

## 2. FINANSYZACJA W POLSCE W LATACH 2010–2020 – SKALA I PROBLEMY

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-152-1/2>



Paweł Marszałek

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
pawel.marszalek@ue.poznan.pl

### Financialization in Poland in 2010–2020 – the scale and problems

**Abstract:** The aim of the chapter is an attempt to assess the scale of financialisation in the Polish economy in 2010–2012. The starting point for the considerations is the synthetic characteristics of financialization – its definition, features and factors determining the phenomenon. Next, the consequences of financialization are discussed, and then – with the help of the most frequently used measures of this phenomenon – the scale of financialization in Poland is presented.

**Keywords:** financialization, Poland, financial system, global financial crisis.

## Wstęp

Globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 przyniósł wiele przewartościowań oraz głębokich zmian w rozumieniu funkcjonowania systemów finansowych, gospodarek narodowych, jak i rynków globalnych. Jednym z nurtów w toczącej się wówczas dyskusji była kwestia tego, na ile sam kryzys i tak głębokie jego następstwa były efektem tzw. finansyzacji (*financialization*). Zjawisko to, wcześniej dość niszowe i badane głównie przez ekonomistów heterodoksyjnych, bodaj po raz pierwszy znalazło się wtedy w centrum uwagi jako jedna z głównych przyczyn kryzysu i następującej po nim tzw. wielkiej recesji, determinująca postawy instytucji finansowych, podmiotów gospodarujących oraz decydentów z zakresu polityki gospodarczej.

W tym kontekście rozważano także, czy czwarta fala finansyzacji (pod względem intensywności i zasięgu zdecydowanie przewyższająca poprzednie

#### Sugerowane cytowanie:

Marszałek, P. (2022). Finansyzacja w Polsce w latach 2010–2020 – skala i problemy. W: G. Kotliński (red.), *Bankowość komercyjna i spółdzielcza w Polsce – refleksje po trzech dekadach transformacji. Szkice ku pamięci Doktora Ryszarda Mikołajczaka* (s. 36–54). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-152-1/2>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

fale), zainicjowana w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku (Arrighi, 1994; 2016), a mająca swoje apogeum w pierwszej dekadzie stulecia obecnego, już minęła, czy też procesy finansyzacyjne trwają nadal, być może przybierając już inne formy i reagując na zmiany w środowisku instytucjonalnym oraz regulacyjnym. W szczególności pojawia się pytanie o efektywność utożsamianego z systemem finansyzacji kapitalizmu finansowego z kapitalizmem państwowym, wdrażanym z powodzeniem w krajach azjatyckich (Urban, 2020).

To, czy finansyzacja nadal może stanowić potencjalny czynnik kryzysogenny, zaburzając strukturę bodźców i decyzji w gospodarce, stało się jeszcze bardziej istotne w kontekście problemów gospodarczych spowodowanych pandemią COVID-19, niestandardowej polityki wielu banków centralnych czy postępujących, gwałtownych zmian w zakresie technologii i przetwarzania danych. Te ostatnie, składające się na sytuację tzw. gospodarki 4.0, uwypukliły znaczenie firm technologicznych (zwłaszcza tzw. BigTech), które, zdaniem wielu autorów, niejako zdezonizowały instytucje finansowe z pozycji najważniejszych graczy w gospodarce.

W tym kontekście warto rozważyć, na ile oznaki finansyzacji występowały i występują w ostatnich latach w gospodarce polskiej. Z badań finansyzacji w Polsce w okresie tuż po globalnym kryzysie finansowym (Marszałek, 2012, 2013; Janc, Jurek i Marszałek, 2015) wynika, że nie stanowiła ona zasadniczo poważnego problemu dla polityków gospodarczych oraz podmiotów odpowiedzialnych za nadzór nad rynkami finansowymi. W zasadzie wszystkie główne kategorie finansowe pozostawały w Polsce na poziomach znacznie niższych niż w krajach strefy euro, nie wspominając już o Stanach Zjednoczonych czy Japonii, a więc krajach, gdzie finansyzacja była szczególnie widoczna. Dodatkowo w kontekście przyczyn kryzysu subprime spadło zainteresowanie złożonymi produktami i usługami finansowymi. Klienci polskich instytucji finansowych byli przy tym raczej konserwatywni z natury, preferując tradycyjne usługi bankowe. Stanowiło to jeden z powodów, dla których Polska (jako jeden z niewielu krajów) uniknęła poważniejszych konsekwencji globalnego kryzysu finansowego – nie wystąpił na naszym rynku kryzys bankowy ani walutowy, a procesy wzrostu i rozwoju uległy jedynie spowolnieniu, nie przekształcając się w recesję. Brak w polskim systemie finansowym wyrafinowanych i bardzo złożonych produktów finansowych, niewielkie znaczenie usług tzw. bankowości inwestycyjnej czy relatywnie niska, w porównaniu z państwami o dojrzałej gospodarce rynkowej, skala korzystania z usług bankowych i finansowych stanowiły swoisty bufor chroniący Polskę przed „zarażeniem” (*contagion*) kryzysem.

Z wcześniejszych badań można było jednak zaobserwować – począwszy od samego początku transformacji – znaczącą dynamikę i tempo wzrostu instytucji pośrednictwa finansowego, a także wielu kategorii finansowych (kredytów, depozytów, zadłużenia różnego typu i form). W tym kontekście pojawia

się pytanie, czy w Polsce wystąpiły w kolejnych latach po globalnym kryzysie finansowym mechanizmy, wzorce zachowań, a także ilościowe i jakościowe przesłanki finansyzacji. Celem rozdziału jest próba oceny skali zjawiska finansyzacji w gospodarce polskiej w latach 2010–2012. Opracowanie stanowi zatem niejako ciąg dalszy wspomnianych badań przeprowadzonych przez Marszałka (2012, 2013) oraz Janca i współautorów (2015). Przed przedstawieniem, za pomocą najczęściej wykorzystywanych mierników tego zjawiska, skali finansyzacji w Polsce, scharakteryzowano syntetycznie pojęcie i cechy finansyzacji, jej główne determinanty oraz następstwa. Rozdział kończy dyskusja dalszych scenariuszy wzrostu (lub może spadku) znaczenia instytucji, rynków i bodźców finansowych w naszym kraju.

## 2.1. Finansyzacja – definicje, cechy, determinanty

Finansyzacja wciąż wymyka się jednoznacznej interpretacji. Główną tego przyczyną jest to, że jest ona — jako problem badawczy — odmiennie postrzegana przez heterodoksyjnych ekonomistów głównego nurtu. Spory dotyczą tu głównie charakteru i uwarunkowań finansyzacji, jej konsekwencji oraz stosowanych metod badawczych,

Samego terminu „finansyzacja” – traktowanego niekiedy jako synonim „kapitalizmu finansowanego” (Dumenil i Levy, 2005) – użyto w celu opisanie rosnącej roli finansów w gospodarce, a także ich wpływu na kulturowe i środowiskowe aspekty funkcjonowania społeczeństwa (Brown, Veronese Pasarella i Spencer, 2016). Z tego względu finansyzacja ma różne znaczenia i definicje<sup>1</sup> (por. np. Brown i Spencer, 2013; Epstein, 2005; Freeman, 2010; Krippner, 2005; Ratajczak, 2017; Sawyer, 2013).

