UNIWERSYTET WARMIŃSKO-MAZURSKI W OLSZTYNIE
WYDZIAŁ NAUK EKONOMICZNYCH
Dyscyplina: Ekonomia i Finanse



Aleksandra Ostrowska

Stabilność makroekonomiczna i wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji gospodarki

Rozprawa doktorska

Promotor:
dr hab. Bogdan Włodarczyk, prof. UWM
Promotor pomocniczy:
dr Kamil Kotliński

Olsztyn 2022

UNIVERSITY OF WARMIA AND MAZURY IN OLSZTYN

FACULTY OF ECONOMIC SCIENCES

Specialization: Economics and Finance



Aleksandra Ostrowska

Macroeconomic stability and economic growth in the conditions of financialization of the economy

Doctoral Thesis

Doctoral advisor:

dr hab. Bogdan Włodarczyk, prof. UWM

Subsidiary doctoral advisor:

dr Kamil Kotliński

Olsztyn 2022

Spis treści

Streszczenie 7
Wprowadzenie 9
Uzasadnienie tematu, cel badań, hipotezy badawcze 9
1. Finansyzacja jako cecha współczesnych gospodarek 19
1.1. Pojęcie, istota oraz wymiary procesu finansyzacji 19
1.2. Przyczyny oraz mierniki finansyzacji gospodarki 27
1.3. Przejawy oraz konsekwencje procesu finansyzacji 34
1.4. Wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji 40
2. Stabilność makroekonomiczna – ujęcie teoretyczne 46
2.1. Pojęcie oraz metody pomiaru stabilności makroekonomicznej 46
2.2. Determinanty stabilności makroekonomicznej 55
2.3. Stabilność makroekonomiczna jako podstawa wzrostu gospodarczego 62
2.4. Stabilność makroekonomiczna i finansowa – wzajemne zależności 67
3. Ocena wybranych aspektów procesu finansyzacji w krajach Unii Europejskiej ... 74
3.1. Zmiany w sektorze finansowym pod względem wartości dodanej oraz zatrudnienia 74
3.2. Przejawy finansyzacji w działalności państwa 82
3.3. Przejawy finansyzacji w sektorach bankowych 96
3.4. Zmiany poziomu oraz struktury zadłużenia podmiotów sfery realnej 110
4. Pomiar stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego krajów Unii Europejskiej 118
4.1. Pięciokąt Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM) jako metoda pomiaru stabilności makroekonomicznej 118
4.2. Stabilność makroekonomiczna krajów Unii Europejskiej w świetle Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM) 122
4.3. Wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej 125
5. Proces finansyzacji a stabilność makroekonomiczna i wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej 128
5.1. Charakterystyka zastosowanych metod ekonometrycznych 128
5.2. Opis wykorzystanych zmiennych 132
5.3. Wpływ zmian udziału wartości dodanej sektora finansowego w wartości dodanej gospodarki oraz w strukturze zatrudnienia na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy 135

5.4. Wpływ działalności państwa w obszarze finansyzacji na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy 140
5.5. Wpływ przejawów finansyzacji w sektorach bankowych na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy 146
5.6. Wpływ zmian poziomu i struktury zadłużenia podmiotów sfery realnej na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy 151
6. Rekomendacje dla polityki gospodarczej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym 158
6.1. Rekomendacje dla polityki fiskalnej 158
6.2. Rekomendacje dla polityki pieniężnej 163
6.3. Rekomendacje dla nadzoru nad rynkiem finansowym 166
Podsumowanie 169
Bibliografia 175
Spis rysunków 209
Spis tabel 210
Aneks 213

Table of contents

Abstract…… 7
Introduction…….. 9
Justification of the topic, research goal, research hypotheses…….. 9
1. Financialization as a feature of modern economies……. 20
1.1. The concept, essence and dimensions of the financialization process……. 20
1.2. Reasons and measures of financialization of the economy…… ……... 28
1.3. Manifestations and consequences of the financialization process……..…. 35
1.4. Economic growth in the conditions of financialization…….. 41
2. Macroeconomic stability - theoretical approach…….…….…….. 47
2.1. The concept and methods of measuring macroeconomic stability…….…. 47
2.2. Determinants of macroeconomic stability…….….. 56
2.3. Macroeconomic stability as the basis for economic growth…….….. 63
2.4. Macroeconomic and financial stability - mutual dependencies…….…. 69
3. Assessment of selected aspects of the financialization process in the European Union countries……..…..75
3.1. Changes in the financial sector in terms of added value and employment….75
3.2. Manifestations of financialization in the activity of the state…….….83
3.3. Manifestations of financialization in banking sectors……..…98
3.4. Changes in the level and structure of indebtedness of entities in the real economy……... 113
4. Measurement of macroeconomic stability and economic growth in the European Union countries……..……122
4.1. The Pentagon of Macroeconomic Stabilization (PSM) as a method of measuring macroeconomic stability
4.2. Macroeconomic stability of the European Union countries in the light of the Pentagon of Macroeconomic Stabilization (PSM) ……..…. 126
4.3. Economic growth of the European Union countries…….…… 129
5. The process of financialization versus macroeconomic stability and economic growth of the European Union countries…….
5.1. Characteristics of the applied econometric methods……..…. 132
5.2. Description of the variables used……136

5.3. The impact of changes in the share of the financial sector value added in the value added of the economy and in the employment structure on macroeconomic stability and economic growth……..…… 139
5.4. The influence of the state's activities in the field of financialization on macroeconomic stability and economic growth……..…… 144
5.5. The impact of the manifestations of financialization in banking sectors on macroeconomic stability and economic growth……..... 150
5.6. Influence of changes in the level and structure of indebtedness of real economy entities on macroeconomic stability and economic growth…..… 155
6. Recommendations for economic policy and supervision over the financial market……162
6.1. Recommendations for fiscal policy……..... 162
6.2. Recommendations for monetary policy…… 167
6.3. Recommendations for supervision over the financial market……..…….. 170
Summary…….....…….....……..... 174
Bibliography…….....……..... 179
List of drawings…….....…….....……..... 213
List of tables…..…….....…….....…….....…….. 214
Annex…….....…….....…….....……..... 217

Streszczenie

Sektor finansowy jest jednym z podstawowych filarów funkcjonowania każdej gospodarki, a poprzez swoje funkcje z założenia pełni on wobec niej służebną rolę. Globalizacja, liberalizacja oraz deregulacja przepływów kapitałowych rozpoczęte w latach 70. XX w. doprowadziły do wzmożonego rozwoju rynków finansowych w USA, a następnie w innych wysoko rozwiniętych gospodarkach, co określono mianem finansyzacji. Finansyzacja jest procesem, w wyniku którego rośnie znaczenie sektora finansowego oraz podmiotów w nim funkcjonujących w gospodarce. Poprzez swoją wieloaspektowość spowodował on szereg przemian o charakterze społecznym i ekonomicznym w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, sfery publicznej, jak i całej gospodarki. Brak konsensusu co do kierunku jego wpływu na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej stanowi przyczynę podjęcia tego zagadnienia w niniejszej rozprawie doktorskiej.

Celem badań była identyfikacja oraz ocena wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Podstawą tej oceny była analiza związków między zmiennymi charakteryzującymi proces finansyzacji, stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy za pomocą regresji panelowej. Celem aplikacyjnym badań była próba sformułowania rekomendacji dla polityki fiskalnej, pieniężnej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym.

Uzyskane wyniki badań pozwoliły potwierdzić postawione hipotezy. Proces finansyzacji rozwijał się w krajach UE, jednak jego skala oraz przejawy były zróżnicowane pomiędzy krajami „starej" oraz „nowej" Unii. Poszczególne przejawy tego procesu wywoływały istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy, lecz kierunek ich wpływu był różny. Wśród zmiennych, które pozytywnie oddziaływały na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy wymienić można: dochody z podatków od produkcji i importu (jako % PKB), udział wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnik ROE sektora bankowego. Z kolei jako zmienne negatywnie wpływające na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy wskazano udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki, wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) oraz dług gospodarstw domowych (jako % PKB). Na podstawie uzyskanych wyników badań sformułowano rekomendacje dla polityki fiskalnej, pieniężnej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym.

Abstract

The financial sector is one of the basic pillars of any functioning economy, and through its functions, it is supposed to act as its servant. Globalization, liberalization and deregulation of capital flows started in the 1970s led to the increased development of financial marketsin the US, and then in other highly developed economies, which was termed financialization. Financialization is a process as a result of which the importance of the financial sector and entities operating in it grow. Due to its multifaceted nature, it caused a number of social and economic changes in the functioning of economic entities, the public sphere, and the entire economy. The lack of consensus on the direction of its impact on macroeconomic stability and economic growth is the reason why this issue has been discussed in this doctoral thesis.

The aim of the research was to identify and assess the impact of the financialization process on macroeconomic stability and economic growth of the European Union countries. The basis for this assessment was the analysis of the relationships between the variables characterizing the financialization process, macroeconomic stability and economic growth using panel regression. The application of the research was an attempt to formulate recommendations for fiscal and monetary policy as well as financial market supervision.

The obtained research results allowed to confirm the hypotheses. The financialization process developed in the EU countries, but its scale and manifestations varried between the countries of the "old" and "new" Union. Individual manifestations of this process had a significant impact on macroeconomic stability and economic growth, but the direction of their impact was different. Among the variables that had a positive impact on macroeconomic stability and economic growth, the following can be mentioned: income from taxes on production and imports (as % of GDP), share of commission income and fees resulting from banking activity and ROE in the banking sector. On the other hand, the share of the value added of the FIRE sector in the value added of the economy, expenditure on social protection (as % of GDP) and household debt (as% of GDP) were the variables negatively influencing macroeconomic stability and economic growth. Taking into account the research results, recommendations were formulated for fiscal and monetary policy as well as financial market supervision.

Wprowadzenie

Uzasadnienie tematu, cel badań, hipotezy badawcze

Sektor finansowy jest jednym z podstawowych filarów funkcjonowania każdej gospodarki. Obejmuje on swoim zasięgiem wiele instytucji, do których należą m.in. bank centralny, banki komercyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, pozabankowe instytucje finansowe, giełda papierów wartościowych, biura maklerskie. Z założenia sektor finansowy pełni służebną rolę wobec gospodarki. Przede wszystkim zapewnia on przepływ środków pieniężnych od podmiotów, które posiadają ich nadmiar do tych, które zgłaszają na nie zapotrzebowanie. Ze względu na niematerialną wartość dodaną wytwarzaną w tym sektorze, jest on często traktowany jako „szkodliwy" dla gospodarki. Należy jednak podkreślić, że usługi świadczone w tym sektorze, przede wszystkim w formie zapewniania finansowania podmiotom sfery realnej stanowią podstawę wytwarzanych dóbr w innych sektorach. Działania podejmowane w sektorze finansowym wywołują więc istotny wpływ na dynamikę procesów gospodarczych, sprzyjając przepływowi pieniądza, a poprzez kumulowanie różnych form oszczędności oraz zarządzania ryzykiem, obniżają koszty transakcyjne, przyczyniając się do rozwoju gospodarki.

Globalizacja, liberalizacja oraz deregulacja przepływów kapitałowych rozpoczęte w latach 70. XX w. doprowadziły do wzmożonego rozwoju rynków finansowych, początkowo w USA, a następnie w innych wysoko rozwiniętych gospodarkach (GOSTOMSKI 2014, s. 302; PRZYBYCIŃSKI 2014, s. 64; FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA 2017, s. 9; WŁODARCZYK 2018, s. 95). Proces ten określany od lat 90. XX w. jako finansyzacja (ang. *financialisation*) (SAWYER 2014, s. 1; KARWOWSKI, STOCKHAMMER 2016, s. 1) oznacza rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów oraz instytucji finansowych w funkcjonowaniu zarówno narodowej, jak i globalnej gospodarki (EPSTEIN 2005, s. 3). Finansyzacja jako wieloaspektowy proces spowodowała szereg przemian o charakterze społecznym i ekonomicznym (RATAJCZAK 2012, s. 282) w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, sfery publicznej, jak i całej gospodarki (GOŁĘBIOWSKI 2017, s. 109; ADAMSKA i in. 2018, s. 11).

W warunkach finansyzacji podstawowym motywem funkcjonowania jednostek staje się chęć szybkiego zysku. W rezultacie zyski generowane w sektorze finansowym przewyższają te gromadzone tradycyjnie w wyniku procesów produkcyjnych (KRIPPNER 2005, s. 3), co prowadzi do autonomizacji rynków

finansowych wobec pozostałych gałęzi gospodarki, szczególnie wobec sektora wytwórczego (REMLEIN 2015, s. 170). Działalność oparta wyłącznie na chęci zysku doprowadza do zaniku długookresowego planowania na rzecz podejmowania krótkoterminowych decyzji, często obarczonych ryzykiem (OSTROWSKA 2014, s. 2). W wyniku procesu finansyzacji następują zmiany w fundamentalnych zasadach ładu korporacyjnego obowiązujących w przedsiębiorstwach niefinansowych, czego przejawem jest przyjęcie zasady *shareholder value* (perspektywy akcjonariuszy) w miejsce *stakeholder value* (perspektywy interesariuszy), czy zamiana relacji na transakcje (PALLEY 2007, s. 4; DAVIS i in. 2015, s. 5).

Postępujący proces finansyzacji prowadzi do uzależnienia nie tylko podmiotów gospodarczych, ale całych gospodarek od sytuacji na rynkach finansowych, co jest ryzykowne ze względu na ich immanentną cechę, jaką jest niestabilność (ERTURK i in. 2008, s. 174; SŁODOWA-HEŁPA 2015, s. 69). Oparcie gospodarki na krótkoterminowej działalności oraz szybkich zyskach rodzi obawy o zachowanie długookresowej stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego. Szybkość, z jaką niekorzystna sytuacja na rynkach finansowych przenosi się do sfery realnej pokazał kryzys z 2008 r. (FREEMAN 2010, s. 163; MITRĘGA-NIESTRÓJ 2012, s. 159; RATAJCZAK 2017b, s. 24; SVILOKOS, BURIN 2017, s. 584), którego źródeł upatruje się w działalności podmiotów finansowych funkcjonujących w gospodarce Stanów Zjednoczonych podlegającej w najwyższym stopniu procesowi finansyzacji (FASIANOS i in. 2016, s. 2). Aktualnie jest to proces obserwowany w krajach zarówno wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się (ZĄBKOWICZ 2016, s. 315; TORI, ONARAN 2017, s. 2), a zainteresowanie badawcze tym procesem zwiększyło się na skutek konsekwencji wspomnianego kryzysu finansowego (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 198; RATAJCZAK 2017b, s. 24-25).

Badania procesu finansyzacji skupiają się przede wszystkim na weryfikacji jego przyczyn, skali oraz konsekwencji w postaci wpływu na efektywność gospodarowania, rozwój i stabilność światowej gospodarki (GOŁĘBIOWSKI i in. 2016, s. 21). W literaturze przedmiotu podkreślany jest negatywny wpływ finansyzacji zarówno na sektor finansowy, jak i na gospodarkę realną (ASSA 2012, s. 35), głównie przez pryzmat nierówności dochodowych (HARUNA 2012, s. 162; KUS 2012, s. 492-493; GODECHOT 2015, s. 19-20). Poza konsekwencjami prowadzącymi w dłuższej perspektywie do poszerzania sfery ubóstwa, proces finansyzacji generuje wysoki

deficyt oraz dług publiczny (KSIĘŻYK 2013, s. 16), wysoką stopę bezrobocia (ASSA 2012, s. 35-39), a także deficyt obrotów bieżących oraz nadwyżkę na rachunku finansowym (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 202). Proces finansyzacji skutkuje osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego oraz większą podatnością gospodarek na kryzysy finansowe (MARSZAŁEK 2013, s. 227). W rezultacie prowadzi on do zniekształceń przebiegu tradycyjnego cyklu koniunkturalnego (SZUNKE 2014, s. 101; MAŁECKI 2016, s. 49). Wśród jego współczesnych cech wskazuje się deficyty handlowe, niską inflację w warunkach rosnącej wartości aktywów oraz rosnące zadłużenie sektora niefinansowego (gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw) (PALLEY 2007, s. 11-15). Finansyzacja wywołuje więc skutki zarówno mikro-, jak i makroekonomiczne.

Makroekonomiczne konsekwencje finansyzacji rozumiane jako oddziaływanie tego procesu na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy są niezwykle istotne dla krajów Unii Europejskiej zróżnicowanych pod względem gospodarczym, jak i rozwoju rynków finansowych. Zróżnicowanie to przejawia się także w różnych etapach integracji, na których znajdują się wspomniane kraje. Część krajów przynależąc do strefy euro posługuje się wspólną walutą oraz pozbawiona jest autonomicznej polityki pieniężnej, co sprawia, że podstawowym instrumentem oddziaływania na stabilność gospodarki pozostaje polityka fiskalna oraz nadzór ostrożnościowy. Z drugiej strony, w ramach Unii Europejskiej funkcjonują kraje na niższym poziomie integracji, które przygotowują się do dołączenia do wspólnego obszaru walutowego. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że finansyzacja poprzez swoją specyfikę stanowi zagrożenie dla koncepcji zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Co więcej, finansyzacja zagraża w sposób pośredni realizacji statutowych celów Unii Europejskiej, takich jak: pokój, dobrobyt, demokracja oraz prawa człowieka (KSIĘŻYK 2013, s. 6). Proces finansyzacji oraz zagrożenie, jakie stwarza dla stabilności makroekonomicznej, wzrostu gospodarczego oraz fundamentalnych wartości krajów Unii Europejskiej stanowią przyczyny podjętych badań tego zagadnienia w niniejszej rozprawie doktorskiej.

Cel badań

Celem badań była identyfikacja oraz ocena wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Podstawą tej oceny była analiza związków zachodzących między zmiennymi charakteryzującymi proces finansyzacji, stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy.

Celem aplikacyjnym badań była próba sformułowania rekomendacji dla polityki fiskalnej, monetarnej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym.

Hipotezy badawcze

W rozprawie sformułowano następujące hipotezy badawcze:

H1: W krajach Unii Europejskiej występowały zmiany charakterystyczne dla procesu finansyzacji. Przejawy oraz skala tych zmian znacznie różniły się pomiędzy krajami „starej" oraz „nowej" Unii.

H2: Proces finansyzacji istotnie wpływał na stabilność makroekonomiczną krajów Unii Europejskiej. Poszczególne jego przejawy wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na stabilność makroekonomiczną badanych krajów.

H3: Proces finansyzacji istotnie wpływał na wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Poszczególne jego przejawy wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na wzrost gospodarczy badanych krajów.

Przedmiot i zakres badań

Zakres przedmiotowy badań obejmował zagadnienia procesu finansyzacji, stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego. Ze względu na złożoność tych zagadnień, a w związku z tym na mnogość definicji wymienionych pojęć funkcjonujących w literaturze przedmiotu poniżej przedstawiono przyjęte definicje:

- *rynek finansowy* - to uczestnicy transakcji finansowych oraz całokształt powiązań i współzależności, jakie zachodzą między nimi w procesie kojarzenia popytu i podaży (KUDŁA 2011, s. 17),
- *finansyzacja* - oznacza rosnące znaczenie sektora finansowego w gospodarce (ROSZKOWSKA-HOŁYS, GĄSIOREK-KOWALEWICZ 2020, s. 104). Istotą finansyzacji jest narastająca dominacja sektora finansowego, w szczególności rynków kapitałowych i banków z ich wielorakimi spółkami zależnymi, nad sektorem

przedsiębiorstw niefinansowych (GOSTOMSKI 2014, s. 301). Jak dodaje M. RATAJCZAK, w wąskim znaczeniu finansyzacja oznacza rosnące znaczenie działalności finansowej w aktywności podmiotów ekonomicznych o charakterze niefinansowym, natomiast w szerokim ujęciu to proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej (RATAJCZAK 2012, s. 260-261),

- *gospodarka* – całość mechanizmów i warunków działania podmiotów gospodarczych związana z wytwarzaniem i podziałem dóbr i usług[1],
- *stabilność makroekonomiczna* – odpowiednia konfiguracja wskaźników makroekonomicznych (niskiej inflacji, stopy bezrobocia, długu publicznego, dodatniego salda obrotów bieżących), która stanowi podstawę zrównoważonego wzrostu gospodarczego (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 145),
- *wzrost gospodarczy* – zmiany ilościowe w gospodarce przejawiające się zwiększeniem wartości wszystkich dóbr i usług wytworzonych w gospodarce w ciągu roku pomniejszonej o wartość produktów zużytych do ich jej wytworzenia (MACHOWSKA-OKRÓJ 2013, s. 13). Zmiany te wyraża się za pomocą dynamiki Produktu Krajowego Brutto (PKB) (RATAJCZAK 2000, s. 83).

Zakres podmiotowy badań obejmował 26 krajów Unii Europejskiej (dalej UE)[2]. Z badań wyłączono Wielką Brytanię, która opuściła struktury europejskie w 2020 r. oraz Chorwację, w przypadku której występowały duże braki danych statystycznych. Państwa UE podzielono na dwie grupy, tj. kraje „starej" i „nowej" Unii. Podział ten uwarunkowany był okresem przystąpienia badanych krajów do struktur europejskich. Grupa krajów „starej" Unii obejmowała kraje założycielskie, oraz te, które przystępowały do UE do 2004 r. Należało do nich 14 krajów: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia, Szwecja oraz Włochy. Z kolei w grupie krajów „nowej" Unii uwzględniono 12 krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r., tj. Cypr, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Maltę, Polskę, Słowację, Słowenię i Węgry oraz w 2007 r.: Bułgarię i Rumunię.

