

Pismo ogólnopolskie



## Rada redakcyjna

Marek Bryx  
Wiesław Czyżowicz  
Barbara Dobiegała-Korona  
Tadeusz Dudycz  
Leszek Dziawgo  
Andrzej Fierla  
Joze Gricar (Słowenia, Maribor)  
Wiesław M. Grudzewski  
Irena Hejduk  
Andrzej Herman – przewodniczącą  
Marta Juchnowicz  
Stanisław Kasiewicz  
Andrzej K. Koźmiński  
Kazimierz Kuciński  
Elżbieta Mączyńska  
Adam Noga  
D. Mario Nuti (Włochy, Rzym)  
Krzysztof Oblój  
Leszek Pawłowicz  
Vitalija Rudzkiene (Litwa, Wilno)  
Krzysztof Rutkowski  
Roman Sobiecki  
Barbara Szubińska  
Stanisław Sudół  
Andrzej Szablewski  
Israel Spiegler (Izrael, Tel-Awiw)  
Władysław Szymański  
Gertruda K. Świdorska  
Keijo Virtanen (Finlandia, Turku)  
Piotr Wachowiak  
Lech W. Zacher  
Dariusz Zarzecki

## Redaktor naczelny

Andrzej Herman

## Zespół redakcyjny

Alicja Kołodko – redaktor prowadząca  
Ryszard Ginalski – redaktor  
Mirosław Makowski – opr. graficzne

## Adres redakcji

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie  
budynek M, pok. 111  
02-513 Warszawa  
ul. Madalińskiego 6/8  
tel./fax: (0-22) 564 92 36  
redakcja@przedsiębiorstwo.waw.pl

## Prenumerata

Nella Mamos-Sutkowska  
tel./fax: (0-22) 564 92 36  
e-mail: nmamos@sgh.waw.pl  
www.przedsiębiorstwo.waw.pl

## Dystrybucja

Ofcyna Wydawnicza  
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie  
02-554 Warszawa  
al. Niepodległości 164  
tel. (0-22) 564 94 77  
fax: (0-22) 564 86 86  
www.wydawnictwo.waw.pl



Liczba punktów do oceny parametrycznej jednostek naukowych – 6.

Materiałów niezamówionych redakcja nie zwraca. Redakcja nie płaci honorariów. W tekstach publikowanych zastrzega sobie prawo do skrótów, zmian tytułów, adriastacji. Artykuły są zatwierdzane do publikacji po uzyskaniu pozytywnych recenzji.

Copyright by  
Szkoła Główna Handlowa  
w Warszawie, Kolegium  
Nauk o Przedsiębiorstwie

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy jest zabronione.

Nakład: do 3000 egzemplarzy

Druk i oprawa:  
Agencja Reklamowo-  
Wydawnicza  
Arkadiusz Grzegorzcyk  
ww.grzeg.com.pl

Na okładce zdjęcie  
Juliusza Sokołowskiego

Paweł Wieprzowski

# Finansjeryzacja a transfer zjawisk kryzysowych do gospodarki realnej

**Od początku lat 80. XX w. nastąpił szczególnie dynamiczny rozwój rynków finansowych<sup>16)</sup>. Przyczyniły się do tego trzy równoległe procesy: globalizacji, postępu technologicznego oraz liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitałowych.**

Jednocześnie w gospodarkach krajów rozwiniętych zaczęła się zmniejszać zmienność agregatów makroekonomicznych. Koegzystencja dynamicznego rozwoju międzynarodowych rynków finansowych oraz relatywnej stabilizacji makroekonomicznej, wydawały się być wzajemnie ze sobą pozytywnie sprzężone.