Najprościej mówiąc, finansyzację można opisać jako proces, w którym motywy finansowe, rynki finansowe, podmioty finansowe i instytucje finansowe zaczynają odgrywać coraz większą rolę w funkcjonowaniu gospodarki krajowej i międzynarodowej (Epstein, 2005) lub w którym rynki i elity finansowe zyskują coraz większy wpływ na politykę gospodarczą oraz efekty gospodarowania (Ratajczak, 2012). Według tego ostatniego autora finansyzację można traktować jako nowy etap kapitalizmu, określanymi mianem kapitalizmu rentierskiego lub „kapitalizmu kuponowego”, w którym inwestycje finansowe są głównym źródłem uzyskiwania dochodów we współczesnej gospodarce.

Finansyzacja jest jednak zjawiskiem, które znacznie wykracza poza procesy czysto ekonomiczne. Jego wpływ rozciąga się na całe życie społeczne w poszczególnych krajach, a także w gospodarce światowej. W literaturze można

<sup>1</sup> Wyczerpujący przegląd definicji finansyzacji przedstawiono w: (Urban, 2019).

więc znaleźć m.in. takie wyrażenia, jak „finansyzacja towarów” (Cheng i Xiong, 2014), „finansowanie mieszkań” (Aalbers, 2008), „finansyzacja edukacji” (Eaton, Habinek, Goldstein, Dioun, Godoy i Osley-Thomas, 2016), „finansyzacja polityki miejskiej” (Lake, 2015), „finansyzacja konsumpcji” (Montgomerie, 2009), „finansyzacja wody” (Bayliss, 2014), „finansyzacja społeczna” (Sinclair, 2013), „finansyzacja stosunków pracy (Ruesga, 2012).

Przy takiej różnorodności tematów i zagadnień nie dziwi fakt, że nie ma jednej powszechnie przyjętej definicji ani też jednego, najważniejszego wyznacznika finansyzacji. Istnieje jednak wspólny rdzeń tego zjawiska. Zazwyczaj, szukając bardziej szczegółowych cech finansyzacji w gospodarce, można wskazać następujące procesy i zjawiska (Brown i Spencer, 2011): (1) upowszechnienie i gwałtowna ekspansja rynków finansowych; (2) deregulacja systemów finansowych, a także poszczególnych gospodarek; (3) stale poszerzająca się oferta instrumentów i instytucji finansowych; (4) decyzje z zakresu polityki gospodarczej i społecznej sprzyjające rozwojowi rynków finansowych; (5) wzrost konsumpcji podtrzymywanej przez kredyty; (6) powszechna i rosnąca obecność instytucji, rynków instrumentów, schematów finansowych w życiu gospodarczym i społecznym oraz (7) rozwój specyficznej (indywidualistycznej, rynkowej, utilitarnej) kultury finansowej. We wszystkich tych aspektach zawsze przejawia się jedno – swoista dominacja i większe znaczenie sfery finansowej w porównaniu z realną sferą gospodarki<sup>2</sup>.

Nie sposób też wskazać jednej, głównej determinanty procesów finansyzacyjnych. Istnieje raczej szereg procesów i czynników, które umożliwiły i przyspieszyły finansyzację. Charakterystyczne jest, że poszczególne grupy determinant są ze sobą ściśle powiązane, generując liczne sprzężenia zwrotne. Co więcej, w wielu przypadkach trudno jest odróżnić konkretną przyczynę finansyzacji, wskaźnik finansyzacji czy nawet konkretną konsekwencję tego procesu.

Dlatego rozważając determinanty finansyzacji, należy mówić o splocie wielu wzajemnie stymulujących się czynników zarówno na poziomie przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i konkretnych rynków (mikrodeterminanty), jak i zjawisk oraz procesów makroekonomicznych. Innymi słowy, finansyzacja jest zarówno konsekwencją zmian zachodzących w sektorze prywatnym, jak i działalności rynkowej, a także następstwem decyzji rządu podejmowanych w obszarze polityki gospodarczej, polityki społecznej i regulacji (Kotz, 2008).

---

<sup>2</sup> Warto pamiętać, że te definicje sformułowano w szczytowym okresie czwartej fali finansyzacji. Z perspektywy kolejnych dwóch dekad i ogromnego wzrostu znaczenia firm powiązanych z szeroko rozumianą nową technologią (o czym będzie jeszcze mowa), „dominacja” finansów nie jest już tak oczywista. Relacje między sferą finansową a nową gospodarką są jednak tematem bardzo złożonym i wykraczającym poza zakres niniejszego rozdziału. Warto jedynie zaznaczyć, że wzrost znaczenia firm technologicznych niekoniecznie musi oznaczać zmierzch finansyzacji.

Niestety, badania empiryczne nad determinantami finansyzacji napotykają wiele przeszkód wynikających z opisywanego społecznego i złożonego charakteru tego procesu. Stosowane zazwyczaj proste analizy szeregów czasowych zawierających dane mikro- i/lub makroekonomiczne, jak i proste wskaźniki pokazujące dynamikę kategorii finansowych łącznie z takimi metodami, jak korelacja, modele regresji czy modele panelowe, pokazują pewne prawidłowości i przyczyny finansyzacji, ale nie są do końca przekonujące. Jednocześnie wykorzystywanie bardziej zaawansowanych makromodeli ekonometrycznych jest – z natury samego procesu oraz przyjętego (i dominującego) w badaniach nad finansyzacją heterodoksyjnego programu badawczego – bardzo niskie<sup>3</sup>.

Mimo to podejmuje się próby wskazania najważniejszych determinant finansyzacji. Zazwyczaj dzieli się je, zgodnie z wcześniejszą uwagą, na mikro- i makroekonomiczne. Te pierwsze zidentyfikował m.in. Palley (2007), wyróżniając dwie bardziej szczegółowe grupy. Pierwsza obejmuje zmiany w strukturze i funkcjonowaniu rynków finansowych, a druga – zmiany zachowań instytucji niefinansowych.

Na mikroekonomiczne determinanty wskazywali także inni autorzy. Na przykład dla Bhaduriego (2011) w samym centrum finansyzacji znajdują się innowacje finansowe, pozwalające sektorowi finansowemu pokonywać bariery regulacyjne (a tym samym zwiększyć swoją siłę) i sprzyjające dalszemu rozwojowi. Rolę zmian technologicznych, które umożliwiają szybki obrót pieniądzem, podkreślają – wraz z liberalizacją gospodarek (pozwalającą na masowe przepływy kapitału) – Fiasanos, Guevarra i Pierros (2016). Autorzy ci podjęli próbę ilościowej oceny roli technologii jako czynnika sprzyjającego finansyzacji, wykorzystując jako miernik udział patentów finansowych zarejestrowanych w USA w liczbie wszystkich patentów zarejestrowanych w tym kraju przez większą część XX wieku. Uznali, że kategorię taką można uznać za wskaźnik względnego udziału we wzroście nowych technologii i innowacji.