Zakres czasowy badań obejmował lata 2008-2020 i został podyktowany dostępnością oraz kompletnością danych statystycznych. Dane statystyczne wykorzystane w badaniach pozyskano z Europejskiego Urzędu Statystycznego

[1] https://sjp.pwn.pl/slowniki/gospodarka.html (30.05.2022).
[2] W rozprawie doktorskiej użyto określenia „kraje UE-26".

(Eurostat), bazy Europejskiego Banku Centralnego (ECB Statistical Data Warehouse), raportów Europejskiej Federacji Kredytu Hipotecznego Hypostat, Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), Narodowego Banku Polskiego (NBP), Związku Banków Polskich (ZBP), a także strony internetowej https://countryeconomy.com/.

Metody zastosowane w badaniach

W badaniach dokonano krytycznej analizy polskiego oraz światowego dorobku naukowego w obszarze badanej problematyki. Metoda ta umożliwiła opracowanie teoretycznych aspektów omawianych zagadnień, tj. ustalenia ich przyczyn, przejawów, stosowanych mierników oraz metod pomiaru. Ustalono również dotychczasowy stan badań nad tymi zagadnieniami, co pozwoliło wyodrębnić lukę badawczą. Efektem zastosowania tej metody było zdefiniowanie wymienionych pojęć oraz identyfikacja powiązań między nimi. Na jej podstawie wyodrębniono zestaw wskaźników, które pozwoliły dokonać analizy oraz oceny kształtowania się badanych procesów oraz zjawisk w krajach UE.

Drugą z metod wykorzystanych w badaniach była metoda porównawcza, za pomocą której dokonano oceny zróżnicowania badanych krajów pod względem stopnia rozwoju procesu finansyzacji, stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego. Dokonane porównania miały charakter zarówno czasowy, jak i przestrzenny. Aspekt czasowy pozwolił stwierdzić, czy istnieją różnice w kształtowaniu się badanych zjawisk w krajach UE w rozpatrywanym okresie. Aspekt przestrzenny umożliwił wyodrębnienie grup krajów „starej" i „nowej" Unii.

Pierwsza hipoteza badawcza dotyczyła występowania zmian charakterystycznych dla procesu finansyzacjiw krajach UE. Przejawy oraz skala tych zmian znacznie różniły się pomiędzy krajami „starej" oraz „nowej" Unii. W przypadku procesu finansyzacji brak jest sformalizowanych metod jego oceny. Ze względu na swoją wieloaspektowość jest to proces opisywany w literaturze za pomocą różnorodnych wskaźników, w zależności od przyjętej przez autora definicji oraz badanego jego aspektu (DĄBROWSKI i in. 2018, s. 9). Przy ocenie procesu finansyzacji ze względu na jego wieloaspektowość skupiono się na czterech wybranych obszarach, najczęściej wskazywanych w literaturze przedmiotu.

Pierwszy z analizowanych obszarów obejmował dwie płaszczyzny, tj.: zmiany udziału wartości dodanej sektora finansowego (dalej FIRE[3]) w wartości dodanej gospodarki oraz zmiany udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem w gospodarce w porównaniu do zmian zachodzących w sektorze wytwórczym. Tendencje te są często wykorzystywane do badania rozwoju procesu finansyzacji, wskazując na ilościowy wzrost sektora finansowego w gospodarce. Przejawem procesu finansyzacji w tym zakresie jest zatem zwiększanie udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki przy obserwowanym malejącym udziale wartości dodanej sektora wytwórczego. W ramach zatrudnienia natomiast przyjęto, że przejawem procesu finansyzacji jest rosnący udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem w gospodarce, przy malejącym udziale liczby zarudnionych w sektorze wytwórczym.

Drugim z obszarów poddanych analizie były przejawy finansyzacji w działalności państwa. Państwo, dysponując szerokim instrumentarium polityki gospodarczej może oddziaływać na dynamikę procesu finansyzacji za pomocą polityki fiskalnej oraz pieniężnej. W przypadku tej pierwszej, istotne jest kształtowanie wielkości i struktury budżetu państwa (przede wszystkim w formie podatków stanowiących dochody budżetowe oraz wydatków). Jako przejaw finansyzacji w tym obszarze przyjęto rosnący udział dochodów z podatków pośrednich (jako % PKB), przy malejącym udziale podatków bezpośrednich (jako % PKB) oraz malejących wydatkach na ochronę socjalną (jako % PKB). Zmniejszenie dochodów z podatków bezpośrednich oznacza wyższą wartość dochodów rozporządzalnych, którymi dysponują obywatele. Mogą one być przeznaczone na bieżącą konsumpcję, oszczędności lub inwestycje. W rezultacie rośnie udział dochodów z podatków pośrednich, który może być wyrazem zwiększonej konsumpcji. Po stronie wydatkowej natomiast charakterystyczne dla procesu finansyzacji jest ograniczanie udziału wydatków na ochronę socjalną, co skłania gospodarstwa domowe do poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania głównie na rynkach finansowych, przyspieszając tym samym proces finansyzacji. Ponadto, jako przejaw procesu finansyzacji przyjęto także wzrost nierówności dochodowych. W ramach polityki pieniężnej natomiast, obniżanie stóp procentowych stanowi czynnik zmniejszający opłacalność utrzymywania depozytów, ale także zmniejsza koszty zaciągnięcia kredytów

[3] Sektor FIRE (ang. *finance, insurance and real state*) – sektor finansów, ubezpieczeń oraz nieruchomości.

bankowych. Działania prowadzone zarówno w ramach polityki fiskalnej, jak i pieniężnej mogą więc stanowić istotny impuls dla rozwoju procesu finansyzacji.

Trzeci z obszarów poddanych analizie dotyczył zmian zachodzących w sektorze bankowym. Sektor bankowy pełni podstawową rolę w systemie finansowym świadcząc usługi pośrednictwa finansowego zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się (ALUKO, AJAYI 2018, s. 122; DIA i in. 2020, s. 1). Podstowową jego funkcją jest gromadzenie depozytów od klientów i przekształcanie ich w kredyty dla podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie (KUMAR, BIRD 2020, s. 1). Służy to finansowaniu konsumpcji oraz inwestycji (YUKSEL, ZENGIN 2017, s. 178), co w rezultacie przyczynia się do rozwoju gospodarczego (ASAAH i in. 2019, s. 1). Z drugiej strony, przez sektor ten najszybciej przenoszone są różnego rodzaju szoki dotykające gospodarkę, które może on zarówno tłumić, jak i wzmacniać poprzez stosowaną politykę kredytową, obejmującą udzielane kredyty, import kapitału oraz ustalane stopy procentowe (CAPRIO, HONOHAN 2002, s. 3-4). Przemiany zachodzące we współczesnych gospodarkach oraz sektorach finansowych wymuszają na bankach dokonywania transformacji zarówno pełnionych tradycyjnie funkcji, jak i przekształceń w ich funkcjonowaniu. Niskie stopy procentowe ustalane przez banki centralne, nakładane wymogi kapitałowe, rosnące obciążenia finansowe oraz postęp technologiczny skłaniają banki do przeformułowania modeli biznesowych. W tym zakresie zachodzi konieczność dokonywania racjonalizacji kosztów. W badaniach przyjęto, że przejawem procesu finansyzacji w sektorze bankowym jest wzrost jego koncentracji. Dochodzi do tego na skutek fuzji i przejęć, które mają na celu uzyskanie efektów skali oraz wzrostu rentowności. Kolejnym z przejawów finansyzacji w sektorze bankowym są zmiany struktury jego dochodów. Przyjęto, że wskazuje na to malejący udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej, co jest konsekwencją niskich stóp procentowych oraz rosnący udział dochodów z prowizji i odsetek i pozostałych dochodów (ERTURK, SOLARI 2007, s. 375). Niskie stopy procentowe, w powiązaniu z rosnącymi wymogami kapitałowymi oraz obciążeniami finansowymi nakładanymi na sektor bankowy prowadzą do spadku jego rentowności, co przyjęto jako kolejny z przejawów procesu finansyzacji w sektorze bankowym.

Ostatnim z analizowanych obszarów były zmiany poziomu oraz struktury zadłużenia podmiotów sfery realnej. Jak już wspomniano, poprzez działania państwa, ograniczające dostęp do usług publicznych, obniżanie wydatków na ochronę socjalną

oraz stóp procentowych, możliwe jest zwiększanie zadłużenia podmiotów sfery realnej jako zewnętrznego źródła finansowania konsumpcji, inwestycji oraz zakupu nieruchomości. W wyniku wzrostu zadłużenia zwiększa się powiązanie tych podmiotów z sektorem bankowym, więc ich działalność jest w coraz większym stopniu uzależniona od kondycji tego sektora oraz stosowanej polityki kredytowej. W wielu krajach nastąpił wzrost akcji kredytowej wobec gospodarstw domowych, dotyczący przede wszystkim kredytów w obcych walutach, podobnie w odniesieniu do przedsiębiorstw niefinansowych, co miało miejsce w okresie przedkryzysowym. Przyjęto więc, że w tym zakresie wzrost zadłużenia podmiotów sfery realnej jest przejawem procesu finansyzacji.

Określenia stopnia stabilności makroekonomicznej krajów UE dokonano za pomocą modelu Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM), który został zainicjowany w 1990 r. w Instytucie Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego. Model ten opisano szerzej w podrozdziale 4.1. Do oceny wzrostu gospodarczego krajów UE przyjęto natomiast roczne przyrosty Produktu Krajowego Brutto (PKB).

Druga hipoteza dotyczyła istotnego wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną krajów Unii Europejskiej oraz poszczególnych przejawów, które wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na stabilność makroekonomiczną tych badanych krajów. Trzecia hipoteza odnosiła się do istotnego wpływu procesu finansyzacji na wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej oraz poszczególnych przejawów, które wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na wzrost gospodarczy badanych krajów. W celu ich weryfikacji zastosowano panelowe modele ekonometryczne, w których jako zmienne objaśniane przyjęto wskaźnik pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej oraz dynamikę PKB, natomiast jako zmienne objaśniające wykorzystano wskaźniki charakteryzujące proces finansyzacji. Dane zastosowane w modelach miały charakter panelowy, gdyż badaniu poddano zbiorowość składającą się z 26 krajów UE w latach 2008-2020. Uzyskano więc sekwencyjne obserwacje konkretnych jednostek dla wielu okresów (MUSZYŃSKA 2006, s. 216). Następnie dokonano podziału tych krajów na kraje „starej" oraz „nowej" Unii. W badaniach wykorzystano modele panelowe klasycznej metody najmniejszych kwadratów (KMNK), modele z efektami ustalonymi (*fixed-effects*) oraz z efektami losowymi (*random-effects*), a następnie dokonano wyboru najtrafniejszej postaci modelu za pomocą testów Walda, Breuscha-Pagana i Hausmana. Otrzymane modele poddano weryfikacji pod względem występowania autokorelacji, zależności

przekrojowej oraz heteroskedastyczności. Ze względu na wykryte niedoskonałości modeli oszacowano je ponownie uwzględniając odporne błędy standardowe (*HAC - Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*). Obliczenia wykonano w programach R oraz GRETL.

Wartość dodaną badań stanowiła próba sformułowania rekomendacji dla polityki fiskalnej, pieniężnej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym, gdyż w literaturze wskazuje się, że jest to proces, który stanowi istotny problem nie tylko dla władz gospodarczych, ale również dla nadzorców nad rynkami finansowymi (GOSTOMSKI 2014, s. 309).

1. Finansyzacja jako cecha współczesnych gospodarek

1.1. Pojęcie, istota oraz wymiary procesu finansyzacji

W gospodarce światowej od końca lat 70. XX w. obserwowany jest dynamiczny rozwój rynków finansowych, a w rezultacie ich odrywanie się od sfery realnej gospodarki (GOSTOMSKI 2014, s. 299; WŁODARCZYK 2018, s. 95). Procesy te określane mianem finansyzacji (ang. *financialization*) uważane są za główną przyczynę ostatniego kryzysu finansowego z 2008 r. (FREEMAN 2010, s. 163; JĘDRZEJCZAK 2010, s. 265; OWSIAK 2012, s. 98; RATAJCZAK 2017b, s. 24; SVILOKOS, BURIN 2017, s. 584; GRĄDALSKI, GUZIKOWSKI 2020, s. 32).

Finansyzacja jest pojęciem szerokim obejmującym wiele płaszczyzn, co skutkuje brakiem jednoznacznej, powszechnie uznanej jego definicji (ALVAREZ 2015, s. 450). Sama geneza finansyzacji również nie jest do końca znana. W literaturze przedmiotu można spotkać kilka podejść do historycznych początków omawianego procesu. W części prac finansyzacja traktowana jest jako proces o długiej historii opartej na tworzeniu pieniądza oraz bogaceniu się, poruszanej już w starożytności. W innych pracach początków finansyzacji upatruje się w rozwoju działań spekulacyjnych, które narosły w ostatnich dziesięcioleciach XX w. (RATAJCZAK 2012, s. 287, 290). Występują również stwierdzenia, że finansyzacja zaczęła rozwijać się w latach powojennych, czego symptomem był systematycznie rosnący udział sektora finansowego w PKB gospodarki amerykańskiej (ADAMSKA i in. 2018, s. 17). Podstawy rozwoju finansyzacji ukształtowały więc w latach 50. XX w. (FLORCZAK 2018, s. 67), a współczesna jej forma rozwinęła się w latach 70. XX w. (KLIMCZAK 2013, s. 389), co spowodowane było wieloma wydarzeniami oraz działaniami podejmowanymi w szczególności w sferze politycznej oraz regulacyjnej. Amerykański ekonomista R. POLLIN stwierdził, że początków analizy finansyzacji należy upatrywać w pracach P. MAGDOFFA oraz P.M. SWEEZY'EGO publikowanych w czasopiśmie *Monthly Review* przez blisko trzy dekady. Autorzy określali finansyzację jako nową formę kapitalizmu przejawiającą się rosnącą rolą finansów w gospodarce kapitalistycznej[4]. Nastąpiło więc przejście od kapitalizmu przemysłowego do finansowego (GULSKI 2018, s. 80). W literaturze przedmiotu wskazuje się, że termin ten stosowany jest coraz powszechniej od lat 90. XX w.[5],

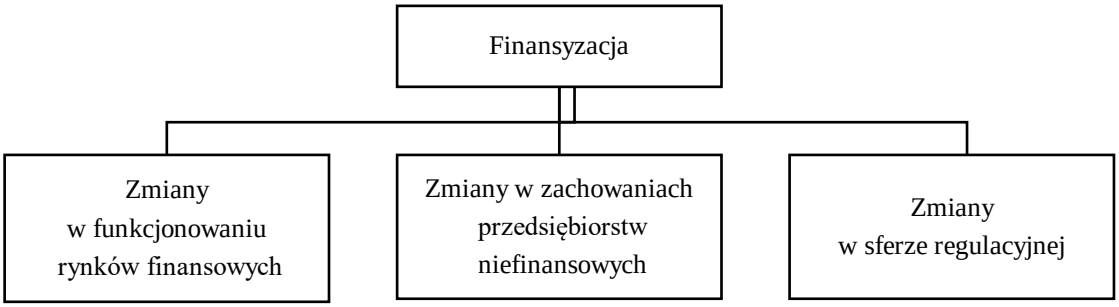
[4] https://monthlyreview.org/2019/04/01/owning-financialization/ (02.06.2019).
[5] https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/ (02.07.2018).

a sam proces finansyzacji zaczął rozwijać się w Stanach Zjednoczonych. Jest to gospodarka, w której skala finansyzacji jest największa na świecie (FASIANOS i in. 2016, s. 2). Współcześnie jest to proces obserwowany w krajach zarówno wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się (WAŚCIŃSKI, WÓJCIK 2011, s. 24; ZĄBKOWICZ 2016, s. 315; TORI, ONARAN 2017, s. 2).

Brak jednoznacznej definicji omawianego pojęcia wynika również z braku konsensusu co do samego jego nazewnictwa (SOCHA, URBAN 2018, s. 94). W literaturze przedmiotu, poza pojęciem *finansyzacja*, funkcjonują terminy: *finansjeryzacja* (FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA 2017; ADAMSKA i in. 2018, DĄBROWSKI i in. 2018; PODEDWORNA-TARNOWSKA, SOKÓŁ 2018), *finansjalizacja* (OSTROWSKA 2016; RYDZEWSKA 2017), *ufinansowienie* (JUST 2017; FRANC-DĄBROWSKA 2018; FRANC-DĄBROWSKA, BEREŻNICKA 2018) oraz *finansizm* (SOLARZ 2010, s. 69; BEDNARCZYK 2011, s. 19). Termin *finansjeryzacja* pochodzi od pojęcia *finansjera*, *Finansjalizacja* powstała w wyniku tłumaczenia z języka angielskiego, a *finansyzacja* oraz *ufinansowienie* odnoszą się do reguł języka polskiego (FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA 2017, s. 14-15). Do innych określeń zaliczyć można *giełdyzację*, *bankokrację*, *kapitalizm kasynowy*, *finansowy* bądź *rentierski* (RATAJCZAK 2017b, s. 25). Najczęściej jednak w literaturze przedmiotu stosuje się termin *finansyzacja* (GOSTOMSKI 2014; REMLEIN 2015; SZCZEPANKOWSKI 2017; WŁODARCZYK 2018; OSTROWSKA, DONDALSKI 2020), rozumiany jako obecne stadium rozwoju gospodarki rynkowej (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 197), które kształtuje się od ponad czterdziestu lat (LAPAVITSAS 2009).

Według najczęściej cytowanej definicji, finansyzacja stanowi zwiększanie roli rynków finansowych, instytucji finansowych, elit finansowych oraz motywów finansowych w funkcjonowaniu zarówno narodowej, jak i globalnej gospodarki (EPSTEIN 2005, s. 3). Definicja ta jest dość ogólna i uwzględnia wielowymiarowość omawianego pojęcia ujawniając wzajemne powiązania podmiotów w ujęciu globalnym i odzwierciedla bezprecedensowy wpływ, jaki wywierają pośrednicy finansowi na poszczególne podmioty, jak i całe gospodarki (THOMSON, DUTTA 2015, s. 4). Podobną definicję zaproponowali G.F. DAVIS i in. (2015). Według nich finansyzacja to zwiększenie znaczenia finansów, rynków finansowych i instytucji finansowych w odniesieniu do całych gospodarek.

Finansyzacja generuje zmiany w gospodarce na trzech głównych poziomach: w sektorze finansowym, w przedsiębiorstwach niefinansowych oraz w sferze regulacyjnej, co zaprezentowano na rysunku 1.



Rys. 1. Obszary finansyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie PALLEY T.I. 2009. *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*. Ekonomiaz. Revista vasca de Economía, 72(03), s. 39.

Pierwszy obszar finansyzacji dotyczy przemian o charakterze makroekonomicznym dokonujących się na rynkach finansowych, do których należą zmiany w wycenach akcji oraz rosnący dostęp do zadłużania. Drugi obszar obejmuje zmiany w polityce finansowej prowadzonej w przedsiębiorstwach niefinansowych w zakresie wypłat dla akcjonariuszy oraz w podejściu do dźwigni finansowej. Trzeci obszar odnosi się do zmian w polityce gospodarczej dokonujących się zgodnie z interesami podmiotów finansowych, wśród których wymienić można deregulację rynków finansowych, rynków pracy oraz powszechną globalizację wpływające na strukturę zysków oraz płac (PALLEY 2009, s. 39).

W zależności od poziomu analizy finansyzację rozpatruje się jako (VAN DER ZWAN 2014, s. 99):

– nowy sposób akumulacji kapitału,

– finansyzację przedsiębiorstw niefinansowych,

– upowszechnianie się rynków finansowych w życiu codziennym (zabezpieczenia hipoteczne, systemy emerytalne, opieka zdrowotna itp.).

Pierwsze podejście akcentuje znaczenie finansyzacji jako nowej formy akumulacji kapitału, która obejmuje sposób organizacji produkcji, podejście pracowników do tego procesu, horyzont czasowy pozyskiwanego kapitału, który oddziałuje na sposób zarządzania, strukturę popytu społecznego, potencjał reprodukcyjny różnych klas i grup społecznych (PAULANI 2010, s. 25). Finansyzacja poprzez dominację sektora finansowego w gospodarce, a wręcz jego wynaturzenie

wobec innych sektorów (MĄCZYŃSKA 2013, s. 728) doprowadziła do szeregu zmian w procesie akumulacji kapitału. Jest ona traktowana jako forma akumulacji, w której zyski osiąga się w coraz większym stopniu kanałami finansowymi, nie zaś tradycyjnie, poprzez handel i produkcję (ARRIGHI 1994; SWEEZY 1997; KRIPPNER 2005, s. 174; KSIĘŻYK 2013, s. 5). Następuje więc przesunięcie punktu ciężkości w gospodarce ze sfery produkcji do sfery finansów (FOSTER 2008; PODEDWORNA-TARNOWSKA, SOKÓŁ 2018, s. 7). Ze względu na ułatwiony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania, finansyzacja prowadzi do ich przewagi nad źródłami wewnętrznymi (MILBERG 2009, s. 4). Skutkuje to dominacją sfery finansowej nad sferą wytwórczą oraz aktywów finansowych nad aktywami rzeczowymi w przedsiębiorstwach niefinansowych. Co więcej, kondycja takich podmiotów zależy w dużej mierze nie od wyników prowadzonej działalności produkcyjnej, ale od sytuacji panującej na rynkach finansowych (ERTURK i in. 2008, s. 211; REMLEIN 2015, s. 179). Następuje zanikanie myślenia długookresowego oraz podejmowania decyzji strategicznych na rzecz przyjmowania krótkookresowego horyzontu czasowego (MĄCZYŃSKA 2013, s. 728).