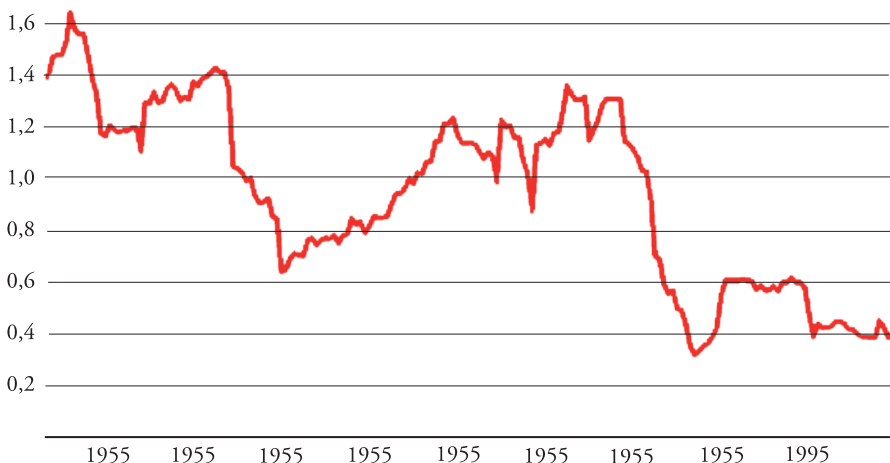
Kiedy jednak zapaść rynku hipotecznego w USA w 2007 r. zapoczątkowała globalny kryzys finansowy, problemy ze

sferze finansowej w ciągu roku przełożyły się na realną gospodarkę krajów wysoko rozwiniętych.

## Finansjeryzacja a Wielkie Uspokojenie

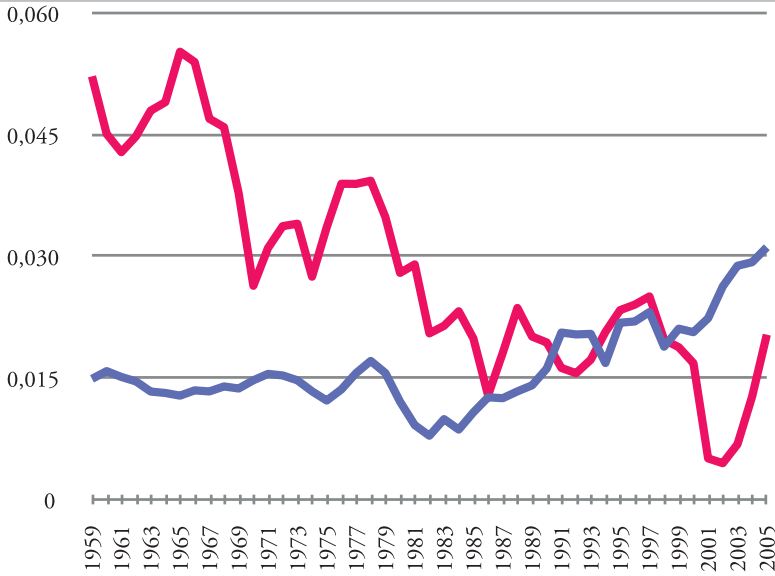
Kryzys finansowy, który rozpoczął się od spadków indeksów giełdowych w II połowie 2007 r., zaś w sferę gospodarki realnej wszedł w II połowie 2008 r., spowodował wiele debat na temat globalnej stabilności finansowej. Stało się to po ponad dwóch dekadach tzw. Wielkiego Uspokojenia (*Great Moderation*) – okresu, w którym kryzysy finansowe były relatywnie rzadkie i niezbyt gwałtowne. Wydawało się, że po latach poszukiwań udało się odnaleźć Graala stabilnego, długookresowego rozwoju, ponieważ mię-

Rysunek 1 Zmienność kwartalnego wzrostu PKB w USA w latach 1952-2000 (w %)



Źródło: Blanchard O., Simon J., *The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility*, "Brookings Papers on Economic Activity", No. 1/2001, s. 138.

Rysunek 2 Zyski sektora finansowego i produkcyjnego w relacji do PKB w USA w latach 1959-2005 (w %)



Źródło: Tabela 1 Gross Domestic Product oraz Tabela B 91 – Corporate profits by industry, *Economic Report of the President: 2007 Report Spreadsheet Tables*, <http://www.gpoaccess.gov/eop/tables07.html> (stan na dzień 12.10.2011 r.).

dzynarodowe rynki finansowe pozwalały na rozproszenie problemów lokalnych gospodarek po całym świecie. Dzięki temu nikt nie ponosił zbyt dużych strat, co oznaczało że groźba bankructwa pojedynczych firm była minimalna, ze względu na międzynarodową dywersyfikację ich aktywów.