Z kolei liberalizację na masową skalę badała w kontekście gospodarki amerykańskiej Crawford (2011). Proces ten uwidocznili się głównie w latach 80. ubiegłego wieku, a następnie nasilił się wraz z stopniowym łagodzeniem ustawy Glassa-Steagalla i jej ostatecznego uchylecia w 1999 r. Jednocześnie coraz bardziej aktywne i agresywne na rynkach zagranicznych amerykańskie instytucje finansowe lobbowały za rozluźnieniem regulacji (Komai i Richardson, 2011). Ponadto reforma FDIC poprzez przyjęcie FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act) w 1991 r. zinstytucjonalizowała doktrynę „zbyt dużych, by upaść” (Komai i Richardson, 2011), zwiększając zachęty do pokusy nadużycia (*moral hazard*) ze strony banków (zob. Kattel, Kregel i Tonveronachi, 2014; Orhangazi, 2008; Toporowski, 2012).

<sup>3</sup> Wyjątkiem jest tu praca Gazdy, Marszałka i Szarzec (2021).

Liberalizacja przyczyniła się do kolejnego ważnego wyznacznika finansyzacji – pojawienia się i zwiększonego obrotu nowymi rodzajami instrumentów finansowych. Innymi słowy, dodatkowo przyspieszyła tworzenie i stosowanie innowacji finansowych. Z kolei tego typu innowacje odegrały kluczową rolę w rozwoju praktyk finansowych, które znacząco przyczyniły się do szybkiego postępu finansyzacji (Greenberger, 2013; Stout, 2011; Jurk i Marszałek, 2014; FCIC, 2011). Wśród kluczowych innowacji i praktyk finansowych znalazły się sekurytyzacja i strukturyzowane produkty finansowe, takie jak papiery wartościowe oparte na aktywach (ABS); zabezpieczone zobowiązania dłużne (CD); rozwój kredytowych instrumentów pochodnych, takich jak swapy ryzyka kredytowego (CDS), które zarówno ułatwiły kreację, jak i zostały wbudowane w produkty strukturyzowane (Davis i Kim, 2015; Pozsar i Singh, 2011).

Instrumenty te przyczyniły się do „napędzania” finansyzacji, zarówno w poszczególnych krajach, jak i na całym świecie. Jak twierdzi Lapavitsas (2013), innowacje, liberalizacja finansowa, zwiększająca się szybkość transakcji finansowych, handel spekulacyjny, sekurytyzacja aktywów, *shadow banking*, bankowość elektroniczna, nowoczesne formy płatności czy otwarta bankowość doprowadziły do stopniowego oddzielania finansów od gospodarki realnej i nasilenia transakcji na rynkach finansowych kosztem tradycyjnych sektorów gospodarki.

Za specyficzne przejawy finansyzacji, a zarazem ich wyznaczniki można także uznać zjawiska będące pokłosiem wymienionych czynników: wzrost udziału produkcji sektora finansowego (w tym banków oraz innych instytucji finansowych) w PKB oraz (relatywny) wzrost w proporcji zatrudnienia w sektorze finansowym w stosunku do przedsiębiorstw niefinansowych (Krippner, 2005; Anseeuw, Roda, Ducastel i Kamaruddin, 2017; Sawyer, 2017). Jednocześnie zjawiska te wyrażały się internacjonalizacją i globalizacją instytucji finansowych, grup finansowych i transakcji finansowych między różnymi krajami, penetracją finansową krajów rozwijających się przez kapitał z krajów rozwiniętych oraz tempem wzrostu łącznej kwoty międzynarodowych przepływów kapitałowych znacznie szybszym niż tempo wzrostu światowej produkcji towarów i usług (Bonizzi, 2013; Milberg, 2008; Fontana, 2016; Spencer i Brown, 2011).

Wśród innych mikroekonomicznych uwarunkowań finansyzacji można wskazać również te związane z działalnością podmiotów niefinansowych. Po pierwsze, działalność finansowa coraz częściej zajmuje ważne miejsce w działalności przedsiębiorstw niefinansowych, a produkty finansowe stają się wręcz jednym z elementów oferty produktowej przedsiębiorstw niefinansowych (Milberg, 2008). Zjawiska takie jak finansyzacja towarów, finansyzacja wody, finansyzacja „talentu” (kapitału ludzkiego) i coraz większy wpływ funduszy inwestycyjnych

kontrolujących skalę kapitału przemysłowego<sup>4</sup> stopniowo stają się coraz bardziej powszechne (Anseeuw i in., 2017; Basak i Pavlova, 2016). W rezultacie rosnąca część niefinansowych zysków przedsiębiorstw jest generowana kanałami finansowymi (Krippner, 2005).

Wiąże się to z kilkoma innymi ważnymi aspektami nasilonej działalności finansowej związanej z przedsiębiorstwami niefinansowymi. Po pierwsze, charakterystyczny stał się wzrost roli działalności finansowej jako wyznacznika pakietów płacowych najwyższego kierownictwa korporacji niefinansowych, w tym przede wszystkim prezesów tych podmiotów. Szczególną uwagę zwraca się tu na opcje na akcje i inne wynagrodzenia związane z akcjami dla niefinansowego zarządzania przedsiębiorstwem. W Stanach Zjednoczonych, gdzie jest to szczególnie powszechne, dyrektorzy generalni otrzymywali średnio 72% wynagrodzenia w formie opcji na akcje i innych wynagrodzeń związanych z akcjami (Galston i Kamarck, 2015; Lazonick, 2013). Niewątpliwie zmieniło to ich strukturę bodźców w kierunku bardziej ryzykownych decyzji i inwestycji finansowych.

Skupienie się na cenie akcji powoduje, że korporacje niefinansowe wykorzystują swoje przychody do odkupu akcji w celu podniesienia cen akcji i zwiększenia wynagrodzenia. Lazonick (2013) odnosi się do tej presji jako prowadzącej do polityki zarządzania polegającej na „zmniejszaniu rozmiarów i dystrybucji”, co stanowi według niego dramatyczne odejście od wcześniejszej strategii zachowania zysków i ich reinwestowania, dzięki której kierownictwo ponownie inwestowałoby w kapitał ludzki i technologiczny firm (zob. np. Lazonick, 2013, 2015; Almeida, Campello, Cunha i Weisbach, 2014).

Po drugie (i ściśle związane z poprzednim), satysfakcja akcjonariuszy stała się podstawowym czynnikiem oceny menedżerów danego przedsiębiorstwa. W rezultacie zyski przedsiębiorstw wykorzystywano raczej do zwiększania stopy zwrotu dla akcjonariuszy poprzez wypłaty dywidendy, wykup akcji, a nawet fuzje i przejęcia. Mniejsze znaczenie miał natomiast wzrost wartości firmy czy bardziej długofalowe działania prorozwojowe (Lagoarde-Segot, 2017).

