

# „Za mała, by sfinansjalizować?” Procesy finansjalizacji i polska gospodarka

**Mikołaj Lewicki**

Instytut Socjologii

Wydział Filozofii i Socjologii

Uniwersytet Warszawski

m.lewicki@uw.edu.pl

## Summary

### The Rise of the Financial Sector in Poland

The rise of the financial sector – and alteration of its functions in capitalism – has been discussed not only by economists but also by sociologists and political economists. Financialization is “(...) the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies” (Epstein 2005: 2). It is not a brand new process in sociology. However its scale and nature become an ever more popular element of the current diagnoses. Its main assumption is that crises of capitalist economies are not anomalies and their

scale is dependent on the (lack of) control according to the market laws. The idea that the form of crises and their scale seem to be even more grave and take into account the interdependencies between national economies is becoming paradigmatic in the social sciences. The analysis starts with a review of financialization theories, proposed in political economy and sociology. I then empirically examine the Polish financial sector of the last 15 years with a particular focus on the role of mortgages.

**Key words:** financialization, financial market, political economy, sociology of finances, theories of capitalism, depoliticization, mortgage credit

## **Wprowadzenie**

Teorie finansjalizacji stały się w ostatnich 10 latach dyskusji naukowych o przemianach gospodarczych, politycznych i społecznych jedną z coraz bardziej wyraźnych i rosnących na znaczeniu perspektyw badawczych. W artykułach i monografiach ostatnich pięciu lat często porównuje się pojęcie finansjalizacji do pojęcia globalizacji po to, by wskazać na z jednej strony horyzont problematyki, którą to pojęcie wyznacza, a z drugiej – by wskazać na jego problematyczność – wielość koncepcji oraz ujęć, które z tym pojęciem się wiążą (Orhangazi 2010; Engelen 2008; Engelen, Konings 2010; van der Zwan 2014). Niniejsza analiza ma przede wszystkim na celu zaproponowanie typologii teorii finansjalizacji. Stworzenie mapy teorii finansjalizacji pozwoli następnie na wskazanie ram teoretycznych – definicję finansjalizacji, proponowaną w tej analizie, która następnie zostanie odniesiona do kontekstu polskiej gospodarki. Drugim zatem ważnym celem jest odpowiedź na pytanie, na ile teorie finansjalizacji, w ogromnej większości oparte na analizie gospodarek najbardziej rozwiniętych, są adekwatne wobec gospodarki polskiej – zarówno jej właściwości strukturalnych, jak i ewentualnych powiązań z gospodarkami uważanymi za sfinansjalizowane. Zagadnienie to zdaje się o tyle ważne, że na pierwszy rzut oka tezę o finansjalizacji polskiej gospodarki można by odrzucić: ani polski sektor finansowy nie odgrywa głównej roli w generowaniu wartości dodanej gospodarki narodowej, ani też instytucje finansowe w Polsce nie zdają się być podobnej wielkości i natury, jak te, które są opisywane w analizach finansjalizacji. Chodzi tu zarówno o naturę ich podstawowej działalności – w Polsce instytucje bankowe nie generują i nie obracają instrumentami rynku kapitałowego na skalę podobną jak w gospodarkach najbardziej rozwiniętych, ani też inwestycje w sektor finansowy nie zdają się pełnić kluczowej roli w dynamice rozwoju gospodarki narodowej. Dlatego też trudno byłoby mówić o ewidentnej zmianie funkcji całego sektora finansowego, jego dominacji nad sektorem produkcji czy też o władzy instytucji finansowych, dyktujących niejako warunki gry innym aktorom

gospodarki, w tym sektorowi publicznemu. A to właśnie te wymiary zdają się być ważne w teoriach finansjalizacji. Mówiąc najkrócej, nie mieliśmy w Polsce toksycznych aktywów, zagrożeń bankrutwem w sektorze bankowym, a o dominacji sektora finansowego nad innymi sektorami gospodarki raczej trudno mówić, gdy jego udział nie przekracza 13 procent wartości dodanej w PKB, wobec 25 procent sektora produkcji czy 18 procent sektora usług (pozafinansowych) [GUS 2012; Zygierewicz, Tylińska 2012; Kotowicz 2012]. Czy jednak wynika to ze specyficznie rozumianej „renty zafowania” – relatywnie słabo rozwiniętego sektora bankowego w Polsce i słabszych powiązań z międzynarodową cyrkulacją kapitału, czy też jest brakiem widocznych skutków finansjalizacji, lecz nie jego źródeł i mechanizmów? Pytanie więc, na które niniejsza analiza stara się odpowiedzieć, brzmi: czy w Polsce pojawiły się w ostatnich latach procesy, które zmieniają polską gospodarkę, czyniąc ją podatną czy wręcz poddaną procesom finansjalizacji? Jeśli tak – to jakie skutki społeczne może mieć taki proces?

Aby odpowiedzieć na te pytania, przyjmuję także szerszą perspektywę analizy: finansjalizacja, w ujęciu socjologicznym, winna wychodzić poza instytucje związane z rynkami i zajmować się ich osadzeniem, względnie – zakorzenieniem – warunkami, które doprowadzają do ich istnienia oraz rozwoju, a które nie mogą być zredukowane do wymiaru sił rynkowych (Polanyi [1944] 2010). Nie chodzi tu tylko o kwestię zasad koordynacji oraz porządku instytucjonalnego ani też społecznych skutków działań gospodarczych (jak na przykład spowolnienia gospodarczego skutkującego wzrostem bezrobocia), ale o powiązania między gospodarką, a właściwie rynkiem jako głównym mechanizmem ją regulującym, a instytucjami, które zapewniają usługi bądź dobra, istotne dla reprodukcji i rozwoju całego systemu społecznego, takimi jak instytucje sektora publicznego czy też gospodarstwa domowe. W tym sensie horyzontem gospodarki nie jest ona sama i procesy definiujące jej specyfikę, ale raczej rozwój społeczny oraz powiązania, które definiowane są zarówno w ramach jej (rynkowych) reguł, jak i w innej perspektywie –

jako zasoby czy też procesy, bez których nie jest możliwe funkcjonowanie społeczeństwa. W niniejszej analizie nie chodzi jednak o wskazanie wszystkich, możliwych wymiarów procesów finansjalizacji, lecz stworzenie takiej perspektywy teoretycznej finansjalizacji, adekwatnej do analizy polskiej gospodarki, oraz wskazanie procesów, które można by uznać za symptomy finansjalizacji. A zatem – nie chodzi o to, by definitywnie uznać polską gospodarkę za sfinansjalizowaną bądź nie, lecz raczej o wskazanie procesów, których natura wiąże się z diagnozami tworzonymi w ramach teorii finansjalizacji. Pytanie postawione w tytule – „za mała, by sfinansjalizować?” jest pewną prowokacją: w świetle danych o polskiej gospodarce oraz wymienionych poniżej wymiarów – symptomów sfinansjalizowana – polska gospodarka sfinansjalizowana nie jest, a kapitał, który w niej cyrkuluje, jej „architektura rynku finansowego” (Fligstein 2001) i współzależności z międzynarodowym kapitałem zdają się zbyt małe, by można mówić o procesach finansjalizacji polskiej gospodarki. Czy tak w istocie jest – to pytanie, które wie dzie autora przez teorie finansjalizacji do sproblematyzowania procesu finansjalizowania gospodarstw domowych poprzez instytucje rynku kredytowego.

Finansjalizacja to, najkrócej mówiąc, „tendencja osiągania większego zysku w gospodarce dzięki i poprzez sektor finansowy, aniżeli poprzez produkcję” (Krippner 2011, s. 4), a w wersji idącej nieco dalej: (...) proces zwiększania roli motywów finansowych, finansowych rynków, aktorów sektora finansowego oraz instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarek na poziomie narodowym i międzynarodowym” (Epstein 2005, s. 3). Wersja minimalistyczna wskazuje na zmianę w strukturze gospodarek narodowych – osłabienie znaczenia sektora produkcji względem sektora finansowego, w generowaniu wzrostu oraz jego centralną pozycję w przepływach kapitału. Druga definicja zdaje się obejmować trzy zasadnicze wątki teorii: powody (motywy), dla których sektor finansowy miałby zwiększać swoje znaczenie na poziomie narodowym i międzynarodowym, wzrost władzy gospodarczej i politycznej ośrodków finan-

sowych (instytucji finansowych, zarówno prywatnych, jak i pozarządowych, jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, czy instytucje organizujące rynek kapitałowy) oraz zmianę funkcji instytucji finansowych – ich rosnące znaczenie w generowaniu kapitału oraz jego cyrkulacji – względem innych sektorów gospodarki (produkcji, pozostałych usług czy też gospodarki państwowej). Można powiedzieć, że ta wciąż niezmiernie szeroka definicja jest platformą łączącą zarówno te teorie, których celem jest diagnoza współczesnego kapitalizmu – jego uniwersalnych cech, które można uchwycić w całej, globalnej gospodarce, jak i tych teorii, które zdają się sugerować, że finansjalizacja to pojęcie, pod którym *de facto* kryje się szereg procesów, mających różne „motywy” oraz generujących różne zjawiska, determinowane uwarunkowaniami lokalnymi, a mającymi jedynie podobne efekty, jak zmiana funkcji czy wzrost władzy gospodarczej i politycznej sektora finansowego. W pierwszym, uniwersalizującym ujęciu „motywem” – źródłem finansjalizacji byłaby natura kapitalizmu, w drugim – raczej np. kryzys państwa i jego kontroli nad rynkami finansowymi czy też wzrost władzy specyficznej grupy społecznej – posiadaczy kapitału – współczesnych „rentierów” – bankierów, inwestorów finansowych, menedżerów instytucji finansowych. Różnice między tymi podejściami dotyczą także natury mechanizmów finansjalizowania gospodarek. W niektórych teoriach wskazuje na procesy pojawiające się w gospodarkach najbardziej rozwiniętych Ameryki Północnej, Europy Zachodniej oraz kilku państw, które należą do globalnych liderów gospodarczych (np. Chiny czy Japonia) i zdają się być niejako awangardą zmian, które jak można przypuszczać obejmują i obejmować będą kolejne gospodarki narodowe. W tym ujęciu finansjalizacja ze swoimi uniwersalnymi właściwościami zdaje się „rozlewać” na kolejne kraje, włączając je w globalną cyrkulację kapitału. W innych zaś – perspektyw na finansjalizację, źródłem tego procesu są raczej przemiany ładu polityczno-gospodarczego na poziomie narodowym i międzynarodowym, a ich efektem jest przedmiotowy proces. Dlatego też jednym z podstawowych wymiarów typologizacji pro-

ponowanej w tej analizie jest podział na naturę procesów finansjalizacji – ich endogeniczne oraz egzogeniczne źródła.

## **Oznaki finansjalizacji**

Wskaźniki i opisy oznak finansjalizacji można podzielić na kilka wymiarów, odpowiadających głównym wymiarom teoretycznym problematyzacji tego procesu. Niniejszy podział wskazuje na najczęstsze i najbardziej powszechne wymiary, jednak ich interpretacja oraz zestawienia zależą od przyjmowanych założeń teoretycznych oraz celów analiz.

Po pierwsze, o finansjalizacji, a właściwie sfinansjalizowaniu gospodarki świadczyć ma relatywnie wysoki wzrost czy dominacja sektora finansowego nad sektorem produkcji oraz resztą sektora usług. Wskaźnikami są tu przede wszystkim udział sektora w produkcie krajowym brutto, a szczególnie jego wartości dodanej. Chodzi zatem przede wszystkim o spojrzenie „z lotu ptaka” na strukturę gospodarki, a następnie przyjrzenie się zyskowności poszczególnych sektorów gospodarki (Davis 2009; Orhangazi 2010).

Po drugie, prowadzić to może do analizy procesów zmiany w generowaniu kapitału w gospodarce oraz pytania, na ile rozwój sektora finansowego determinuje dalsze zmiany w strukturze gospodarki. Upraszczając, można powiedzieć, że analizy finansjalizacji wskazują, w jaki sposób zyski osiągnane w sektorze finansów „wypierają” lub też zmniejszają znaczenie zysków osiągniętych z produkcji bądź w sektorze usług. Powoduje to przeorientowanie się całej gospodarki na różne formy zaangażowania w sektor finansowy. Ten zaś, wychodząc daleko poza swe tradycyjne funkcje dostawcy kapitału, pośrednika między inwestorem, a konsumentem czy kontrahentem, zaczyna „produkować” kolejne instrumenty, które są atrakcyjne dla coraz to nowych typów klientów, zarówno instytucjonalnych (np. niefinansowych przedsiębiorstw czy samorządów), jak i dla gospodarstw domowych (Epstein, Jayadaev 2001; Davis 2009).

Po trzecie, o finansjalizacji gospodarki świadczyć ma wzrost złożoności i zasięgu sektora finansowego. Jest to szczególnie związane z analizą anglosaskich gospodarek, opartych w dużej mierze na rynkach kapitałowych. To właśnie w tym kontekście odnosi się do analiz spekulacji instrumentami pochodnymi czy sekurytyzacji (Lounsbury, Hirsch 2010; Aalbers 2008). Wskaźnikami finansjalizacji w dwóch powyższych wymiarach są przede wszystkim: wzrost wielkości rynków kapitałowych oraz cyrkulacji kapitału finansowego na poziomie narodowym i międzynarodowym (obrotu akcjami, a przede wszystkim instrumentami pochodnymi), zjawiska spekulacji na rynku kapitałowym czy walutowym, wielkość (kapitalizacja) oraz zyskowność globalnych instytucji finansowych (np. banków inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych) oraz wzrost znaczenia mechanizmów oceny wiarygodności finansowej już nie tylko przedsiębiorstw, ale także gospodarek państwowych (znaczenie ratingów).