Na umiędzynarodowienie rynków finansowych największy wpływ miały procesy globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych. Nie bez znaczenia był również postęp technologiczny, który umożliwił nie tylko szybsze i tańsze zawieranie transakcji finansowych, ale również zapewniał natychmiastowy dostęp do wielu informacji<sup>16</sup>). Dzięki temu zwiększyła się liczba płynnych, a więc i efektywnych, lokalnych rynków finansowych, ponieważ zaczęli na nich być aktywni zagraniczni inwestorzy<sup>15</sup>). Jak wykazali Blanchard i Simon<sup>3</sup>), to właśnie dzięki zwiększeniu efektywności rynków finansowych zmniejszyła się zmienność konsumpcji i inwestycji, a skutkiem tego – również spadła zmienność produkcji (rysunek 1).

Wyjaśnienie związku pomiędzy wzrostem cen aktywów finansowych a zwięks-

zeniem stabilności w sferze realnej gospodarki zaprezentował Palley<sup>11</sup>). Według niego wzrost kapitalizacji giełd w latach 80. i 90. XX w. powiększył wartość majątku inwestorów. Dzięki temu poprawiła się ich zdolność kredytowa, a co za tym idzie – możliwe było zwiększenie inwestycji lewarowanych kredytem. Innowacje finansowe były dodatkowym czynnikiem, który stymulował podniesienie stopnia kredytowania.

Rozwój rynków finansowych, a co za tym idzie – całego sektora finansowego, był tak dynamiczny, że w wielu państwach zaczął on dominować nad sektorem realnej gospodarki. Zjawisko to ekonomiści zaczęli określać mianem tzw. finansjeryzacji (*financialization*)<sup>5</sup>). Proces ten jest szczególnie widoczny w państwach wysoko rozwiniętych<sup>9</sup>) z dużymi centrami finansowymi, czyli przede wszystkim w USA oraz Wielkiej Brytanii. Aby przekonać się o skali tego zjawiska, wystarczy przeanalizować relację zysków sektora finansowego i produkcyjnego do PKB w USA. O ile jeszcze na początku lat 60. XX wieku zyski sektora produkcyjnego były dwukrotnie wyższe niż branży finansowej, o tyle na początku XXI wieku

zyski sektora finansowego były o 50 proc. wyższe niż miało to miejsce w przypadku firm wytwarzających dobra (rysunek 2).

Zjawisko finansjeryzacji widoczne jest również w strukturze i wolumenie obrotu na rynkach instrumentów pochodnych. O ile w 1970 r. w USA ok. 90 proc. kontraktów terminowych dotyczyło produktów rolnych, o tyle w 2004 r. ponad 75 proc. tych kontraktów było wystawianych na instrumenty finansowe (stopy procentowe, indeksy giełdowe, i inne)<sup>13)</sup>. Sama wartość globalnego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w 2010 r. wyniosła ok. 615 bln USD<sup>2)</sup>, i była dziesięciokrotnie wyższa od światowego PKB. Jeszcze większe obroty notowano na międzynarodowym rynku walutowym. W kwietniu 2010 r. przeciętna dzienna wartość transakcji na nim wynosiła 4 biliony USD, i było to o 20 proc. więcej niż w kwietniu 2007 r.<sup>18)</sup>. Oznaczało to, że roczny wolumen obrotu na tym rynku był ponad 23 razy wyższy niż światowy PKB w tym samym roku.

## Rynki finansowe a gospodarstwa domowe

Finansjeryzacja gospodarek, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, doprowadziła do pogorszenia się możliwości dywersyfikacji majątku gospodarstw domowych. Związane to było z faktem, że zwiększenie możliwości kreowania akcji kredytowej dzięki innowacjom finansowym, doprowadziło do podniesienia relacji kredytu do dochodu gospodarstw domowych. A znaczną część majątku tych gospodarstw stanowiły nieruchomości, których zakup był finansowany z kredytu bankowego<sup>10)</sup>. Z kolei napędzany kredytem wzrost cen nieruchomości powodował, że w bilansach banków spadała wartość wskaźnika LTV (*Loan to Value*) – relacji kredytu do jego zabezpieczenia. Przez to rosła skłonność instytucji finansowych do dalszego udzielania kredytów. Dzięki temu rozwijała się gospodarka i