Osobną grupą determinant finansyzacji są czynniki makroekonomiczne. Wśród nich najczęściej wymienia się następujące kwestie: decyzje w zakresie polityki gospodarczej i społecznej w krajach rozwiniętych polegające na ograniczaniu roli państwa w życiu gospodarczym (np. poprzez odejście od doktryny państwa opiekuńczego i interwencjonizmu gospodarczego, prywatyzację, zmiany systemów emerytalnych), uelastycznienie rynku pracy (m.in. poprzez osłabienie roli związków zawodowych, ograniczenie wysokości płacy minimalnej i zasiłków dla bezrobotnych), politykę pieniężną rygorystycznie (a czasem

---

<sup>4</sup> Przykładowo, w latach 1980–2006 zyski z działalności niefinansowej na rynku amerykańskim wzrosły siedmiokrotnie, natomiast zyski z działalności finansowej aż szesnastokrotnie. W tym samym okresie portfele funduszy inwestycyjnych wzrosły ze 134 mld dolarów aż do 12 bln dolarów.

wręcz dogmatycznie) nastawioną na zapewnienie stabilności cen czy politykę stymulowania globalizacji, między innymi poprzez zwiększenie swobody przepływów kapitałowych (por. Palley, 2012; Hein, 2012; Toporowski, 2012).

Dodatkowymi makrodeterminantami finansyzacji są czynniki i decyzje związane ze zmianami instytucjonalnymi, takie jak: upadek Bretton Woods, upowszechnienie się płynnych kursów walutowych, pełna dominacja pieniądza fiducjarnego w systemach pieniężnych, nowe agendy polityczne nakreślone przez Margaret Thatcher i Ronalda Reagana w latach 80. ubiegłego wieku, utożsamiane potem (dość nieprecyzyjnie) z tzw. neoliberalizmem, powstanie Europejskiego Banku Centralnego i wiążący się z tym trend ku wzmocnieniu niezależności banków centralnych czy wreszcie przyjęcie tzw. polityki pieniężnej nowego konsensusu, obejmujące przejście do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przy jednoczesnym odejściu od celu pełnego zatrudnienia (Arestis i Sawyer, 2005). Procesy te przyniosły wyraźne skrzywienie (*bias*) deflacyjne w bankach centralnych (Palley, 1996). Jednocześnie pojawił się model polityki gospodarczej, w którym rosła rola bodźców fiskalnych, co dodatkowo stworzyło popyt na instrumenty finansowe.

## 2.2. Konsekwencje finansyzacji

Następstwa finansyzacji dość umownie można podzielić na uwidaczniające się w sferze mikroekonomicznej oraz te o charakterze raczej ogólnogospodarczym. Uważa się, przynajmniej wśród heterodoksyjnych ekonomistów, że finansyzacja jest zasadniczo zjawiskiem negatywnym, generującym poważne problemy natury ekonomicznej i społecznej.

Rozpatrując konsekwencje ekonomiczne w sferze mikroekonomicznej, należy w pierwszej kolejności rozważyć wpływ finansyzacji na działalność firm. Skomplikowane stało się prowadzenie działalności gospodarczej poza sektorem finansowym. Mimo większych możliwości lokowania i pozyskiwania środków pieniężnych wzrosło uzależnienie wyników poszczególnych podmiotów gospodarujących od – z natury zmiennej – sytuacji na rynkach finansowych. Również stopień złożoności rynków i operacji finansowych znacząco się zwiększył, utrudniając wybór najbardziej adekwatnych źródeł finansowania i form lokowania oszczędności. Skrócił się także horyzont czasowy decyzji ekonomicznych, i to podejmowanych zarówno przez przedsiębiorstwa, jak i osoby fizyczne. Dodatkowo finansyzacja, poprzez orientację na osiąganie wysokich zysków, wywierała, jak to opisywano, presję na podejmowanie ryzykownych przedsięwzięć.

Finansyzacja skomplikowała również działalność instytucji nadzoru finansowego. Mimo bowiem nadrzędnego i władczego charakteru, a także wielu na-



rzędzi potencjalnego oddziaływania i dyscyplinowania podmiotów sfery finansowej, od pewnego momentu decydenci (*policymakers*) zaczęli niejako ulegać swoistemu dyktatowi rynków finansowych. Wskutek zacierania się różnic między poszczególnymi typami instytucji finansowych, powstawania wielkich holdingów finansowych (także międzynarodowych), rozmaitych technik „kreatywnego” księgowania oraz szeroko zakrojonego stosowania inżynierii finansowej coraz trudniej było wyegzekwować przestrzeganie norm ostrożnościowych przez instytucje finansowe. Ponadto rosnący ciężar długu publicznego (i rosnące potrzeby finansowe) uzależnił wiele rządów od środków pozyskiwanych na rynkach finansowych. W rezultacie bardzo trudne stało się egzekwowanie określonych zachowań instytucji finansowych, a zwłaszcza sprawienie, by nie angażowały się w nadmiernie ryzykowne operacje.

Można uznać, że w wielu przypadkach sprawy poszły nawet dalej. Mianowicie rządy stały się niejako „zakładnikami” instytucji finansowych – ogromne znaczenie tych ostatnich dla gospodarki sprawiało, że bardzo trudno było odmówić pomocy tym instytucjom finansowym, które popadły w kłopoty finansowe, nawet jeżeli wynikały one z ich własnej winy. Upadek tych podmiotów postrzegano bowiem jako niebezpieczny dla całego systemu gospodarczego. Tego typu podejście pogarszało jednak tylko sytuację, generując wzmożoną pokusę nadużycia.

Utrudniona wskutek finansyzacji stała się także realizacja polityki pieniężnej. W szczególności zmieniły się instytucjonalne podstawy tworzenia pieniądza, formy i charakter pieniądza, zależności łączące bank centralny z bankami komercyjnymi, jak i relacje między najważniejszymi agregatami makroekonomicznymi. W rezultacie tych przemian zmniejszyła się skuteczność polityki pieniężnej. Niektóre z kanałów transmisji impulsów monetarnych straciły drożność. Zmieniła się także wartość opóźnień towarzyszących działaniu poszczególnych kanałów. Coraz trudniejszy stał się również wybór celów i instrumentów przez bank centralny, zwłaszcza w obliczu rosnącej wagi oczekiwań podmiotów gospodarczych w realizacji polityki pieniężnej. Tymczasem w warunkach finansyzacji oczekiwania te stają się uzależnione od zmiennych i kierujących się obecnie, jak wspomiano, krótkookresową optyką inwestorów.

Wszystkie opisane zjawiska miały trojaki następstwa: osłabienie procesów wzrostu gospodarczego (Assa, 2012; Jayadev i Epstein, 2005), zmiany w kształcie i charakterze cyklu koniunkturalnego (Palley, 2007) oraz rosnącą wrażliwość gospodarek na kryzysy, których najbardziej wyrazistym przejawem był wspomniany już globalny kryzys finansowy 2007–2009 (Hein, Detzer i Doidig, 2016; Toporowski, 2012).