Drugie podejście akcentuje wartość dla akcjonariuszy (*shareholder value*) jako podstawową zasadę funkcjonowania przedsiębiorstw oraz zarządzania nimi (PALLEY 2007, s. 2). W tym ujęciu rozważane są kwestie siły wywierania wpływu rynków finansowych na przedsiębiorstwa niefinansowe w kierunku przyjmowania koncepcji wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*) w miejsce wartości dla interesariuszy (*stakeholder value*) oraz ustalanie, jak przedsiębiorstwa niefinansowe adaptują tę koncepcję przekierowując presję rynków finansowych na innych uczestników przedsiębiorstwa, w tym na pracowników. W koncepcji *stakeholder value* podstawową rolę odgrywają rentierzy, a w koncepcji *shareholder value* uczestników przedsiębiorstwa dzieli się na grupy społeczne: menedżerów, akcjonariuszy oraz pracowników (VAN DER ZWAN 2014, s. 107), gdzie dominującą rolę przypisuje się akcjonariuszom. Źródeł koncepcji *shareholder value* należy upatrywać w teorii agencji powstałej w latach 70. XX w. (GULSKI 2018, s. 83). Podstawowe zadanie menedżerów polega na zwiększaniu zysków dla akcjonariuszy poprzez dbałość o wzrost notowań akcji przedsiębiorstwa (OSTROWSKA 2014, s. 28). Największą korzyść z przyjęcia tej koncepcji uzyskują menedżerowie dużych przedsiębiorstw, których wynagrodzenia uzależnione są od aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa na giełdzie (GULSKI 2018, s. 82).

Ostatni z wymienionych aspektów finansyzacji dotyczy życia codziennego podmiotów gospodarczych, w szczególności gospodarstw domowych (WALISZEWSKI 2016, s. 14; KATA, CHMIEL 2017, s. 63). Kwestią odróżniającą tę perspektywę od ujęcia mezo- oraz makroekonomicznego jest włączenie perspektywy kulturowej w odniesieniu do ingerencji finansów w życie codzienne (VAN DER ZWAN 2014, s. 111). Postępująca finansyzacja zmieniła całkowicie relacje między jednostką a rynkiem finansowym. Relacja ta nabrała znaczenia nie tylko ekonomicznego, ale również psychologicznego, społecznego oraz kulturowego (POTOCKI 2015, s. 278; OSTROWSKA, DONDALSKI 2020, s. 106). Finansyzacja jest także obecna w wymiarze zabezpieczenia społecznego jako nieodłącznego elementu życia codziennego. Przyczyną tego jest ograniczenie roli państwa w świadczeniu usług mieszkaniowych, edukacyjnych, ochrony zdrowia, czy też konsumpcyjnych na rzecz obywateli (LEWICKA-STRZAŁECKA 2015, s. 222). Następuje więc skierowanie obywateli w kierunku rynków finansowych w celu zaspokojenia podstawowych potrzeb (GULSKI 2018, s. 85). Poza konsumpcją, pojedyncze podmioty są motywowane do uczestnictwa w rynkach finansowych możliwościami inwestycyjnymi. W tym ujęciu, rośnie znaczenie obywatela jako inwestora, tzw. podmiotu inwestującego (AITKEN 2007, s. 13). Jest to niezależna osoba postępująca według własnych przekonań w celu uzyskania korzyści własnych i gospodarstwa domowego, zabezpieczająca się przed ryzykiem generowanym przez kolejne fazy cyklu życia (VAN DER ZWAN 2014, s. 113). Rozpowszechnianie finansów w różnych dziedzinach doprowadziło do powstania pojęcia kultury finansyzacji, które oznacza *poddawanie reżimowi finansowemu coraz szerszego zakresu działań gospodarczych oraz jego wpływ na pozamaterialne sfery aktywności ludzkiej* (LEWICKA-STRZAŁECKA 2015, s. 209).

Finansyzacja traktowana jest również jako jeden z etapów serwicyzacji, której głównym elementem jest rozwój rynków finansowych (RATAJCZAK 2017a, s. 9). Proces ten charakteryzuje się następującymi cechami (MADEJ 2013, s. 47-48):

– zwiększający się udział sektora finansowego obejmującego banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne itp. w PKB w porównaniu do sektora przemysłowego,

– kapitał finansowy składający się z akcji, obligacji, skryptów, czy walorów pochodnych przewyższający kapitał rzeczowy,

– wartość obrotów światowych rynków finansowych wyższa od wartości globalnego PKB,

– finanse obejmujące obszar wykraczający poza rynki lokalne, czego przykład stanowią korporacje funkcjonujące na skalę światową.

Finansyzacja jako wielowymiarowy proces przejawia się w (MAŁECKI 2014, s. 468):

– gwałtownym wzroście obrotów na rynkach finansowych, zarówno w ujęciu wartościowym, jak i w relacji do PKB,

– dynamicznym wzroście zadłużenia podmiotów funkcjonujących w gospodarce zarówno prywatnych, jak i publicznych, funkcjonujących w sferze finansowej, i niefinansowej,

– tworzeniu coraz nowszych, bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych wykorzystywanych na coraz większą skalę,

– znacznym wzroście udziału podmiotów finansowych w zyskach generowanych w gospodarce,

– coraz większym udziale podmiotów funkcjonujących w sferze realnej gospodarki w rynkach finansowych,

– oderwaniu zmian cen aktywów finansowych od czynników o charakterze fundamentalnym, a w rezultacie autonomizacji sektora finansowego.

Powyższe przejawy finansyzacji wskazują, że jest to proces dotykający wszystkich uczestników życia gospodarczego. W ujęciu instytucjonalnym finansyzacja dotyczy wpływu zmian dokonujących się na rynkach finansowych na zachowania podmiotów gospodarczych, a także na funkcjonowanie rynków, szczególnie finansowych (KRASUCKA 2016, s. 86).

Finansyzacja wiąże się z rosnącą potęgą finansów oraz inżynierii finansowej, które wywołują skutki o charakterze systemowym (BLACKBURN 2006). Podkreślenia wymaga postępujący zakres władzy, jaką dysponują rynki finansowe oraz niebezpieczeństwo skutków, jakie za sobą niosą nie tylko dla pojedynczych uczestników, ale dla całej gospodarki. Źródeł procesu finansyzacji upatruje się w rosnącej roli pieniądza. W związku z tym, finansyzacja to proces ewolucji, podczas którego stopniowo zwiększa się kluczowa rola pieniądza w gospodarce oraz w społeczeństwie transformując różne formy wymiany, obiegu, dystrybucji i akumulacji wartości wymiennej (VERCELLI 2013, s. 5). W tym ujęciu, finansyzacja jest jednym z elementów przekształcania demokracji w plutokrację, która charakteryzuje się rządami pieniądza oraz jego dysponentów (RATAJCZAK 2014, s. 261).

Finansyzacja jest formą funkcjonowania gospodarki, która charakteryzuje się przewagą transakcji finansowych w całkowitej strukturze krajowych i międzynarodowych transakcji, co w rezultacie prowadzi do podporządkowania realnego sektora gospodarki sektorowi finansowemu (OSSIK 2014, s. 202). Przeobrażenia dokonujące się na rynkach finansowych zmieniając relacje między sektorem finansowym oraz realnym powodują nadrzędność sfery finansowej nad realną (STOCKHAMMER 2010, s. 2).

W literaturze przedmiotu dokonano podziału na wąskie i szerokie ujęcie finansyzacji. W wąskim znaczeniu finansyzacja dotyczy sfery realnej gospodarki i przejawia się rosnącym znaczeniem działalności finansowej w aktywności niefinansowych podmiotów gospodarczych. Skutkiem tego są zmiany w strumieniach dochodów, w których dochody z działalności finansowej są większe od dochodów uzyskiwanych w wyniku tradycyjnej działalności o charakterze operacyjnym. W szerokim ujęciu finansyzacja jest procesem autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a w rezultacie dominacji pierwszej sfery nad drugą. Skutkiem finansyzacji w tym ujęciu jest uzyskiwanie przez rynki finansowe oraz elity finansowe wpływu na kształtowaną politykę gospodarczą, a w rezultacie na efekty gospodarowania (RATAJCZAK 2012, s. 282-283). Podobnie finansyzację traktują K.H. LIN i D. TOMASKOVIC-DEVEY (2013) utożsamiając ją z dwoma równolegle występującymi procesami. Pierwszy z nich polega na postępującej przewadze oraz przejmowaniu kontroli przez sektor finansowy nad gospodarką. Drugim z nich jest rosnący udział przedsiębiorstw niefinansowych w rynkach kapitałowych i w usługach finansowych (LIN, TOMASKOVIC-DEVEY 2013, s. 1286). Zatem, finansyzacja jest procesem, poprzez który dokonywana jest transformacja systemu gospodarczego, zarówno w perspektywie mikro-, jak i makroekonomicznej (PALLEY 2007, s. 2; REMLEIN 2015, s. 170).

Finansyzacja jest procesem transformacji kapitału finansowego w kapitał fikcyjny (wirtualny) i jego separacji od realnej gospodarki oraz sektora produkcyjnego, co w rezultacie prowadzi do konwersji kapitału finansowego w kapitał spekulacyjny, który nie wspomaga kapitału produkcyjnego, przejmując nad nim kontrolę i tworząc dzięki temu pewną formę globalnej eksploatacji (BILORUS 2016, s. 278).

Z założenia, rynki finansowe powinny umożliwiać sprawny przepływ środków od podmiotów nadwyżkowych do podmiotów deficytowych, co sprzyja poprawie

efektywności alokacji zasobów. Nadmierny rozwój rynków finansowych sprawia, że decyzje podmiotów gospodarczych są w coraz większym stopniu warunkowane motywami finansowymi, co powoduje przesunięcie strumieni dochodów w kierunku sfery finansowej. Dlatego też, finansyzacja określana jest jako proces, który przejawia się wzrostem znaczenia instrumentów oraz umów finansowych w gospodarce. Wzrost ten wskazuje na rosnącą rolę działalności finansowej jako źródła pozyskiwania zysków. W tym ujęciu wskazuje się, że wzrost aktywności rynku finansowego nie zwiększa, a wręcz może osłabiać korzyści (koszty netto dla gospodarki) z funkcjonowania rynków finansowych. Definicja ta wiąże działalność rynków finansowych z ich społeczną wartością i skupia się na pytaniu, czy rynki finansowe przynoszą gospodarce prawdziwą wartość (TURBEVILLE 2013, s. 6). Według podobnej definicji, finansyzacja to proces, który poprzez zwiększanie rozmiarów rynków finansowych i ich roli w gospodarce zmniejsza wartość sektora finansowego oraz realnego. Negatywnej roli w rozwoju rynków finansowych upatruje się w instrumentach finansowych opartych na spekulacjach (ARNOLDI 2007, s. 108). Można więc stwierdzić, że proces finansyzacji prowadzi do zanikania tradycyjnej służebnej roli rynków finansowych wobec pozostałych podmiotów gospodarki. Sektor finansowy zamiast stanowić uzupełnienie oraz wspomagać sektor realny, staje się dominującym uczestnikiem procesów gospodarowania podporządkowując sobie pozostałych uczestników gospodarki (RATAJCZAK 2017a, s. 12).

Podsumowując, przeprowadzona analiza różnorodnych podejść do definiowania finansyzacji prezentowanych w literaturze przedmiotu wykazała, że w centrum tego pojęcia znajduje się sektor finansowy oraz jego nadmierny wzrost w stosunku do sfery realnej występujący we współczesnych gospodarkach. Jest to proces, który dotyczy różnorodnych płaszczyzn oraz podmiotów. Rynki finansowe oraz ich uczestnicy pełnią nadrzędną rolę wobec innych sektorów gospodarki. Wynika to z możliwości generowania szybkich zysków, które stanowią pokusę dla poszczególnych podmiotów. Rynki finansowe oraz zyski generowane z transakcji finansowych stanowią fundamentalny aspekt decyzji podejmowanych przez podmioty gospodarcze, również ze sfery realnej. Finansyzacja jest więc procesem wzrostu liczby instytucji i transakcji finansowych w całej gospodarce oraz w życiu codziennym obywateli, na który składa się kilka ściśle powiązanych ze sobą procesów (KUS 2012, s. 482-483):

– rosnący udział sektora finansowego w gospodarce,

– rosnący udział dochodów finansowych w dochodach przedsiębiorstw niefinansowych,
– pojawienie się nowego podejścia do zarządzania oraz ładu korporacyjnego, opartego na wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*),
– zwiększający się udział gospodarstw domowych na rynkach finansowych w roli kredytobiorców i inwestorów, motywowanych chęcią uzyskania dodatkowych dochodów lub utrzymania dotychczasowego standardu życia.

1.2. Przyczyny oraz mierniki finansyzacji gospodarki

Finansyzacja gospodarki jest pojęciem wieloznacznym, wykraczającym swoim zasięgiem poza sferę gospodarczą. W związku z tym, podobnie, jak w przypadku definicji, trudno wskazać na jedną konkretną jej przyczynę. Istnieje bowiem wiele wiodących kanałów, za pomocą których rozpowszechnił się ten proces, do których przyporządkować można przyczyny szczegółowe (WAŻNA 2018, s. 161).

Jako pierwotne źródła rozwoju finansyzacji wskazuje się działania podejmowane w latach 70. XX w. przede wszystkim w sferze politycznej oraz regulacyjnej. Za jedną z przyczyn o takim charakterze uważa się doktrynę neoliberalną oraz prace M. FRIEDMANA i reprezentantów szkoły chicagowskiej. W ich wyniku R. REAGAN oraz M. THATCHER wprowadzili szereg reform deregulacyjnych, które przyspieszyły procesy finansyzacji. Drugą przyczyną był upadek systemu monetarnego z Bretton Woods zapoczątkowany w 1971 r., a sfinalizowany w 1973 r., który zerwał relacje między walutami narodowymi a złotem, w rezultacie kursy sztywne zastąpiono kursami płynnymi (SZTURO, WŁODARCZYK 2017, s. 467). W wyniku jego załamania kraje kapitalistyczne przeszły do stosowania pieniądza papierowego, który dał bankom centralnym możliwość ustalania stóp procentowych w celu utrzymywania niskiego poziomu cen. Z kolei banki komercyjne zyskały możliwość kreacji pieniądza poprzez udzielanie kredytów. Działania te spowodowały rosnącą niepewność i ryzyko, które przyczyniły się do niestabilności finansowej, podatności gospodarek na kryzysy, szoki, a także spekulacje finansowe. Jako trzeci czynnik rosnącej finansyzacji wskazuje się nadmierny liberalizm finansowy, który miał prowadzić do finansowego rozwoju, głównie poprzez zwiększenie udziału sektora finansowego w PKB (KUS 2012, s. 482; GOSTOMSKI 2014, s. 302; SZUNKE 2014, s. 98-99). Istotną rolę w rozwoju finansyzacji odegrały instytucje międzynarodowe, do których należą Światowa Organizacja Handlu oraz

Międzynarodowy Fundusz Walutowy prowadzące działania na rzecz swobodnych przepływów kapitałowych (HUSSON 2011, s. 89).

Zwiększający się udział sektora finansowego w PKB spowodowany był nie tylko działaniami podejmowanymi w sferze regulacyjnej oraz decyzjami politycznymi, ale nade wszystko zmianami w funkcjonowaniu rynków finansowych oraz w transformacji ich funkcji. Wśród zjawisk, które w największym stopniu przyspieszyły proces finansyzacji wskazać można (GOSTOMSKI 2014, s. 301; SZUNKE 2014, s. 99):

– globalizację oraz deregulację rynków finansowych,
– wprowadzenie nowych instrumentów finansowych, kredytów oraz produktów inwestycyjnych do oferty instytucji finansowych,
– wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych,
– rosnące zadłużenie sfery publicznej,
– dezintermediację,
– postęp techniczny i technologiczny,
– konsolidacje w sektorze bankowym.

Za główną przyczynę rozwoju oraz zjawisko równolegle występujące z finansyzacją uważa się globalizację (WIEPRZOWSKI 2011, s. 45; AZKUNAGA i in. 2013; HERODOWICZ 2018, s. 16). Globalizacja jest procesem liberalizacji i postępującej w ślad za tym integracji funkcjonujących dotychczas w pewnym odosobnieniu rynków kapitału, towarów i siły roboczej w jeden współzależny rynek światowy (KOŁODKO 2007, s. 28). Rozwój międzynarodowej wymiany towarów oraz usług miał swoje początki w latach 60. XX w. i pociągnął za sobą wzrost przepływów kapitałowych. Proces globalizacji rynków finansowych rozpoczął się wraz z wcześniej wspomnianym upadkiem systemu z Bretton Woods (PERA 2009, s. 103-104). Globalizacja doprowadziła do otwartości oraz wzmożonej integracji rynków finansowych w skali globalnej. W ramach globalizacji rynków finansowych nastąpił wzrost powiązań między gospodarkami, rynkami finansowymi oraz instytucjami bankowymi (SZUNKE 2014, s. 99).

Proces globalizacji był możliwy dzięki liberalizacji, deregulacji rynków finansowych (WĘCŁAWSKI 2015, s. 234) oraz postępowi technologicznemu. Początki liberalizacji oraz deregulacji rynków finansowych tkwią w paradygmacie „represji finansowej" opublikowanym w 1973 r. Jest to pojęcie odnoszące się do nadmiernego udziału państwa w rynkach finansowych, czego efektem było zniekształcenie cen

na rynkach finansowych, tj. kursów walut oraz stóp procentowych (MATYSEK-JĘDRYCH 2008, s. 36). Działaniem mającym powstrzymać negatywne tendencje była liberalizacja prowadząca do swobodnego przepływu czynników wytwórczych, produktów, technologii oraz swobodnej lokalizacji przedsiębiorstw (NOWAK 2017, s. 19). Na liberalizację rynków finansowych złożyło się kilka elementów, tj. likwidacja ingerencji w stopy procentowe, wprowadzenie konkurencji między różnymi formami finansowania, zewnętrzne otwarcie rynków finansowych, nakładanie ograniczeń ilościowych w działalności kredytowej banków, czy liberalizacja przepływów kapitałowych. Warunkiem koniecznym do przeprowadzenia liberalizacji rynków finansowych jest ich deregulacja, czyli znoszenie przeszkód ograniczających swobodę stosunków gospodarczych (DOMAŃSKA-SZARUGA 2009, s. 67-68). Rozwój procesu finansyzacji był również możliwy dzięki wprowadzanym innowacjom technicznym oraz technologicznym, które doprowadziły do rozwoju zaawansowanych instrumentów finansowych, nowych kanałów dystrybucji oraz metod zarządzania ryzykiem. Ich wprowadzenie ułatwił rozwój technologii informatycznych, telekomunikacji oraz powszechny dostęp do Internetu. Dzięki temu rynek finansowy dotarł do szerokiego grona odbiorców, co pogłębiło procesy finansyzacji (SZUNKE 2014, s. 99).

Powyższe zjawiska stanowiły źródła przemian w całym sektorze finansowym, w tym bankowym, do których należą oferowanie nowych oraz coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych o coraz wyższym poziomie ryzyka, pojawienie się pośredników finansowych (zwykle nieobjętych kontrolą w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym), czy wzrost płynności rynków finansowych (SŁAWIŃSKI 2006, s. 25). W przypadku sektora bankowego wyróżnić można zmniejszający się udział roli banków w podnoszeniu wartości kapitału przedsiębiorstw (SZUNKE 2014, s. 100), a także konsolidacje w postaci fuzji oraz przejęć. Konsolidacje oraz umowy strategiczne z silniejszymi podmiotami stały się koniecznym czynnikiem przetrwania dla banków ze względu na silną presję konkurencyjną w wyniku otwarcia rynków finansowych na zagraniczne podmioty finansowe (OSTAŁECKA 2009a, s. 16-17).

Przyczyny finansyzacji tkwią również w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, które są zaangażowane w ten proces. W ich przypadku nastąpiło oddzielenie własności od zarządzania oraz rosnąca presja na generowanie coraz większych zysków. Skutkuje to rosnącym powiązaniem z rynkami finansowymi poprzez ich wykorzystanie jako

źródła szybkich, aczkolwiek niepewnych zysków. Podmioty te charakteryzuje uzależnienie działalności od zewnętrznego finansowania, opartego na długu. W przedsiębiorstwach obserwowany jest także rosnący udział inwestorów instytucjonalnych nastawionych na krótkookresowe dywidendy kosztem długookresowego rozwoju firmy (PALLEY 2007, s. 16-19).

Kolejne przyczyny mają charakter demograficzny oraz kulturowy warunkując sytuację gospodarstw domowych. Do czynników tych zaliczyć można wydłużającą się długość życia skutkującą starzeniem się ludności oraz powiązane z nim zmiany w strukturze wieku poszczególnych społeczeństw. Zmiany demograficzne powodują zwiększający się odsetek osób w wieku poprodukcyjnym w strukturze ludności, które z jednej strony posiadają wolne środki finansowe, a z drugiej strony są uprawnione do pobierania emerytur. Pogorszenie sytuacji systemów emerytalnych powoduje konieczność zwiększania oszczędności. W związku z tym pojawia się popyt na inwestycje służące ich powiększaniu, a wraz z nim podaż instrumentów finansowych poszczególnych instytucji (MARSZAŁEK 2013, s. 225-226). W przypadku gospodarstw domowych istotną przyczyną rosnącego udziału sektora finansowego, przede wszystkim zadłużenia, stanowią rosnące potrzeby, których nie mogą finansować za pomocą bieżących dochodów (KATA, CHMIEL 2017, s. 64) oraz rozpowszechnienie się kultury konsumpcjonizmu i tzw. „życia na kredyt" (WAŁĘGA 2015, s. 44; MICZYŃSKA-KOWALSKA 2018, s. 294). Wśród potrzeb wyróżnić można potrzeby mieszkaniowe, które należą do potrzeb podstawowych. Ze względu na cechy charakterystyczne nieruchomości, wśród których można wskazać m.in. wysoką wartość konieczne jest zaciąganie zobowiązań, najczęściej długoterminowych z wymaganym zabezpieczeniem, np. w formie wkładu własnego (GOLEC 2013, s. 124). Sektor nieruchomości jest silnie powiązany z sektorem finansowym. Według M.B. AALBERSA (2008) jest to najsilniej ufinansowiony sektor w gospodarce. Kredyty *subprime*[6] udzielane na zakup nieruchomości oraz ich nieterminowe spłaty były jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu finansowego z 2008 r. (OSTAŁECKA 2009b, s. 62).

