, tudzież, ile i jakiego państwa?

PODSUMOWANIE

Finansjalizacja, jak już na to zwracano uwagę, z pojęcia w jakiejś mierze niszowego i kojarzonego z niekiedy radykalnymi odłamami ekonomii heterodoksyjnej stała się, wraz z ostatnim kryzysem, pojęciem popularnym i coraz częściej traktowanym jako odzwierciedlenie pewnej istotnej cechy współczesnego kapitalizmu, zwłaszcza w gospodarkach, które można by uznać za spełniające cechy gospodarek dojrzałych finansowo. Ponieważ, jak już wcześniej wspomniano, ostatni kryzys finansowy był ostatnim tylko w rozumieniu przeszłości, a nie z punktu widzenia przyszłości, warto podejmować dalsze studia dotyczące finansjalizacji po to, by nie aspirując do tego, że uda się dokładnie przewidzieć, kiedy kryzys nastąpi i z jaką siłą, być lepiej do niego przygotowanym. Oczywiście finansjalizacja, jaką do tej pory znamy, a w tym w postaci określonej w artykule mianem dojrzałej, będzie podlegać ewolucji, której przebieg trudno byłoby w tej chwili prognozować. Nie oznacza to jednak, że nie warto analizować finansjalizacji w jej dotychczasowej postaci i z uwzględnieniem jej dotychczasowego przebiegu. Albowiem bez wiedzy o przeszłości trudniej zrozumieć teraźniejszość i podejmować decyzje dotyczące przyszłości³¹. Nauki ekonomiczne muszą się zmieniać wraz ze zmianami będącego przedmiotem ich zainteresowań świata i to nie tylko w jego gospodarczym wymiarze. Zmian w świecie ekonomicznym nie da się przy tym postrzegać jako opartych

³¹ Jak słusznie napisano w tekście towarzyszącym wznowieniu esejów jednej z najważniejszych postaci teorii zarządzania, ale zarazem bardzo dobrego znawcy ekonomii Petera Druckera: „...menedżer musi obecnie funkcjonować w centrum burzy istotnych społecznych zmian, które w sposób zasadniczy przeobrażają relacje między gospodarką, biznesem, polityką i konsumentami. Zrozumienie tych wszystkich zmian i zarządzanie w ramach nich wymaga pewnej perspektywy, która wykracza poza „tu i teraz” w stronę określenia, jak się tu znaleźliśmy i dokąd zmierzamy”. [P. Drucker, *Toward the Next Economics and Other Essays*, Harvard Business Press 2010].

na ideach uniformizmu, liniowości czy progresywizmu, a tym bardziej finalizmu. Tak długo, jak będzie istniał znany nam świat, nie ma i nie będzie końca historii także w sferze zjawisk ekonomicznych, a co za tym idzie nie ma i nie będzie końca przeobrażeń nauk ekonomicznych także w obszarze studiów nad finansjalizacją.

Streszczenie

Celem artykułu jest próba przedstawienia najistotniejszych, zdaniem autora, możliwych wymiarów dyskusji o finansjalizacji. W opracowaniu, w którym w pierwszej części zawarto krótką charakterystyką tego, co można określić mianem dojrzałej finansjalizacji, zaprezentowano siedem zasadniczych obszarów dyskusji o finansjalizacji. Pierwszy to mające wymiar lokalny kwestie semantyczne związane z tłumaczeniem na język polski angielskiego terminu *financialization*. Kolejne wymiary czy też obszary dyskusji o finansjalizacji wyróżnione w artykule mają wymiar uniwersalny i dotyczą takich kwestii, jak: definicja finansjalizacji i określanie jej zakresu, zakres historyczny dyskusji o finansjalizacji, wymiar geograficzno-kulturowy finansjalizacji oraz wymiary doktrynalny i ustrojowy tego zjawiska. W ramach dyskusji o finansjalizacji wskazano także szczególnie istotne obszary badań wymagające dalszych pogłębionych studiów, a w tym prób empirycznej weryfikacji formułowanych w literaturze hipotez.

Słowa kluczowe: finansjalizacja, gospodarka, kryzys

Abstract

Paper's main goal is to present the most important elements of discussion on financialization. Paper starts with a short characteristic of mature financialization. Next, seven fundamental elements of discussion on financialization have been presented. First one has semantic and local character and it concerns polish translation of English term. Other elements are: definition and interpretation of financialization, historic dimension of financialization, geographical and cultural scope of financialization, and doctrinal foundation of discussion on financialization. Main elements of future studies needed on financialization are also presented.