Szybki i intensywny wzrost sektora finansów wywoływał ogromne kontrowersje nie tylko natury czysto ekonomicznej, ale także ideologicznej. Nie zamierzając bliżej rozwijać tych kwestii, wypada tylko zaznaczyć, że w poglądach dotyczących finansyzacji znajdują odbicie dyskusje dotyczące zakresu interwencji

państwa w gospodarkę, stopnia regulacji procesów rynkowych, modelu kapitalizmu i szerzej – ogółu spraw ustrojowych. Ta ideologiczna dychotomia widoczna jest także w teoretycznych podejściach do finansyzacji. Jako problem badawczy jest ona bowiem – jak już sygnalizowano – różnie postrzegana przez ekonomię głównego nurtu i ekonomię heterodoksyjną<sup>5</sup>.

### 2.3. Skala finansyzacji w gospodarce polskiej

Relatywnie niski potencjał i skala działalności polskich instytucji pośrednictwa finansowego, a także niewielkie rozmiary poszczególnych segmentów rynku finansowego w Polsce w pierwszej dekadzie po rozpoczęciu transformacji polskiej gospodarki stanowiły naturalną konsekwencję prawie pięćdziesięciu lat funkcjonowania w warunkach gospodarki centralnie zarządzanej, z lekceważoną sferą nominalną gospodarki i wadliwym, niespełniającym prawidłowo swoich funkcji pieniądzem. Podobnie jak inne kraje postkomunistyczne Polska pozostawała przy tym poza światowymi trendami globalizacji, internacjonalizacji oraz deregulacji.

Transformacja polskiej gospodarki, rozpoczęta w 1989 r., pozwoliła na zbudowanie nowoczesnego systemu finansowego, ustabilizowała walutę oraz przywróciła zaufanie do złotego. Pojawiły się nowe typy instytucji finansowych, które dołączyły do banków – jedynych w zasadzie pośredników finansowych funkcjonujących jeszcze w PRL<sup>6</sup>, rozwijał się rynek kapitałowy, działalność rozpoczęły instytucje systemowe wspierające funkcjonowanie instytucji finansowych, rosła podaż i różnorodność instrumentów finansowych, a Narodowy Bank Polski, konsekwentnie umacniający swoją niezależność, prowadził politykę pieniężną na zasadach zbliżonych do głównonurtowego konsensusu. Ważnymi etapami rozwoju systemu finansowego w Polsce były też: ewolucja zasad i organizacji nadzoru finansowego, upłynnienie kursu walutowego, akces do Unii Europejskiej i wiążące się z tym jakościowe zmiany w regulacjach sektora finansowego. Rósł także, choć, jak się wydaje, w niewystarczającym stopniu, poziom wiedzy finansowej społeczeństwa.

W rezultacie systematycznie nadrabiano dystans dzielący Polskę od państw, w których rynki finansowe rozwijały się nieprzerwanie. Dynamika rozwoju pol-

---

<sup>5</sup> Davis (2008) twierdzi, że tym, co wyróżnia oba nurty, jest fakt, że mainstream opiera się na „powiązaniu racjonalności–indywidualizmu–równowagi”, podczas gdy heterodoksja – na „powiązaniu instytucja–historia–struktura społeczna”. Czynniki te mają również zasadniczy wpływ na stosowane metody badań i przyjęte założenia, a w dalszej kolejności na odmienne postrzeganie natury, źródeł i uwarunkowań finansyzacji.

<sup>6</sup> Aczkolwiek i te instytucje cechował znaczący wzrost jakościowy i ilościowy.

skiego systemu finansowego (jak i całej gospodarki) nie uległa zahamowaniu nawet w latach po globalnym kryzysie. Niemniej, bardzo niski poziom wyjściowy sprawił, że nadal niemal wszystkie mierniki aktywności finansowej znajdują się w Polsce na poziomie znacząco niższym niż w krajach o dojrzałej gospodarce rynkowej czy nawet innych krajach postkomunistycznych (zob. tabela 1 i rysunek 1). Relacja aktywów sektora finansowego do PKB w latach 2010–2020 pozostawała na poziomie uznawanym za dość bezpieczny z punktu widzenia dynamiki finansyzacji i równowagi między sferą realną i finansową. Warto tu zwrócić uwagę na skokowy wzrost tych aktywów w 2020 r., co wiązało się z pandemią COVID-19 i znaczącym zwiększeniem płynności instytucji finansowych.

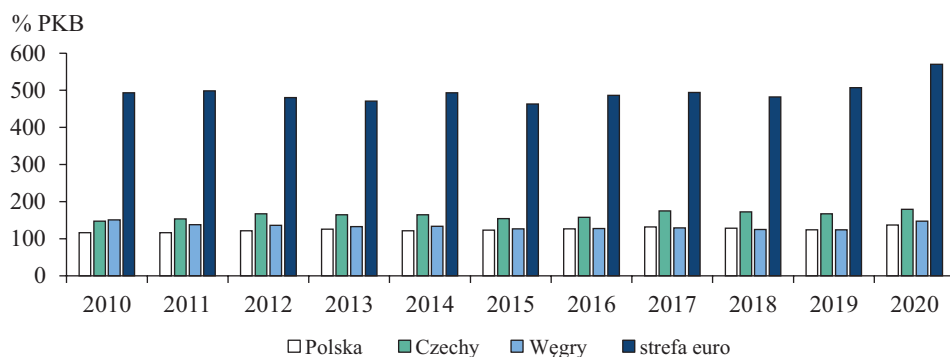
Wolumen transakcji instrumentami pochodnymi oraz innymi „wyrafinowanymi” papierami wartościowymi również nie był znaczący. Banki polskie, stanowiące ciągle dominującą grupę w polskim systemie finansowym (rysunek 2), pozostały raczej konserwatywne, tym bardziej że ciągle do zagospodarowania pozostawała znacząca nisza w zakresie typowych produktów bankowych. Zarówno różnorodność, jak i podaż instrumentów finansowych były zatem umiarkowane – w ofercie dominowały raczej tradycyjne produkty i usługi (konta, kredyty, karty płatnicze, przelewy). Przykładowo pierwsze produkty strukturyzowane pojawiły się na rynku krajowym dopiero w 1996 r., a pierwsze kontrakty FRA – w 1998 r.

Sytuacja tylko w niewielkim stopniu zmieniała się wraz z rosnącą otwartością polskiej gospodarki. Znaczącym rozwojem cechował się w ostatnich latach system płatniczy, gdzie zaobserwowano gwałtowny wzrost nowoczesnych metod i form płatności (Iwańczuk-Kaliska, Schmidt-Jessa, Warchlewska i Marszałek, 2021).