Po czwarte, analiza tego, kto na wroście znaczenia sektora finansowego zyskuje władzę nad kapitałem prowadzi do postawienia pytania o współczesne formy rentierstwa, w gospodarce, w której sam fakt własności (środków produkcji) zdaje się nie przesądzać, do kogo ostatecznie trafią rosnące zyski. To prowadzi także do wiązania procesów gospodarczych ze społecznymi – dystrybucji bogactwa oraz polaryzacji dochodów tych, którzy na rozwoju sektora finansowego zyskują, oraz tych, którzy na spadku znaczenia pozostałych sektorów tracą. Jak łatwo się domyślić, w tym drugim przypadku chodzi szczególnie o pracowników najemnych, którzy jednocześnie są powiązani na dobre i na złe z sektorem finansowym, głównie poprzez udział w rynku kapitałowym jako udziałowcy funduszy inwestycyjnych czy emerytalnych (Davis 2009; Lapavitsas 2010; Paley 2008). Wskaźnikami tak rozumianego wymiaru finansjalizacji jest struktura zyskowności oraz jej dystrybucji między przedsiębiorstwami oraz w ramach całej narodowej gospodarki (Dumenil, Levy 2004).

Po piąte, nieodłącznym elementem analizy finansjalizacji jest zmiana funkcji państwa w gospodarce. Choć to ogromne zagadnie-

nie, na potrzeby tej analizy zostanie ono sprowadzone do wymiaru redukcji udziału państwa w generowaniu kapitału, a przede wszystkim – deregulacji gospodarki oraz urynkwienia szeregu usług, które uprzednio nie były utowarowione, a jednocześnie niejednokrotnie są ściśle powiązane z sektorem finansowym (przede wszystkim system emerytalny), bądź też w wyniku redukcji zaangażowania państwa, to sektor finansowy staje się źródłem finansowania usług sektora publicznego (np. finansowanie samorządów poprzez obligacje; Gabor 2010). Ważnym wymiarem jest tu także liberalizacja przepływów kapitału na poziomie międzynarodowym. To zaś prowadzi do diagnoz wskazujących, iż znaczenie kapitałowe, instytucjonalne oraz rynkowe instytucji sektora finansowego doprowadziło do uzależnienia gospodarek narodowych od funkcjonowania instytucji sektora finansowego, skrótowo określane hasłem „Too big to fail” (*za duże, by upaść*) [Sorkin 2010; Dymski 2012]. W ramach tej doktryny przyjmuje się, że bankructwa czy zasadnicze kryzysy największych instytucji finansowych, przede wszystkim banków inwestycyjnych, grup kapitałowych czy międzynarodowych korporacji bankowych, zagrażają bezpośrednio stabilności całej gospodarki narodowej; w związku z tym państwo, by utrzymać stabilność gospodarki, jest zmuszone do takich interwencji rynkowych, które owym kryzysom zapobiegają. Dość powiedzieć, że wedle różnych szacunków, amerykańskie bankowe korporacje od roku 2008 do dziś zostały wsparte różnego rodzaju subsydiami z federalnego budżetu sumą około 100 mld dolarów (Acharya, Anginer, Warburton 2013).

Wreszcie, finansjalizacja jest odnoszona do zmian w logice działania już nie tylko głównych aktorów rynkowych – przedsiębiorstw, oraz państwa, ale także gospodarstw domowych. Gdy jednostki postanawiają potraktować mieszkanie czy dom jako aktywo, które można angażować jako zabezpieczenie pod transakcje na rynku kapitałowym czy szerzej – udział na rynku kapitałowym jako formę zarabiania, to można mówić, jak argumentuje część badaczy, o finansjalizacji gospodarstw domowych (Martin 2002; Davies 2009).



## Teorie finansjalizacji

Warto przede wszystkim zidentyfikować, czym teorie finansjalizacji różnią się zasadniczo od dominujących w ekonomii oraz w większości analiz publicystycznych (także przeważających w polskiej prasie) analiz dotyczących w szczególności światowego kryzysu gospodarczego ostatnich co najmniej pięciu lat.

Wzrost sektora finansowego (wielkości cyrkulacji kapitału, wartości kapitałowej przedsiębiorstw finansowych) nie jest przede wszystkim traktowany jako zasadniczy problem wymagający radykalnych zmian. Wielkość sektora finansowego w tej perspektywie wynika przede wszystkim ze wzrostu współzależności między gospodarkami narodowymi, rosnących możliwości inwestowania na rynkach ponadnarodowych, oraz, dzięki deregulacji – zniesieniu barier cyrkulacji kapitału. W ramach zasady wolnorynkowej owa cyrkulacja zdaje się być pozytywnym efektem rozwoju gospodarek. Kryzys finansowy, identyfikowany przede wszystkim poprzez krach na giełdach, bankructwa instytucji finansowych oraz wzrost zadłużenia gospodarek narodowych zdaje się być z tej perspektywy „ślepą uliczką” spekulacji i skutkiem ubocznym dynamiki rozwoju rynków finansowych. W świetle tego podejścia rynek jest zgoła efektywnym i właściwym mechanizmem koordynacji oraz pobudzania wzrostu gospodarczego. Rynek finansowy – jako jego część w sytuacji braku należytej kontroli warunków brzegowych, a przede wszystkim przestrzegania prawa oraz zasad ładu korporacyjnego (*corporate governance*), a także na skutek braku przejrzystości czy wręcz manipulacji informacjami, przeradza się w kasy-no – grę, w której pojawiają się coraz wyższe stawki, coraz wyższe ryzyko. W ten sposób rynki finansowe odrywają się od zdrowych podstaw gospodarczych, zawartych choćby w konstrukcji tzw. wartości fundamentalnej towarów czy instytucji (np. firm, akcji, nieruchomości), a sektor finansowy kreuje bańki cenowe, które z czasem muszą pęknąć, zgodnie z zasadą cykliczności. Wówczas następuje tzw. głęboka korekta wartości towarów czy instytucji

(jak choćby instytucji ratingu, określającego wartość kapitału), rynek zaś wraca do względnej równowagi, w której ceny odzwierciedlają wartość tego, co jest przedmiotem obrotu. Mówiąc najkrócej – to hipoteza efektywnych rynków. Krytyka w ramach głównych nurtów ekonomii i perspektyw rosnących w popularności – jak np. ekonomii behawioralnej, przyjmuje, że rynki nie są z natury efektywne, ponieważ aktorzy na rynku nie zachowują się racjonalnie. W przypadku wzrostu wartości (akcji, nieruchomości, towarów) spodziewają się dalszego wzrostu czy wręcz głęboko weń wierzą. Używając platońskiej metafory – *doxa* zastępuje *episteme*. Krytyka dotyczy więc przede wszystkim „wyposażenia” aktorów – ograniczeń w percepcji, podejmowaniu decyzji czy dostępie do informacji (problem asymetrii informacji). W tej perspektywie *de facto* nie ma mowy o finansjalizacji jako specyficznym mechanizmie, który definiuje naturę rynków finansowych czy szerzej – kapitalistycznej gospodarki. Z tej perspektywy niewiele można zrobić, by zapobiec kolejnemu kryzysowi, oprócz pilnowania reguł oraz ewentualnego wprowadzania ograniczeń ryzyka inwestycji w imię odpowiedzialności zarządzających kapitałem przed akcjonariuszami jako właścicielami przedsiębiorstw przede wszystkim. Niektóre analizy sugerują, idąc niejako tropem socjologów, że współczesne rynki finansowe, a mówiąc dokładniej *menedżerowie* zarządzający instytucjami finansowymi, niejako oderwali się od systemu wartości, zasad współpracy czy moralności, które stanowią niejako fundamenty „demokratycznego kapitalizmu” (Bogle 2009).

Z kolei w nieco bardziej krytycznym ujęciu, skupiającym się na fenomenie spekulacji na rynkach finansowych, traktuje się to zjawisko nie jako skutek uboczny działania rynku czy jego chorobę, lecz jako jego istotę (Stiglitz 2004). Taka perspektywa stała się niemal kanoniczna w analizach globalizacji (Stiglitz 2004; Dumenil, Levy 2005). Spekulacja jest „normalną” właściwością relacji między graczami na rynku, bowiem każdy z nich, wierząc we wzrost i wedle tej wiary podejmując decyzje, napędza mechanizm samospełniającej się przepowiedni, której efekty nie są jednak zgodne z nadziejami

i wiarą aktorów. Bańki spekulacyjne i mania spekulacyjna to fazy cykli, które bezwiednie się powtarzają. Ta perspektywa, choć traktuje porządek rynkowy jako niedoskonały, sprawia, że finansjalizacja jest żywiołem, nad którym należy zapanować. Drogą do tego jest regulacja państwowa, a przede wszystkim stworzenie mechanizmów, które ponownie powiążą racjonalność aktorów – przede wszystkim zarządzających przedsiębiorstwami, ich nastawienie na maksymalizację indywidualnego zysku, z racjonalnością instytucji – przedsiębiorstw i ich akcjonariuszy.

W obu omówionych perspektywach, wpływ kryzysów finansowych na gospodarkę takich krajów jak Polska wynika przede wszystkim z rosnącej współzależności rynków narodowych. Kiedy więc kryzysu doświadczają największe i najbardziej zaawansowane gospodarki narodowe, ten „rozlewa się” czy też „zaraża” inne gospodarki, nawet gdy ich rynki finansowe nie podlegają analogicznym czy tym samym procesom, które wygenerowały kryzys. Przyjmuje się jednak, że im solidniejsze podstawy rozwoju gospodarczego, a rynek finansowy – uregulowany, efekty zarażenia nie powinny być tak dotkliwe i istotne, by można było w samych mechanizmach funkcjonowania narodowych rynków finansowych doszukiwać się źródeł ich destabilizacji (Bieńkowski, Gawrońska-Nowak, Grabowski 2011). Niewątpliwie ważne w tym kontekście jest dostrzeżenie i nadanie wagi międzynarodowym powiązaniom rynków finansowych.

W tym ujęciu finansjalizacja jest *de facto* fazą cyklu, w której rynek finansowy staje się szczególnie podatną przestrzenią spekulacji, zyski na nim wyjątkowo obiecujące, straty zaś – szczególnie dotkliwe w przypadku pęknięcia bańki. Już nie tylko dla spekulujących. Takie sytuacje nie kończą się na stratach tylko dla inwestorów na rynku finansowym, ale niejednokrotnie pociągają za sobą straty i negatywne konsekwencje na wszystkich rynkach powiązanych z finansowymi, a w efekcie przyczyniają się do zapaści gospodarki. Właściwą ilustracją takiego procesu jest bańka na rynkach tzw. dot-comów – czyli przeszacowanie wartości rynku spółek operujących

w technologiach informatycznych i telekomunikacyjnych, co doprowadziło do gwałtownego spadku – pęknięcia bańki na początku XXI wieku na rynkach kapitałowych Stanów Zjednoczonych Ameryki. Bankructwo Enronu jest także dobrą ilustracją tego, co przyciąga uwagę analizujących naturę i efekty spekulacji. W ekonomii głównego nurtu obserwacja tego typu zdarzeń prowadziła i prowadzi do konstatacji, iż przy rozszerzeniu konkurencji rynkowej rozwiązania zbyt ryzykowne bądź nieefektywne zostaną niejako wyeliminowane, a rynek finansowy – jako szczególnie mocno oparty na wykwalifikowanych kadrach – winien wracać do równowagi (Paley 2007). „Manie spekulacyjne” są chorobą, ale najlepszą receptą na jej zwalczanie są działania w ramach zasady efektywności rynkowej. Bańki to sytuacje, gdy wartość aktywów będących przedmiotem spekulacji odrywa się od swej „wartości fundamentalnej”, ta zaś ma być zobiektywizowaną wartością, do której rynek prędzej czy później ma powrócić.

Jak zauważa Greta Krippner, proponując jedną z obecnie najbardziej uznanych perspektyw na finansjalizację – takie podejście ogranicza się do analizy samego rynku czy rynków, w tym finansowych (Krippner 2011, s. 5–11). Z horyzontu znika państwo, społeczeństwo lub polityka jako instytucje czy szerzej – sfery nie tylko dotknięte (bądź nie) przez fazy cyklu, lecz jako część infrastruktury rynków. Longitudinalna analiza cykli nie jest główną cechą tego typu podejść, w związku z tym – a może właśnie z tego względu – podejście to nie pozwala ustalić, dlaczego niektóre okresy i rynki (państw narodowych czy rynki międzynarodowe) podlegają spekulacyjnym maniom, inne zaś (uwarunkowania historyczne czy rynki) tym procesom zdają się nie podlegać. Potrzeba zatem owego kontekstu, a dla niektórych – niezbędnych elementów „infrastruktury” rynków, jak państwo, polityka czy bardziej abstrakcyjnie – mechanizmy władzy, by zrozumieć, dynamikę i głębokie przyczyny spekulacji oraz finansjalizacji. Mówiąc najkrócej, w duchu omawianej perspektywy finansjalizacja nie jest problemem, ale raczej – wyzwaniem, które nie jest skutkiem ubocznym, lecz czymś, co jest

związane z „normalną” pracą rynków. W przypadku tych, którzy upatrują problemów funkcjonowania rynków w ograniczeniach poznawczych ich aktorów, rozwiązaniem będzie wprowadzanie mechanizmów kontrolnych oraz ustanawianie ram dla przejrzystości i maksymalnie efektywnego przepływu informacji między aktorami na rynku. Dla tych, którzy przyjmując ograniczenia poznawcze jednostek, jednocześnie diagnozują współczesny kapitalizm jako system, który ma wbudowane w swe funkcjonowanie predyspozycje do spekulacji, potrzebne są silne instytucje, a nie jedynie ramy prawne i nocni strażnicy. W obu jednak wypadkach, finansjalizacja jest chorobą, na którą można znaleźć lekarstwo w ramach ładu gospodarczego. W obliczu konsekwencji globalnego kryzysu gospodarczego analiza „manii spekulacyjnych” zdaje się być bezradna. Nie ma w niej problematyzacji utrzymującej się władzy rynków finansowych, objawiającej się przede wszystkim brakiem rozwiązań, które mogłyby zapobiec następnemu kryzysowi.