Nie bez wpływu na rozwój finansyzacji pozostaje polityka gospodarcza oraz społeczna realizowana przez poszczególnie kraje, zalecana przez światowe instytucje.

[6] Kredyty *subprime* były udzielane osobom, które spełniały jedno z następujących kryteriów: brak, niepełna lub negatywna historia kredytowa, niski scoring kredytowy, wysoka wartość wskaźnika DTI (debt-to-income) (WYDRA 2010, s. 252)

Wśród polityk tych wyróżnić można: politykę stymulującą procesy globalizacyjne, elastyczną politykę wobec rynku pracy, czy politykę stabilności cen mającą pobudzać wysoki poziom zatrudnienia (MARSZAŁEK 2012, s. 224).

Wieloaspektowość finansyzacji skutkuje nie tylko różnorodnością jego definicji, przyczyn, ale również stosowanych mierników. Sposoby pomiaru tego procesu wynikają z przyjętej definicji oraz poziomu analizy (WIŚNIEWSKI 2014, s. 326-329). W tabeli 1 przedstawiono wskaźniki stosowane przy ocenie finansyzacji gospodarki w wybranych publikacjach naukowych.

Tabela 1

Przegląd stosowanych wskaźników finansyzacji gospodarki

Autor (rok wydania)	**Zastosowane mierniki**	**Obszar badań**
G. KRIPPNER (2005)	udział zatrudnionych w sektorze finansowym	USA
	udział sektora finansowego w PKB w cenach bieżących	
	udział sektora finansowego w zyskach przedsiębiorstw	
T. I. PALLEY (2007)	dług ogółem do PKB	USA
	dług sektora finansowego do PKB	
	dług sektora niefinansowego do PKB	
	zadłużenie hipoteczne sektora niefinansowego do PKB	
P. KEDROSKY, D. STANGLER (2011)	udział sektora finansowego w relacji do PKB	USA
	zatrudnienie w sektorze finansów i ubezpieczeń	
P. WIEPRZOWSKI (2011)	relacja zysków sektora finansowego do PKB na tle relacji zysków sektora produkcyjnego do PKB	USA
	udział finansowych kontraktów terminowych w porównaniu do kontraktów terminowych bazujących na produktach rolnych	
	wartość globalnego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w relacji do PKB	
	obroty na międzynarodowym rynku walutowym w ujęciu absolutnym i w relacji do PKB	
J. ASSA (2012)	wartość dodana wytworzona przez sektor finansowy w relacji do wartości dodanej gospodarki	Kraje OECD
	wielkość przeciętnego zatrudnienia w sektorze finansowym do całkowitego zatrudnienia w gospodarce	
P. MARSZAŁEK (2013)	aktywa sektora finansowego oraz ich struktura	Polska
	tempo wzrostu aktywów finansowych w relacji do PKB	
	zatrudnienie w sektorze finansowym jako % ogólnego zatrudnienia	
	depozyty i kredyty bankowe w relacji do PKB	
	kapitalizacja GPW	
	saldo i dług sektora finansów publicznych	
M. AFSAR i in. (2014)	kapitalizacja giełdy	Państwa grupy G8
	rentowność banków jako dochód przed opodatkowaniem	
	papiery wartościowe w aktywach banków	
	udział sektora finansowego w wartości dodanej	
O. JORDA i in. (2014)	udział kredytów hipotecznych w PKB	17 krajów rozwiniętych
	zadłużenie prywatne w relacji do PKB	
	udział sektora finansowego w PKB	USA

W. TURBEVILLE (2014)	udział zysków przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach w zyskach przedsiębiorstw ogółem	
G. GOŁĘBIOWSKI, P. SZCZEPANKOWSKI (2015)	udział w wartości dodanej poszczególnych sektorów gospodarki	Kraje Europy Środkowo-Wschodniej
	skumulowany udział poszczególnych sektorów w wartości dodanej	
	udział sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki	
	udział zatrudnionych w sektorze finansowym do ogółem liczby zatrudnionych (w %)	
	zadłużenie sektora prywatnego w relacji do PKB (w %)	
	dług publiczny do PKB (w %)	
	kapitalizacja rynkowa do PKB (w %)	
	obroty na rynku kapitałowym w relacji do PKB (w %)	
	agregat pieniężny M2 do PKB (w %)	
	stopa inflacji (CPI, w %)	
	wskaźnik cen akcji	
P. OLEKSY, A. ZYGUŁA (2016)	udział sektora finansowego w relacji do PKB	Polska
	zatrudnienie w sektorze finansowym	
	kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB	
	podaż pieniądza M3	
	dług publiczny w relacji do PKB	
	kredyt krajowy dla sektora prywatnego w relacji do PKB	
	aktywa finansowe instytucji niefinansowych w relacji do PKB	
	aktywa finansowe instytucji finansowych w relacji do PKB	
T. FLORCZAK (2020)	udział długu publicznego w PKB	Kraje założycielskie Unii Europejskiej
	udział sektora finansowego w PKB	
	udział kredytów dla sektora prywatnego w PKB	
	udział aktywów trzech największych banków w aktywach ogółem sektora bankowego	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: MARSZAŁEK P. 2013. *Finansyzacja w Polsce-ciekawostka teoretyczna czy realny problem?*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 306; GOŁĘBIOWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P. 2015. *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny; ASSA J. 2012. *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, Finance Research, vol. 1 no. 1; JORDA O., SCHULARICK M., TAYLOR A. M. 2014. *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series no 23; KEDROSKY P., STANGLER D. 2011. *Financialization and Its Entrepreneurial Consequences*, Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth; OLEKSY P., ZYGUŁA A. 2016. *Financialisation of Non-financial Corporates: Evidence from the Polish Real Estate Development Market*, Świat Nieruchomości. World of Real Estate Journal 98; AFSAR M., AFSAR A., MECIK O. 2014. *Financialization Process and the Outcomes in Developed Countries*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 6, No. 12; KRIPPNER G. R. 2005. *The financialization of the American economy*, Socio-economic Review, no. 3; PALLEY T.I. 2007. *Financialization: What It Is and Why It Matters*. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Working Paper no. 525, December; TURBEVILLE W. 2014. *Financialization and a new paradigm for financial markets*. Financial Pipeline Series. Demos. New Economic Paradigms. Rockefeller Foundation (Innovation for the next 100 years); FLORCZAK T. 2020. *The growing importance of the financial sector in the founding countries of the European Union*. Finanse i Prawo Finansowe, vol. 2 (26).

Analiza literatury przedmiotu pod względem stosowanych wskaźników do oceny finansyzacji wskazała, że najczęściej stosowane są miary w relacji do PKB, np. wartość aktywów oraz obrotów na rynkach finansowych, skali zatrudnienia, zadłużenia podmiotów prywatnych oraz zadłużenia publicznego. Zakres stosowanych miar w zależności od analizowanego obszaru oraz celu badania ulega modyfikacjom. Różnice w stosowanych miarach wynikają również z przyjętego poziomu analizy. W zależności od tego, czy analizie podlega finansyzacja gospodarstwa domowego, przedsiębiorstwa, sektora finansowego, czy całej gospodarki do najczęściej stosowanych miar należą (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 204):

– finansyzacja w ujęciu globalnym: udział wielkości przepływów kapitałowych netto w PKB oraz kierunki ich przepływu, amplituda kryzysów finansowych, zmienność kursów walutowych,

– finansyzacja rynków finansowych: kapitalizacja giełd w relacji do PKB, stosunek liczby pozabankowych instytucji finansowych do liczby instytucji finansowych ogółem, stopień skłonności banków do udzielania kredytów podmiotom gospodarczym,

– finansyzacja przedsiębiorstw niefinansowych: stosunek aktywów finansowych do aktywów ogółem, udział zysków z działalności finansowej w zyskach ogółem, stosunek inwestycji do ogólnego zadłużenia oraz do zysków ogółem,

– finansyzacja gospodarstw domowych: wielkość konsumpcji w relacji do PKB, stosunek zadłużenia do PKB, do zadłużenia podmiotów gospodarczych ogółem oraz w stosunku do poziomu konsumpcji.

Podsumowując, finansyzacja jest procesem wywołanym wieloma przyczynami mającym swoje źródło w różnych sferach funkcjonowania podmiotów gospodarczych. Główną przyczyną wydaje się być deregulacja rynków finansowych, która umożliwiła tworzenie nowych, coraz bardziej ryzykownych i mniej zrozumiałych instrumentów finansowych oraz pośredników finansowych. Co więcej, rozprzestrzenianie się jej na różne kraje wynikało z natężenia procesów globalizacyjnych, których istotnym aspektem są swobodne przepływy kapitałowe oraz możliwość tworzenia oddziałów przedsiębiorstw finansowych poza granicami jednego kraju. Nie bez wpływu pozostały działania oraz decyzje podejmowane w sferze politycznej, kulturowej oraz w życiu codziennym. Ze względu na wieloaspektowość finansyzacji trudno jest zastosować

do jej pomiaru jeden miernik. W związku z tym w literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele podejść do tego zagadnienia, a najczęściej stosowane są miary relatywne.

1.3. Przejawy oraz konsekwencje procesu finansyzacji

Finansyzacja jako wieloaspektowy proces spowodowała szereg przemian o charakterze społecznym i ekonomicznym (RATAJCZAK 2012, s. 282) w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, sferze publicznej, jak i całej gospodarki (GOŁĘBIOWSKI 2017, s. 109; SZCZEPANKOWSKI 2017, s. 287; ADAMSKA i in. 2018, s. 11). W ujęciu mikroekonomicznym finansyzacja wpływa na funkcjonowanie gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, natomiast w skali makroekonomicznej wywołuje skutki dla całej gospodarki (SPOZ 2016, s. 270). Co więcej, płaszczyzny te nawzajem się przenikają, a skutki generowane w sferze mikroekonomicznej mają przełożenie na sferę makroekonomiczną i odwrotnie. Do przejawów finansyzacji w gospodarce zaliczyć można (RATAJCZAK 2017b, s. 27):

– rosnącą rolę tzw. transakcji niewidzialnych oraz rozwój rynku instrumentów pochodnych,

– wzrost cen aktywów oraz instrumentów finansowych,

– lewaryzację działalności gospodarczej, w tym sfery finansowej,

– rosnącą rolę instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce,

– rosnący udział aktywów finansowych w aktywach gospodarstw domowych, w szczególności w krajach wysoko rozwiniętych,

– zmiany w sferze własności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw, czego wyrazem jest coraz większa rola właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej,

– zmiany w sferze zarządzania związane z upowszechnieniem się idei wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*), która zastąpiła w znacznej mierze eksponowaną wcześniej koncepcję wartości dla interesariuszy (*stakeholder value*),

– nasilanie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych.

Oprócz dominacji sektora finansowego w gospodarce, jako bardziej szczegółowe wyróżniki finansyzacji można wskazać takie procesy i zjawiska, jak (MARSZAŁEK 2012, s. 221-222):

– gwałtowna ekspansja rynków finansowych na skutek ich upowszechniania,

– powiększający się wachlarz oferowanych instrumentów finansowych oraz rosnąca liczba instytucji je oferujących,

– decyzje podejmowane na szczeblu polityki społeczno-gospodarczej sprzyjające rozwojowi rynków finansowych,
– wzrost kredytowanej konsumpcji,
– powszechność instrumentów, instytucji oraz zachowań charakterystycznych dla rynków finansowych w codziennym życiu oraz w polityce kształtowanej na szczeblu centralnym,
– wyodrębnienie się kultury finansowej.

Prawdopodobnie najpoważniejszym skutkiem finansyzacji, a jednocześnie motorem pozostałych, wynikającym z samego charakteru tego procesu jest wzrost znaczenia rynków finansowych, funkcjonujących na nim instytucji oraz produktów finansowych, a także ich nadrzędność wobec innych sektorów gospodarki. Usługi oferowane na rynku finansowym stanowią atrakcyjne źródło lokowania, jak i pozyskiwania kapitału. Nadmierne ich wykorzystanie przez podmioty gospodarcze prowadzi do dominacji sfery finansowej w ich działalności. Zagrożenia wynikające z immanentnych cech rynków finansowych, do których należą zmienność oraz niepewność. Uzależnienie gospodarki oraz jej poszczególnych podmiotów od warunków panujących na rynkach finansowych prowadzi do przenoszenia tych niepożądanych cech do sektora realnego (SŁODOWA-HEŁPA 2015, s. 69), a w rezultacie do całej gospodarki. Najpoważniejszym skutkiem oraz punktem kulminacyjnym w rozwoju tego procesu był ostatni kryzys finansowy z 2008 r. (BEDNARCZYK 2011, s. 19), którego konsekwencje odczuły w różnym stopniu ze względu na powiązania kapitałowe wszystkie kraje, bez względu na poziom rozwoju rynków finansowych (PŁOWIEC 2009, s. 182).

Skutki finansyzacji analizowane głównie w warunkach przemian zachodzących w relacjach między sektorem finansowym a sferą realną mają swoje źródło w sektorze prywatnym (RATAJCZAK 2017b, s. 27). W przypadku przedsiębiorstw finansyzacja wywołuje istotne skutki na wielu płaszczyznach podejmowanych decyzji, dotyczących inwestycji, finansowania (jego źródeł oraz struktury) oraz decyzji co do podziału wypracowanego zysku (SZCZEPANKOWSKI 2017, s. 289). Finansyzacja przedsiębiorstw, szczególnie dużych, skutkuje więc fundamentalnymi zmianami w sferach zarządzania oraz własności (RATAJCZAK 2011, s. 202; RATAJCZAK 2014, s. 208), co skomplikowało prowadzenie przedsiębiorstwa w sferze operacyjnej, poza rynkiem finansowym. Proces finansyzacji dostarczył przedsiębiorcom nowych możliwości lokowania oraz powiększania zasobów

kapitałowych, jednak prowadzenie działalności gospodarczej oraz dobór adekwatnych źródeł finansowania ze względu na zmienność rynków finansowych stało się bardziej ryzykowne. Ryzyko wynika również ze zwiększonej presji na szybki zysk oraz kierowanie się zasadą wartości dla akcjonariuszy, o której już wcześniej wspomniano (MARSZAŁEK 2013, s. 226). W przypadku własności dostrzegalna jest rosnąca rola tzw. podmiotów instytucjonalnych mających swe źródło w sferze finansowej, którzy są zainteresowani uzyskiwaniem nadzwyczajnych zysków w jak najkrótszym czasie (ROSSMAN, GREENFIELD 2006, s. 86). W odniesieniu do przedsiębiorstw niefinansowych, finansyzacja wywołuje więc różnorodne konsekwencje. Z jednej strony, generuje nowe formy pomnażania bogactwa, które stanowią podstawę dalszego rozwoju jednostek gospodarczych. Z drugiej strony, działalność przedsiębiorstwa staje się bardziej chwiejna, a skrócenie horyzontu czasowego przy planowaniu przedsięwzięć oraz wzmożona chęć zysku może prowadzić do destabilizacji przedsiębiorstw. Skutkiem finansyzacji w tych podmiotach jest więc rosnący udział aktywów finansowych w strukturze aktywów ogółem oraz rosnące zadłużenie (RATAJCZAK 2011, S. 204; RATAJCZAK 2012; SZCZEPANKOWSKI 2016, S. 38; DĄBROWSKI i in. 2018, s. 91-92). Skutki te dostrzegalne są również w funkcjonowaniu gospodarstw domowych.

Finansyzacja wywołała także skutki w funkcjonowaniu jednostek samorządu terytorialnego (dalej JST). Wobec tego sektora gospodarki nie jest to jeszcze proces dostatecznie zbadany (LØDING 2018, s. 1). Kluczowe jest jednak, że finansyzacja w JST, podobnie, jak w sferze realnej oraz władzach publicznych na najwyższym szczeblu ich funkcjonowania, przejawia się rosnącym zadłużeniem (FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA 2017, s. 37). Niebezpieczeństwo, jakie niesie ten proces w przypadku JST wynika z ryzyka świadczenia usług publicznych na nieadekwatnym poziomie, |co bezpośrednio dotknąć może mieszkańców społeczności lokalnych (BARTKOWSKI 2016, s. 57). Najpoważniejszą konsekwencją finansyzacji w JST jest pogorszenie kondycji finansowej, nie tylko w wyniku zwiększonego zadłużenia, ale także na skutek wzrostu kosztów obsługi długu oraz utrudnionego dostępu do środków finansowych. Co więcej istotne znaczenie w tym aspekcie ma konieczność podejmowania działań oszczędnościowych oraz zwiększenie ryzyka finansowego (OSTROWSKA, WICHOWSKA 2020, s. 285)

W ujęciu makroekonomicznym, konsekwencje finansyzacji analizuje się wobec prowadzonej polityki, podmiotów publicznych oraz wyników ekonomicznych

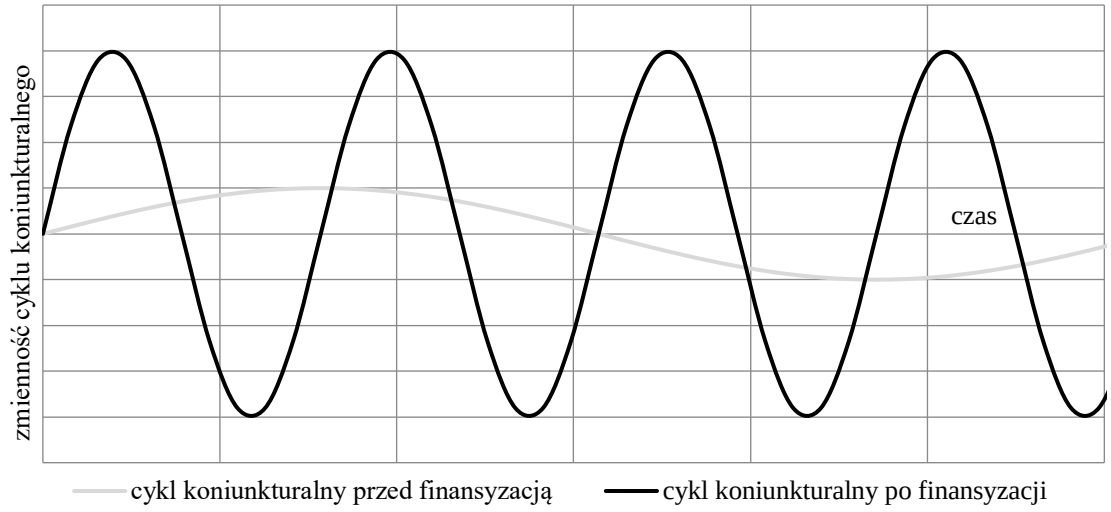
gospodarki. Warunkiem sprawnego funkcjonowania rynków finansowych, które przyczyniają się do stabilizowania gospodarki oraz wzrostu gospodarczego jest skuteczny nadzór nad nimi (WŁODARCZYK, OSTROWSKA 2017, s. 3). Postępująca finansyzacja utrudnia jego realizację (MARSZAŁEK 2015, s. 294), co wynika głównie z samej specyfiki funkcjonowania rynków finansowych. Dynamizm, jaki towarzyszy temu procesowi oraz jego wielowymiarowość utrudniają bieżącą kontrolę nad rynkiem finansowym. Wprowadzanie coraz nowszych, bardziej złożonych instrumentów finansowych oraz pojawianie się pośredników komplikuje tworzenie norm ostrożnościowych, których opracowanie wiąże się z szeroką, bieżącą analizą sytuacji na rynkach finansowych, zazwyczaj długookresowym procesem ich wprowadzania oraz egzekwowania od pomiotów finansowych. Zaryzykować można stwierdzenie, że nadzór nad rynkiem finansowym nie nadąża za nowymi rozwiązaniami na rynkach finansowych, co powoduje, że wiele segmentów tego rynku pozostaje bez nadzoru, a stosowane normy stają się przestarzałe i nieadekwatne wobec bieżących wydarzeń (GOSTOMSKI 2014, s. 309). Na rynkach finansowych obecna jest tendencja do fuzji oraz przejęć podmiotów finansowych, co doprowadza do tworzenia wielkich holdingów finansowych. Siła takich podmiotów przewyższa możliwości nadzoru nad rynkiem finansowym, który pomimo dysponowania pewną władzą oraz narzędziami wpływu bezskutecznie próbuje egzekwować przestrzeganie stawianych norm (MARSZAŁEK 2013, s. 238).

Finansyzacja prowadzi do rosnącego deficytu oraz długu publicznego, co sprawia, że rządy państw stają się coraz bardziej zależne od rynków finansowych ze względu na możliwość pozyskiwania środków finansowych. Jako przyczynę deficytu publicznego uważa się ujemne saldo obrotów bieżących oraz dodatnie saldo rachunku finansowego bilansu płatniczego kraju (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 202). Rządy, podobnie do innych podmiotów funkcjonujących w gospodarce stają się „zakładnikami" instytucji finansowych, szczególnie tych o znaczeniu systemowym. W przypadku zagrożenia bankructwem takich podmiotów rządy stają w obliczu konieczności ich ratowania w myśl doktryny „*too big too fail*" w celu zapobiegania negatywnym skutkom dla gospodarki. Postępowanie takie prowadzi jednak do dalszego pogłębiania procesu finansyzacji poprzez pokusę nadużycia (*moral hazard*) (MARSZAŁEK 2013, s. 227; WĘCŁAWSKI 2015, s. 234).