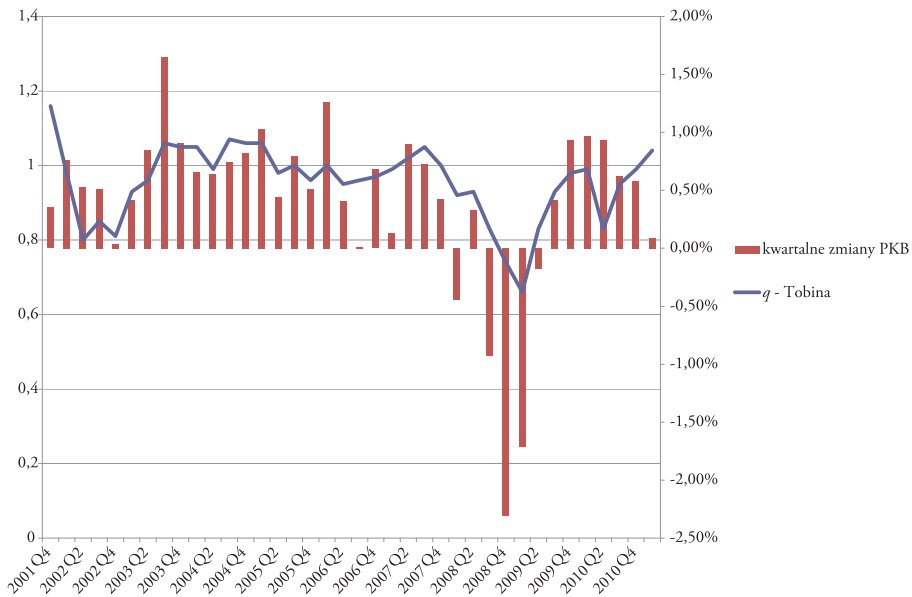
rosły ceny aktywów na rynkach finansowych, które podobnie jak nieruchomości stanowią znaczną część majątku gospodarstw domowych<sup>4)</sup>.

Korzystne sprzężenie wzrostu cen nieruchomości, innowacji finansowych oraz wzrostu cen aktywów oddziaływało na decyzje konsumentów. Występował tzw. efekt majątkowy. Zjawisko to powodowało, że konsumenci odczuwając przyrost bogactwa (wzrost wartości domów oraz posiadanych aktywów finansowych), zdecydowali się zwiększyć konsumpcję, stymulując w ten sposób wzrost gospodarczy. To korzystne sprzężenie miało jednak dwie zasadnicze wady.

Po pierwsze, znaczną część majątku gospodarstw domowych stanowiły nieruchomości oraz aktywa finansowe, których zmiany cen cechowała wysoka korelacja. Oznaczało to, że występowała duża koncentracja ryzyka w strukturze zasobów majątkowych konsumentów, ponieważ dywersyfikacja nie mogła obniżyć zmienności stóp zwrotu z takiego portfela. Po drugie, wraz ze wzrostem cen nieruchomości i instrumentów finansowych, rósł ich udział w strukturze majątku gospodarstw domowych. Oznaczało to, że w razie wystąpienia bessy na rynkach kapitałowych i spadku cen nieruchomości ponownie zacznie działać efekt majątkowy. Tylko, że tym razem będzie on zmniejszał konsumpcję w stopniu tym większym, im mocniej konsumenci odczują ubytek tego majątku<sup>6)</sup>.

Efekt majątkowy wywołany zmianami cen instrumentów finansowych będzie występować przede wszystkim tam, gdzie aktywa te stanowią znaczną część majątku konsumentów. Oznacza to, że najbardziej wrażliwi na zmiany koniunktury na rynkach finansowych są obywatele krajów wysoko rozwiniętych. Badania empiryczne wykazały, że w przypadku wzrostu ceny akcji o 1 USD przeciętny obywatel Stanów Zjednoczonych zwiększa swoje wydatki od 2 do 5 centów<sup>1)</sup>. Inna praca

Rysunek 3 Współczynnik  $q$  – Tobina (lewa skala) oraz kwartalne zmiany PKB (kwartał/ kwartał) (prawa skala) dla USA w okresie 31.12.2001-31.03.2011



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z [www.ycharts.com](http://www.ycharts.com) oraz [www.gpoaccess.gov](http://www.gpoaccess.gov). (stan na dzień 12.10.2011).

wskazywała nawet, że wpływ ten jest jeszcze większy – wzrost majątku o 1 USD miał zwiększać wydatki konsumentów od 5 do 15 centów<sup>7)</sup>. Podobnie silny efekt majątkowy miał miejsce w innych krajach rozwiniętych (Kanadzie i Wielkiej Brytanii). W Europie Zachodniej stwierdzono jego występowanie, ale był on słabszy niż w przypadku USA, czy też Wielkiej Brytanii<sup>8)</sup>.