Key words: financialization, economy, crisis

Bibliografia

- Andreou A., *The rise of money trading has made our economy all mud and no brick*, the guardian, 20 november 2013, <https://www.theguardian.com/commentisfree/2013/nov/20/money-trading-economy-foreign-exchange-markets-economy> (dostęp: 23.09.2017).
- Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U., *Too Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, WP/12/161.
- Assa J., *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, „Finance Research” 2012, vol. 1, No. 1.
- Barbaruk M., *Hiszpański „kryzys” XVII wieku*, Historia – Kultura – Globalizacja 2010, nr 8.
- Bhaduri A., *Financialization in the Light of Keynesian Theory*, „PSL Quarterly Review” 2011, vol. 64, No. 256.
- Boyer R., *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*, „Economy and Society” 2000, vol. 29/1.
- Cecchetti S.G., Kharroubi E., *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Papers 2009, No. 381.
- Dixon A.D., Sorsa V.-P., *Institutional Change and the Financialisation of Pensions in Europe*, „Competition & Change” 2009, vol. 13, No. 4.
- Drucker P., *Toward the Next Economics and Other Essays*, Harvard Business Press 2010.
- Epstein G.A. (red.), *Financialisation and the World Economy*, Edward Elgar Pub, London 2006.
- Financiarisation de l'économie et capitalisme financier*, 2007, http://www.lexinter.net/JF/financiarisation_de_l'economie.htm (dostęp: 23.09.2017).
- Foster J.B., *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” 2007, vol. 58/11.
- Freeman R.B., *It's financialization!*, „International Labour Review” 2010, vol. 149, No. 2.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K., *Shareholder value and financialisation: consultancy promises, management moves*, „Economy and Society” 2000, vol. 29/1.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K., *Financialisation and the coupon pool*, „Gestão & produção” 2001, vol. 8/3.
- Goldsmiths A.D., Walsh C., *The Role of the State in the Financialisation of the UK Economy*, „Political Studies” 2015, May.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P., *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2015, nr 4.
- Hardie I., *Financialization and Government Borrowing Capacity in Emerging Markets*, PalgraveMacMillan, Houndmills 2012.
- Harvey D., *Neoliberalizm. Historia katastrofy*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2008.

- Isaacs G., *Contemporary Financialization: A Marxian Analysis*, „Journal of Political Inquiry” 2011, nr 4.
- Khan F., *Word Financial Crisis: Lessons from Islamic Economics*, http://twocircles.net/2008oct11/world_financial_crisis_lesson_form_islamic_economics.html (dostęp: 09.08.2017).
- Knafo S., *Liberalisation and the Political Economy of Financial Bubbles*, „Competition & Change” 2009, vol. 13, No. 2.
- Kotz D.M., *Neoliberalism and Finacialization*, http://people.umass.edu/dmktotz/Neolib_and_Fin_08_03.pdf (dostęp: 09.08.2017).
- Lazonick W., *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*, University of Massachusetts and The Academic-Industry Research Network, <http://www.theairnet.org/files/research/lazonick/Lazonick%20Innovation%20Financialization%2020110616.pdf> (dostęp: 23.09.2017).
- Mączyńska E., *Czy to starość?*, „Gazeta Bankowa”, 07.04.2009.
- Martin A., Kersley H., Greenham T., *Inequality and financialisation. A dangerous mix*, Friedrich Ebert Stiftung – New Economics Foundation 2015.
- Maverick J.B., *How big is the derivatives market?*, Investopedia, 15 may 2017, <http://www.investopedia.com/ask/answers/052715/how-big-derivatives-market.asp> (dostęp: 23.09.2017).
- Minsky H.P., *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 1992, No. 74.
- Onaran Ö., Stockhammer E., Grafl L., *Financialization, income distribution, and aggregate demand in the USA*, Discussion Paper 2010, No. 136, Department of Economics and Statistics Middlesex University Business School.
- Orhangazi Ö., *Finacialization and the US Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA, 2008, USA.
- Palley T.I., *Financialization: What it is and Why it Matters*, Political Economy Research Institute, Working Paper Series 2007, nr 153.
- Petras J., *The Third Way, Myth and Reality*, „Monthly Review” 2000, Vol. 51, Issue 10 (March).
- Polanyi Levitt K., *The Great Financialization*, wykład z okazji otrzymania nagrody imienia Johna Kennetha Galbraitha, www.karipolanyilevitt.com, 22.07.2011.
- Ratajczak M., *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3.
- Ratajczak M., *Finansyzacja i jej wpływ na dobrobyt społeczny*, [w:] U. Zagóra-Jonszta, R. Pęciak (red.), *Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Egzemplifikacja pojęcia dobrobytu*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2012, nr 103.
- Remlein M., *Finansyzacja i jej skutki w sprawozdaniu finansowym polskich spółek giełdowych branży paliwowej*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości 2015, tom 82 (138).

Ryoo S., Skott P., *Financialization in Kaleckian economies with and without labor constraints*, Working Paper 2008-05, Department of Economics, University of Massachusetts Amherst.

Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S.R., *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note 2015, SDN/15/08.

Stockhammer E., *Financialisation and the slowdown of accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, vol. 28/5.

Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N., *Did financialization reduce economic growth?*, *Socio-Economic Review* 2015, 13(3).

Ząbkowicz A., *Wzrost znaczenia dochodów z operacji finansowych w korporacjach niefinansowych (financialization) – kontekst instytucjonalny*, „Organizacja i Kierowanie” 2009, nr 2.

Żyżyński J., *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista” 2009, nr 2.