### **Manie spekulacyjne jako natura współczesnego kapitalizmu**

Finansjalizacja dla badaczy zajmujących się przede wszystkim dynamiką rozwoju przedsiębiorstw, w szczególności zaś – relacjami między przemianami organizacji i struktury właścicielskiej przedsiębiorstw (przede wszystkim korporacji), a rynkami finansowymi, już niejedynie zapewniającymi podaż pieniądza jako środka do inwestycji, jest relatywnie autonomicznym mechanizmem generowania zysku, zaś jego rozwój jest związany z istotnymi zmianami natury systemu gospodarczego, nie zaś pochodnymi jego rozwoju (Epstein 2005; Davis 2009; Lazonick, O’Sullivan 2000; Dumenil, Levy 2004; Heilbron, Bourdieu 2003). Wspomniany proces oznacza przeorientowanie się już nie tylko przedsiębiorstw sektora finansowego na poszukiwanie zysków poprzez narzędzia sektora finansowego, ale poprzez operacje na tym rynku oraz angażowanie coraz większych wysiłków i zasobów w ten rodzaj zysków, kosztem in-

nych (np. produkcji), przez przedsiębiorstwa nie tylko z sektora finansowego. To podejście w gruncie rzeczy także służy demaskacji nieefektywnych i zgubnych mechanizmów podejmowania decyzji oraz działania aktorów rynkowych (zarządzających przedsiębiorstwami), a tym samym wykazywaniu niedoskonałości mechanizmów rynkowych. Dostrzega jednak specyfikę finansjalizacji jako procesu zaistniałego w rozwiniętych gospodarkach XX wieku, problematyzuje okoliczności, jakimi były przede wszystkim relatywnie malejące zyski z produkcji, globalizacja rynków na skutek deregulacji gospodarek czy szerzej – uwolnienie rynków finansowych spod kurateli państw narodowych. Analiza finansjalizacji w tym kontekście dotyczy przede wszystkim gospodarki amerykańskiej oraz współzależności między najbardziej rozwiniętymi gospodarkami, ponieważ to w nich znaczenie korporacji i sposób ich zarządzania wyznaczają dynamikę wzrostu gospodarczego oraz krążenia kapitału. „Wartość akcjonariatu” – kluczowe pojęcie w tego typu koncepcjach – odnosi wprost do kapitalizmu, w którym własność jest rozdrobiona między interesariuszy i zarządzana przez klasę menedżerską zorientowaną na pomnażanie zysku. Tym samym formy zorganizowania przedsiębiorstw oraz aktorzy, tacy jak fundusze inwestycyjne, wskazują na proces generowania abstrakcyjnych wartości mierzonych poziomem zysków na rynku akcji, dywidend wypłacanych akcjonariuszom. Rozwój sektora finansowego analizowany jest przede wszystkim przez wzrost jego złożoności, przez wykreowanie bardzo skomplikowanych mechanizmów pomnażania zysku, które przestają być przejrzyste i prowadzą do niekontrolowanych procesów. Rynki finansowe stają się w tym ujęciu centrum grawitacji całej gospodarki, włączając w to zarówno państwa, jak i gospodarstwa domowe, uzależnione coraz bardziej od operacji finansowych. Analiza regulacji rynków i współzależności między gospodarkami poszczególnych państw prowadzi do wniosku o podporządkowaniu procesów zmian logice systemu finansowego. Problemy organizacyjne są do pewnego stopnia problemami systemowymi: nie wystarczy stworzyć lepszego nadzoru nad rynkiem, by

wyeliminować problem relacji między racjonalnością jednostek (krótkoterminową perspektywą zysków) oraz specyficznych grup (menedżerów), a racjonalnością instytucji (np. przedsiębiorstw) czy całych gospodarek. Jest to jednak wyzwanie odwołujące się nie tyle do problemu władzy, ile raczej sposobu organizacji relacji między aktorami na rynku. Tego typu perspektywa dostrzega „skażenie” w samym mechanizmie oraz ograniczenia poznawcze aktorów, jednak trudno w niej ustalić, jaka jest istota władzy i kontroli, które z tych procesów miałyby wynikać.

### **Finansjalizacja – ujęcie ekonomii politycznej**

Przyczyny finansjalizacji w trzeciej perspektywie nie tkwią w dysfunkcjach kapitalizmu czy „pracy” rynków, lecz są raczej fazami w cyklu rozwojowym albo też definiują jeden z ważnych procesów formacji czy utrzymywania władzy nie tylko w sferze gospodarczej, lecz także w strukturze społecznej i wobec mechanizmów „dystrybucji” kapitału. Nie są więc sprawą endogenicznych zmian organizacyjnych czy też właściwości aktorów na rynku, lecz elementem samych mechanizmów rozwoju rynków. Ta perspektywa jest silnie związana z teorią marksowską oraz teoriami ekonomii politycznej.

Jednostką analizy stają się w tym ujęciu już nie tyle poszczególne państwa i ich gospodarki, ile natura współczesnego kapitalizmu, wyrażająca się we wzroście zyskowności, wielkości oraz znaczenia finansowych aktywów wśród państw najbardziej rozwiniętych, należących do OECD, bądź też nadających rytm przepływowi kapitału na świecie. Już nie tyle logika działania przedsiębiorstw czy zależności między sektorem finansowym, a innymi stają się tu istotne, ile raczej procesy dystrybucji bogactwa w konkretnych społeczeństwach, zróżnicowanie społeczne, formalne i nieformalne, widoczne i latentne procesy kontroli oraz sprawowania władzy nad kapitałem.

W tym ujęciu finansjalizacja nie jest traktowana jako efekt uboczny, jakiś rodzaj dysfunkcji rynku w ogóle, a w szczególności rynków finansowych, ani też nie jest fenomenem, który dotyczy

wyłącznie współczesnych gospodarek najbardziej rozwiniętych krajów świata, lecz wiąże się albo z naturą kapitalizmu, albo też z szeregiem strukturalnych właściwości gospodarek, nieredukowalnych do czegoś, co można by nazwać naturalnym, endogenicznym i relatywnie izolowanym rozwojem rynku finansowego. Biorąc pod uwagę tę perspektywę, już na wstępie należy przyjąć, że analiza finansjalizacji jest relacyjna – dotyczy relacji między sektorami gospodarki, między typami kapitałów (inwestycyjny, finansowy, spekulacyjny) oraz między gospodarkami narodowymi.

Na potrzeby niniejszej analizy dokonany zostanie podział na teorie, które bazują na analizie natury akumulacji kapitału i jego cyrkulacji, oraz na teorie, które nie abstrahując od kwestii akumulacji oraz cyrkulacji kapitału, wskazują na historyczne okoliczności oraz procesy, które doprowadziły i prowadzą do wzrostu znaczenia sektora finansowego. O ile te pierwsze bazują na definicji natury kapitalizmu i jego immmanentnych praw, te drugie raczej skupiają się na kontyngentnych procesach historycznych, przede wszystkim na współzależnościach między sektorem finansowym a porządkiem instytucjonalnym państwa oraz rozwojem społecznym. Można więc powiedzieć, że te pierwsze poszukują przyczyn finansjalizacji oraz jej istoty w samej zasadzie kapitalizmu, te drugie z kolei koncentrują się na tym, dlaczego i w jaki sposób kapitalizm przestał być kontrolowany przez państwo/państwa. Podział ten absolutnie nie wyczerpuje spektrum istniejących teorii finansjalizacji ani też z pewnością nie jest jedynym sposobem typologizacji, jednak – jak się wydaje, może być bardzo użyteczny przy analizie teoretycznej i empirycznej gospodarek, które sfinansjalizowane nie są.

### **Teorie akumulacji kapitału, jego cyrkulacji oraz cykli kryzysów**

Przyczyn finansjalizacji w tej perspektywie poszukuje się w procesach obejmujących relacje między rozwojem narodowych gospodarek, relacjami między sferą gospodarczą a państwem oraz między



sektorem finansowym, a pozostałymi, tworzącymi system gospodarczy danego państwa. Punktem wyjścia lub też kluczowym momentem dla cyklu, który spowodował obecną formę finansjalizacji, jest kryzys gospodarczy pierwszej połowy lat 70., określane mianem naftowego, a *de facto* stanowiący początek odejścia od keynesowskiej polityki gospodarczej ku neoliberalizmowi: „Popyt na rynkach finansowych i generowany przychód, a także coraz szybciej rosnące wartości akcji pojawiły się w tym samym momencie, gdy pojawił się wzrost gospodarczy bliższy stagnacji, a osiągnięcie zysków z produkcji stało się o wiele trudniejsze” (Epstein 2005, s. 7).

Spadające zyski przedsiębiorstw a zarazem niższe przychody sektora publicznego, przy rosnącej inflacji to kryzys kapitalizmu, który dla części teoretyków nie był czymś wyjątkowym, jeśli weźmie się pod uwagę historię (i logikę) kapitalizmu: kryzysy nadwyżek kapitałowych, zdaniem Giovaniego Arrighi czy też w analizach Davida Harveya, nie są czymś specyficznym i unikalnym dla rozwiniętych gospodarek kapitalistycznych XX czy XXI wieku. Kapitał, zakumulowany w produkcji, przy malejących zyskach oraz kontroli nad rynkami poprzez monopole zostaje zainwestowany w sektorze finansowym, tym samym znajdując nowe możliwości akumulacji oraz powiększania zysków. Zauważył to Braudel, a potem wielu innych (Braudel 1958/1999; Wallerstein 1991/2004; Arrighi 1994). Według Arrighiego czy Harveya, rozwój sfinansjalizowanego kapitału ma swój wymiar geograficzny czy przestrzenny: dotyczy akumulacji kapitału w miastach, poprzez zawłaszczanie miejskiej przestrzeni. Powstawanie dzielnic wieżowców, wyludnianie centrów miast, rozrost przedmieść czy upadek taniego budownictwa czynszowego to efekty zmian w cyrkulacji kapitału, mające swe społeczne i geograficzne konsekwencje. Gdy obserwujemy skalę państw narodowych, ale przede wszystkim w skali ponadnarodowej, kapitał finansowy zaczyna penetrować nowe obszary – gospodarki państw, które wcześniej nie były zaangażowane w cyrkulację kapitału. Dzieje się to nie tylko poprzez samą aktywność przedsiębiorstw związanych z sektorem finansowym (np.

banków czy funduszy inwestycyjnych, działających na rynku kapitałowym lub kupujących udział w przedsiębiorstwach), ile przez spekulację na produktach, surowcach etc., która to – choć całkowicie oderwana od rzeczywistej wartości<sup>1</sup> produktów – generuje skutki społeczne i gospodarcze, wykraczające daleko poza wymianę pieniądza, generowanego podczas operacji finansowych. Zyski na rynkach finansowych, podobnie jak w analizie „spekulacyjnych manii”, analizowane są w kontekście reorientacji całego sektora przedsiębiorstw na zyski w sektorze finansowym. Przy malejących wpływach z sektora produkcji, państwa zaczynają konkurencję o kapitał finansowy, dostosowując regulacje do jego coraz bardziej uwalnianego przepływu. Sprzedaż długu publicznego na rynku to w istocie dostarczanie kapitałowi finansowemu dodatkowych źródeł dochodów, a przede wszystkim – zabezpieczeń pod dużo bardziej ryzykowne transakcje. To zaś w istocie powoduje dalsze nadmuchiwanie bańki spekulacyjnej. Kapitalizm zdaje się przewyciężać kryzys, ale w istocie go jedynie odracza. Rozpoczętej spekulacji nie jest w stanie zatrzymać żaden pojedynczy aktor, bez względu na to, czy jest to międzynarodowa grupa kapitałowa, czy też rząd jakiegoś państwa. Stąd w perspektywie długiego trwania istnieją cykle rozwoju i jego załamania. Harvey wyraźnie wskazuje, że istotą przemian kapitalizmu są nie tyle zmieniające się relacje między sektorami gospodarki, ile raczej zasady przestawiania się kapitału (*capital switching*) z jednego reżimu akumulacji (np. produkcji), na inny (np. usługi do tej pory publiczne, jak służba zdrowia czy edukacja), a tym, co go napędza, jest poszukiwanie wysokich zysków, wbrew malejącym stopom zysku w ugruntowanych typach działalności gospodarczej.

<sup>1</sup> Autor jest świadom arbitralności i braku precyzji terminu „rzeczywista wartość”, niemniej analiza zarówno kategorii „fundamentalnej wartości”, używanej w ekonomii, jak i „wartości użytkowej” w teorii marksowskiej wymagałaby szerszego tła oraz przekraczała zakres niniejszej analizy; na jej użytek przyjmuje się, że to wartość produktów czy usług, która odnosi się do cyrkulacji owych dóbr czy usług, nie zaś – papierów bądź opcji czy nawet samych kontraktów terminowych na ich zakup.

W innych analizach podkreśla się funkcję klasy, która stara się zapanować nad cyrkulacją kapitału finansowego (Magdoff, Sweezy 1987; Epstein, Jayadaev 2005; Dumenil, Levy 2004), bądź też wskazuje się na strukturalne właściwości tzw. dojrzałego czy późnego kapitalizmu, już po lub w trakcie kryzysu *welfare state* (Paley 2008; Lapavitsas 2010; Engelen 2008). We wspomnianych analizach, transformacja kapitalizmu jest ściśle powiązana z transformacją gospodarek, ujmowana na ogół poprzez definicje neoliberalizmu jako ideologii i porządku instytucjonalnego, opartego na wizji przedsiębiorczości jednostek oraz redukcji zaangażowania państwa w gospodarkę, głównie poprzez stwarzanie warunków makroekonomicznych do swobodniejszego przepływu kapitału. Ekonomisci związani z teorią Keynesa oraz odwołujący się do teorii marksowskich, w tym szczególnie Minsky'ego oraz Hilferdinga skupiają się z jednej strony na analizie cyrkulacji kapitału, z drugiej zaś – władzy i zwiększania się pozycji klasy rentierskiej – rozumianej nie tyle jako klasa właścicieli (środków produkcji), ile dysponentów zakumulowanego w akcjach, udziałach, czy pieniądzu kapitału (Lapavitsas 2010; Dymski 2012). To, co w teorii efektywnego popytu jest definiowane jako choroba – nierozliczalność (*accountability*) klasy menedżerskiej oraz pracowników sektora finansowego, tu jest immanentnym wymiarem analizy: brak efektywności, ciągłe spekulowanie i aktywne działanie na rzecz utrzymania reguł, które są korzystne dla tej klasy, to nie dysfunkcje systemu, lecz jego immanentne właściwości. Analiza logiki akumulacji kapitału oraz poszukiwania jak największej zyskowności przez współczesne klasy rentierskie staje się więc kwestią nie tylko ekonomiczną, ale też społeczną i polityczną. W tej perspektywie, finansjalizacja byłaby więc kolejnym przekształceniem kapitalizmu, „zaprogramowanym” w jego DNA. To proces, który ma właściwości uniwersalne, choć jak podkreślają teoretycy tego nurtu, sam kapitalizm ma bardzo duże zdolności adaptacyjne, gdy mowa o jego lokalnych (narodowych, regionalnych) odmianach.