**Tabela 1. Aktywa systemu finansowego w wybranych państwach Europy Środkowej i Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2010–2020 (% PKB)**

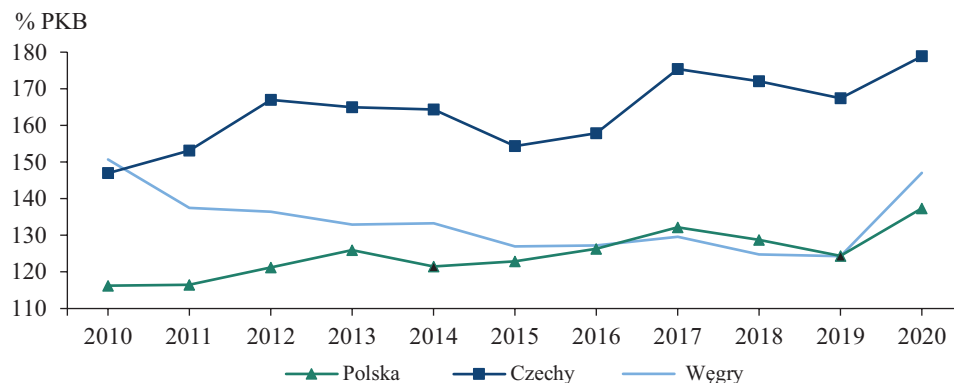
Rok	Polska	Czechy	Węgry	Strefa euro
2010	116,2	147	150,7	493,8
2011	116,4	153,2	137,5	498,3
2012	121,2	167	136,4	480,8
2013	125,9	165	132,9	470,6
2014	121,4	164,4	133,3	493,8
2015	122,8	154,4	127	463,6
2016	126,3	157,9	127,2	486,6
2017	132,1	175,4	129,6	494,6
2018	128,7	172,1	124,8	482,4
2019	124,3	167,5	124,3	507,4
2020	137,3	178,9	147	570,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie NBP (2015, 2018, 2021).



### Aktywa systemu finansowego w wybranych państwach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2010–2020

Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

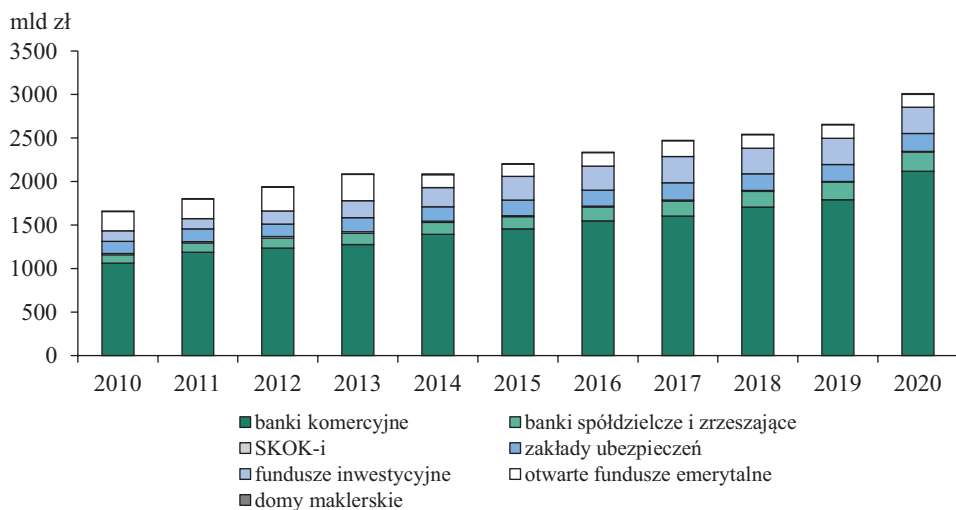


### Rysunek 1. Aktywa systemu finansowego w wybranych państwach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2010–2020

Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

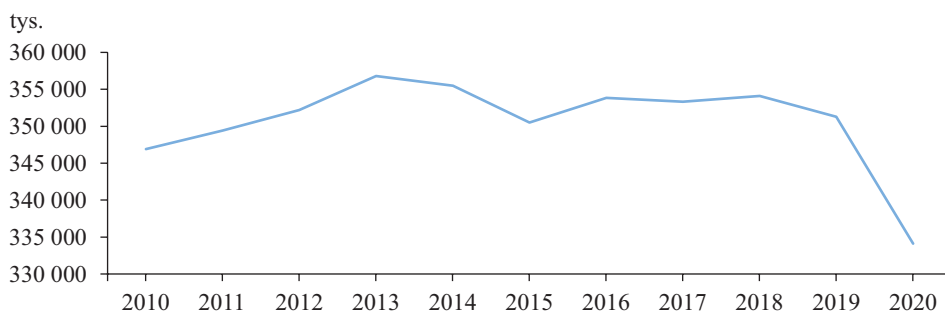
W latach 2010–2020 zatrudnienie w sektorze finansowym stanowiło około 3% ogółu zatrudnionych w gospodarce polskiej. Po początkowym wzroście zaczęło ono jednak maleć (rysunek 3). Po pewnym odbiciu w latach 2015–2018 dwa ostatnie lata badanego okresu przyniosły już zdecydowany spadek zatrudnienia w sektorze finansowym. Na takie kształtowanie się zatrudnienia wpływały głównie trendy (widoczne również w innych krajach europejskich) o charakterze technologicznym i biznesowym, związane z konsolidacją sektora oraz upowszechnianiem innowacji technologicznych.

Co ciekawe, tendencje te były odmienne od ogólnych trendów na rynku pracy w Polsce, który w coraz mniejszym stopniu był rynkiem pracodawcy. Sytuacja pracowników najemnych i osób poszukujących pracy ulegała polepszeniu, co



**Rysunek 2. Aktywa głównych typów pośredników finansowych w Polsce w latach 2010–2020**

Źródło: Opracowanie własne.

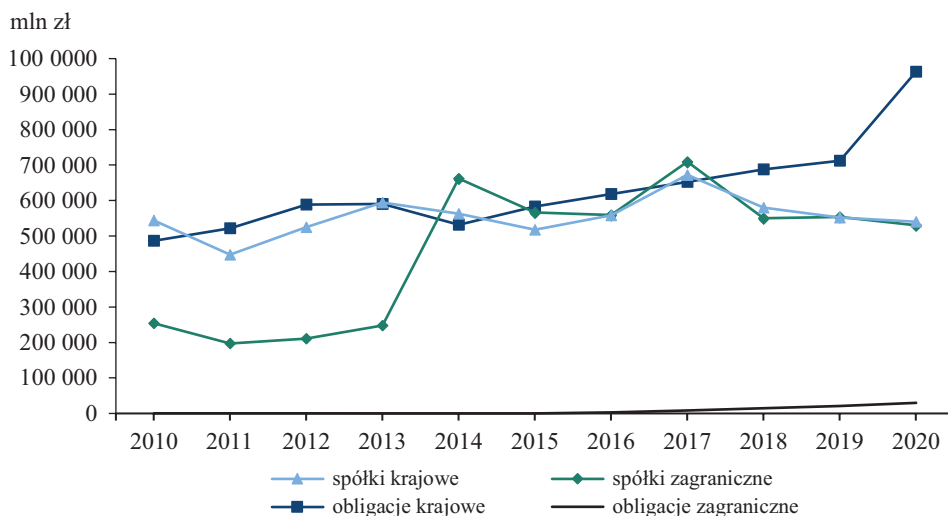


**Rysunek 3. Zatrudnienie w sektorze finansowym w Polsce w latach 2010–2020**

Źródło: Opracowanie własne.

przejawiało się zarówno w spadku liczby bezrobotnych, jak i bardziej stabilnych przepisach dotyczących zatrudnienia i jego prawnych form. Ponadto pod koniec badanego okresu wyraźnie przyspieszyła dynamika wzrostu realnych wynagrodzeń, czemu towarzyszył wzrost produktywności pracy. Dynamika wzrostu była przy tym wyraźnie wyższa niż w UE jako całości. Można przyjąć, że tendencje te sytuowały polski rynek pracy wśród tych gospodarek, które opierały się światowym trendom finansjalizacji.