Finansyzacja skomplikowała również prowadzenie polityki monetarnej przez banki centralne jako jednej z podstawowych gałęzi polityki gospodarczej

(MARSZAŁEK 2015, s. 294). W centrum polityki pieniężnej znajduje się pieniądz, a finansyzacja doprowadziła do zmian podstaw jego tworzenia, postaci, a także w relacjach banku centralnego z bankami komercyjnymi. W wyniku tych przemian zmniejsza się skuteczność prowadzonej polityki monetarnej na skutek zakłóceń mechanizmu transmisji impulsów pieniężnych oraz opóźnień im towarzyszących (MARSZAŁEK 2013, s. 239). Fundamentalna jest również rozpoczęta w rezultacie kryzysu dyskusja na temat celów współczesnej polityki pieniężnej. Tradycyjnym jej zamierzeniem jest dbałość o stabilny poziom cen. Banki centralne kształtują politykę pieniężną w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego za pomocą stóp procentowych. Niskie, a niekiedy ujemne stopy procentowe ustalane w celu stabilizowania gospodarki sprawiły, że polityka pieniężna stała się mało skuteczna. W wyniku tego trwają prace nad modyfikacją jej celów oraz instrumentów (ROSATI 2016, s. 484).

Konsekwencje finansyzacji skutkują w rezultacie osłabionym tempem wzrostu gospodarczego, zmianami w kształcie tradycyjnego cyklu koniunkturalnego, a także wzmożoną podatnością gospodarek na szoki makroekonomiczne oraz kryzysy finansowe (MARSZAŁEK 2013, s. 227). Zmiany w przebiegu cyklu koniunkturalnego doprowadziły do powstania pojęcia finansyzacji (w publikacji *finansjalizacji*) cyklu koniunkturalnego. Jest to pojęcie nowe i jeszcze niezbyt dobrze rozpoznane. Według definicji finansyzacja cykli koniunkturalnych to gwałtowny wzrost znaczenia czynników natury finansowej w generowaniu oraz przebiegu wahań koniunktury. Na zjawisko to oddziałuje finansyzacja gospodarki oraz procesy globalizacyjne o charakterze finansowym. W klasycznych teoriach cyklu koniunkturalnego sektor finansowy traktowany jest jako pośrednik pełniący służebną rolę w gospodarce. Finansyzacja natomiast ujawniła jego dominującą rolę, co stanowi główną przyczyną wahań koniunkturalnych (MAŁECKI 2016, s. 49). Przebieg poszczególnych cykli koniunkturalnych przedstawiono na rysunku 2.



Rys. 2. Zmiany cyklu koniunkturalnego na skutek finansyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Roche C.O. 2011. *The Destabilizing Force of Misguided Market Intervention*, Working Papers Series SSRN, May 8, 2011, s. 6; za: Szunke A., *The role of financialization in banking sector instability*, Journal of Ecconomics & Management, vol 16, s. 101

Zmiany cyklu koniunkturalnego na skutek finansyzacji obejmują skrócenie długości trwania cyklu oraz zwiększenie wahań (SZUNKE 2014, s. 100). Cechami charakterystycznymi takiego cyklu koniunkturalnego są boom kredytowy, przepływy kapitałowe oraz tani import. Zwiększone wahania poszczególnych faz cyklu koniunkturalnego powodują, że stadia kryzysu generują bardziej odczuwalne skutki dla gospodarki i społeczeństwa niż fazy płytkie (CZAPLICKI, WIEPRZOWSKI 2014, s. 181).

Poza skutkami dostrzegalnymi w systemie gospodarczym proces finansyzacji wywołał również skutki w obszarze nauk ekonomicznych. Finansyzacja spowodowała ożywioną dyskusję na temat ich aktualności w kontekście nowych wyzwań. Wskazuje się na potrzebę pewnych zmian myślenia na temat funkcjonowania gospodarki rynkowej wobec wymogów stawianych przez rynki finansowe, a w szczególności ich ponadmiarowy rozrost (RATAJCZAK 2014, s. 18-20).

Finansyzacja doprowadziła do przewartościowań w sferze regulacyjnej. Rynek uważano za główny regulator procesów zachodzących w gospodarce, natomiast państwo pełniło rolę wspomagającą. Z czasem rola państwa zaczęła wzrastać. Z kolei finansyzacja doprowadziła do pojawienia się kolejnego podmiotu – rynków finansowych, które osłabiają funkcjonowanie tradycyjnych podmiotów uzyskując nad nimi przewagę. Pogłębiająca się finansyzacja powoduje, że politykę gospodarczą, a w rezultacie warunki gospodarcze kształtują podmioty oraz instytucje finansowe zamiast podmiotów realnych. Powoduje to potęgującą się przewagę sfery finansowej

nad realną. Dochody ze sfery realnej przenoszone są do sfery finansowej, co prowadzi do pogłębiania nierówności dochodowych oraz płac w gospodarce, co rodzi ryzyko eskalacji długu oraz recesji (HARUNA 2012, s. 162).

Podsumowując, negatywne skutki generowane przez nadmierny rozrost rynków finansowych oraz ich autonomizacja wobec sfery realnej gospodarki doprowadziły do powstania idei definansyzacji, czyli działań zmierzających do odwrócenia tego procesu. Niwelacja negatywnych konsekwencji oraz zahamowanie procesu finansyzacji będzie zadaniem niezwykle trudnym, a nawet niemożliwym (GOSTOMSKI 2014, s. 309). Proces finansyzacji spowodował tak głębokie przeobrażenia, że wskazuje się na konieczność zmiany istniejącego porządku politycznego oraz ekonomicznego świata. Działania, które mogłyby odwrócić finansyzację musiałyby dotknąć wszystkich sfer gospodarki, w tym ludzkich zachowań, preferowanego stylu życia oraz wzorców konsumpcji, a także inwestowania. Na poziomie przedsiębiorstw natomiast – zmiany celów, systemów wynagradzania, motywowania, a na poziomie makroekonomicznym zmiany wzorów rozwoju gospodarczego.

1.4. Wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji

Wzrost gospodarczy oraz jego determinanty stanowią jedno z podstawowych zagadnień makroekonomii będącym przedmiotem licznych prac badawczych. Na ich podstawie formułowane są modele wzrostu gospodarczego, które wyjaśniają mechanizmy jego powstawania (CABEZA-GARCIA i in. 2018, s. 1). Ogromne, wciąż rosnące zainteresowanie tym procesem oraz jego czynnikami sprawczymi wynika z jego zasadniczej roli w rozwoju gospodarek (MULUNGU, NG'OMBE 2017, s. 2). Tempo wzrostu gospodarczego stanowi również podstawowy wyznacznik prowadzonej polityki gospodarczej w każdym kraju (WINIARSKI 2006, s. 195). Rozważania nad wzrostem gospodarczym zapoczątkowała rewolucja przemysłowa, która przyspieszyła rozwój Stanów Zjednoczonych oraz krajów europejskich w XIX w. Przyczynkiem tych rozważań były pytania o to, dlaczego jedne kraje rozwijają się szybciej od innych, a także z czego wynikają nierówności w rozwoju poszczególnych gospodarek (LANDES 2015, s. 18).

Wraz z rozwojem gospodarek poszczególnych krajów oraz szkół ekonomicznych zmieniały się poglądy dotyczące czynników, które przyspieszają tempo wzrostu gospodarczego. Za prekursorów badań nad tym procesem uznaje się

klasycznych ekonomistów, jak A. SMITH, T. MALTHUS oraz D. RICARDO (HARRIS 2007, s. 2), którzy traktowali wzrost gospodarczy w mniejszym lub większym stopniu jako skutek przyrostu czynników kapitału oraz pracy (PIĘTAK 2016, s. 54). W zależności od czynników kształtujących wzrost gospodarczy wyróżnić można nurt egzogeniczny (neoklasyczny) oraz endogeniczny (OLSZEWSKA 2012, s. 84). Według reprezentantów pierwszego z nurtów wzrost gospodarczy kształtują czynniki niepieniężne, takie jak: wyposażenie naturalne, technologiczne, wzrost wartości majątku trwałego oraz preferencje podmiotów gospodarujących. W drugim nurcie natomiast wzrost gospodarczy zależny jest od czynników pieniężnych kształtowanych przez bank centralny (zmian podaży pieniądza, wiarygodność polityki pieniężnej oraz dostępu do informacji na temat rynku pieniężnego), kształtowanych przez banki komercyjne oraz czynników pozapieniężnych kształtowanych przez sferę realną (zdolności produkcyjne gospodarki, skłonność do oszczędzania, czy produktywność inwestycji).

Wzrost gospodarczy będący podstawowym rezultatem gospodarowania jest efektem oddziaływania wielu czynników, w tym rynków finansowych (DEMIRGUC-KUNT 2006, s. 1). Ich dynamiczny rozwój stanowi jedną z podstawowych oznak postępującej finansyzacji gospodarki. Zmiany w fundamentalnych wielkościach makroekonomicznych oraz w przebiegu cykli koniunkturalnych, jakie wywołuje finansyzacja, nie pozostają bez wpływu na wzrost gospodarczy.

Finansyzacja gospodarki utożsamiana jest zazwyczaj wyłącznie z rozwojem sektora finansowego (KRASUCKA 2016, s. 86), choć nie jest to jedyny jej aspekt. Zmiany dokonujące się na rynkach finansowych rozpatrywane są zazwyczaj na płaszczyźnie ilościowej, ze względu na łatwość pomiaru tego procesu. Natomiast, zmiany będące oznaką finansyzacji mają również jakościowy, trudno mierzalny charakter, m.in. o charakterze społecznym oraz wiążą się ze zmianą roli, jaką pełnią rynki finansowe wobec innych sektorów gospodarki, w rezultacie dotyczą przemian w relacjach między sektorem finansowym a sferą realną (RATAJCZAK 2017b, s. 27-28). Co więcej, między rozwojem rynku finansowego a finansyzacją zachodzą sprzężenia zwrotne. Zarówno ilościowe zmiany dokonujące się w sektorze finansowym w postaci samego jego rozrostu na skutek wzrastającej chęci pozyskiwania szybkiego zysku w tym sektorze prowadzą do rozwoju finansyzacji, ale również pogłębiająca się finansyzacja wymusza dalszy rozwój rynków finansowych (MADUKA, ONWUKA 2013, s. 76). Powiązania te mają więc charakter dynamiczny oraz

dwukierunkowy (SAHAY i in. 2015, s. 24), a złożoność relacji sektora finansowego i wzrostu gospodarczego stała się przyczyną podjęcia wielu badań, w których analizowany jest wpływ rozwoju sektora finansowego na wzrost gospodarczy (WONG, ZHOU 2011; MADUKA, ONWUKA 2013; BIST 2018; WŁODARCZYK, SZTURO 2018).

W badaniach dotyczących relacji rozwoju sektora finansowego oraz wzrostu gospodarczego można dostrzec dwa nurty. Do rozpoczęcia się kryzysu finansowego w 2008 r. poglądy skupiały się na pozytywnym wpływie rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy. Natomiast, kryzys finansowy oraz jego skutki dostrzegalne również w sferze gospodarczej doprowadziły do zupełnie innych wniosków. Dowiedziono, że nadmierny rozwój rynków finansowych negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy generując nadmierne ryzyko, co oznacza, że istnieje punkt graniczny, do którego rynki finansowe przyczyniają się do wzrostu gospodarczego oraz po osiągnięciu którego dalszy rozwój rynków finansowych nie jest pożądany (BAŃBUŁA 2013, s. 5).

Pierwotne badania wpływu sektora finansowego na wzrost gospodarczy zaczęto prowadzić na szeroką skalę w latach 70. oraz 80. XX w. W tym okresie obserwowano coraz szybszy rozwój rynków finansowych, jednak skala tego procesu była stosunkowo niewielka. Relatywnie niski udział sektora finansowego w gospodarce w porównaniu z obecną sytuacją mógł stanowić przyczynę wykazywania pozytywnego wpływu tego sektora na gospodarkę.

Do badaczy, którzy jako pierwsi weryfikowali związki między rozwojem sektora finansowego a wzrostem gospodarczym zaliczyć można W. BAGEHOTA (1873) oraz J.A. SCHUMPETERA (1932). Autorzy doszli do podobnych wniosków, z których wynika, że funkcje oraz usługi świadczone w sektorze finansowym przyspieszają wzrost gospodarczy. Do funkcji tych zaliczono alokację kapitału, mobilizowanie oszczędności, ułatwianie dokonywania transakcji, czy też zarządzanie ryzykiem. Funkcje te napędzają innowacje technologiczne prowadząc do wzrostu gospodarczego. Do podobnych wniosków w swoich badaniach doszli R.G. KING oraz R. LEVINE (1993), którzy potwierdzili pozytywny wpływ sektora finansowego na wzrost gospodarczy. Poza funkcjami wymienionymi przez J.A. SCHUMPETERA wskazali obniżanie kosztów transakcyjnych oraz zapewnianie finansowania najbardziej opłacalnych projektów inwestycyjnych. Z drugiej jednak strony funkcjonowanie rynków finansowych powiązane jest z asymetrią informacji. Według R. LEVINA, rynki finansowe oddziałują na wzrost gospodarczy poprzez akumulację

kapitału oraz, podobnie jak sądził J.A. SCHUMPETER, poprzez innowacje technologiczne (LEVINE 1997, s. 691). Pozytywne relacje między rozwojem rynków finansowych a PKB *per capita* potwierdził również R.W. GOLDSMITH (1969). Z kolei R. LEVINE i S. ZERVOS (1996) dowiedli pozytywnej częściowej korelacji między rynkiem akcji i rozwojem sektora bankowego a PKB *per capita*. W przypadku płynności rynku akcji była to korelacja silna, ale jednocześnie dowiedziono braku silnego związku między rozmiarami rynku akcji a wzrostem gospodarczym. Kolejny przykład stanowią badania dla Polski, w których wykazano, że kredyt dla sektora prywatnego był jedną z głównych sił napędowych polskiej gospodarki (KENOURGIOS, SAMITAS 2007). G. FINK i in. (2009) porównali wpływ poszczególnych segmentów rynku finansowego (kredytów, obligacji oraz akcji) na stabilność oraz wzrost gospodarczy dziewięciu krajów, które podlegały transformacji. Uzyskane rezultaty zestawili następnie z wynikami dojrzałych gospodarek rynkowych i będących na pośrednim etapie. Autorzy dowiedli, że mechanizmy transmisji są różne w tych grupach krajów, ale generalnie oprócz rynków akcji przyczyniają się do stabilności oraz wzrostu gospodarczego. Z kolei według G.M. CAPORALE i in. (2015) rynki akcji oraz kredytów są słabo rozwinięte w 10 krajach członkowskich Unii Europejskiej, przez co ich wkład we wzrost gospodarczy jest przez to znikomy. Badania te dotyczyły gospodarek, które przeszły transformację ustrojową.

Pozytywny wpływ rynków finansowych na wzrost gospodarczy zakwestionował już R.E. LUCAS, wskazując na jego duże przeszacowanie (LUCAS 1988, s. 3-42). Punktem kulminacyjnym, który gwałtownie zmienił podglądy na temat służebnej roli rynków finansowych wobec gospodarki było, jak już wcześniej wspomniano, rozpoczęcie się ostatniego kryzysu finansowego w 2008 r. Okazało się, że poglądy na temat pozytywnego wpływu sektora finansowego na gospodarkę są przesadzone, a zbyt szybki jego rozwój, czyli finansyzacja może być przyczyną zjawisk kryzysowych.

B. COURNÈDE i in. (2015) dowiedli, że zależności między sektorem finansowym a wzrostem gospodarczym są bardzo skomplikowane i że rozwój sektora finansowego jest już zbyt szybki i rodzi ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Autorzy przeprowadzili analizę dla krajów członkowskich OECD w perspektywie 50 lat. Wyniki badań wykazały, że udział wartości dodanej sektora finansowego w relacji do PKB już po przekroczeniu 5% generuje negatywne skutki dla wzrostu gospodarczego (COURNÈDE i in. 2015). Zbadano również wpływ głębokości

finansowej (ang. *financial depth*) na wzrost gospodarczy mierzonej relacją kredytu dla sektora prywatnego do PKB. Dowiedziono, że wskaźnik ten oddziałuje negatywnie na wzrost gospodarczy po przekroczeniu 100% PKB (ARCAND i in. 2012, s. 23). W badaniach prowadzonych pod auspicjami Międzynarodowego Funduszu Walutowego zobrazowano rozwój rynków finansowych w poszczególnych krajach za pomocą syntetycznego wskaźnika. Przeprowadzone analizy jego wpływu na wzrost gospodarczy potwierdziły charakter nieliniowy, w kształcie litery odwróconej litery U. Autorzy ustalili również optymalną wielkość rozwoju rynków finansowych, który służy wzrostowi gospodarczemu, w przedziale 0,4-0,74 (SAHAY i in. 2015, s. 15-16). Powyższa analiza poglądów w obszarze oddziaływania rozwoju rynków finansowych, a tym samym procesu finansyzacji na wzrost gospodarczy pozwala wyróżnić dwa nurty (SMAGA 2014, s. 314):

– pomiędzy rozwojem rynku finansowego a wzrostem gospodarczym występuje zależność liniowa. Rynki finansowe przyczyniają się do wzrostu gospodarczego, niezależnie od etapu rozwoju;
– zależność nieliniowa o kształcie odwróconego „u". Rynki finansowe przyczyniają się do wzrostu gospodarczego tylko do pewnego momentu. Po osiągnięciu optymalnego etapu rozwoju koszty przewyższają korzyści z ich funkcjonowania. Dylemat stanowi w tym przypadku określenie optymalnego stopnia rozwoju rynków finansowych, co zależy od specyfiki danego kraju.

Finansyzacja doprowadziła do wyróżnienia dwóch odmiennych modeli wzrostu gospodarczego. Pierwszym z nich jest model wzrostu napędzany przez konsumpcję (charakterystyczny dla krajów anglosaskich), drugim natomiast model wzrostu zorientowany na eksport (w krajach takich jak Niemcy i Japonia). Wyodrębnienie tych modeli związane jest z integracją dwóch zjawisk: polaryzacji dochodów oraz finansyzacji. Wymienione modele powstały w wyniku niedoboru popytu strukturalnego wynikającego ze stagnacji płac. Problem ten rozwiązany został za pomocą odmiennych środków. W krajach anglosaskich niedobór dochodów został zrekompensowany kredytem, który zaciągany był nawet przez gospodarstwa domowe, których dochody nie były w stanie pokryć rosnących zobowiązań. Banki przekonane o dalszym wzroście cen nieruchomości prowadziły ekspansywną politykę kredytową, która przyczynia się do boomów kredytowych podsycających bańki na rynkach finansowych oraz nieruchomości. W drugiej grupie krajów w wyniku stagnacji płac,

wydatki gospodarstw domowych nie wzrosły, a wzrost popytu osiągnięto poprzez eksport (STOCKHAMMER 2010, s. 9).

Poglądy na temat zależności między sektorem finansowym oraz wzrostem gospodarczym zależą przede wszystkim od stopnia rozwoju rynków finansowych, co jest powiązane ze specyfiką krajów, które podlegają analizie. Podczas, gdy dla amerykańskiej gospodarki rynki finansowe przekroczyły już dawno optymalny poziom rozwoju sprzyjający gospodarce, w krajach dopiero rozwijających się, ze względu na niski poziom rozwoju tych rynków nadal odnotowywany jest wpływ o charakterze dodatnim. Potwierdzenie tego stanowią badania dla krajów afrykańskich. W ich przypadku liberalizacja rynków finansowych i w rezultacie ich rozwój pozytywnie oddziałują na wzrost gospodarczy poprzez wygładzanie wahań konsumpcji oraz stabilizację dochodów (AHMED, SUARDI 2009, s. 1). Generalnie, wskazuje się, że nadmierna finansyzacja negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy poprzez kanał kredytowy. Jedną z cech rynków finansowych jest wspieranie efektywnych projektów inwestycyjnych, natomiast finansyzacja prowadzi do przepływu środków pieniężnych w stronę bezowocnych przedsięwzięć. które mogą generować negatywne zjawiska w gospodarce, jak np. bańki cenowe na rynku mieszkaniowym, a w rezultacie kryzysy (BATTISTON i in. 2018, s. 1).

Podsumowując, poglądy na temat znaczenia rynków finansowych w gospodarce ulegają zmianom w zależności od stopnia ich rozwoju, tempa wzrostu gospodarczego oraz zjawisk kryzysowych, które negatywnie wpływają na ich funkcjonowanie. W okresie przedkryzysowym większość wyników badań wskazywała na pozytywne oddziaływanie rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy. Jednak, pozytywny wpływ obserwowano zazwyczaj w krajach, w których rynki finansowe dopiero się rozwijały, a więc skala finansyzacji była relatywnie niewielka. Z kolei pojawienie się kryzysu finansowego skłoniło do podejmowania nowych badań w tym zakresie, w wyniku których zaczęto dostrzegać negatywny wpływ rynków finansowych na wzrost gospodarczy. Stwierdzenia te skłaniają do przemyśleń związanych z podejmowaniem możliwych działań, które przyczyniłyby się do przywrócenia służebnej roli rynków finansowych poprzez poszukiwanie optymalnego poziomu ich rozwoju.