## **Finansjalizacja jako pozorne rozwiązanie kryzysu politycznego i społecznego**

Inaczej niż w opisanych powyżej teoriach ekonomii politycznej, w perspektywie zaproponowanej przez Gretę Krippner, analizującą finansjalizację amerykańskiej gospodarki od lat 70. XX wieku, punktem wyjścia nie są immanentne właściwości kapitalizmu, lecz historyczna analiza relacji między instytucjami rynku i państwa. To te relacje stanowią mają genezę finansjalizacji. Punktem wyjścia do analizy autorki *Capitalizing on Crisis* jest przeformułowanie tezy Daniela Bella, twierdzącego, iż wraz z nadejściem ery społeczeństwa postindustrialnego to sektor usług, a nie produkcji, stanie się kluczowym dla gospodarki. W tym sektorze miałyby być generowane zyski, które pozwoliłyby na zaspokojenie rosnących oczekiwań społecznych wobec państwa opiekuńczego, ale i standardu życia, twierdził Bell. Sugerował jednocześnie, że nie ma ucieczki od gospodarki jako sfery życia społecznego, która będzie niejako determinowała nie tylko społeczną dystrybucję bogactwa, ale także wiązała się silnie z polityką. Zdaniem Krippner, w latach siedemdziesiątych państwo amerykańskie stało w obliczu potrójnego kryzysu końca „złoty lat kapitalizmu”: kryzysu społecznego związanego z malejącymi środkami na (re-)dystrybucję, kryzysu fiskalnego oraz kryzysu legitymizacji roli państwa w gospodarce. Odpowiedzią polityków, choć absolutnie nieintencjonalną i niezamierzoną było niejako odroczenie kryzysu poprzez rozwój specyficznej gałęzi sektora usług – sektora finansowego. To sektor finansowy dał w relatywnie krótkim czasie impuls do wzrostu gospodarczego, a także zdawał się umożliwiać obywatelom realizację ich oczekiwań – głównie poprzez dostępność kredytu, a w efekcie – poprzez stale rosnący wzrost zadłużenia, przede wszystkim gospodarstw domowych. Istotne także w tym kontekście było zderegulowanie rynku kredytowego, a szerzej – finansowego oraz przyjęcie przez państwo roli „podążającego za rynkiem” (Krippner 2011, s. 142–144). Sektor finansowy stał się więc źródłem zysków, pozwalał realizować oczekiwania społeczne

(a przynajmniej ich część, dając jednocześnie obietnicę ewentualnych dużych zysków z obrotu kapitałem) oraz został uwolniony spod kontroli państwa – oczywiście relatywnie, ponieważ polityka monetarna stała się ważna nie tylko ze względu na neoliberalne założenia, ale także możliwość oferowania w miarę taniego kredytu. Z kolei dostęp do kredytu już nie tyle przez gospodarstwa domowe, ile poprzez inwestorów instytucjonalnych i już nie tyle do samego kredytu, ile do kapitału inwestycyjnego (przede wszystkim, poprzez jego lewarowanie) otworzył drogę generowania kolejnych aktywów na rynku finansowym, czego efektem było powstanie rynku papierów pochodnych oraz narzędzi finansowych, które czyniły go coraz bardziej złożonym, a zarazem coraz mniej przejrzystym. W tym kontekście Krippner stawia tezę o depolityzacji gospodarki: decyzje, które podejmowane są przez zalegitymizowane instytucje regulujące sprawy społeczno-gospodarcze cedowane są niejako na mechanizmy rynkowe. Jak twierdzi Krippner, choć politycy przyjmowali, że samoregulacja rynku doprowadzi do równowagi oczekiwań z możliwościami (popytu z podażą), innowacje na rynku finansowym stworzyły sytuację, w której rozbudzone oczekiwania zarówno instytucjonalnych uczestników rynku, jak i zadłużających się gospodarstw domowych nie pokrywały się z ryzykiem inwestycyjnym oraz z realną wartością aktywów. Regulacja rynków została ograniczona do polityki monetarnej, samoregulacji ładu korporacyjnego (*corporate governance*) oraz wyznaczania ram prawnych kontraktów (prawo handlowe, cywilne). Nie znaczy to, że gospodarka uwalnia się spod polityki w głębokim sensie znaczenia polityczności – wszak decyzje rynkowe są podejmowane przez konkretne jednostki, przez konkretne instytucje, biorące za nie odpowiedzialność, szacujące ryzyko, oceniające wiarygodność partnerów, co w efekcie oznacza, że ktoś zyskuje, a ktoś traci, i jest zależny czy podległy, jednak wpływ na owe decyzje instytucji stworzonych do reprezentacji tego, co publiczne, zmniejsza się. Depolityzacja nie polega więc na zniknięciu polityki i polityków, lecz na odsunięciu mechanizmów podejmowania decyzji dotyczących zbiorowych ryzyk na mechanizmy, które są

ukryte za administracyjnymi regulacjami bądź włączone w mechanizmy rynkowe, definiujące relacje społeczne w kategoriach ekonomicznych. W tym więc sensie kwestie społeczne – jak choćby kwestia zamieszkiwania czy zakładania samodzielnych gospodarstw domowych – są niejako prywatyzowane. Tym samym kwestie, które mogą mieć kluczowe znaczenie dla rozwoju społecznego, jak mobilność społeczna, sprzyjanie wzrostowi demograficznemu, a przede wszystkim mitygowanie ryzyk, które właściwe są nowoczesnym społeczeństwom, zorganizowanym w państwie socjalnym (*welfare state*), nie są rozwiązywane ze sprawą decyzji politycznych bądź też przy ograniczonym repertuarze mechanizmów instytucjonalnych, które owe problemy mogłyby rozwiązać. Finansjalizacja w tym sensie jest procesem przeniesienia zarządzania sprawami gospodarczymi i społecznymi do sfery rynkowej, w której poczesną rolę odgrywają rynki finansowe. Krippner analizuje cały system gospodarczy, w związku z tym mówić można raczej o finansjalizacji (narodowej) gospodarki aniżeli jej części. Jak się jednak wydaje, geneza finansjalizacji oraz jej podstawowe mechanizmy mogą mieć zastosowanie w odniesieniu do sfer czy problemów społecznych, które są związane z funkcjonowaniem rynków finansowych.

Trudno byłoby podzielić i „stypologizować” całą ekonomię polityczną finansjalizacji ze względu na jej bogactwo i heterogeniczne źródła oraz perspektywy, jednak jak się wydaje, można wydzielić parę zasadniczych obszarów problemowych, które będą także ważne dla niniejszej analizy.

Po pierwsze, finansjalizacja w tym kontekście jest analizą relacyjną, uwzględniającą nie tyle obiektywne miary wzrostu, spadku, zyskowności, ile wskazującą raczej na źródła przekształceń, tendencje oraz proporcje między poszczególnymi elementami czy procesami rynkowymi, jak zyskowność, zadłużenie, wzajemne zależności między przedsiębiorstwami – finansowymi i niefinansowymi, czy wreszcie – a może przede wszystkim – strukturalne właściwości gospodarek narodowych i międzynarodowych rynków – pozycję

rynków finansowych w przepływach kapitału, zyskowości czy kształcie regulacji. Tym samym można mówić o finansjalizacji gospodarek w ogóle (1) – gdy relacje gospodarcze między państwami są w dużej mierze oparte na dynamice rozwoju przepływów kapitału finansowego oraz na konkurencji rynków kapitałowych (jak w przypadku gospodarek anglosaskich przede wszystkim), o finansjalizacji gospodarek narodowych (2) – gdy sektor finansowy staje się dominujący lub też coraz bardziej wpływowy zarówno na poziomie jego udziału w wartości dodanej dochodu narodowego, jak i z perspektywy regulacji sprzyjających jego rozwojowi kosztem innych sektorów. Można jednakże mówić również o finansjalizacji pewnych obszarów gospodarki (3), gdy to, co do tej pory oparte było na pozafinansowych relacjach, zostaje poddane procesom, w których sektor finansowy i finansowy kapitał stają się niezbędne do ich dalszego funkcjonowania, osiągnięcia sukcesu na rynku, a w kontekście tej analizy – przede wszystkim generuje efekty istotne dla porządku społecznego. Analizowany proces w niniejszym ujęciu jest ściśle powiązany ze zmianami funkcjonowania państwa w sferze społecznej i politycznej.

Podsumowując analizę finansjalizacji oraz wskazując na perspektywę, która będzie stanowiła narzędzie do analizy przypadku Polski, finansjalizację należy rozumieć jako:

1. Proces, w którym rynki finansowe, poprzez wzrost swej wielkości, kosztem innych rynków, instrumenty finansowe, poprzez rozwój instrumentów wykraczających poza tradycyjne funkcje dostawcy kapitału do inwestycji oraz aktorzy finansowi, poprzez możliwości wpływu na decyzji polityczne oraz podejmowanie „administracyjnych” decyzji, które *de facto* formują społeczeństwo, zyskują znaczenie nie tylko w obrębie systemu gospodarczego, ale także – szerzej – w kontekście stabilności gospodarki narodowej, porządku społecznego, zapośredniczanego bądź nie przez instytucje systemu finansowego. Dla zwolenników

teorii finansjalizacji opartych na analizie mechanizmów akumulacji i cyrkulacji kapitału, zjawiska te są immanentne dla kapitalizmu. Dla zwolenników teorii wskazujących na kryzys państwa oraz jego rządności – wzrost znaczenia rynku finansowego nie jest traktowany w wartościach bezwzględnych oraz wskaźnikach, właściwych dla ekonomii (jak np. relacje wobec PKB), lecz relacyjnie – jako stosunek i relacja między sektorem finansowym, a gospodarczymi i niegospodarczymi instytucjami społecznymi. Rynek finansowy, podobnie jak gospodarka, jest zakorzeniony w społeczeństwie, a relacje, które w nim obowiązują i w nim są opisywane (a więc wśród ekonomistów), to relacje społeczne wiążące lub rozdzielające jednostki i grupy społeczne.

2. Finansjalizacja wytwarza relacje władzy polegające na uprawnionym wpływie sektora finansowego na logikę funkcjonowania niefinansowych obszarów i aktorów w gospodarce, ale i poza nią – w całym społeczeństwie.
3. Finansjalizacja to specyficzny podział zysków i kosztów generowanych przede wszystkim poprzez sektor finansowy, ale także szerzej – bo gdy np. struktura sektora finansowego sprzyja zadłużeniu gospodarstw domowych kosztem dostępności kredytów dla przedsiębiorstw, implikuje to specyficzne relacje zarówno w obrębie np. gospodarstw domowych (z kredytem lub bez), ale także pomiędzy różnymi aktorami rynku finansowego czy gospodarki. Finansjalizacja może być więc źródłem zróżnicowania społecznego. W tym kontekście mówi się także o dystrybucji nierówności jako skutkach finansjalizacji.
4. W konsekwencji sektor finansowy staje się źródłem akumulacji kapitału oraz „silnikiem” i „smarem” napędzającym procesy społeczne. Ten ostatni wymiar w tym tekście będzie jedynie zasygnalizowany.



## Kryzys, którego nie było

Rozważania Greta Krippner chciałbym potraktować jako inspirację do stworzenia analogii z sytuacją Polski okresu transformacji, w latach 90. Gospodarka jako główna dziedzina, która przesądza o dobrobycie, prawa rynku jako miara efektywności rozwiązań regulacyjnych oraz pozostawienie rynkowi miejsca na zaspokajanie społecznych oczekiwań stały się lejtymotywami polskiej transformacji gospodarczej (Balcerowicz 2000; Kowalik 2010; Ost 2007). Podobnie jak w analizie lat 70. w Stanach Zjednoczonych, można wskazać, iż państwo rezygnuje z zapewniania zdekomodowanych dóbr, otwiera rynki, tak by pojawiła się oferta w tych sferach, które do tej pory mechanizmom rynkowym nie podlegały lub podlegały częściowo. A tym samym niejako rezygnuje z bycia adresatem roszczeń oraz oczekiwań społecznych. Równocześnie jednak depolityzuje kolejne obszary, które do tej pory podlegały negocjacom, sporom i konfliktom w sferze politycznej.

Już we wstępie zasygnalizowano, że o finansjalizacji w Polsce, rozumianej w kategoriach bezwzględnych mowy być nie może. To skłania do uznania, że w Polsce o finansjalizacji jako procesie związanym z endogenicznymi procesami akumulacji kapitału i jego cyrkulacji raczej mowy być nie może. Niemniej sektor finansowy rozwijał się bardzo dynamicznie, szczególnie od roku 2000; usługi finansowe i ubezpieczeniowe stanowiły w roku 2005 7,7 procent wartości dodanej, w PKB. W następnym roku ten udział spadł do 5,2 procent, a następnie gwałtownie wzrósł do 30,3 procent, w roku 2007, a potem – już na skutek wybuchu międzynarodowego kryzysu finansowego (upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers) spadł do 15,4 procent, by w roku 2009 zanotować spadek udziału o 27,5 procent, rok do roku. Wzrost udziału sektora finansowego w PKB w okresie boomu na rynku kredytowym był bardzo dynamiczny, jeden z najwyższych wśród wszystkich sektorów gospodarki. Jeśli wziąć pod uwagę relację aktywów finansowych w stosunku do PKB, jest ona parokrotnie niższa niż w krajach Europy Zachod-

niej; aktywa finansowe stanowią ekwiwalent 118 procent PKB, podczas gdy w Europie Zachodniej niejednokrotnie przekraczają one 500 procent. Jednak wzrost udziału aktywów sektora w PKB wzrósł w omawianym okresie znacząco: z 55 procent, w roku 1999, do 85 procent, w roku 2012 (Kotowicz 2012). Oznacza to, że ilość pieniądza w sektorze finansowym stale rośnie. Jego struktura wskazuje jednak na zupełnie odmienne właściwości niż w krajach najbardziej rozwiniętych: sektor bankowy dominuje nad pozostałymi (rynkem kapitałowym, rynkiem ubezpieczeń czy funduszy emerytalnych i inwestycyjnych), a jego właściwości wskazują na tradycyjną działalność bankową. Aktywa banków są bilansowane głównie poprzez depozyty, a udział innych instrumentów, np. papierów wartościowych, jest zdecydowanie niższy (Zygierewicz i in. 2012; Wolak i in. 2011). Taka relacja między depozytami a aktywami banków zdaje się oznaczać, że ani nie ma potrzeby, ani aktorów, którzy tworzyłiby popyt na inne formy kapitalizacji w sektorze finansowym. Jak jednak przedstawiono w poprzednich częściach tej analizy, sam udział sektora i jego wielkość nie przesądzają o tym, w jaki sposób kapitał cyrkuluje oraz jak kształtują się relacje między sektorami gospodarki.