Jeżeli chodzi o tzw. rynki wschodzące efekt majątkowy wynikający ze zmian cen akcji jest słabszy. Badania przeprowadzone w 14 krajach z grupy tzw. rynków rozwijających się, wykazały, że wzrost cen akcji o 10 proc. przekłada się na wzrost konsumpcji od 0,29 proc. do 0,35 proc<sup>12)</sup>. Na podstawie tego wyniku należy uznać, że w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego efekt majątkowy związany ze zmianami cen na rynkach finansowych, jest słabszy niż w przypadku państw z dużymi rynkami finansowymi. Jest to efekt tego, że w krajach mniej rozwiniętych gospodarstwa domowe utrzymują mniejszą część swojego majątku w postaci aktywów finansowych. Skutkiem tego są one mniej wrażliwe na zmiany ich cen<sup>14)</sup>.

## Rynki finansowe a przedsiębiorstwa

Wyceny aktywów wpływają nie tylko na decyzje konsumentów. Ceny akcji oddziałują również na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, a co za tym idzie – na cykl koniunkturalny. Hossa na giełdzie stymuluje inwestycje sektora przedsiębiorstw, ponieważ mogą one taniej pozyskiwać kapitał (otrzymują więcej środków pieniężnych za emitowane akcje), niż w przypadku kredytu bankowego. Na bazie tej obserwacji Tobin<sup>17)</sup> stworzył koncepcję tzw. współczynnika  $q$ , który w literaturze przedmiotu zwykło się określać mianem współczynnika  $q$  – Tobina. Wskaźnik ten jest ilorazem rynkowej kapitalizacji przedsiębiorstwa do jego wartości księgowej. Firmy będą zwiększały inwestycje w sytuacji, gdy wartość tego współczynnika jest większa od 1. Wtedy bowiem cena rynkowa ich akcji przekracza koszt odtworzenia kapitału. Stwierdzenie to zostało odzwierciedlone na rysunku 3. Kiedy wartość współczynnika  $q$  – Tobina była większa od jedności, następowało przyspieszenie tempa wzrostu PKB w USA. W przeciwnym wypadku, gdy  $q$  było mniejsze od 1, tempo wzrostu PKB spadało.

Ciekawą obserwacją można poczynić na podstawie rysunku 3 za okres rozpoczynający się od drugiego kwartału 2010 r. Otóż wartość współczynnika  $q$  – Tobina rosła, zaś tempo wzrostu PKB malało. Trend taki był sprzeczny z teorią stojącą za współczynnikiem  $q$ , ponieważ spadały koszty finansowania inwestycji za pomocą kapitału pozyskanego z emisji akcji, a mimo to przedsiębiorstwa nie dokonywały inwestycji przekładających się na wzrost produkcji. Wyjaśnienie tej sprzeczności nadeszło w sierpniu 2011 r., kiedy obawy o kryzys zadłużeniowy w strefie euro, oraz głębokość globalnego spowolnienia gospodarczego, spowodowały zmianę trendu na rynkach kapitałowych z rosnącego na spadający. W efekcie współczynnik  $q$  – Tobina i zmiany kwartalnego PKB znalazły się w tym samym, spadającym trendzie.

Wnioskiem jaki wypływa z teorii Tobina jest stwierdzenie, że bessa giełdowa, która wystąpi na rynku giełdowym państwa wysoko rozwiniętego, będzie powodowała spadki na rynkach kapitałowych krajów rozwijających się. Dlatego też nawet gospodarki o zdrowych fundamentach makroekonomicznych, na skutek globalnych zawirowań będą odczuwały problemy związane z finansowaniem in-

westycji przez sektor przedsiębiorstw, któremu ograniczona zostanie możliwość pozyskania kapitału, mimo nawet najlepszych perspektyw rozwojowych.