2. Stabilność makroekonomiczna – ujęcie teoretyczne

2.1. Pojęcie oraz metody pomiaru stabilności makroekonomicznej

Stabilność makroekonomiczna jest jednym z podstawowych zagadnień makroekonomii, a stopień jej osiągnięcia w odniesieniu do różnych gospodarek jest zagadnieniem badawczym często podejmowanym w literaturze przedmiotu (MOŹDZIERZ 2015; RAZIĆ, KASUMOVIĆ 2019, s. 25). Stabilność makroekonomiczna oraz czynniki ją kształtujące są istotne z punktu widzenia różnorodnych podmiotów, do których należą władze publiczne, instytucje międzynarodowe, agencje ratingowe, przedsiębiorstwa występujące często w roli inwestorów oraz gospodarstwa domowe. Nasilone zainteresowanie stabilnością makroekonomiczną pojawiło się na skutek wystąpienia kryzysu, co miało miejsce w 2008 r. (JANECKI 2017, s. 124-125, 132), o czym świadczy rosnąca liczba publikacji naukowych w tym obszarze w ostatnich latach. Domniemaną tego przyczyną jest konieczność obserwacji bieżącej sytuacji gospodarczej, a także poszukiwanie rozwiązań i formułowanie działań mających na celu przywrócenie gospodarki do stanu stabilności. W przypadku wspomnianego kryzysu wskazywano na brak odpowiednich ram regulacyjnych umożliwiających przewidywanie kryzysów finansowych oraz monitorowanie równowagi finansowej (CATTE i in. 2010, s. 787).

Stabilność makroekonomiczna jest głównym celem polityki gospodarczej (WŁODARCZYK i in. 2018, s. 130), która oznacza świadome oddziaływanie władz państwowych oraz instytucji i organizacji międzynarodowych na gospodarkę – jej dynamikę, strukturę, funkcjonowanie, na stosunki gospodarcze w państwie oraz na jego relacje gospodarcze z zagranicą (PANASIUK 2006, s. 158; WINIARSKI 2006, s. 18). Osiągnięcie tego celu zależy przede wszystkim od decyzji podejmowanych przez rządy poszczególnych krajów (BILAN i in. 2019, s. 61) oraz banki centralne (DUDCHENKO 2020, s. 115). Tak sformułowany cel wydaje się być jasny, jednak po wnikliwej analizie tego pojęcia trudno jest określić, czym tak naprawdę jest „stabilność makroekonomiczna". Trudności, poza jednoznacznym zdefiniowaniem tego pojęcia, dostarcza także wielość metod oraz wskaźników stosowanych przy jego pomiarze. Spowodowane jest to również częstym pomijaniem dosłownego definiowania stabilności makroekonomicznej na rzecz opisywania warunków, w jakich występuje. Istotne jest zatem przede wszystkim zdefiniowanie stabilności makroekonomicznej, gdyż według W.A. ALLENA i G. WOODA (2005) warunkiem prowadzenia dobrej polityki jest przyjęcie trafnej definicji tego, co ma być osiągnięte.

Samo określenie *stabilność* odnosi się do zjawiska niezmieniającego się przez dłuższy czas, czy też szybko powracającego do równowagi po wcześniejszym zakłóceniu. Synonimami tego słowa mogą być pojęcia *trwałości, stałości* lub *niezmienności*[7]. Ze stabilnością makroekonomiczną związane jest pojęcie równowagi gospodarczej. Równowagę tę można rozważać zarówno w ujęciu wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Równowaga wewnętrzna występuje, gdy produkcja rzeczywista w pełni wykorzystuje zasoby czynników produkcji, stopa bezrobocia kształtuje się na poziomie naturalnej stopy bezrobocia oraz występuje niska, niezmienna inflacja. Równowaga wewnętrzna odnosi się również do równowagi finansów publicznych. Równowaga zewnętrzna natomiast obejmuje wymianę z zagranicą. Wymaga ona zachowania równowagi bilansu płatniczego oraz ustabilizowanego kursu walutowego (PERA 2016, s. 124). Warunkiem istnienia stabilności makroekonomicznej jest więc równowaga pomiędzy kluczowymi wskaźnikami makroekonomicznymi, m.in. między popytem prywatnym a produkcją, dochodami a wydatkami budżetowymi, czy też oszczędnościami a inwestycjami. Relacje te nie muszą się jednak w pełni równoważyć. Niewielka nierównowaga np. fiskalna lub w obrotach bieżących, zarówno w formie deficytu, bądź nadwyżki, są zgodne z tą definicją i współgrają ze stabilnością makroekonomiczną (zachodzą nawet gdy stabilność ta istnieje). Ważna jest natomiast stopniowa ich eliminacja, np. w formie systematycznego zmniejszania długu publicznego (AMES i in. 2001, s. 4). W tym miejscu na zaznaczenie zasługuje fakt, że w przypadku wartości niektórych zmiennych makroekonomicznych nadwyżka traktowana jest jako zjawisko pozytywne, a więc wykazujące oznaki stabilności, np. nadwyżka dochodów nad wydatkami budżetu państwa (OWSIAK 2013, s. 295). Równowaga oznacza więc pogodzenie potrzeb finansowych gospodarki z wymogami stawianymi przez wzrost oraz rozwój społeczno-gospodarczego, a stabilność utrzymanie tego stanu w średnim lub długim okresie (KLONOWSKA 2018, s. 73).

Najogólniej, stabilność makroekonomiczną utożsamia się z korzystną sytuacją gospodarczą w powiązaniu z sytuacją polityczną, społeczną oraz demograficzną danego kraju. Nie bez znaczenia pozostaje sytuacja kraju na arenie międzynarodowej, zwłaszcza w sferze wymiany handlowej z zagranicą (GRYNIA, MARCINKIEWICZ 2017, s. 43). W ujęciu tym podkreślono wieloaspektowość omawianego pojęcia, wskazując,

[7] http://sjp.pwn.pl/sjp/stabilny;2576103.html (05.12.2016).

że poziom stabilności makroekonomicznej determinowany jest nie tylko sytuacją ekonomiczną w danej gospodarce, ale wybiega poza ten obszar wkraczając w sferę społeczną oraz polityczną. Stąd też kształtowana polityka gospodarcza powinna uwzględniać szereg uwarunkowań, np. kształtując ekspansywną politykę fiskalną (wydatkową) należy mieć na uwadze jej wpływ na równowagę budżetu państwa. Poszukiwanie optymalnych zależności pomiędzy płaszczyznami oddziałującymi na stabilność makroekonomiczną powinno stanowić priorytet władz publicznych. Gospodarkę przyrównać można do systemu naczyń połączonych, a więc zapewnienie jej pełnej równowagi oraz stabilności jest zadaniem niezwykle trudnym (MOŹDZIERZ 2019, s. 297). Jakiekolwiek cele społeczne, polityczne i inne powinny więc stać w zgodzie z celami ekonomicznymi. Stąd też stwierdzenie, że każdy polityk powinien dobrze znać pojęcia ekonomiczne[8].

Stabilność makroekonomiczna jest pojmowana jako pewien stan gospodarki, który pozwala jej na równomierny rozwój. Stan ten eliminuje ryzyko wystąpienia nagłych wahań głównych agregatów makroekonomicznych (produkcji, konsumpcji, wydatków publicznych) oraz wskaźników makroekonomicznych (np. inflacji, czy kursu walutowego) (DUTU 2012, s. 53). W definicji tej stabilność makroekonomiczną utożsamia się z krótkookresową statycznością gospodarki, która stanowi warunek jej rozwoju w przyszłości. Statyczność ta, jak podkreślono w przytoczonej definicji polega na stałości różnorodnych wskaźników makroekonomicznych. Dlatego, stabilność makroekonomiczną utożsamia się z odpowiednią konfiguracją wskaźników gospodarczych, która najlepiej odpowiada warunkom zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Stabilność makroekonomiczną można rozpatrywać zarówno z punktu widzenia bieżącego stanu gospodarki, jak i formułowania celów rozwojowych w długim okresie (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 145). Stabilność makroekonomiczną określono jako kombinację czynników wywodzących się z makrootoczenia, których celem jest zwiększenie dynamiki rozwoju gospodarczego w kraju, a przynajmniej nie stwarzanie ku temu barier (KUPIEC, WIERZBICKA 2017, s. 53). Oznacza to, że krótkookresowa stabilność, a więc brak wahań poszczególnych wskaźników makroekonomicznych w krótkim okresie jest warunkiem osiągnięcia wzrostu gospodarczego w przyszłości.

[8] https://www.nbportal.pl/wiedza/artykuly/na-poczatek/ekonomia_a_polityka (11.12.2019)

Interpretacja stabilności makroekonomicznej zmieniała się również w zależności od sytuacji gospodarczej oraz szkoły ekonomicznej (nurtu), której zasady dominowały w danym okresie i według których swoją politykę kształtowały władze publiczne oraz bank centralny. W ciągu ostatnich dekad można dostrzec istotne zmiany w postrzeganiu stabilności makroekonomicznej przez reprezentantów różnych szkół ekonomicznych (DAUGĖLIENĖ 2012, s. 111). Zarówno definiowanie stabilności makroekonomicznej, jak i wyznaczanie sposobów jej osiągnięcia stanowią podstawową kwestię sporną wśród ekonomistów (MOŹDZIERZ 2015, s. 936). W latach powojennych, zdominowanych przez teorie keynesowskie, stabilność makroekonomiczną utożsamiano z jednoczesną równowagą wewnętrzną oraz zewnętrzną, co oznaczało pełne zatrudnienie oraz stabilny wzrost gospodarczy, wspierane przez niską inflację. Z biegiem czasu, teorie keynesowskie kładące nacisk na aktywność sfery realnej gospodarki, zostały wyparte na rzecz poglądów o konieczności utrzymywania równowagi fiskalnej oraz stabilnych cen. Zmiana ta doprowadziła do zmniejszenia, a nawet wyparcia antycyklicznej roli polityki makroekonomicznej. Dzięki zmianie tej dostrzeżono, że zarówno wysoka inflacja, jak i deficyt budżetowy przynoszą koszty, a dostrajająca polityka makroekonomiczna mająca na celu wygładzanie wahań cyklu koniunkturalnego ma swoje ograniczenia. Doprowadziło to także do zaniżenia zarówno rzeczywistych kosztów braku stabilności makroekonomicznej, jak i osłabiło skuteczność keynesowskiej koncepcji sterowania zagregowanym popytem (OCAMPO 2005, s. 1).

Stabilność makroekonomiczna stanowi pewien rodzaj ochrony gospodarki przed szokami zewnętrznymi mogącymi zaburzyć sytuację makroekonomiczną, a także bufor zabezpieczający przez wahaniami kursów walutowych oraz stóp procentowych. Podatność gospodarki na wahania kursowe, nadmierne zadłużenie oraz wysoki poziom inflacji może doprowadzić do osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, skutkując kryzysem gospodarczym (MORUTAN 2015, s. 722). Wskazuje się także, że jakiekolwiek krótkookresowe wahania takich wielkości, jak PKB, inflacja, deficyt budżetowy zaburzają stabilność makroekonomiczną, co zagraża wzrostowi gospodarki w długim okresie poprzez zmniejszone inwestycje (SAMETI, ISFAHANI 2012, s. 38).

Osiągnięcie pełnej równowagi w gospodarce jest sytuacją rzadko spotykaną, wręcz nierealną. Jeśli założenie to nie zostałoby podkreślone, wówczas można byłoby wysnuć wniosek, że skoro nigdy nie występuje stan idealnej równowagi, nie może

wystąpić również stabilność makroekonomiczna, co jak wynika z analizy pojęcia stabilności makroekonomicznej nie jest stwierdzeniem prawdziwym. Według G. KOŁODKO (2020): „*Gospodarka nigdy nie jest w stanie równowagi, nawet w najlepszych czasach. Współistniejące w gospodarowaniu strony idealnie równają się tylko w teoretycznych modelach oraz makroekonomicznych planach i mikroekonomicznych strategiach biznesu opartych na stosownych założeniach; krzywe przecinają się w punkcie równowagi wyłącznie na wykresach kreślonych w teoretycznych monografiach i prezentowanych na ekranach komputerów. W rzeczywistości mamy do czynienia z permanentnym stanem odchylenia od równowagi; raz głębszym, innym razem płytszym”.*

Różnorodność definicji stabilności makroekonomicznej skutkuje niejednorodnością przyjętych metod jej oceny oraz stosowanych mierników (MELNYK i in. 2018, s. 106). Badania poziomu stabilności makroekonomicznej przeprowadzane są zazwyczaj za pomocą sformalizowanych metod lub za pomocą zestawu wskaźników, których zakres zależy od przyjętej definicji oraz od stopnia jej szczegółowości.

Jedną z najczęściej wykorzystywanych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej jest Pięciokąt Stabilizacji Makroekonomicznej (MISALA, SIEK 2006; JARMOŁOWICZ, PIĄTEK 2008; MALINA, MIERZWA 2012; ŻUCHOWSKA 2013; MALINA, MIERZWA 2014; ABRUDAN 2015; HURDUZEU, LAZAR 2015; IONITA 2015; PERA 2016; RACZKOWSKI 2016; JANECKI 2017; MALINA, MIERZWA 2017; GRYNIA, MARCINKIEWICZ 2017; JURKOWSKA, BODA 2018; LYEONOV, LYULYOV 2018; KOTLIŃSKI 2020). W modelu tym stabilność makroekonomiczną definiuje się przez pryzmat równowagi podstawowych wielkości makroekonomicznych, tj. stopy wzrostu gospodarczego (PKB), stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji salda budżetowego do PKB oraz relacji salda rachunku obrotów bieżących do PKB. Następnie, za pomocą odpowiednich obliczeń formułuje się syntetyczny wskaźnik stabilności makroekonomicznej oraz graficznie pięciokąt. W tym ujęciu stabilność makroekonomiczna obejmuje zarówno warunki wewnętrzne, w postaci stopy inflacji, bezrobocia oraz zadłużenia sektora państwowego, jak i warunek zewnętrzny - stopę zadłużenia zagranicznego. Ponadto ujęcie to obejmuje także cel stabilności makroekonomicznej w postaci stałego tempa wzrostu PKB.

Kolejną z najczęściej stosowanych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej jest Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej (KOTLIŃSKI

2013a; WAJDA-LICHY 2013; BRKIĆ, ŠABIĆ 2014; GÖTZ 2014; ŠIKULOVÁ 2015; SZCZECH-PIETKIEWICZ 2015; BOBEVA, ATANASOV 2016; GRAJ 2016; PERA 2016; KÄMPFE, KNEDLIK 2017; JANECKI 2017; GARCIA, BENGOECHEA 2018; PIMONENKO i in. 2018; MOŹDZIERZ 2019; WŁODARCZYK, OSTROWSKA 2020). Procedura ta została wprowadzona w 2011 r. przez Komisję Europejską w konsekwencji ostatniego kryzysu finansowego, który obnażył niedoskonałości funkcjonowania struktur europejskich (TCHOREK 2014, s. 9; KABAT-RUDNICKA 2016, s. 71). Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej stanowi mechanizm wczesnego wykrywania oraz ostrzegania przed zakłóceniami równowagi makroekonomicznej w krajach Unii Europejskiej. Głównym jej elementem jest tablica wskaźników, którą przedstawiono poniżej w tabeli 2.

Tabela 2

Wskaźniki Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej

Wskaźnik	**Jednostka**	**Dopuszczalny próg**
Nierównowagi zewnętrzne konkurencyjność		
Saldo rachunku obrotów bieżących (CA – Current Account Balance)	% PKB 3-letnia średnia krocząca	-4% / +6%
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (NIIP – Net International Investment Position)	% PKB	> -35%
Realny efektywny kurs walutowy (REER – Real Effective Exchange Rate)	Zmiana w % w ciągu 3 lat	+/- 5% (dla strefy euro)
		+/- 11% (poza strefą euro)
Udział w rynkach eksportowych (EMS – Export Market Shares)	Zmiana w % w ciągu 5 lat	> -6%
Nominalne jednostkowe koszty pracy (ULC – Unit Labour Costs)	Zmiana w % w ciągu 3 lat	< 9% (dla strefy euro)
		< 12% (poza strefą euro)
Nierównowagi wewnętrzne		
Indeks cen nieruchomości (HPI – House Prices Index)	Zmiana w % rok do roku	< 6%
Przepływy kredytowe sektora prywatnego (PSCF – Private Sector Credit Flow)	% PKB	< 14%
Zadłużenie sektora prywatnego (PSD – Private Sector Debt)	% PKB	< 133%
Dług brutto sektora finansów publicznych (GGSD – Gross Government Sector Debt)	% PKB	< 60%
Stopa bezrobocia (UR – Unemployment Rate)	3-letnia średnia krocząca	< 10%
Zobowiązania sektora finansowego (TFSL – Total Financial Sector Liabilities)	Zmiana w % rok do roku	< 16,5%
Wskaźniki rynku pracy		
Stopa aktywności zawodowej	3-letnia średnia krocząca	> -0,2%
Stopa bezrobocia długoterminowego	3-letnia średnia krocząca	< 0,5%
Stopa bezrobocia ludzi młodych	3-letnia średnia krocząca	< 2,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.gov.pl/web/przedsiebiorczosc-technologia/semestr-europejski (01.05.2019)

Tablica ta zawierała 11 wskaźników w ramach nierównowag wewnętrznych, zewnętrznych i konkurencyjności, po czym w 2015 r. dodano 3 kolejne, dotyczące sytuacji na rynku pracy. Komisja Europejska uzasadniła dobór wskaźników do Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej w następujący sposób (*Scoreboard for…* 2012, s. 4):

– zestaw wskaźników uwzględnia szerokie podejście do możliwych zakłóceń równowagi, a tym samym stabilności makroekonomicznej oraz konkurencyjności gospodarek, oparte zarówno na literaturze ekonomicznej, jak i na dotychczasowych doświadczeniach. Z tego względu Procedura ta uwzględnia wskaźniki charakteryzujące równowagę wewnętrzną oraz zewnętrzną i konkurencyjność.

– wskaźniki oraz ich dopuszczalne progi zostały ustalone w taki sposób, żeby stanowiły sprawny mechanizm ostrzegania o możliwym zagrożeniu dla równowagi makroekonomicznej, a tym samym dla konkurencyjności gospodarki. Progi ustalono za pomocą metod statystycznych na podstawie dolnego bądź górnego kwartyla historycznego rozkładu danych.

– tablica wyników odgrywa ważną rolę informacyjną. W tym celu prezentuje ona ograniczony, niemniej jednak jasny i klarowny, zbiór wskaźników tak, aby mógł być zrozumiały dla osób trzecich. Ważnym elementem komunikacyjnym jest również jawność gromadzonych informacji, czemu sprzyja udostępnianie ich na stronie internetowej.

– wskaźniki muszą charakteryzować się wysoką jakością, wiarygodnością, a także porównywalnością między krajami, co zapewnia Europejski Kodeks Praktyk Statystycznych. Jako wiarygodne źródło informacji statystycznych podaje się Eurostat, a jeżeli dane nie są dostępne, wskazanym jest wykorzystanie innych wiarygodnych źródeł, jak baza statystyczna Europejskiego Banku Centralnego.

Kolejnym ze sposobów pomiaru stabilności makroekonomicznej jest jej ocena za pomocą tzw. kryteriów konwergencji (PIETRYKA 2009), które zawarto w Traktacie z Maastricht z 1992 r. Na jego mocy utworzono Unię Europejską. Wykorzystali je w swoich badaniach K.O. EHIGIAMUSOE, H.H. LEAN i J.H. CHAN (2020). Na ich podstawie oceniana jest kondycja gospodarcza kraju oraz jego gotowość do przystąpienia do strefy euro. Kryteria te przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

Kryteria konwergencji nominalnej

Kryterium	Charakterystyka
Stabilność cen	średnioroczny wskaźnik wzrostu cen w danym kraju mierzony HICP nie może być wyższy od średniej stopy inflacji w trzech krajach członkowskich Unii Europejskiej o najlepszych pod tym względem wskaźnikach o więcej niż 1,5 pkt. procentowego
Deficyt budżetowy	deficyt publiczny nie może przekraczać 3% rocznego PKB
Dług budżetowy	dług publiczny nie może przekraczać 60% rocznego PKB
Stabilność długookresowych stóp procentowych	długoterminowa stopa procentowa w kraju członkowskim nie powinna przekroczyć średniej nominalnej długookresowej stopy procentowej w trzech krajach Unii Europejskiej o najniższym rocznym wskaźniku inflacji o więcej niż 2 pkt. procentowe
Stabilność kursów walutowych	wahania kursu waluty krajowej muszą mieścić się w przedziale +/-15% wokół kursu centralnego. Kurs waluty krajowej nie może w okresie dwóch lat podlegać silnym napięciom, a także nie może być – na własny wniosek kraju – dewaluowany w stosunku do żadnej waluty krajów Unii Europejskiej

Źródło: opracowanie własne na podstawie PIETRYKA I. 2009. *Proces konwergencji nominalnej i realnej w warunkach integracji walutowej*. Equilibrium 2(3), 52.