Jeśli z kolei wziąć pod uwagę strukturę sektora przedsiębiorstw, trudno byłoby zidentyfikować znaczący udział dużych korporacji, które poszukując większych zysków, a niejedynie środków do inwestycji, angażowałyby się w operacje na rynku kapitałowym, szczególnie papierów pochodnych. Nie znaczy to oczywiście, że takie zjawiska nie występują, ale z pewnością ich skala nie determinuje dynamiki rozwoju całego sektora. Można wręcz powiedzieć, że struktura polskiego sektora przedsiębiorstw jest odwrotna niż w gospodarkach, w których „spekulacyjna mania” ogarnęła także niefinansowe przedsiębiorstwa. Dominacja małych i średnich przedsiębiorstw, czerpiących środki na inwestycje głównie z własnych oszczędności i z trudem pozyskujących kapitał z sektora finansowego daje obraz gospodarki, której daleko do właściwości gospodarek anglosaskich, a nawet kontynentalnych (Tymoczko, Pawłowska

2007). Stąd trudno mówić o problemie nadwyżki kapitału, lecz raczej należy mówić o jego niedoborze. W tym sensie sektor finansowy nie pełni wobec przedsiębiorstw funkcji magnesu, który przyciąga do siebie większymi zyskami, dzięki zaangażowaniu kapitału z sektora produkcji.

To z kolei oznacza, iż rynek kapitałowy nie jest poddany logice inwestycji w płynne aktywa, które mogą wygenerować wysoki zysk w sektorze finansowym. Rynek kapitałowy jest w ramach sektora finansowego jego mniej znaczącym elementem. Stanowi około 7 procent aktywów całego sektora. Dynamika jego rozwoju jest związana raczej z powiązaniem tego rynku z funkcjonowaniem funduszy emerytalnych (a pośrednio częściowo kapitałowym systemem emerytalnym) oraz tradycyjnymi formami pozyskiwania kapitału inwestycyjnego przez przedsiębiorstwa w wyniku emisji papierów wartościowych. Stąd nie dziwi bardzo niski udział rynku instrumentów pochodnych czy bardzo ograniczone wykorzystanie mechanizmów sekurytyzacji. Istnieją ku temu nie tylko przesłanki związane z cyrkulacją kapitału, ale przede wszystkim, jak pokazują analizy, niejasność bądź brak regulacji prawnych, które umożliwiłyby rozwój sekurytyzacji (Wysokiński 2006). Ani na akcjach, ani na innych typach papierów wartościowych aktorzy rynku finansowego nie są w stanie „wylewarować” tak dużych zysków przy bardzo wysokim ryzyku, jak w przypadku procesów sekurytyzacji na rynkach anglosaskich czy też poprzez spekulacje na akcjach przedsiębiorstw. Nie znaczy to oczywiście, że takie procesy nie mają miejsca, a spekulacja nie jest immanentną cechą także polskiego rynku finansowego, jednak trudno mówić o analogicznych procesach do tych, które miały miejsce w ostatnich latach, w gospodarkach krajów najbardziej rozwiniętych, wobec których przykłada się modele finansjalizacji.

W kontekście przedstawionych teorii związanych z ekonomią polityczną można stwierdzić, że akumulacja kapitału i jego cyrkulacja w polskiej gospodarce nie ma właściwości, które wskazywałyby na procesy finansjalizacji. Polski sektor finansowy zdaje się zatem

nie podlegać podobnym procesom akumulacji kapitału, jak w gospodarkach uznawanych za sfinansjalizowane. Jak pokażę w dalszej części analizy, struktura i właściwości sektora finansowego oraz szerzej – sektora przedsiębiorstw w Polsce – nie są wystarczającym wymiarem analizy finansjalizacji. Ta wszak jest procesem, a nie gotową strukturą; cyrkulacja kapitału i uzyskiwanie zwiększonej płynności na rynku finansowym nie muszą być związane z generowaniem nadwyżki kapitału oraz kreowaniem instrumentów pochodnych. Tym samym niniejsza analiza potwierdzałaby nieadekwatność wobec procesów właściwych polskiej gospodarki tych teorii finansjalizacji, które wskazują na problem akumulacji kapitału i zmiany reguł jego cyrkulacji.

## **Na peryferiach finansjalizacji**

Relatywnie łatwo jest pokusić się o ujęcie finansjalizacji jako procesu globalnego, związanego z cyklami w gospodarce światowej (Arrighi) oraz „przestawieniem się kapitału” (*capital switching*, Harvey 2010; Dumenil, Levy 2010). Już sam fakt, iż polski ustroj gospodarczy nie był wynikiem wyłącznie autonomicznych decyzji elit politycznych (jakkolwiek wybieranych w latach 90.), lecz był współdeterminowany przez negocjacje Polski z wierzycielami, na temat jej gigantycznego wówczas zadłużenia zewnętrznego (około 40 mld USD) wydaje się mieć duże znaczenie. Uzyskanie przez neoliberalizm statusu dominującej i najbardziej powszechnej ideologii, będącego już wówczas pakietem zmian instytucjonalnych, oferowanych przez międzynarodowe instytucje, takie jak MFW czy Bank Światowy, państwow, które poradziły sobie z kryzysami zarówno gospodarczymi, jak i politycznymi (m.in. w Ameryce Południowej), sprawił, że imitacyjna modernizacja Polski wpisała się w szersze procesy globalne, przynajmniej jeśli chodzi o zmiany ustroju gospodarczego. To jednak bardziej okoliczności procesów niż ich istota: dowodzenie na podstawie materiałów zastanych i bez dogłębnej analizy, że już w roku 1989 został przygotowany grunt pod procesy finan-

sjalizacji, które jeszcze do tej pory nie nastąpiły, lecz zgodnie z logiką procesu dziejowego do Polski dotrą, byłoby wnioskowaniem mocno na wyrost. Porzeba zatem bardziej szczegółowej analizy samych procesów transformujących nie tylko sektor finansowy i jego regulatorów.

Gdy spojrzeć na polską gospodarkę z perspektywy globalnych powiązań gospodarczych, można odwrócić logikę myślenia: zamiast szukać endogenicznych procesów, które miałyby doprowadzić do ewentualnego wzrostu znaczenia sektora finansowego, można analizować odwrotny kierunek – być może, zgodnie z teorią Harveya czy Arrighiego, nastąpiło „przestawienie kapitału” z rynków najbardziej rozwiniętych na takie, w których przy względnej przewidywalności reguł i sytuacji rynkowej łatwo było upłynnić nadwyżkę kapitałową czy też poszukać nowych źródeł kapitalizacji oraz ewentualnego czerpania zysków. Za szczególnie istotny symptom takiego procesu można by uznać wysoki stopień finansowania polskiego sektora bankowego w czasie jego najbardziej dynamicznego wzrostu, w latach 2004–2009, przez środki spoza polskiego systemu bankowego (tzw. finansowanie zewnętrzne; Kotowicz 2013, s. 60–72), powiązane z boomem na walutowe kredyty hipoteczne denominowane w walucie obcej. Boom na rynku kredytów hipotecznych sprawił, że w ciągu zaledwie kilku lat polski nadzór bankowy stracił w dużej mierze kontrolę nad zaciąganyimi pożyczkami. Były one denominowane lub indeksowane w obcej walucie, nie podlegały w związku z tym regulacjom podaży i popytu pieniądza, prowadzonym przez bank centralny, przede wszystkim dzięki ustalaniu oprocentowania pożyczek. To zaś prowadzić by mogło do ogólniejszego stwierdzenia: tak jak kryzys w Polsce można uznać za efekt „zarażenia” (*contagion effect*; Pawłowicz 2009), tak ekspansję kredytów walutowych – za krótkotrwałe i epizodyczne „przelanie się” kapitału zagranicznego do Polski w szczycie globalnej spekulacyjnej manii. Taka interpretacja zbliżałaby jednak do myślenia w kategoriach efektywnego funkcjonowania rynku i okresowych jego dysfunkcji. Tymczasem ekonomia polityczna skłania do do-

strzeżenia wymiaru władzy i kontroli: nad ekspansją kredytową nie mógł zapanować przez pewien okres regulator rynku, a co do zasady – polska gospodarka była, jest i będzie podatna na tego typu procesy, bez względu na fazę cyklu czy dynamikę jej wzrostu. Wskazuje na to zarówno powiązanie kapitałowe między bankami-córkami w Polsce, a bankami-matkami, będącymi międzynarodowymi grupami kapitałowymi, jak i udział inwestorów zagranicznych na rynku finansowym oraz poza nim – choćby na rynku nieruchomości komercyjnych.

Taka interpretacja marginalizuje z kolei procesy endogeniczne, które trudno zredukować do faktu, że wraz z reformami rynkowymi po roku 1989 zostało przygotowane podglebie pod ewentualne upłynnianie kapitału na rynkach tzw. wschodzących. A zatem – że reformy strukturalne stworzyły zawsze dostępne, zawsze podległe przestrzenie przepływu kapitału. Procesy transformacji, a przede wszystkim ład instytucjonalny są specyficzne i sprawiają, że – by odwołać się do najprostszej ilustracji – owe nadwyżki kapitału przynoszą inne efekty w Polsce, a inne na Węgrzech. O ile w Polsce można obecnie mówić o spowolnieniu gospodarczym, na Węgrzech, w kraju o podobnym statusie w systemie światowym czy relacjach przestrzennych wobec centrum (Harvey), na skutek podobnych procesów mówi się raczej o poważnym kryzysie nie tylko gospodarki, ale także polityki, ujawniającym się choćby w zadłużeniu w walucie obcej (Sławiński, Tymoczko 2011), zadłużeniu sektora publicznego czy deprecjacji waluty. To właśnie choćby kwestia zadłużenia sektora publicznego różnicuje kraje takie jak Polska i Węgry. Ekspozycja polskiego sektora finansowego na finansowanie zewnętrzne była bezwzględnie, a przede wszystkim relatywnie mniejsza niż gospodarki węgierskiej. I choć zapewne wymagałoby to głębszej analizy porównawczej, można pokusić się o stwierdzenie, iż różnice między procesami instytucjonalnymi w obu krajach zmieniły nie tylko dynamikę cyrkulacji kapitału, ale także być może owa cyrkulacja miała nieco inną naturę. Porządek instytucjonalny polskiego sektora finansów uchronił, a przynajmniej mitygo-

wał wzrost zadłużenia sektora publicznego, pozwolił także stworzyć receptę na kryzys na rynku międzybankowym, w latach 2008–2009, podczas gdy ani węgierski regulator, ani sektor publiczny nie uchroniły (się) przed głębokim kryzysem gospodarczym, skutkującym kryzysami społecznymi i politycznymi. Hipoteza „przeskakiwania kapitału” pozostaje zatem możliwym i ważnym wyjaśnieniem, nie pozwala jednak na bardziej szczegółową analizę.

### **Cyrkulacja kapitału – relacje wewnątrzsektorowe**

W większości analiz finansjalizacji znaczenie gospodarstw domowych jest przedstawiane przede wszystkim w kontekście skutków tego procesu: wzrostu ich zadłużenia. Dzieje się to kosztem – jak chce część obserwatorów – lub też winno być powiązane z malejącymi udziałami pracowników najemnych w zyskach przedsiębiorstw. W tym sensie więc finansjalizacja prowadzi do postawienia problemu nierówności społecznych jako efektu procesów finansjalizacji i to w obu nurtach ekonomii politycznej, przedstawionych powyżej (Lapavitsas 2010; Reynaud, Bourdieu, Heilbron 2002; Sassen 2009; Harvey 2010). Gospodarstwa domowe pojawiają się także w kontekście finansjalizacji życia codziennego. W tym ujęciu jest ona rozumiana jako proces powiązany z transformacją reżimów kontroli społecznej oraz specyficznie rozumianej indywidualizacji jako produkcji „przedsiębiorstw Ja” (Rose, Miller 2001; Martin 2002; Davies 2009). Jednostki i gospodarstwa domowe są zachęcane, by potraktować swą własność (obciążony hipoteką dom) oraz swe zasoby, jak oszczędności, jako aktywa używane niczym w banku inwestycyjnym do pomnażania kapitału. Oba ujęcia, choć ważne, nie stanowią głównego punktu odniesienia do niniejszej analizy. Wzięcie pod uwagę znaczenia gospodarstw domowych w procesie finansjalizacji wynika wprost z analizy powiązań między państwem a gospodarką oraz koncentracji na kapitale wewnątrz sektora bankowego, dominującego w sektorze finansowym i determinującego, jak można sądzić – jego rozwój. Włączenie gospodarstw

domowych do analizy finansjalizacji jest odejściem od analizy instytucji sektora przedsiębiorstw. Wynika to wprost z przedstawionej powyżej konstatacji, iż sektor przedsiębiorstw (szczególnie poradunkcyjnych i niefinansowych) raczej nie jest objęty finansjalizacją.