Finansjeryzacja w latach 80. i 90. XX w. przyczyniła się do makroekonomicznej stabilizacji. To co wydawało się korzystną synergią, przestało nią być w I dekadzie XXI w. Okazało się bowiem, że korzystając z innowacji finansowych zarówno gospodarstwa domowe, jak i sektor przedsiębiorstw zwiększyły zadłużenie w zbyt dużym stopniu. Wzrosło więc ryzyko, które zaczęło się materializować począwszy od 2007 r., kiedy rozpoczął się globalny kryzys finansowy.

Wpływ sfery finansowej na realną gospodarkę dowodzi, że rynki finansowe przestały wspomagać funkcjonowanie sfery produkcji. Ich dynamiczny wzrost spowodował, że obecnie pełnią one rolę równorzędną do realnej działalności gospodarczej. Oznacza to że konieczna jest globalna koordynacja działań, mających na celu stabilizację nie tylko procesów gospodarczych zachodzących w realnej gospodarce, ale również na rynkach finansowych. Tylko dzięki sprawnemu i bezpiecznemu funkcjonowaniu obu sfer gospodarki możliwy jest długofalowy rozwój społeczno-gospodarczy.

### Bibliografia:

1. Bertaut C.C., *Equity Prices Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s*, Board of Governors of the Federal Reserve System, "International Finance Discussion Papers", No. 724, April 2002.
2. BIS Quarterly Review, Bank of International Settlement, June 2010, p. 121.
3. Blanchard O., Simon J., *The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility*, "Brookings Papers on Economic Activity", No. 1/2001, pp. 135-164.
4. Boone L., Girouard N., Wanner I., *Financial Market Liberalization, Wealth and Consumption*, "OECD Economics Department Working Papers", No. 308/2001.
5. Dore R., *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany vs. the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford 2000.
6. Duca G., *The Relationship between the stock market and the economy: experience from international financial markets*, "Bank of Valetta Review", No. 36, Autumn 2007, p. 10.
7. Dynan K.E., Maki D.M., *Does stock market wealth matter for consumption?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, "Finance and Economics Discussion Series", No. 23/2001.
8. Edison H., Slok T., *Wealth Effects and the New Economy*, "IMF Working Papers", WP/01/77/ June 2001, pp. 19-20.

9. Jayadev A., Epstein G., *The Correlates of Rentier Returns in the OECD Countries*, "Political Economy Research Institute University of Massachusetts Working Papers", No. 123, January 2007.
10. Palley T.I., *Financialization: What It Is and Why It Matters?*, "The Levy Economics Institute Working Papers", No. 525, December 2007, p. 3.
11. Palley T.I., *The Questionable Legacy of Alan Greenspan*, "Challenge", Vol. 48, No. 6, 2005 (November-December), pp. 17-31.
12. Peltonen T.A., Sousa R.M., Vansteenkiste I.S., *Wealth effects in emerging markets*, "European Central Bank Working Papers", No. 1000/ January 2009, p. 18.
13. Roczne raporty Komisji Handlu Kontraktami Terminowymi (*Commodity Futures Trading Commission*), lata 1970-2010.
14. Siemionczyk G., *Jak ogon kręci psem*, „Uważam Rze”, Nr 34, 28 września – 2 października 2011 r., s. 78.
15. Sławiński A., *Rozwój rynków finansowych a stabilność systemu finansowego gospodarki*, „Studia Ekonomiczne”, nr 1-2, 2003, INE PAN, s. 67-80.
16. Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 16-19, 25, 113.
17. Tobin J., *A general equilibrium approach to monetary theory*, "Journal of Money Credit and Banking", Vol. 1, No. 1, 1969, pp. 15–29.
18. *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 – Preliminary Results*, Bank for International Settlements, September 2010, pp. 1.
19. Wang D., Podobnik B., Harvatić D., Stanley H.E., *Quantifying and modeling long-range cross correlations in multiple time series with applications to world stock indices*, "Physical Review E", Vol. 83, No. 4, 2011.
20. [www.gpoaccess.gov](http://www.gpoaccess.gov), (stan na dzień 12.10.2011).
21. [www.ycharts.com](http://www.ycharts.com), (stan na dzień 12.10.2011).

---

Mgr **Paweł Wieprzowski**, stypendysta projektu *Weź stypendium – dla rozwoju* realizowanego przez SGH w Warszawie na dziennych studiach doktoranckich, współfinansowanego ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Kolegium Zarządzania i Finansów, SGH.