Wymienione metody stanowią różne podejścia do oceny stabilności makroekonomicznej. Ich porównanie przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4

Porównanie wybranych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej

Cecha/Metoda	Pięciokąt Stabilizacji Makroekonomicznej	Kryteria konwergencji	Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej
Kiedy została wprowadzona?	1990 r.	1992 r.	2011 r.
Ile wskaźników cząstkowych uwzględnia metoda?	5 wskaźników	5 wskaźników	11 wskaźników podstawowych (6 wskaźników równowagi wewnętrznej i 5 wskaźników równowagi zewnętrznej oraz konkurencyjności) oraz wskaźniki pomocnicze
Czy w wyniku wykorzystanej metody formułowany jest wskaźnik syntetyczny?	Tak	Nie	Nie
Czy istnieją wartości progowe do oceny stabilności makroekonomicznej?	Nie	Tak, dla wszystkich wskaźników	Tak - dla podstawowych wskaźników Nie - dla wskaźników pomocniczych
Czy dane do oceny stabilności makroekonomicznej są ogólnie dostępne?	Tak	Tak	Tak
Czy metoda uwzględnia dane makrofinansowe?	Wyłącznie dotyczące długu publicznego w relacji do PKB	Wyłącznie dotyczące długu publicznego oraz deficytu w relacji do PKB	Tak

Źródło: opracowanie własne

Porównanie zaprezentowanych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej pozwala na wskazanie ich zalet oraz wad. Największą zaletę wyróżnionych koncepcji stanowi możliwość wielowymiarowej oceny stabilności makroekonomicznej poszczególnych krajów. Metoda Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej oraz kryteria konwergencji zostały wprowadzone na początku lat 90. XX w. i nie uwzględniają zbyt wielu wskaźników stabilności makroekonomicznej. Najbardziej nowoczesną, dostosowaną do współczesnych warunków, szczególnie pokryzysowych, wydaje się być Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej. Jej zaletą jest uwzględnianie wielu wskaźników zarówno o charakterze makroekonomicznym, jak i makrofinansowym, co jest istotne z punktu widzenia wzmożonego rozwoju rynków finansowych, czyli finansyzacji. Zaletą Metody Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej jest możliwość obliczenia syntetycznego wskaźnika stabilności makroekonomicznej oraz obserwacja jego zmian w czasie, ale wadę stanowi brak progów, po przekroczeniu których sytuację makroekonomiczną gospodarki można uznać za stabilną bądź nie. W przypadku pozostałych dwóch metod możliwa jest ocena kształtowania się poszczególnych wskaźników stabilności makroekonomicznej w zależności od ustalonych progów, co pozwala wskazać obszary stabilności makroekonomicznej, w których sytuacja wymaga skorygowania. Pomimo tego, że Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej uwzględnia szereg różnorodnych wskaźników stabilności makroekonomicznej, brak jest wśród nich, np. wskaźnika deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB. Spowodowane jest to tym, że Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej spełnia rolę uzupełniającą do innych instrumentów stosowanych w strukturach Unii Europejskiej, w tym przypadku Procedury Nadmiernego Deficytu (JANECKI 2017, s. 126).

Poza sformalizowanymi metodami oceny stabilności makroekonomicznej w literaturze przedmiotu publikowane są badania, w których autorzy samodzielnie tworzą syntetyczne wskaźniki oceny stabilności makroekonomicznej. Przykład stanowią badania Z. URBANOWICZ (2015b). Autorka za pomocą miar statystycznych oraz metody porządkowania liniowego obliczyła syntetyczny wskaźnik stabilności makroekonomicznej, dzięki czemu ustaliła ranking krajów strefy euro pod względem poziomu stabilności makroekonomicznej. V. MARTINEZ i B.S. SANCHEZ-ROBLES (2012) wykorzystali w swoich badaniach wskaźnik stabilności makroekonomicznej publikowany w corocznych raportach *Global Competetiveness Report*, na który składa

się wskaźnik inflacji oraz długu publicznego. Z kolei S. ANTWI, E.F. MILLS i X. ZHAO, (2013) wykorzystali do pomiaru stabilności makroekonomicznej tylko jeden wskaźnik – stopęinflaci. Innym przykładem są badania R. ZOLKOVER i J. RENKAS (2020), którzy zaproponowali syntetyczny wskaźnik stabilności makroekonomicznej bazując na 14 wskaźnikach publikowanych w ramach Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej. Z kolei I. ŞIKLAR i M. KOCAMAN (2018) jako mierniki stabilności makroekonomicznej przyjęli stopę inflacji jako wyznacznik stabilności sfery realnej oraz realny kurs walutowy wyznaczający stabilność sektora finansowego.

Podsumowując, stabilność makroekonomiczna stanowi główny cel polityki gospodarczej niezależnie od panującego aktualnie nurtu ekonomii. Brak jest jednak konsensusu co do samego definiowania pojęcia stabilności makroekonomicznej oraz do najbardziej odpowiedniej metody pomiaru. Ze względu na różnorodność jej definicji funkcjonujących w literaturze przedmiotu na potrzeby badań w niniejszej pracy doktorskiej przyjęto za M. GORYNIĄ i E. ŁAŹNIEWSKĄ (2009), że stabilność makroekonomiczna jest konfiguracją różnych wskaźników makroekonomicznych, która stanowi podstawę osiągnięcia zrównoważonego wzrostu w długim okresie. Do pomiaru stabilności makroekonomicznej w krajach Unii Europejskiej wykorzystano natomiast metodę Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej rozwiniętą oraz szeroko stosowaną przez G. KOŁODKO.

2.2. Determinanty stabilności makroekonomicznej

Poszukiwanie czynników kształtujących poziom stabilności makroekonomicznej stanowi wyzwanie badawcze podejmowane przez wielu naukowców. Wskazuje to na rosnącą popularność oraz aktualność podjętej tematyki, a tym samym na możliwość wyodrębnienia pewnej luki badawczej. Zagadnienie to jest istotne z punktu widzenia władz gospodarczych, które jako główny cel stawiają osiągnięcie stałego tempa wzrostu gospodarczego. Służy temu utrzymywanie stabilności gospodarki (PILARCZYK 2018, s. 176).

Głównym czynnikiem wpływającym na poziom stabilności makroekonomicznej jest prowadzona polityka gospodarcza. Kluczową rolę w oddziaływaniu na stabilność makroekonomiczną krajów europejskich odgrywają instytucje (ACEMOGLU, ROBINSON 1999; SUBRAMANIAN, SATYANATH 2004). Według Y. BILANA i in. (2019) stabilność makroekonomiczna jest uzależniona

od strategicznych decyzji rządu oraz formułowanych długookresowych celów. Polityka gospodarcza korzysta z dorobku teorii makroekonomicznych objaśniających funkcjonowanie całego społeczeństwa i na ich podstawie z wykorzystaniem odpowiednich narzędzi osiąga założone cele. Najważniejszą rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej odgrywają polityka fiskalna oraz pieniężna. Polityka fiskalna dysponuje podstawowymi instrumentami osiągania stabilności makroekonomicznej, do których należą antycykliczna polityka fiskalna, a w niej automatyczne stabilizatory koniunktury oraz dyskrecjonalna polityka fiskalna (MUNIR, RIAZ 2019, s. 14). Automatyczne stabilizatory działają w ramach pasywnej polityki fiskalnej, natomiast dyskrecjonalna polityka fiskalna jest rodzajem aktywnej polityki fiskalnej (SPYCHAŁA, SPYCHAŁA 2017, s. 120). Polityka dyskrecjonalna obejmuje działania podejmowane przez polityków w sposób celowy oraz świadomy, nakierowany na określony proces, co ma na celu oddziaływanie na zmiany aktywności gospodarczej poprzez wpływ na wielkość globalnego popytu oraz jego części składowych (BARCZYK 2012, s. 151; KALINOWSKA 2015, s. 154). Z kolei automatyczne stabilizatory koniunktury, do których należą dochody oraz wydatki budżetowe nie wymagają podejmowania żadnych działań przez władze publiczne. Wykazują one wrażliwość na zmiany bezrobocia oraz dochodu narodowego (MACKIEWICZ, KRAJEWSKI 2008, s. 6). Pomimo wielu prób weryfikowania zależności między polityką fiskalną a stabilnością makroekonomiczną, prowadzone badania dają niejednoznaczne wyniki. Część rezultatów, czego przykładem są badania przeprowadzone przez D. FURCERI (2010) oraz A. FATÁS i I. MIHOV (2012), wykazała pozytywną rolę polityki fiskalnej w osiąganiu stabilności makroekonomicznej. Na szczególną uwagę w tym przypadku zasługuje wzrost wydatków publicznych. Z kolei rezultaty uzyskane przez A. JAVIER, R. DOMÉNECH i A. FATÁS (2008), M.S. MOHANTY i F. ZAMPOLLI (2009) oraz C. LI (2010) wykazały negatywny wpływ polityki fiskalnej na stabilność makroekonomiczną. Co więcej, dowiedziono, że oddziaływanie automatycznych stabilizatorów koniunktury jest słabsze w gospodarkach rozwijających się (DEBRUN, KAPOOR 2010), a silniejsze w krajach wysoko rozwiniętych (SILGONER i in. 2003).

Polityka monetarna obejmuje działania banku centralnego na rzecz stabilizacji inflacji oraz fluktuacji cyklu koniunkturalnego (JAYAWICKREMA 2019, s. 2). Do podstawowych instrumentów polityki pieniężnej należą rezerwa obowiązkowa, operacje otwartego rynku oraz operacje kredytowo-depozytowe, a ich rentowność

określają ustalane stopy procentowe (ROLSKI 2015, s. 134). Należy pamiętać o celach, jakie postawiono bankom centralnym. Większość banków centralnych, w tym Europejski Bank Centralny, przyjęła strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, natomiast do pozostałych zamierzeń należą zapewnienie wysokiej stopy zatrudnienia oraz utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Wskazuje to, że same cele polityki pieniężnej zobowiązują banki centralne do dbałości o utrzymywanie stabilności makroekonomicznej. Według V. DUDCHENKO (2020) polityka banku centralnego ma istotny wpływ nie tylko na stabilność finansową, stabilność sektora bankowego, ale również na rozwój całej gospodarki. Szczególną rolę w tym zakresie przypisuje się niezależności banku centralnego. W przypadku wyczerpywania się skuteczności tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej stosowane są tzw. niestandardowe instrumenty. Do tego typu działań zaliczyć można np. skup obligacji skarbowych, korporacyjnych, a także jednostek funduszy inwestycyjnych (ŁON 2020, s. 69). Decyzję o zastosowaniu niestandardowych instrumentów polityki pieniężenj podjął m.in. Europejski Bank Centralny w sierpniu 2007 r. Instrumenty te obejmują zarówno przekształcenie już stosowanych, jak i wprowadzanie nowych narzędzi (MATYSIAK 2018, s. 93). W tym kontekście należy również wspomnieć o asymetrii polityki gospodarczej w krajach Unii Europejskiej. W państwach, które przyjęły wspólną walutę prowadzona jest autonomiczna polityka fiskalna, natomiast politykę pieniężną prowadzi Europejski Bank Centralny w sposób zharmonizowany. W warunkach zróżnicowania gospodarczego krajów strefy euro polityka fiskalna staje się jedynym instrumentem reagowania na szoki asymetryczne (ORĘZIAK 2009, 46-47; KOTLIŃSKI 2013b, s. 11). Z kolei jej znaczenie oraz efektywność są uzależnione od stanu finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich (URBANOWICZ 2014, s. 259). Wyniki badań wskazują na nieadekwatność polityki pieniężnej w krajach strefy euro prowadzonej podczas ostatniego kryzysu finansowego. Wpływ miała na to heterogeniczność tej grupy krajów pod względem struktury gospodarek oraz brak synchronizacji cykli koniunkturalnych. Stwierdzono, że działania antykryzysowe podejmowane przez Europejski Bank Centralny mogły doprowadzić nawet do rozpadu strefy euro (URBANOWICZ 2015a, s. 20).

Stabilność makroekonomiczną determinują także czynniki finansowe (GUARATA, PAGLIACCI 2017, s. 2). Najważniejszą rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej odgrywa sektor bankowy oraz stosowana polityka kredytowa. Istotne znaczenie odgrywa stopień koncentracji sektora bankowego. Według

T. HELLMANNA i in. (2000) większa koncentracja sektora bankowego przyczynia się do zwiększania siły rynkowej banków oraz ich zysków, które stanowią bufor zabezpieczający przed niespodziewanymi szokami. Należy jednak pamiętać, że im wyższy jej stopień, tym większe ryzyko powstawania instytucji typu *too big too fail*, które w przyszłości mogą generować dodatkowe koszty publiczne wpływając negatywnie na stabilność makroekonomiczną. Co więcej, według J.H. BOYDA i G. DE NICOLO (2005) większa koncentracja w sektorze bankowym może wpływać negatywnie na zachowania przedsiębiorców poprzez zwiększanie oprocentowania udzielanych kredytów. Banki mogą więc w taki sposób wykorzystywać swoją siłę rynkową. Kolejnym czynnikiem jest akcja kredytowa. Ogólnie rzecz ujmując, kredyt jest instrumentem, który pozwala finansować konsumpcję oraz realizować wysokodochodowe projekty inwestycyjne. Jednak zbyt wysoki jego poziom prowadzi do wzrostu udziału kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków oraz do niewypłacalności podmiotów gospodarczych. Poza sektorem bankowym istotne znaczenie ma rynek kapitałowy. Ceny akcji notowanych na giełdzie są odzwierciedleniem różnych zmiennych makroekonomicznych, takich jak inflacja, kurs walutowy, stopy procentowe, czy produkcja przemysłowa (KHODAPARASTI 2014, s. 54). Bezpieczeństwo funkcjonowania sektora finansowego może zapewnić odpowiedni nadzór. Poprzez odpowiednie regulacje może on stanowić istotny czynnik poprawy stabilności makroekonomicznej. Finansyzacja gospodarki jest kolejnym czynnikiem wpływającym na stabilność makroekonomiczną (SHKOLNYK i in. 2019, s. 43). S. KOZMENKO i M. KORNEEV (2014) dokonali analizy wpływu rozwoju sektora finansowego na sektor realny. Wyniki wykazały zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Nadmierny rozwój rynków finansowych przyczynia się do nierównomiernego rozkładu dochodów (HARUNA 2012, s. 162; KUS 2012, s. 492-493; ALVAREZ 2015, s. 449; GODECHOT 2015, s. 19-20). Poza konsekwencjami prowadzącymi w dłuższej perspektywie do poszerzania sfery ubóstwa, proces finansyzacji generuje wysoki deficyt oraz dług publiczny (KSIĘŻYK 2013, s. 16), wysoką stopę bezrobocia (ASSA 2012, s. 35-39), a także deficyt obrotów bieżących i nadwyżkę na rachunku finansowym (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 202). Proces finansyzacji skutkuje osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego oraz większą podatnością gospodarek na kryzysy finansowe (MARSZAŁEK 2013, s. 227). W rezultacie prowadzi on do zniekształceń przebiegu tradycyjnego cyklu koniunkturalnego (SZUNKE 2014, s. 101; MAŁECKI 2016, s. 49). R. BARRADAS (2019) analizując wpływ finansyzacji

na rynek pracy krajów Unii Europejskiej doszedł do wniosku, że występuje luka rozwojowa między sektorem finansowym a realnym. Z kolei T. SVILOKOS oraz I. BURNIN (2015) dowiedli, że proces finansyzacji prowadzi do deindustrializacji gospodarki poprzez wpływ na spadek wartości dodanej sektora przemysłowego. Jednak wzrost wartości dodanej sektora usług, w tym finansowych, nie idzie w parze ze wzrostem zatrudnienia.

Istotną rolę w oddziaływaniu na stabilność makroekonomiczną odgrywają czynniki społeczne, a wśród nich kapitał ludzki (MANKIW, TAYLOR 2016), któremu sprzyjają wspomniane wcześniej instytucje oraz ich jakość (HAROLD 2018). Poza oddziaływaniem na jakość kapitału ludzkiego, instytucje wpływają na badania oraz rozwój. W rezultacie, silne instytucje przyczyniają się do podwyższania poziomu edukacji, a tym samym do zwiększania kwalifikacji siły roboczej. Dostęp do niej zwiększa konkurencyjność przedsiębiorstw, a tym samym gospodarki (NELA i in. 2019, s. 146). Na ważność czynników społecznych wskazują także M.S. ABAAS i in. (2018). Wśród determinant społecznych pozytywnie oddziałujących na stabilność makroekonomiczną wymieniono przewidywaną długość życia oraz inwestycje w kapitał ludzki. Jako negatywny czynnik natomiast wskazano współczynnik dzietności. Nie bez wpływu na stabilność makroekonomiczną pozostaje sytuacja na rynku pracy. Według D. NELA i in. (2019) czynnikiem sprzyjającym stabilności makroekonomicznej jest jego elastyczność. Procesy globalizacyjne wpłynęły na wszystkie aspekty funkcjonowania gospodarek, których zwiększona otwartość może stanowić istotny czynnik zarówno poprawy, jak i osłabienia stabilności makroekonomicznej. W tym zakresie wskazano wolny handel (SACHS 1991) oraz eksport dóbr i usług (ABAAS i in. 2018, s. 166). Wśród innych czynników wymienianych jako determinanty stabilności makroekonomicznej wyróżnić można wolność gospodarczą oraz demokrację. Dowiedziono, że wpływ tych zmiennych był pozytywny w 11 krajach Europy Środkowo-Wschodniej (YEVDOKIMOV i in. 2018, s. 288). Wzmożona globalizacja umożliwiła zwiększenie przepływów kapitałowych w formie inwestycji. Kolejnym czynnikiem kształtującym stabilność makroekonomiczną są więc bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) (ABAAS i in. 2018, s. 166). Inwestycje te przynoszą korzyści zarówno krajowi przyjmującemu, jak i macierzystemu. Wśród korzyści BIZ wskazać można przepływ technologii, kapitału, *know-how* oraz umiejętności zarządczych. Wpływają one także na poprawę bilansu płatniczego kraju przyjmującego, a w rezultacie na jego stabilność

makroekonomiczną. Z kolei kraj macierzysty odnosi korzyści w formie obniżki kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, m.in. poprzez redukcję nakładów na zatrudnienie (ŞIKLAR, KOCAMAN 2018, s. 19). Na istotność BIZ wskazują także K.V. TYRKBA oraz M.G. YASHINA (2021).

Kolejną grupę stanowią czynniki technologiczne (CEBULA, PIMONENKO 2015; DKHILI 2018). Determinanty takie jak infrastruktura w dziedzinie badań i rozwoju, w ramach współpracy sektora publicznego i prywatnego przyczyniają się do stabilności makroekonomicznej poprzez tworzenie dogodnych warunków w otoczeniu biznesu (KOZUBIKOVA, KOTASKOVA 2019, s. 96). W szczególności innowacje sprzyjają stabilności makroekonomicznej (MUHAMMAD i in. 2020, s. 1). Według V. LEVCHENKO i in. (2018) oraz G. AZARENKOVA i in. (2018) istotną rolę odgrywają technologiczne innowacje o charakterze finansowym, które przyczyniają się do wzrostu stabilności makroekonomicznej oraz spadku szarej strefy. Innowacje te pozwoliły dokonać transformacji sektora bankowego, który stanowi podstawowy element systemów finansowych wielu gospodarek przyczyniający się do ich rozwoju (BARA, MUDZINGIRI 2016, s. 65). Popytowi na innowacje służą reformy publiczne korzystne dla firm. Mogą one skłaniać przedsiębiorstwa do zmiany modelu biznesowego. Skala tego oddziaływania jest uzależniona nie tylko od stosowanych instrumentów polityki gospodarczej, ale również od jej elastyczności rozumianej jako przejrzystość oraz otwartość (CHOU, CHIN 2011). Stosowane strategie polityki gospodarczej koncentrujące się na szybkim tempie wzrostu gospodarczego powinny uwzględniać konsekwencje dla środowiska (PIMONENKO i in. 2021, s. 1). Redukcja wydatków budżetowych w celu poprawy stanu finansów publicznych oraz zmniejszenia inflacji może wiązać się z cięciem wydatków na ochronę środowiska (MUNASINGHE 1999, s. 92). W dłuższej perspektywie pogorszenie stanu środowiska naturalnego, nadmierna eksploatacja zasobów w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego może przyczynić się do pogorszenia stabilności makroekonomicznej.

Wśród czynników kulturowych na uwagę zasługuje zaufanie (BÜTZER i in. 2013; VORONKOVA i in. 2019; TALIENTO i in. 2020), które oddziałuje na stabilność makroekonomiczną na dwa sposoby. Po pierwsze, zaufanie ułatwia zarządzanie władzom gospodarczym. Sprzyja to wykazywaniu pozytywnych zachowań obywatelskich oraz większej spójności społeczeństwa. Po drugie, zaufanie zwiększa wiarygodność. Czynniki te obniżają koszty interakcji oraz sprzyjają większej pewności podczas planowania. Ma to pozytywny wpływ na inwestycje (SANGNIER

2013, s. 3-4). Wartym uwagi modelem jest model kulturowy G. HOFSTEDE, który powstał w latach 60. oraz 70. XX w. (CZERWONKA 2015, s. 282). Model ten uwzględniał początkowo cztery wymiary kultury, do których należy dystans do władzy (*Power Distance Index – PDI*), indywidualizm (*Individualism – IDV*), męskość (*Masculinity – MAS*) oraz unikanie niepewności (*Uncertainty Avoidance Index – UAI*). Następnie wyodrębniono wymiar piąty, czyli orientację długoterminową (*Long Term Orientation – LTO*). Ogólnie, wymiar kulturowy w tym modelu pojmowany jest jako pewna mierzalna cecha kultury danego obszaru, która stanowi podstawy do porównań między krajami (PRZYBYLSKA 2016, s. 288). Istotność wpływu tych czynników na stabilność makroekonomiczną w swoich badaniach zweryfikowała J. ŠENKÝŘOVÁ (2015). Dodatkowo Autorka wykorzystała takie wskaźniki jak cechy dzieci, w tym ciężka praca oraz odpowiedzialność, znaczenie pracy w życiu i zaufanie. Istotnym czynnikiem wpływającym negatywnie na stabilność makroekonomiczną jest szara strefa. Jest to zjawisko obecne w każdej gospodarce, ale jej skala jest różna (BUSZKO 2017, s. 47). Jak stwierdzają A. BUSZKO oraz K. SZUMOWSKA (2014) większy poziom szarej strefy jest charakterystyczny dla krajów słabo rozwiniętych gospodarczo, natomiast w krajach o silnych podstawach gospodarczych skala ta jest mniejsza. Podstawowym problemem związanym z istnieniem szarej strefy jest brak ujmowania dochodów z prowadzonej nielegalnej działalności w PKB. Zjawisko pomniejsza dochody budżetowe, przede wszystkim podatkowe, co skutkuje zwiększeniem deficytu publicznego. Jednocześnie wzrastają wydatki budżetowe związane z przepływem świadczeń społecznych, w tym zasiłków dla bezrobotnych, do osób zatrudnionych w szarej strefie (BUSZKO 2016, s. 86). Zatrudnienie w szarej strefie stanowi także przeszkodę w obniżaniu oficjalnej stopy bezrobocia (BUSZKO 2019, s. 13). Prowadzi to w rezultacie do zmniejszenia inwestycji oraz innowacji w gospodarce przyczyniając się do obniżenia jej potencjału (TIUTIUNYK i in. 2020, s. 27). Zachodzi także wysokie ryzyko wystąpienia niestabilności finansowej państwa (ELGIN, URAS 2013, s. 19).