Pierwsze dziesięciolecie XXI wieku, właściwie do roku 2012, to, jak już wskazałem, okres dynamicznego rozwoju sektora bankowego, a tuż przed kryzysem – jego dominacji w wartości dodanej PKB. W tym sensie dynamika wzrostu w sektorze polskim przypomina dynamikę wzrostu sektora finansowego w przededniu kryzysu, na rynkach krajów najbardziej rozwiniętych gospodarek. Można więc pokusić się o analizę tego okresu, przynajmniej w najbardziej podstawowych wymiarach.

Banki pożyczają pieniądze zasadniczo: przedsiębiorstwom, sektorowi publicznemu (szczególnie samorządom), między sobą, na rynku międzybankowym oraz gospodarstwom domowym. Do około roku 2005 rozwój akcji kredytowej banków przebiegał dość jednostajnie: banki pożyczały więcej przedsiębiorstwom niż gospodarstwom domowym, a pożyczki dla pozostałych instytucji nie stanowiły i nie stanowią istotnych źródeł ich dochodów. Od roku 2005 nastąpiła zasadnicza zmiana: choć wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w latach 2000–2012 zwiększyła się z około 110 mld złotych, do 280, to w tym samym czasie ich udział w portfelu kredytów radykalnie zmalał – z około 60 procent, do ok. 30. Jednocześnie wartość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym poszybowała z około 60 mld do 550, zwiększając swój udział w portfelu kredytów niemal odwrotnie aniżeli kredyty dla przedsiębiorstw – z około 30 procent do 58 procent. Pozostałe typy kredytów rozwijały się w tym samym tempie co przed rokiem 2005 (Kotowicz 2011, s. 28). Uzasadnionym wydaje się zatem stwierdzenie, że dynamiczny wzrost akcji kredytowej banków, która przełożyła się na wzrost ich zysków, napędzany był przez wzrost ilości, a przede wszystkim wartości kredytów dla gospodarstw domowych. Kapitał w sektorze bankowym pochodził więc przede wszystkim z gospodarstw domowych. Jeśli przyjrzeć się z kolei



strukturze kredytów dla gospodarstw domowych, okaże się, że kredyty mieszkaniowe (głównie hipoteczne) z 10 procent udziału w roku 1999 osiągnęły w roku 2011 udział 60 procent, a ich wartość była dwukrotnie wyższa niż konsumpcyjnych oraz wielokrotnie wyższa niż innych rodzajów kredytów. O ile jednak do roku 2006/2007 banki miały nadwyżkę depozytów nad aktywami (tzw. nadpłynność), która stanowiła rezerwar środków na finansowanie (zabezpieczenie) akcji kredytowej, to po roku 2007 banki nie miały wystarczających środków, by pokryć rosnącą gwałtownie wartość i liczbę kredytów dla gospodarstw domowych, w tym przede wszystkim kredytów hipotecznych. Rozwiązaniem braku źródeł finansowania dla większości banków w Polsce, spółek-córek międzynarodowych grup kapitałowych, były pożyczki i inne formy finansowania przez banki-matki. W ciągu zaledwie paru lat pozakrajowe źródła finansowania działalności banków osiągnęły poziom 145 mld zł (Kotowicz 2012). Można więc stwierdzić, że boom na rynku bankowym za sprawą kredytów mieszkaniowych nie byłby możliwy bez finansowania zewnętrznego.

Tak dynamiczny wzrost sektora bankowego uwarunkowany był stabilizacją polityki pieniężnej państwa, która pozwoliła na redukcję stóp procentowych i dostarczenie tańszego pieniądza na konsumpcję czy inwestycje. Uwarunkowania makroekonomiczne były więc warunkiem ekspansji kredytowej. Ta jednak nie byłaby tak silna, gdyby nie specyfika samego instrumentu, jakim był kredyt hipoteczny denominowany w obcej walucie – w ogromnej większości franku szwajcarskim. Kredyt taki jest tańszy ze względu na niższe oprocentowanie. Oprócz tego, gdy banki przyjęły politykę przyznawania kredytów na sumę pokrywającą nawet 100 procent kosztów zakupu nieruchomości bądź więcej – na remont i inne wydatki – oraz miały bardzo liberalne podejście do oceny kosztów utrzymania gospodarstw domowych, kredyty „frankowe” stały się dużo bardziej dostępne i atrakcyjne niż kredyty złotówkowe. O ile wartość kontraktów kredytowych w latach 2001–2004 nie przekroczyła 36 mld zł, to w latach 2005–2009 roczny wzrost wartości kre-

dytów wynosił przeciętnie 30 procent, tak iż w ciągu zaledwie tych 4 lat wartość kredytów wzrosła do 200 mld zł, by około roku 2012 przekroczyć 300 mld. O ile w roku 2002 zawartych było niespełna 290 tys. umów kredytowych, w roku 2005 już powyżej 717 tys., a w roku 2012 – ponad 1,6 mln (AMRON-Sarfin 2010, 2012). W punkcie kulminacyjnym boomu, w roku 2008, ogromna większość przyznawanych kredytów, bo prawie 90 procent, była denominowana we frankach szwajcarskich. W całej puli kontraktów, kredyty walutowe sięgały do niedawna 60 procent ilości wszystkich umów i pomimo faktycznego zablokowania ich oferty przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, ich udział w wielkości i wartości kredytów nadal przekracza 50 procent (Zygierewicz 2011; AMRON-Sarfin 2012; Kotowicz 2013). Przyczyn tak znacznego wzrostu kredytów hipotecznych nie można sprowadzić tylko do popularności kredytów „frankowych”, choćby ze względu na dwie okoliczności: po pierwsze, liberalizacja kryteriów przyznawania kredytu, o czym będzie mowa poniżej, oraz uruchomienie spekulacji na rynku nieruchomości nie są związane wyłącznie z tego typu kredytami, po drugie zaś jednym z głównych banków na polskim rynku jest PKO BP, który nie jest bankiem zdominowanym przez kapitał zagraniczny, i choć on także był mocno zaangażowany w kredyty „frankowe”, jego zyskowność w tym zakresie nie była ograniczona jedynie do kredytów denominowanych. Gdyby szczegółowo analizować boom na rynku kredytów hipotecznych, z pewnością należałoby niejako wymierzyć relacje między poszczególnymi typami tego kredytu, niemniej uzasadnione wydaje się przyjęcie założenia, że kredyty walutowe, jeśli nawet nie były jedynym źródłem wzrostu, stały się jego generatorem.

W tym czasie zarówno udział kredytów dla przedsiębiorstw, jak i ich wartość były relatywnie niskie – rozwijały się, ale w tempie takim samym lub okresowo o wiele niższym niż przed rokiem 2005. Zarówno rozwój kredytów dla przedsiębiorstw, jak i ich jakość (przede wszystkim ze względu na odsetek kredytów zagrożonych) są niskie i nie stanowią dla banków zasadniczych źródeł zysków, dla

przedsiębiorstw z kolei – banki na ogół nie są źródłem finansowania inwestycji (Kotowicz 2013). Kiedy więc mowa o jakkolwiek rozumianym wzroście znaczenia sektora finansowego, należy skupić się na kredytach dla gospodarstw domowych, w tym szczególnie hipotecznych.

### **Kredyt hipoteczny: anatomia instrumentu finansjalizacji**

Funkcję kredytu hipotecznego denominowanego w obcych walutach można rozpatrywać nie tylko poprzez wymiar dopływu finansowania zewnętrznego oraz jego finansowania na rynku międzybankowym za sprawą transakcji walutowych. Skoro ten instrument był źródłem wysokich zysków banków dzięki pożyczkom dla gospodarstw domowych, warto skupić się na jego instytucjonalnym zakorzenieniu: po pierwsze, zadając pytanie, dlaczego stał się tak atrakcyjnym instrumentem dla banków, a produktem – dla gospodarstw domowych. Po drugie – czy sama konstrukcja tego instrumentu pozwala wnioskować o mechanizmach, które sprzyjają angażowaniu rozmaitych aktorów na rynku – na przykład gospodarstw domowych, do jego używania, a w konsekwencji wzrostu jego znaczenia już nie tylko dla samego sektora finansowego, ale także szerzej – dla „architektury rynku” (Fligstein 2001).

Podstawowym źródłem atrakcyjności kredytu hipotecznego denominowanego lub indeksowanego we franku szwajcarskim bądź w euro było niższe oprocentowanie, będące obietnicą dla kredytobiorcy, iż tego typu kredyt będzie w ostatecznym rachunku tańszy aniżeli kredyt na tę samą sumę w złotówkach. Jednocześnie jednak tego typu kredyt jest obciążony ryzykiem kursowym – fluktuacją zobowiązania kredytowego w długim i krótkim okresie ze względu na wahania relacji między walutą obcą a złotówką. Przy stabilnym złotym, kurs walutowy wydaje się niewielkim ryzykiem – wahania w jego relacji do silniejszych walut obcych są niewielkie, a w konsekwencji całość zobowiązania kredytowego może rosnąć bądź maleć. Szczególnie po akcesji Polski do Unii Europejskiej, przy dynamicz-

nym wzroście gospodarczym i rosnącej atrakcyjności Polski jako gospodarki, w której można inwestować, kurs złotego umacniał się, dodatkowo zachęcając kredytobiorców do zaciągania kredytu w walucie obcej. Rosnąca atrakcyjność tego kredytu zwiększała skłonność banków do oferty tego typu pożyczki. To zaś napędzało konkurencję. Banki oferowały nieco niższe oprocentowanie bądź obniżały marżę. Jednak dla dynamiki rozwoju akcji kredytowej kluczowe zdaje się być utrzymanie płynności całego rynku – a zatem utrzymanie popytu. Abstrahując od problemu deficytu mieszkań w Polsce, sięgającego właściwie całego okresu PRL, można powiedzieć, że rynek mieszkań i finansowania inwestycji w nieruchomości ma i będzie miał zapewniony stały, potencjalny popyt, ze względu na potrzeby mieszkaniowe społeczeństwa. Odrębnego potraktowania wymagają związki między rozwojem mieszkalnictwa w Polsce, a sektorem finansowym<sup>2</sup>, niemniej warto zwrócić uwagę, że właściwie cała transformacja to okres malejącego udziału sektora publicznego w inwestycjach mieszkaniowych, ale także w generowaniu polityki mieszkaniowej, która nie byłaby oparta jedynie na uwolnieniu ziemi oraz własności, by stały się one towarami podlegającymi wolnej grze rynkowej (Polanyi 1944/2010, s. 83–93). Państwo wycofało się z roli właściciela zasobów mieszkaniowych poprzez masową prywatyzację, z funkcji generującego podaż na tanie względnie tańsze mieszkania dla mniej zamożnych, a stopniowo przyjęło funkcję pobudzającego wzrost akcji kredytowej. Deregulacja na rynku mieszkaniowym zbiegła się z liberalizacją rynku kredytów, a zatem to, co do tej pory było niedostępne na rynku dla sporej części poszukujących mieszkania, stało się w krótkim czasie coraz bardziej bezalternatywnym sposobem zarówno inwestycji, jak i realizacji jednej z podstawowych potrzeb dla nowo powstających gospodarstw domowych. By jednak owe potrzeby/inwestycje mogły być realizowane

<sup>2</sup> W artykule *Kapitalizm na swoim. Rozwój rynku kredytów hipotecznych w Polsce jako proces finansjalizacji gospodarstw domowych* analizuję bardziej szczegółowo to zagadnienie; „Polityka Społeczna”, w przygotowaniu.

na rynku mieszkań, finansowanie ich zakupu musi być odpowiednio atrakcyjne, już niekoniecznie dla tych gospodarstw domowych, które mają odpowiednio wysokie dochody. Wzrost siły nabywczej Polaków jest zapewne najważniejszym czynnikiem generującym popyt na mieszkania, jednak nie jest on na tyle szybki, by w ciągu zaledwie paru lat wygenerować tak dużą płynność na rynku kredytów hipotecznych. Zadłużenie gospodarstw domowych rośnie szybciej niż PKB. Popyt został także wygenerowany przez poluzowanie kryteriów przyznawania kredytów. Powyżej zostały wymienione te najważniejsze – oferta kredytów na 100 procent wartości mieszkania oraz wydłużenie okresów spłaty, skutkujące niższymi ratami miesięcznymi. Konkurencja między bankami obniżała ich bezpośrednie zyski (z marży oraz oprocentowania kredytów). Pojawił się jednak mechanizm, który pozwolił je zwiększyć. Była nim różnica kursowa – tzw. *spread* – pomiędzy ceną waluty zakupionej przez banki, *de facto* nie tyle samą walutą, ile opcjami na jej zakup, na rynku międzybankowym (np. swapy walutowe), a kursem, wedle którego banki denominowały bądź indeksowały kredyt walutowy w złotych. Ponieważ do roku 2012 kurs bankowy był ustalany przez same banki, różnice w wymianie przynosiły dodatkowe zyski. Trudno je oszacować w skali całego rynku, wiadomo jednak, że różnice kursowe między kursem franka szwajcarskiego na rynku międzybankowym, a kursem w poszczególnych bankach, mogły sięgać nawet kilkudziesięciu procent, co przy tak dużym obrocie oznaczało pokaźne dodatkowe zyski dla banków. Spread nie był tak widoczny, gdy kurs złotówki był stabilny. Gdy jednak w latach 2008–2011 wartość franka szwajcarskiego wobec złotówki wzrosła o bez mała 78 procent, a wysokość rat płaconych przez kredytobiorców dramatycznie wzrastała, o jego istnieniu wielu dowiedziało się zarówno z prasy, jak i dzięki komunikacji między kredytobiorcami<sup>3</sup>. Choć zyski banków z tytułu

<sup>3</sup> Wielkość spreadu została wyregulowana tzw. ustawą antyspreadową, wprowadzoną między innymi za sprawą działań grupy kredytobiorców, zrzeszonych dzięki forum internetowym kupfranki.pl.

spreadu nie mogły być stale wysokie ani być ich głównym źródłem w obliczu spadających marż oraz oprocentowania, w okresie boomu niewątpliwie pobudzały podaż kredytów. Kolejnym czynnikiem, który zwiększył płynność na rynku kredytów hipotecznych, był brak czytelnych i ogólnych tzw. kryteriów dochodowych, czyli obliczania obciążenia ratą kredytu w budżecie gospodarstwa zaciągającego kredyt. Z rozmów z ekspertami bankowymi, a także z raportów o sytuacji banków (Zygierewicz, Tylińska 2012; Kotowicz 2012) wynika, że różnice w ocenie dochodowości sięgały pomiędzy bankami kilkudziesięciu procent – co w praktyce oznaczało, że ktoś, kto nie dostał kredytu w jednym banku, mógł go dostać przy bardzo zbliżonej ofercie w innym. W ten sposób szereg właściwości samego instrumentu doprowadziło do zwiększenia akcji kredytowej, ale jednocześnie do zwiększenia ryzyka. Niższe zabezpieczenie, dłuższy okres kredytowania, niejasne kryteria dochodowe sprawiały, że sam instrument generował wyższe ryzyko.