Funkcjonowanie systemu finansowego opartego na bankach (*bank-based*), właściwego dla gospodarki polskiej, nie wyklucza funkcjonowania w danym kraju silnego rynku kapitałowego. Podobnie było w Polsce, gdzie od samego



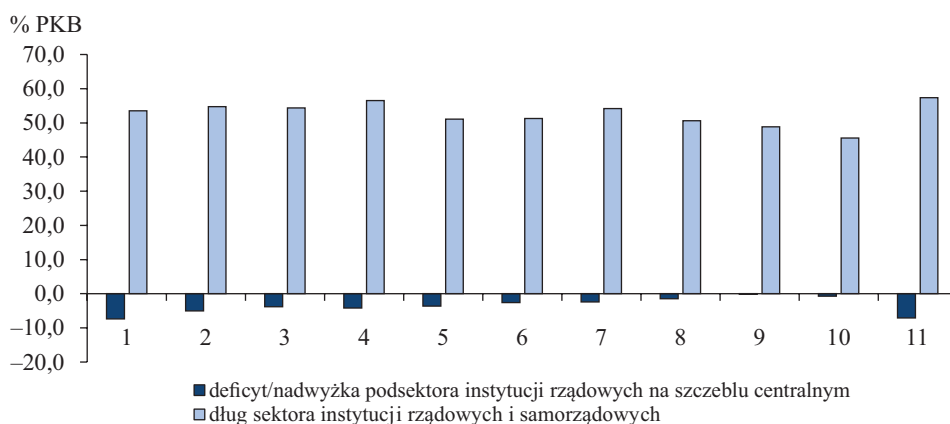
**Rysunek 4. Kapitalizacja GPW w latach 2010–2020**

Źródło: Opracowanie własne.

początku transformacji dynamicznie rozwijała się warszawska Giełda Papierów Wartościowych. Reaktywowana w 1991 r., stała się jedną z największych regionalnych giełd, oferującą szeroką gamę produktów i usług w zakresie rozmaitych papierów wartościowych, produktów strukturyzowanych czy instrumentów pochodnych. Kapitalizację GPW w latach 2010–2020 przedstawiono na rysunku 4.

Po spadku cen akcji, będących konsekwencją globalnego kryzysu finansowego, GPW zaczęła ponownie odbudowywać swoją pozycję. Widoczny jest znaczący wzrost wartości notowanych na GPW obligacji krajowych. Najwyraźniejszy był on w 2020 r., co należy wiązać z potrzebą pozyskania środków w kontekście pandemii koronawirusa. Znikomy był udział obligacji zagranicznych, natomiast kapitalizacja spółek krajowych i zagranicznych notowanych na GPW w końcu badanego okresu oscylowała na podobnym poziomie. O ile jednak w odniesieniu do tych pierwszych nie zmieniała się znacząco, o tyle dla spółek zagranicznych wartość kapitalizacji wzrosła skokowo w 2013 r. W rezultacie łączna kapitalizacja GPW wzrosła w badanym okresie.

Specyfiką polskiego rynku finansowego był również malejący – poza 2020 r., a więc rokiem „covidowym” – deficyt sektora finansów publicznych. Zadłużenie sektora finansów publicznych ciągle było w Polsce niższe niż jego średni poziom w Unii Europejskiej. Dług sektora zarówno publicznego, jak prywatnego pozostawał poniżej konstytucyjnego limitu 60% PKB. Zilustrowano to na rysunku 5. Otwartą kwestią jest jednak przejrzystość finansów publicznych i wyłączenie pewnych kategorii wydatków, co rodzi obawy o to, że faktyczna sytuacja



**Rysunek 5. Saldo i dług sektora finansów publicznych w Polsce w latach 1995–2011**

Źródło: Opracowanie własne.

finansów publicznych jest jednak mniej optymistyczna. W konsekwencji tego, jak i skutek zaburzeń gospodarczych wywołanych pandemią, można uznać, że potrzeby pożyczkowe rządu stanowią (i będą stanowiły) jeden z najważniejszych czynników kształtujących sytuację na rynku finansowym.

## Zakończenie

Z przeprowadzonej analizy głównych wskaźników finansyzacji wynika, że zjawisko to nie stanowiło poważnego problemu dla polityków gospodarczych oraz podmiotów odpowiedzialnych za nadzór nad rynkami finansowymi. Co więcej, obserwowana od początku transformacji znacząca dynamika i tempo wzrostu potencjału funkcjonujących w Polsce instytucji pośrednictwa finansowego, a także wielu kategorii finansowych (kredytów, depozytów, zadłużenia różnego typu i form) zdaje się wyhamowywać.

Co prawda nadal można obserwować wzrost sektora finansowego, jednak nie odbiega on znacząco od wzrostu sfery realnej. Pozwala to domniemywać, że prawdopodobieństwo wystąpienia w naszym kraju w najbliższym (czy nawet w średnim) horyzoncie czasowym mechanizmów, wzorców zachowań, a także ilościowych i jakościowych przesłanek finansyzacji nie jest duże. Co więcej, jak się wydaje, podmioty prowadzące politykę gospodarczą i społeczną, a także instytucje odpowiedzialne za stabilność i bezpieczeństwo szeroko rozumianego sektora finansowego są na to przygotowane, reagując na zachodzące w systemie finansowym i gospodarce zjawiska.

Osobną kwestią jest to, na ile w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych, w których w centrum uwagi znajdują się ponownie czynniki ze sfery realnej gospodarki (energia, łańcuchy dostaw, metale ziem rzadkich czy żywność), gdzie ciągle trwają głębokie zmiany technologiczne rzutujące na kształt i organizację życia społecznego i gdzie wreszcie zmieniają się uwarunkowania geopolityczne i daje się dostrzec wyraźne zahamowanie globalizacji (czy nawet deglobalizację), finansyzacja sama w sobie stanowi w ogóle jeszcze problemem. Jak się wydaje, pogłoski o śmierci tego zjawiska, parafrazując znany cytat, są mocno przesadzone. To już jednak temat na zupełnie inne opracowanie

## Bibliografia

- Aalbers, M. (2008). *The financialization of housing. A political economy approach*. New York: Routledge.
- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I. i Weisbach, M. S. (2014). Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 1, 135–162.
- Anseeuw, W., Roda, J.-M., Ducastel, A. i Kamaruddin, N. (2017). Global strategies of firms and the financialization of agriculture. W: *Sustainable development and tropical agri-chains* (s. 321–337).
- Arestis, P. i Sawyer, M. (2005). New consensus monetary policy: an appraisal. W: P. Arestis, M. Badeley i L. McCombie (Eds.), *The new monetary policy. Implications and relevance*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.
- Arrighi, G. (1994). *The long twentieth century: money, power, and the origins of our times*. Verso.
- Assa, J. (2012). Financialization and its consequences. *The OECD Experience, Finance Research*, 1, 1.
- Basak, S. i Pavlova, A. (2016). A model of financialization of commodities. *The Journal of Finance*, 71, 1511–1556. <https://doi.org/10.1111/jofi.12408>
- Bayliss, K. (2014). *The financialization of water*. London: Sage.
- Bhaduri, A. (2011). Financialization in the light of Keynesian theory. *PSL Quarterly Review*, 64, 256.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries. *International Journal of Political Economy*, 42, 4, 83–107.
- Branżowy bilans kapitału ludzkiego. Sektor finansowy*. (2017). Kraków: Centrum Ewaluacji i Analiz Polityk Publicznych Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Brown, A. i Spencer, D. (2011). *FESSUD WP 2 terms of reference*. Mimeo, Leeds Brown.
- Brown, A., Veronese Pasarella, M. i Spencer, D. (2016). *The nature and variegation of financialisation: a cross-country comparison* (FESSUD Working Papers No. 127).
- Cheng, I. i Xiong, W. (2014). Financialization of commodity markets. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 419–441.