Nie tylko konstrukcja kredytu hipotecznego, szczególnie denominowanego, ale jak już zostało to opisane, natura relacji między krótkoterminowymi depozytami, stanowiącymi zabezpieczenie długoterminowych kredytów hipotecznych dodatkowo wystawiały i wciąż wystawiają ten typ kredytowania na ryzyko. Wszystkie jednak wspomniane kwestie podlegają regulacjom oraz ograniczeniom, które może rynkowi narzucić instytucja regulująca – jak choćby w Polsce, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. Nadzór bankowy starał się zapobiec powyższym ryzykom, wydając od roku 2006 kolejne regulacje – tzw. rekomendacje. Jednak ich skuteczność była ograniczona (Sławiński, Tymoczko 2010; Kotowicz 2012). Gdy w roku 2011 oprocentowanie 42 procent kredytów dla gospodarstw mieszkaniowych, z których *gros* stanowiły „hipoteki”, uzależnione było od stóp procentowych określanych przez zagraniczne instytucje monetarne (głównie nadzory bankowe innych krajów), efektywność polityki makroostrożnościowej banku centralnego była także radykalnie ograniczona. Można więc powiedzieć, że przez około cztery lata (2007–2011) regulacje sektora bankowego

miały ograniczony zasięg i nie były głównym źródłem spowolnienia akcji kredytowej oraz nie przeciwdziałały mechanizmom spekulacyjnym na rynku kredytów hipotecznych<sup>4</sup>. Stworzyło to specyficzny rodzaj płynności na rynku. Generowana była ona nie tyle przez malejącą podaż na mieszkania – choć oczywiście w przypadku sektora mieszkaniowego to właśnie sztywna podaż (a więc fakt, że w przypadku dynamicznego wzrostu popytu podaż nie może być od razu zaspokojona) decyduje o mechanizmie spekulacyjnym, ile przede wszystkim przez przekonanie kredytobiorców, potencjalnych i tych, którzy kredyt uzyskali, iż w końcu malejący dostęp do kredytów oraz rosnące ceny nieruchomości uniemożliwią zakup własnego kąta. Podstawowa motywacja mogła więc płynąć nie tyle z chęci kapitalizowania, ile raczej z lęku przed ograniczonymi jego możliwościami. Choć z drugiej strony to właśnie pośpiech („przeciw drożyznie” bądź „w imię zysków w przyszłości”) generował płynność rynku kredytów oraz nieruchomości. Jak wskazuje Leszek Pałwicz, oczekiwania wobec przyszłości oraz obserwacja między aktorami na rynku „uruchamia klasyczny mechanizm ekspansji kredytowej: niska cena kredytu hipotecznego i związany z tym wzrost akcji kredytowej banków powodują wzrost popytu na mieszkania i wzrost cen nieruchomości. Wzrost cen nieruchomości, czyli wartość zabezpieczeń kredytów hipotecznych pozwala bankom na liberalizację polityki kredytowej i wzrost dostępności kredytu. To z kolei skutkuje wzrostem popytu na mieszkania i wzrostem ich ceny. Wzrost cen nieruchomości stymuluje dodatkowo popyt na kredyt ponieważ kredytobiorcy są pod presją inflacji na rynku mieszkaniowym i każde opóźnienie decyzji dotyczącej zakupu mieszkania skutkuje wymiernymi stratami dla budżetów domowych” (Pałwicz 2009, s. 35).

<sup>4</sup> Autor jest świadom, że nie tylko regulacje krajowe decydują o mechanizmach przepływu kapitału finansowego, lecz w coraz większej mierze regulacje międzynarodowe, takie jak komitetu bazylejskiego, regulującego międzynarodowe rynki finansowe. Analiza współzależności w regulacjach wymagałaby jednak odrębnego potraktowania, a nie zdaje się zasadniczo zmieniać przedstawionego obrazu.

Z kolei wzrost cen nieruchomości prowadzi do powstania „bańki cenowej” na tym rynku: wartość nieruchomości przekracza znacznie zarówno to, co wcześniej, jak i to, co gdzie indziej – w porównywalnych czy też bardziej wartościowych miejscach. Ekonomiści mówią wówczas o oderwaniu się cen od wartości fundamentalnej, w istocie prowokując do postawienia tezy, iż ceny ustalane przez rynek nie mają nic wspólnego z tzw. wartością użytkową, zapotrzebowaniem społecznym czy też samą naturą popytu. A więc skłonnością bądź potencjałem do zakupu jakiejś usługi bądź produktu. Nie zmienia to jednak faktu, iż jednocześnie sami gracze na rynku nie są w stanie zatrzymać procesu spekulacji. Rosnące ceny nieruchomości, powiązane z rosnącym rynkiem kredytów prowadzą do wzrostu podaży mieszkań. Jednak prędkiej czy później popyt się znacząco ograniczy, a to oznaczać będzie załamanie rynku, skutkujące nie tylko zatrzymaniem wzrostu wartości nieruchomości. Dołączający na końcu nie tylko płacą najwięcej w odniesieniu do cen nieruchomości, ale także proporcjonalnie najwięcej wyciągają z własnych kieszeni, bo to właśnie ich kieszenie, są na ogół mniej zasobne w porównaniu z kupującymi wcześniej. Przy wzroście rat kredytu, na skutek spadku wartości złotych bądź dochodów, w wyniku spowolnienia gospodarczego zwiększa się odsetek kredytów zagrożonych, w których następują opóźnienia bądź brak spłaty. Istotne dla dalszej analizy jest dostrzeżenie, że mechanizmy spekulacyjne nie dotyczą wyłącznie mniej poinformowanych gospodarstw domowych, indywidualnych, drobnych inwestorów. To mechanizm, który dotyczy w równym stopniu zarządzających bankami, wydających decyzje kredytowe czy szacujących ryzyko. To właśnie dlatego w ekonomii politycznej, ale także w perspektywie krytyki manii spekulacyjnych, mówi się nie tyle o dysfunkcjach rynku, ile o jego immanentnych właściwościach: nie tylko w sytuacji nadwyżek kapitału następuje poluzowanie kryteriów ryzyka w systemie kredytowym, czy też – z drugiej strony – inwestorzy – także gospodarstwa domowe są szczególnie optymistyczni, by nie powiedzieć naiwni



w kalkulowaniu swych dochodów i ryzyk w przyszłości. Mechanizmy kognitywne są „wspierane”, a jak stara się pokazać ekonomia polityczna generowane przez układ instytucjonalny osadzony w relacjach władzy oraz kulturowych uwarunkowaniach zamieszkiwania, inwestowania czy budowania przyszłości rodziny.

W tym więc sensie finansjalizacja byłaby procesem, który jest związany z kryzysem państwa oraz modelu gospodarczego, w którym obok generowania wzrostu gospodarczego podstawowym zadaniem jest ograniczanie ryzyk społecznych oraz utrzymywanie stabilności społecznej związanej z modelem *welfare state*. Nie jest to jednak finansjalizacja całej gospodarki, lecz pewnych jej sektorów, a właściwie pewnych procesów rozwojowych, które uprzednio nie były lub były tylko częściowo poddane mechanizmom rynkowym, w tym w szczególności związanym z sektorem finansowym. Skróto- wa analiza przemian mechanizmów związanych z sektorem bankowym w Polsce prowokuje do stwierdzenia, iż depolityzacja sektora mieszkaniowego zmieniła kompozycję grup gospodarstw domowych zainteresowanych bądź zaangażowanych w kapitalizację na bazie nieruchomości. W związku z tym zmieniły się także sposoby myślenia i zabezpieczania przyszłości własnej bądź następnych pokoleń. Odwołując się do analizy Seabroke'a i Schwartza, prowokacyjnie stawiających tezę o „kapitalizmie apartamentowym” (*residential capitalism*) jako modelu współczesnych gospodarek, w których sektor mieszkaniowy zajmuje centralne miejsce nie tylko w dystrybucji zysków w gospodarce, ale także wyborach politycznych czy trwałych rozwiązaniach regulujących funkcję państwa w gospodarce, można stwierdzić, że posiadanie własności (nieruchomości) oraz dostęp do finansowania (rynkowego bądź nierynkowego) czy też samego mieszkania stanowią o bliskości danej gospodarki do modelu gospodarki liberalnej bądź gospodarki koordynowanej (Seabroke, Schwartz 2009). W tym układzie przypadek polski jest bardzo specyficzny: mamy społeczeństwo właścicieli nieruchomości raczej niż najemców, przy relatywnej otwartości, a można wręcz powiedzieć bezalternatywności modelu finansowania (poprzez kredyt hipo-

teczny) oraz jednoczesnym wsparciu państwa dla generowania rynku finansowego jako podstawowego mechanizmu zaspokajania potrzeby mieszkaniowej (programy rządowe). W przeciwieństwie do tych gospodarek, gdzie to zasoby poszerzonej rodziny (własność międzypokoleniowa) stanowią źródło zasobów dla gospodarstw domowych, w Polsce nie tylko, czy nie przede wszystkim tego typu zasoby są warunkiem usamodzielnienia.

Z kolei z perspektywy porządku instytucjonalnego, rynkowego, akumulacja w sektorze bankowym poprzez gospodarstwa domowe może być poważną alternatywą wobec zysków z „klasycznej” działalności związanej z finansowaniem przedsiębiorstw. To „pcha” polski kapitalizm ku modelowi liberalnemu. Jednak nie takiemu, w którym rynek kapitałowy zajmuje centralną pozycję w przepływach kapitału, nadając tempo indywidualnym inwestycjom. Zamiast tego inwestowanie we własność oraz rodzinne zasoby przez gospodarstwa domowe, a nie przez typowych kapitalistów-właścicieli środków produkcji czy nawet menedżerów, zarządzających aktywami instytucji finansowych, staje się źródłem form uspołecznienia (założenia gospodarstw domowych) oraz źródłem zysków na rynku. Owo inwestowanie gospodarstw rodzinnych należy jednak rozumieć szeroko: począwszy od inwestowania w „przyszłość” dzieci, przy wspieraniu ich edukacji bądź starcie w samodzielne życie, a skończywszy na poszukiwaniu zasobów finansowych i innych, pozwalających na zabezpieczenie się przed ryzykami rynkowymi i społecznymi, przed którymi ani państwo, ani rynek *tout court* zabezpieczyć nie mogą lub nie są w stanie. Jednak złożony problem autonomii i zależności polskich banków oraz instytucji regulujących polski sektor finansowy od „globalnych przepływów” oraz regulacji prawnych i instytucjonalnych sprawia, że polską gospodarkę (związaną z kwestią mieszkaniową) trudno wyobrazić sobie jako konsekwentnie zmierzającą ku modelowi liberalnemu. Mówiąc konkretniej – ani wielkość kapitału, ani otoczenie regulacyjne oraz instytucjonalne nie zmierzają do stworzenia rynku kapitałowego oraz jednostek-inwestorów, którzy angażują się w inwestowanie

i spekulację na rynkach finansowych na skalę podobną do gospodarek anglosaskich.

## **Finansjalizacja sektora mieszkaniowego i finansjalizacja gospodarstw domowych?**

Kompleksowe analizy polskiego sektora finansowego w obliczu kryzysu finansowego i gospodarczego, ostatecznie rozwiniętego w latach 2008–2010, oraz w odniesieniu do tez o finansjalizacji, rozumianej głównie poprzez szereg wskaźników wspomnianych jako „oznaki finansjalizacji” wskazują, że o standardowo rozumianym tego typu procesie w przypadku polskiej gospodarki mowy być nie może. Niniejsza analiza, ujmując finansjalizację z perspektywy ekonomii politycznej, miała za zadanie wskazać procesy generowania aktywów oraz kumulacji kapitału w sektorze finansowym, a konkretniej – bankowym, które niewątpliwie można uznać za symptomatyczne dla tak rozumianego procesu, na którym koncentruje się niniejsza refleksja. Analiza rynku kredytów hipotecznych w Polsce w latach 2005–2012 pozwala określić, na czym polega finansjalizacja, jeśli weźmie się pod uwagę sam sektor bankowy: pojawiają się w nim źródła zysków, które niejako odrywają się od wartości samych dóbr czy usług oferowanych na zasadzie pośrednictwa finansowego (kupno mieszkania za kredyt) i osiągają wartości generowane przez spekulację – obietnicę jeszcze większych zysków w przyszłości, bądź – co istotne w przypadku kredytów hipotecznych – na skutek obawy przed „zamknięciem” rynku dla tych, którzy planują zakup nieruchomości. Rynek finansowy zatem traci swą pierwotną funkcję dostarczania kapitału do inwestycji i staje się niezależnym od regulatorów, a przede wszystkim – społecznych potrzeb – mechanizmem generowania zysków. Powiązanie z rynkiem nieruchomości staje się na tyle silne, że przybiera charakter stałego związku: dostępność kredytów czy szerzej – zasady obowiązujące na rynku finansowym zdają się determinować dalszy rozwój rynku mieszkaniowego. Potwierdza to

działanie państwa, które wspiera zaciąganie kredytów kolejnymi programami subsydiów bądź zachęt dla gospodarstw domowych. Taką funkcję miały programy „Rodzina na swoim”, funkcjonujący w latach 2007–2012 czy wprowadzany w roku 2013 program „Mieszkanie dla młodych”. Po okresie wycofania się państwa z polityki mieszkaniowej w latach 90. oraz początku nowego stulecia bądź jej radykalnej redukcji pojawiły się mechanizmy, które wzmacniają powiązania sektora finansowego z rynkiem mieszkaniowym i czynią je niejako niezbędnymi dla dalszego rozwoju już nie tylko tych dwóch rynków, lecz szerzej – powstawania nowych gospodarstw domowych, a pośrednio – rozwoju miast. Gospodarstwa domowe, choć być może już nie poprzez mechanizmy kredytu denominowanego w obcych walutach, ale jak można sądzić przez inne, nowe, będą związane nie tylko kontraktem z bankami, finansującymi zakup nieruchomości, ale przede wszystkim wahaniem cykli gospodarczych na obu rynkach, a szerzej – współzależnościami między kondycją pieniądza i gospodarki, w szczególności zaś kondycją banków, z przepływami finansowymi na skalę lokalną oraz globalną. Tym, co jednak radykalnie różni polską gospodarkę od sfinansjalizowanych, szczególnie anglosaskich gospodarek, jest brak rozbudowanego rynku kapitałowego, ale też kultury i tradycji inwestowania, zarówno w aktywa przedsiębiorstw, jak i w (własne) aktywa gospodarstw domowych. Powstaje zatem specyficzna relacja między rynkiem a gospodarstwami domowymi. Seabroke i Schwartz zapewne bliscy byliby uznania, że to kapitalizm rodzinny, gdzie zasoby rodzinne zastępują zasoby regulowanego rynku i zdekomodifikowanych dóbr (np. mieszkań komunalnych, czy socjalnych), ale także – dostęp do rynku kapitałowego (choćby przez system emerytalny). Komplikuje ten obraz, iż w przypadku Polski to państwo coraz aktywniej promuje mechanizmy rynkowe. Tym samym w przeciwieństwie do opisywanego przez wspomnianych autorów modelu, w którym funkcje państwa są radykalnie zredukowane, w przypadku alokacji na rynku oraz jego regulacji, przykład polski wskazuje na dużo bardziej aktywną politykę państwa

na rzecz rozwoju, a w pewnym sensie także ochrony rynku finansowania nieruchomości poprzez kredyt hipoteczny. Jednocześnie trudno uznać, że Polacy traktują swe uwłaszczone lub zakupione mieszkania jako aktywa, które służyć mogą inwestowaniu bądź zabezpieczeniu inwestycji. Bez względu na lokalną specyfikę, analiza polskiej gospodarki zdaje się wskazywać, że to właśnie przemiany sektora bankowego oraz jego związków z sektorem nieruchomości zdają się generować nie tylko relacje gospodarcze: mogą one generować predyspozycje (gospodarstw domowych) w wyborach politycznych (np. redukcja obciążeń podatkowych, dbałość o silną walutę i niską inflację) oraz w rozumieniu zobowiązań, jakie wspólnota polityczna winna mieć względem doświadczanych przez (statystycznie) wszystkich mieszkańców czy – mówiąc prościej – jak wspólnota polityczna rozwiązuje problem nierówności w dostępie do zasobów oraz stopniu ryzyka poszczególnych grup społecznych.

W tym kontekście finansjalizacja nie oznacza procesu związaneego z naturą samego kapitalizmu, lecz przede wszystkim odnosi do procesów, w których to rynek finansowy, zajmując najpierw miejsce „zwolnione” przez państwo, realizujące swe coraz bardziej ograniczone polityki, a następnie przy jego wsparciu zaczyna regulować coś więcej niż jedynie podaż i popyt na produkty bankowe. Staje się autonomicznym mechanizmem generowania zysków, poprzez strukturalne powiązania z resztą gospodarki, jak na przykład sektorem nieruchomości czy szerzej – z gospodarowaniem zasobami w gospodarstwach domowych. Skutkiem społecznym tych procesów należałoby poświęcić odrębną analizę. W tym miejscu warto jedynie zasygnalizować problematykę – zarówno skutki najbardziej bezpośrednie, jak i te, które będą widoczne i rozpoznawalne w dłuższej perspektywie. Gospodarstwa domowe, które zaciągały kredyt w okresie boomu, nie charakteryzują się szczególnie wysokimi dochodami, pozwalającymi na zakup nieruchomości przy relatywnie wysokiej cenie. Przyjmując, że w roku 2011 przeciętne wynagrodzenie za pracę wynosiło bez mała 3400 zł, a płaca minimalna –

1386 zł, łatwo się zorientować, że ponad 250 tys. kredytobiorców zarabiała poniżej średniej, kolejne 155 tys. – do 6 tys. zł, a wysokie dochody posiadało ok. 120 tys. kredytobiorców. Dane te są przybliżone, nie uwzględniają bowiem struktury dochodów gospodarstw domowych. Nie wiemy więc, jaki odsetek np. w grupie zarabiających powyżej 6 tys. zł stanowią małżeństwa, których dochody sumują się dopiero do tej wielkości. Kolejną wskazówką, świadczącą o tym, że kredytobiorcami były gospodarstwa domowe o niezbyt wysokich dochodach, jest przeciętna wielkość kupowanych mieszkań: większość to mieszkania od 50 do 60 m<sup>2</sup>, duża część – to mieszkania między 25 a 50 m<sup>2</sup>, a jedynie niewielka to mieszkania powyżej 80 m<sup>2</sup>. Wielkość kupowanych mieszkań na skutek wzrostu cen malała (Amron-Sarfin 2009, 2012), a stopień obciążenia gospodarstw domowych wielkością kredytu gwałtownie rósł. Proces ten ma i będzie miał implikacje dla rozwoju miast (struktury mieszkań, atrakcyjności takich, a nie innych mieszkań), procesów urbanizacji (wzrost atrakcyjności nieruchomości na przedmieściach, gdzie mieszkania kupowane mogą być przez mniej zamożnych) czy wreszcie mobilności siły roboczej. W dłuższej perspektywie oznacza powstawanie „społeczeństwa właścicieli”, w którym posiadanie mieszkania wyznacza status, ale jednocześnie trwale wiązuje z rynkiem, już nie tylko finansowym czy rynkiem mieszkań. W tym kontekście finansjalizacja polega więc na specyficznym rozwiązaniu problemu akumulacji – płynność i dynamika sektora finansowego zdaje się coraz trwalej wpływać na procesy społeczne przekraczające wymiar finansowania inwestycji czy zapewniania konsumpcji, nabierając cech strukturalnych. Należy także wskazać na przemianę funkcji państwa oraz jego autonomii na poziomie narodowym i międzynarodowym. Instytucje regulujące sektor finansowy mają ograniczony i stale malejący – także w wyniku międzynarodowych regulacji<sup>5</sup> – wpływ na cyrkulację kapitału. Realizacja

<sup>5</sup> Chodzi tu głównie o wprowadzane regulacje w ramach tzw. komitetu bazylejskiego, a także prawo Unii Europejskiej.

polityk – jak polityka mieszkaniowa – staje się istotnie powiązana z mechanizmami rynku finansowego. Gospodarstwa domowe zaś są zachęcane i włączane do owej cyrkulacji, stając się źródłem akumulacji kapitału, ale i inwestorem na rynku, tyle że nie traktującym, jak się wydaje, swojego kapitału w kategoriach aktywów, lecz wydatków – ze świadomością ich płynności. Ich życie jest jednak „upłynniane” przez takie mechanizmy jak hipoteka, denominowana w obcej walucie.

## BIBLIOGRAFIA

- Aalbers M. 2008. *The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis*, „Competition & Change” t. 12, nr 2: 148–166.
- Acharya Viral V., Deniz Anginer, A. Joseph Warburton. 2013. „The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit State Guarantees”, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1961656> [dostęp 17.12.2013].
- Arrighi G. 1994. *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, Verso: London.
- Bieńkowski L., Gawrońska-Nowak B., Grabowski W. 2011. *Podatność polskich rynków finansowych na niestabilności wewnętrzne i zewnętrzne*, „Materiały i Studia”, zesz. 258, Narodowy Bank Polski: Warszawa.
- Braudel F. 1999. *Historia i Trwanie*, tłum. B. Geremek, Czytelnik: Warszawa.
- Bogle J. 2009. *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, tłum. A. Gąsior-Niemiec, PTE: Warszawa.
- Carruthers B., Ariovich L. 2010. *Money and Credit. A Sociological Approach*, Polity Press: Cambridge.
- Carruthers B., Stinchcombe A. 1999. *The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets, and States*, „Theory and Society”, t. 28, nr 3: 353–382.
- Chmielewski T., Sławiński A. 2010. *Wykorzystywanie instrumentów nadzorczych w polityce makrostabilnościowej*, „Zarządzanie Publiczne”, nr 3 (13): 49–66.
- Deloitte. 2012. *The Banking Sector in Central Europe. Performance Overview*, Deloitte Center for Financial Services in Central Europe: Warszawa [dostęp 11.12.2013].
- Duménil G., Lévy D. 2004. *Capital Resurgent*, Harvard University Press: Cambridge MA.
- Dymski G. 2012. *The Global Crisis and the Governance of Power in Finance*, [w:] P. Arestis, R. Sobreira, J. L. Oreiro (eds), *The Financial Crisis: Origins and implications*, Macmillan: Londyn.
- Fligstein N. 2001. *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton University Press: Princeton.
- Frąckiewicz L. (red.) 2005. *Przeszłość i przyszłość polskiej polityki mieszkaniowej*, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych; Instytut Gospodarki Nieruchomościami: Warszawa, Katowice.

- Główka G. 2012. *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce: doświadczenia i kierunki zmian*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa: Warszawa.
- Główka G. 2010. *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny w Polsce. Przedsiębiorczość w XXI wieku*, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza: Warszawa.
- Harvey D. 2003. *The New Imperialism*, Oxford University Press.
- Harvey D. 2011. *The Enigma of Capital: And the Crises of Capitalism*, Profile Books.
- Klein N. 2004. *No Space, No Choice, No Jobs, No Logo*, tłum. H. Pustuła, „Świat Literacki”: Izabelin.
- Kotowicz A. 2012. *Raport o sytuacji banków w Polsce*, Urząd Kontroli i Nadzoru Finansowego: Warszawa.
- Kozak S. 2011. *Zadłużenie gospodarstw domowych w UE-15 i nowych państwach członkowskich UE w latach 2001–2010*, „Polityki Europejskie, Finanse i Marketing”, nr 6 (55).
- Krippner G. R. 2011. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press: Cambridge, Mass.
- Kucharska-Stasiak E., Zaleczna M. 2009. *The Mortgage Lending Market in Poland*, D. Ben-Shahar, Ch. Leung, S. E. Ong (eds), *Mortgage Markets Worldwide*, Wiley-Blackwell: London.
- Łaski K. 2009. *Mity i rzeczywistość w polityce gospodarczej i w nauczaniu ekonomii*, WSSSE: Warszawa.
- Nieciński W. 2005. *Czterdzieści pięć i dziewięć lat polityki mieszkaniowej w Polsce*, [w:] Frąckiewicz 2005.
- Orhangazi O. 2008. *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar: Northampton.
- Paley T. 2007. *Financialization: What It Is and Why It Matters*, Working Paper No 525, The Levy Economics Institute And Economics for Democratic and Open Societies: Washington.
- Pawłowicz L. 2009. *Kryzys zaufania na rynkach finansowych z perspektywy kraju goszczącego*, [w:] A. Kasiewicz (red.), *Polska wobec kryzysu na rynku finansowym UE*, IBnGR: Gdańsk.
- Pawłowska M. 2012. *Competition, concentration and foreign capital in the Polish banking sector (prior and during the financial crisis)*, National Bank of Poland: Warsaw.
- Polanyi K. 2012. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Amereon Ltd.
- Reynaud B., Heilbron B., Bourdieu J. 2003. *Les Structures Sociales de La Finance*, „Actes de La Recherche En Sciences Sociales”, t. 146, nr 1.
- Rona-Tas A., Hiss S. 2010. *The Role of Ratings in the Subprime Mortgage Crisis: The Art of Corporate and the Science of Consumer Credit Rating*, „Research in the Sociology of Organizations” 30, part A (July 9, 2010).
- Sassen S. 2009. *When Local Housing Becomes an Electronic Instrument: The Global Circulation of Mortgages – A Research Note*, „International Journal of Urban and Regional Research” t. 33, nr 2, doi:10.1111/j.1468-2427.2009.00868.x.
- Schwartz H. M., Seabrooke L. 2009. *Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy: Old Welfare States and the New Politics of Housing*, [w:] H. M. Schwartz, L. Seabrooke (eds), *The Politics of Housing Booms and Busts*, Palgrave Macmillan: Basingstoke.
- Sławiński A., Tymoczko D. 2013. *Polityka makroostrożnościowa jako instrument ograniczania wykorzystywania przez banki krótkoterminowego finansowania hurtowego*, nieopublikowany referat konferencyjny, Sopot.



- Sobolewski P., Tymoczko D. (red.). 2013. *Rozwój polskiego systemu finansowego. Raport*, Narodowy Bank Polski: Warszawa.
- Sorkin A. R. 2010. *Too Big to Fail: The inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System—and Themselves*, Penguin Books: New York.
- Stiglitz J. 2004. *Globalizacja*, tłum. H. Malarecka-Simbierowicz, Wydawnictwo Naukowe PWN: Warszawa.
- Tymoczko I., Pawłowska K. 2007. *Uwarunkowania dostępności kredytu bankowego – analiza polskiego rynku*, „Bank i Kredyt”, nr 6.
- Wallerstein I. 1991/2004. *Koniec świata jaki znamy*, tłum. M. Bilewicz, A. Jelonek, A. Tyszka, Scholar: Warszawa.
- Wolak R. 2011. *Raport o funkcjonowaniu polskiego rynku finansowego w ujęciu międzysektorowym*, UKNF: Warsaw.
- Wysokiński A. 2006. *Prawne determinanty rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, [w:] P. Cyburt i in., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, „Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 82.
- Zygierewicz M., Tylińska J. 2012. *Banki 2011. Raport o sytuacji ekonomicznej banków w roku 2011*, Fundacja Warszawski Instytut Bankowości: Warszawa.
- Zygierewicz M., Tylińska K., Pawlik K. 2013. *Banki 2012. Raport o sytuacji ekonomicznej banków w roku 2012*, Fundacja Warszawski Instytut Bankowości: Warszawa.