- Crawford, C. (2011, January). The repeal of the glass-steagall act and the current financial crisis. *Journal of Business & Economics Research*, January, 9(1).
- Davis G. F. i Kim, S. (2015). Financialization of the economy. *Annual Review of Sociology*, 41, 203–221.
- Dumenil, G. i Levy, D. (2005). Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. W: G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy*. Northampton-Cheltenham: Edward Elgar.
- Eaton, Ch., Habinek, J., Goldstein, A., Dioun, C., Godoy, D. i Osley-Thomas, R. (2016). The financialization of US higher education. *Socio-Economic Review*, 14, 3. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv030>
- Epstein, G. (2005). Introduction: Financialization and the world economy. W: G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy*. Northampton-Cheltenham: Edward Elgar.
- Fasianos, A., Guevara, D. i Pierros, Ch. (2016). *Have we been here before? Phases of financialization within the 20th century in the United States* (Levy Economics Institute Working Papers No. 869).
- FCIC. (2011.) *Final Report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*. Washington.
- Fontana, G. (2016). *On the future of financialisation: Some lessons from FESSUD foresight analyses*. (FESSUD Working Paper Series No. 207).
- Freeman, R. (2010). It's financialization!. *International Labor Review*, 149, 2.
- Galston, W. E. i Kamarck, E. C. (2015). *More builders and fewer traders: a growth strategy for the American economy*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Gazda, J., Marszałek, P. i Szarzec K. (2021). The determinants of financialization – a bayesian approach. *Revista de Economía Mundial*, 59, 221–242.
- Greenberger, M. (2013). Diversifying clearinghouse ownership in order to safeguard free and open access to the derivatives clearing market. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 18.
- Hein, E. (2012). *The macroeconomics of finance-dominated capitalism – and its crisis*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.
- Hein, E., Detzer, D. i Dodig, N. (2016). *Financialisation and the financial and economic crises: theoretical framework and empirical analysis for 15 countries*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.
- Iwańczuk-Kaliska, A., Schmidt-Jessa, K., Warchlewska, A. i Marszałek, P. (2021). *Oceńna zmian na rynku płatności w Polsce*. Warszawski Instytut Bankowości. Raport WIB PAB 10/2021.
- Janc, A., Jurek, M. i Marszałek, P. (2015). *Polish financial system in the age of financialization*. Warsaw: C.H. Beck.
- Jayadev, A. i Epstein, G. (2005). The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization. Central Bank policy and labor solidarity. W: G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy*. Northampton-Cheltenham: Edward Elgar.
- Jurek, M. i Marszałek, P. (2014). *Subprime mortgages and the MBSs in generating and transmitting the global financial crisis* (FESSUD Working Paper Series No. 40).
- Kattel, R., Kregel, J. i Tonveronachi, M. (Eds.) (2014). *Financial regulation in the European Union*. Routledge.

- Komai, A. i Richardson, G. (2011). *A brief history of regulations regarding financial markets in the United States: 1789 to 2009* (NBER Working Paper No 17443).
- Kotz, D. (2008). Contradictions of economic growth in the neoliberal era: Accumulation and crisis in the contemporary U.S. economy. *Review of Radical Political Economics*, 40, 2, 174–188.
- Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, 2, 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- Lagoarde-Segot, T. (2017). Financialization: Towards a new research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 51, May, 113–123.
- Lake, R. W. (2015). The financialization of urban policy in the age of Obama. *Journal of Urban Affairs*, 37, 75–78. <https://doi.org/10.1111/juaf.12167>
- Lapavistas, C. (2013). The financialization of capitalism: ‘Profiting without producing’. *City*, 17, 6, 792–805.
- Lazonick, W. (2013). The financialization of the U.S. corporation: What has been lost, and how it can be regained. *36 Seattle University of Law Review*, 857–909.
- Marszałek, P. (2012). Finansyzacja – problem i kontrowersje. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Finanse publiczne*, 247, 220–230.
- Marszałek, P. (2013). Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Finanse publiczne*, 306, 235–246.
- Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37, 420–451.
- Montgomerie, J. (2009). The pursuit of (past) happiness? Middle-class indebtedness and American financialisation. *New Political Economy*, 14, 1, 1–24. <https://doi.org/10.1080/13563460802671196>
- NBP. (2015). *Raport o stabilności systemu finansowego*. Warszawa.
- NBP. (2018). *Raport o stabilności systemu finansowego*. Warszawa.
- NBP. (2021). *Raport o stabilności systemu finansowego*. Warszawa.
- Orhangazi, O. (2008). *Financialization and the US economy*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.
- Palley, T. (1996, July). The forces making for an economic collapse. *The Atlantic*.
- Palley, T. (2007). *Financialization: What it is and why it matters*. The Levy Economics Institute, Washington, D.C. (Working Paper No. 525, December).
- Palley, T. (2012). *From financial crisis to stagnation*. New York: Cambridge University Press.
- Pozsar, Z. i Singh, M. (2011). *The Nonbank-Bank nexus and the shadow banking system* (IMF Working Papers No. 11/289).
- Ratajczak, M. (2012). Finansyzacja gospodarki. *Ekonomista*, 3, 281–302.
- Ratajczak, M. (2017). Finansyzacja gospodarki: wymiary dyskusji. *Bezpieczny Bank*, 3(68).
- Ruesga, S. M. (2010). La financiarización de las relaciones laborales/labour relations financialization. *Cuadernos de Relaciones Laborales*, 30(2), 409–429.
- Sawyer, M. (2013). *Bank based vs market based financial system: a critique of thee dichotomy* (FESSUD Working Paper No. 19).

- Sawyer, M. (2017). The processes of financialisation and economic performance. *Economic and Political Studies*, 5, 1, 5–20. <https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274523>
- Stout, L. (2011). *Risk, speculation, and OTC derivatives: An inaugural essay for convivium*. Cornell University Law School.
- Toporowski, J. (2012). *Why the world economy needs a financial crash and other critical essays on finance and financial economics*. Anthem Press.
- Urban, D. (2019). *Finansyzacja gospodarki w teorii i praktyce. Przemysłość kapitalizm od nowa*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Urban, D. (2020). Finansyzacja gospodarki w ujęciu makroekonomicznym. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1.