Podsumowując, determinanty stabilności makroekonomicznej stanowią niejednorodną grupę. Mają one charakter zarówno polityczny, finansowy, społeczny, technologiczny, ekologiczny, jak i kulturowy (BILAN i in. 2019, s. 438). Siła oddziaływania poszczególnych czynników jest zróżnicowana. Wpływ na to mają nie tylko rodzaj oraz częstotliwość stosowanych instrumentów, ale także rozwój danej gospodarki. Dokonany przegląd badań wskazuje, że polityka gospodarcza silniej

oddziałuje na stabilność makroekonomiczną krajów wysoko rozwiniętych, natomiast w pozostałych krajach wpływ ten jest słabszy. Podobne zależności dostrzeżono w przypadku takich czynników, jak rozwój rynków finansowych. Zwiększenie ich rozmiaru w odniesieniu do gospodarki wpływa na zwiększenie siły tego oddziaływania. Problem dotyczący ustalenia optymalnych decyzji związanych z utrzymywaniem odpowiedniego stopnia stabilności makroekonomicznej pozostaje więc nadal nierozwiązany, na co wpływ wywiera mnogość perspektyw badawczych (ZOLKOVER, RENKAS 2020, s. 177).

2.3. Stabilność makroekonomiczna jako podstawa wzrostu gospodarczego

Nadrzędnym celem utrzymywania stabilności makroekonomicznej jest osiąganie stałego tempa wzrostu gospodarczego. Stanowi to priorytet władz gospodarczych (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 145; MUNIR, RIAZ 2019, s. 14). Podkreśla się, aby był to wzrost zrównoważony, czyli taki, który łączy w sobie harmonię zarówno na płaszczyźnie gospodarczej, społecznej, jak i przyrodniczej (ROKICKA, WOŹNIAK 2016, s. 6). Koncepcja zrównoważonego rozwoju pojawiła się w latach 60. XX w. na skutek zwiększonej aktywności ruchów ekologicznych i wyparła tradycyjne rozważania skupiające się wyłącznie na zmianach ilościowych (BRZOSKA, LEWANDOWSKA 2013, s. 88). Współcześnie uwzględnia się także zmiany jakościowe, w tym postępujące w środowisku naturalnym na skutek dynamicznego rozwoju gospodarek (GINTING 2020, s. 484).

Jak już wcześniej wspomniano, stabilność makroekonomiczna jest istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego (TOMCZAK-WOŹNIAK 2015, s. 150). Pierwsze z nich tworzy odpowiednie warunki dla rozwoju gospodarczego, podczas gdy drugie generuje inwestycje, dochody oraz miejsca pracy. Oba zjawiska najogólniej prowadzą do zwiększenia możliwości poprawy standardu życia obywateli oraz redukowania ubóstwa. Kluczową jednak kwestią utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej jest odporność gospodarki na szoki, zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne (BASHIR 2012, s. 1). Poziom stabilności makroekonomicznej określają różnorodne zmienne, a oddziaływanie to odbywa się wielotorowo. Wpływ ten odbywa się na płaszczyźnie mikro-, jak i makroekonomicznej, dotykając struktury gospodarczej, jak i społecznej.

Stabilność makroekonomiczna stymuluje wzrost gospodarczy głównie poprzez tworzenie dogodnych warunków do podejmowania inwestycji. Jako czynniki

pozytywnie oddziałujące na wzrost gospodarczy należą (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 146):

– stabilne stopy procentowe,

– stabilna, niska inflacja,

– niski poziom bezrobocia,

– stabilny kurs walutowy.

Stopy procentowe wpływają w sposób bezpośredni na zagregowaną podaż oraz zagregowany popyt, a w rezultacie na poziom cen. W sposób pośredni natomiast oddziałują na składniki zagregowanego popytu, w tym wydatki konsumpcyjne, inwestycyjne, rządowe, na eksport netto i w końcowym efekcie na poziom PKB (IWASZCZUK, SZYDŁO 2016, s. 154). Stopa procentowa stanowi dochód dla podmiotu pożyczającego kapitał. Ze względu na to, że kredytodawca inwestuje swój kapitał w produktywne aktywa, stopa procentowa musi być równa co najmniej średniemu dochodowi z porównywalnego aktywa w gospodarce. W dodatku, kredytodawcy chcą uchronić się przed kosztami wyższej inflacji. Z tego względu powiększają swój dochód o jej średnią wysokość. Wynika z tego, że stopy procentowe są ściśle powiązane z inflacją (efekt Fishera). Dlatego podczas wysokiej, zmiennej inflacji należy oczekiwać zmiennych wysokich stóp procentowych. Naturalną prawidłowością stóp procentowych są ich wahania zgodnie z fazami cyklu koniunkturalnego, ale ich nadmierny wzrost stanowi oznakę niestabilności makroekonomicznej (DUTU 2012, s. 54). Niskie stopy procentowe są korzystne dla podmiotu pożyczającego kapitał, jednak niekorzystne dla podmiotów chcących ulokować swoje środki w celu pozyskania zysków. Niska stopa procentowa sprawia, że dochód z podjętej inwestycji jest zbyt niski i prowadzi do poszukiwania przez inwestorów alternatywnych sposobów ulokowania kapitału.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na poziom wzrostu gospodarczego poprzez oddziaływanie na inwestycje w gospodarce jest stopa inflacji. Inflacja stanowi pewien stopień ryzyka. Wysoki oraz zmienny poziom stopy inflacji rodzi niepewność co do przyszłej stopy zwrotu z inwestycji. Z tego względu inwestor lokujący kapitał w czasach zwiększonej inflacji oczekuje wyższej stopy zwrotu w celu zrekompensowania zwiększonego ryzyka. Z drugiej strony, zwiększona inflacja wiąże się również z większym ryzykiem dla instytucji oferującej kapitał, która również oczekuje wyższych stóp zwrotu. Inflacja oddziałuje jednak nie tylko na sektor prywatny, ale również na finanse publiczne. Inwestycje publiczne, podejmowane

nawet ze środków pozyskanych od obywateli w formie podwyżek podatków mogą tworzyć warunki sprzyjające jeszcze wyższej inflacji (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 147). Wysoka stopa inflacji stanowi sygnał o niestabilności całej gospodarki, co negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy, zakłócając jego długookresową dynamikę.

Na wzrost gospodarczy oddziałuje również sytuacja na rynku pracy, wyrażona stopą bezrobocia. Zależność pomiędzy wzrostem gospodarczym a poziomem bezrobocia w literaturze ekonomicznej tłumaczy się najczęściej za pomocą tzw. prawa Okuna. Według tego prawa wzrost stopy wzrostu gospodarczego na poziomie 1% powyżej trendu powoduje spadek bezrobocia o 0,3%. W myśl odwróconej zależności wzrost poziomu stopy bezrobocia o 1% przełoży się na spadek wzrostu gospodarczego o więcej niż 3% (MISZTAL 2014, s. 130). Wśród negatywnych konsekwencji bezrobocia wskazać można koszty utraconych możliwości. W tym przypadku oznaczają one wartość utraconych dóbr i usług które mogłyby być wytworzone przy pełnym zatrudnieniu. Innym skutkiem jest utrata części dochodów budżetowych w wyniku zmniejszonych wpływów z podatków dochodowych, składek ubezpieczeniowych i innych. Z drugiej strony, bezrobotni obciążają budżet poprzez pobieranie różnych zasiłków.

Stabilny kurs walutowy odzwierciedlający relacje pomiędzy popytem a podażą na walutę wskazuje na stabilność gospodarki. Częste wahania kursów walutowych natomiast są oznaką niestabilności oraz powodują utratę zaufania do danej waluty (DUTU 2012, s. 54). Kurs walutowy ze względu na swoją naturalną zmienność jest również oznaką ryzyka. Stabilny kurs umożliwia dokonywanie inwestycji oraz prowadzenie działalności gospodarczej poza granicami kraju (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 149). Zwiększenie inwestycji natomiast prowadzi do wzrostu gospodarczego.

W przypadku, gdy sytuacja gospodarcza nie wykazuje oznak stabilności, kraj nie będzie w stanie efektywnie wykorzystywać swojego potencjału w zakresie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Podmioty gospodarcze nie będą motywowane do rozwoju działalności poprzez dokonywanie inwestycji. Niestabilność makroekonomiczna jest również czynnikiem kryzysogennym. Kraj znajdujący się w głębokiej nierównowadze jest bardziej narażony na wybuch kryzysu. Należy podkreślić również, że niestabilność gospodarcza jest zjawiskiem charakterystycznym dla krajów dopiero rozwijających się. Gospodarki tych krajów charakteryzują się

słabym otoczeniem instytucjonalnym, zniekształconymi rynkami, brakiem rozwoju finansowego, niezdywersyfikowaną produkcją oraz handlem. Warunki te wpływają na słabe warunki gospodarcze, co skutkuje niskim wzrostem gospodarczym, bądź jego brakiem (JOYA 2011, s. 16). Zmienna sytuacja makroekonomiczna wywiera negatywny wpływ na wzrost produkcji oraz przyszłej konsumpcji. Zmienność ta może przybrać aspekt zarówno ekonomiczny, jak i polityczny (LOAYZA i in. 2007, s. 3440). Niestabilność wpływa negatywnie na wzrost produkcji poprzez tworzenie różnych form niepewności, które sprawiają, że prowadzenie działalności gospodarczej oraz dokonywanie inwestycji staje się coraz bardziej ryzykowne. Kolejną formą niepewności jest niestabilność polityczna, w tym obawy co do przyszłych decyzji wyborców żądających zmian sposobów realizacji polityki gospodarczej (DUTU 2012, s. 59).

Poprawa warunków gospodarczych przekładająca się na zwiększoną stabilność gospodarczą, przyczynia się również do poprawy konkurencyjności danej gospodarki na arenie międzynarodowej (GORYNIA, ŁAŹNIEWSKA 2009, s. 148). Stabilność makroekonomiczna stanowi istotny czynnik konkurencyjności gospodarki z punktu widzenia działalności biznesowej. Podkreśla się jednak, że sama stabilność makroekonomiczna nie zwiększa produktywności gospodarki, ale jej brak szkodzi gospodarce. Jako przykład podano brak możliwości zapewnienia usług na wysokim poziomie przez rząd, jeżeli dług publiczny jest wysoki. Z drugiej strony, przedsiębiorstwa nie mogą efektywnie funkcjonować podczas okresów wysokiej inflacji. Zatem, gospodarka może się rozwijać w sposób zrównoważony, kiedy warunki makroekonomiczne są stabilne (*The Global*…, s. 35). Zarówno stabilność makroekonomiczna, jak i wzrost gospodarczy odzwierciedlają zdolność gospodarki do konkurowania, co ma znaczenie zarówno dla całej gospodarki, jak i otoczenia biznesu. Z punktu widzenia rządu zjawiska te generują środki na finansowanie infrastruktury, rozwoju społecznego, utrzymania porządku prawnego, a tym samym bezpieczeństwa. W odniesieniu do sfery biznesu pomagają uwolnić środki na inwestycje służące budowaniu możliwości produkcyjnych dla przyszłego wzrostu (BASHIR 2012, s. 5).

O roli stabilności makroekonomicznej we wzroście gospodarczym oraz konkurencyjności świadczą chociażby wskaźniki konkurencyjności krajów publikowane przez różne instytucje. Instytucje te stawiają stabilność makroekonomiczną jako główny filar konkurencyjności badanych krajów.

Najpopularniejszy wskaźnik ogólnej konkurencyjności krajów stanowi wskaźnik publikowany corocznie przez Światowe Forum Ekonomiczne we wcześniej wspomnianych raportach pod tytułem *The Global Competitiveness Report*. W raportach tych gospodarki dzielone są na trzy ogólne grupy: gospodarki oparte na zasobach, na efektywności oraz na innowacyjności. Według metodologii tej instytucji stabilność makroekonomiczna stanowi trzeci z dwunastu filarów konkurencyjności znajdując się w kategorii gospodarki opartej na zasobach. O poziomie stabilności makroekonomicznej decydują w przypadku tego wskaźnika następujące zmienne: saldo budżetu, oszczędności sektora publicznego, stopa inflacji, poziom długu publicznego oraz rating danego kraju (*The Global*…, s. 39). Kolejnym przykładem oceny regionalnej konkurencyjności jest Regionalny Indeks Konkurencyjności (RCI). Indeks ten przedstawia poziom konkurencyjności regionów w krajach Unii Europejskiej. Zmienne składające się na ten indeks mają charakter zarówno ekonomiczny, jak i społeczny, obejmując krótko- jak i długookresowy potencjał gospodarczy regionów. Wskaźniki konkurencyjności podzielono na trzy grupy: podstawową, efektywnościową i innowacyjną. Stabilność makroekonomiczna jest jednym z jedenastu filarów konkurencyjności stanowiąc część składową pierwszej grupy – podstawowej. Przy ocenie jej poziomu brane są pod uwagę: poziom deficytu publicznego, dochód, oszczędności i pożyczki netto na poziomie narodowym, średnioroczna stopa inflacji, stopa zwrotu obligacji długoterminowych oraz zadłużenie budżetu państwa (GAWLIKOWSKA-HEUCKEL, SZLACHTA 2014, s. 150).

W każdym z wymienionych wskaźników mierzących zarówno ogólną konkurencyjność kraju, jak i jego regionów, stabilność makroekonomiczna stanowi kluczowy filar konkurencyjności, co wskazuje na rolę, jaką pełni ona nie tylko w zrównoważonym wzroście gospodarczym, ale i konkurencyjności. Stabilność makroekonomiczna stanowiąc podstawę wzrostu gospodarczego oddziałuje na inne elementy gospodarki. W połączeniu ze sprzyjającą polityką gospodarczą, otoczeniem instytucjonalnym, politycznym oraz ze stabilnym rynkiem finansowym prowadzi do wkroczenia kraju na ścieżkę zrównoważonego rozwoju.

Ponadto stabilność makroekonomiczna stanowi istotny zewnętrzny czynnik rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Bowiem, częste wahania aktywności gospodarczej rodzą niepewność co do dalszej ich aktywności, co z kolei może prowadzić do obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego (NIEDZIELSKI 2016, s. 194). Skutek niestabilności gospodarczej w formie obniżenia tempa wzrostu gospodarczego

wskazuje na jednoczesne oddziaływanie sytuacji gospodarczej na sektor przedsiębiorstw oraz odwrotnie – sektora przedsiębiorstw na stabilność makroekonomiczną. Zmienność sytuacji w sektorze przedsiębiorstw w formie m.in. zmian struktury gałęziowej, w poziomach kosztów oraz rentowności, czy też skali wykorzystania kredytu jako formy finansowania wpływa na zwiększenie lub zmniejszenie poziomu stabilności makroekonomicznej gospodarki, w jakiej funkcjonują (SZYDŁO 2013, s. 127).

Ostatni kryzys finansowy uwypuklił szkodliwy wpływ niestabilności makroekonomicznej również na ogólnie pojęte warunki życia. Częste wahania aktywności ekonomicznej, wysoka stopa inflacji, wzrastający dług publiczny, wahania kursów walutowych i rynków finansowych mogą łącznie prowadzić do utraty miejsc pracy i do zwiększenia ubóstwa. Utrzymanie stabilności makroekonomicznej jest zatem podstawowym warunkiem trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego także w perspektywie mikroekonomicznej. Stanowi ona istotny czynnik zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (MISZTAL 2019, s. 189).

Podsumowując, stabilność makroekonomiczna stanowi podstawę osiągania zrównoważonego wzrostu gospodarczego oddziałując na poziom inwestycji, decyzji alokacyjnych poszczególnych podmiotów, czy też konsumpcyjnych, ale również wpływając na poszczególne rynki oraz sektory, np. na sektor przedsiębiorstw. Zapewnienie stabilności makroekonomicznej jest warunkiem koniecznym, by osiągnąć wzrost gospodarczy. Jej brak sprawia większą nieprzewidywalność krajowego środowiska gospodarczego, z kolei większa niepewność zagraża podejmowaniu prawidłowych decyzji co do alokacji zasobów oraz inwestycji, co łącznie może zagrozić wzrostowi gospodarczemu (SERVEN, MONTIEL 2004, s. 102). Ponadto, podkreślenia wymaga fakt, iż na stabilność makroekonomiczną składa się stabilność poszczególnych zmiennych makroekonomicznych. Oznacza to, że poziom stabilności uwarunkowany jest poziomem stabilności tych zmiennych. Większa zmienność wskaźników makroekonomicznych w naturalny sposób pociąga za sobą większą zmienność sytuacji makroekonomicznej, powodując tym samym jej niestabilność.

2.4. Stabilność makroekonomiczna i finansowa – wzajemne zależności

Stabilność makroekonomiczna stanowiąca spójny cel zarówno polityki pieniężnej, jak i fiskalnej nie jest jedynym warunkiem osiągnięcia zrównoważonego

wzrostu gospodarczego. Z punktu widzenia ogólnie pojętej polityki gospodarczej oraz wzmożonego rozwoju rynków finansowych, kwestią niezwykle istotną jest także stabilność finansowa utożsamiana ze stabilnością systemu finansowego (PRÓCHNIAK, WASIAK 2014 s. 53; *Raport o stabilności… 2021*, s. 1). Wzmożone zainteresowanie tematyką stabilności finansowej, podobnie jak stabilności makroekonomicznej, uwidoczniło się w następstwie ostatniego kryzysu finansowego, który obnażył mankamenty funkcjonujących struktur finansowo-nadzorczych oraz wskazał złożoności zagadnienia stabilności finansowej. Co istotne, zapoczątkował on dyskurs naukowy w kierunku zależności występujących między kondycją sektora finansowego a stanem koniunktury gospodarczej. W rezultacie zaczęto silnie podkreślać znaczenie stabilności finansowej w osiąganiu stabilności makroekonomicznej (URBANOWICZ 2018, s. 370) i odwrotnie. G.L.F. VARELA i in. (2020) wymieniają następujące wymiary stabilności makroekonomicznej: nominalny, realny oraz zewnętrzny. Pierwszy z nich odnosi się do stabilności cen oraz tego, co się dzieje w przypadku jej braku. Drugi wymiar dotyczy stabilności aktywności gospodarczej oraz zatrudnienia, a trzeci rachunków bilansu płatniczego. Wszystkie te aspekty mają wpływ na system finansowy oraz jego stabilność poprzez zmniejszanie niepewności dotyczącej ryzyka (VARELA i in. 2020, s. 110).

Nie oznacza to jednak, że istotności stabilności finansowej nie sygnalizowano nigdy wcześniej. Do lat 70. XX w. na skutek widocznego protekcjonizmu państwowego oraz adekwatnych uregulowań systemów finansowych, rynki finansowe pozostawały we względnej stabilności. Jednak w późniejszym czasie przyspieszyła globalizacja, m.in. na skutek liberalizacji przepływów finansowych pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. W dodatku, do oferty rynku finansowego zaczęto wprowadzać instrumenty alternatywne wobec tradycyjnych lokat oraz pożyczek, co uczyniło rynki finansowe bardziej wrażliwymi oraz podatnymi na szoki zewnętrzne (KAŁUZIŃSKA 2009, s. 123). Zawirowania na rynkach finansowych są obecne od lat 80. XX w. wpływając również na sferę realną gospodarki (MITRĘGA-NIESTRÓJ 2014, s. 9).

Stabilność finansowa, choć często analizowana w literaturze, nie doczekała się, podobnie, jak stabilność makroekonomiczna jednolitej definicji. Wynika to z samej specyfiki rynku finansowego w postaci wielu instytucji funkcjonujących w jego obszarze. Do instytucji tych należą: instytucje występujące w roli pośredników finansowych (banki, fundusze inwestycyjne, spółki faktoringowe i in.), instytucje

wspomagające działalność spółek finansowych oraz zmniejszające ryzyko operacji (np. Bankowy Fundusz Gwarancyjny, instytucje szkoleniowe), a także instytucje sprawujące nadzór nad rynkiem finansowym. Ze względu na mnogość instytucji funkcjonujących oraz wspomagających rynek finansowy można stwierdzić, że stabilność finansowa występuje, gdy stabilne są poszczególne instytucje, które funkcjonują na rynku finansowym. Oznacza to, że dobra kondycja finansowa wyrażająca się w stabilności pojedynczych instytucji będzie sprzyjała stabilności całego systemu finansowego. Samo pojęcie stabilności finansowej odnosi się jednak raczej do stabilności systemu finansowego jako całości, a nie do stabilności poszczególnych instytucji, czy też aktywów. Co nie oznacza, że stabilność poszczególnych instytucji rynku finansowego oraz aktywów nie stanowi warunku stabilności całego rynku finansowego. Dlatego dla zachowania stabilności finansowej konieczne są stabilne powiązania pomiędzy tymi instytucjami (ALBULESCU i in. 2016, s. 944). Definicja stabilności finansowej nie powinna ograniczać się więc tylko do instytucji tego rynku, ale powinna nawiązywać do całej infrastruktury rynku finansowego wraz z regulacjami prawnymi, z nadzorem nad tym rynkiem oraz rolą banku centralnego w utrzymaniu jego stabilności. Niektóre definicje wykraczają nawet poza rynek finansowy, uwzględniając również stabilność sfery realnej oraz stan finansów publicznych, inne wręcz przeciwnie, ograniczają się tylko do uwzględniania sektora bankowego (ZYGIEREWICZ 2013, s. 692).

Stabilność finansowa określa proporcje pomiędzy sferą realną gospodarki, która wytwarza materialne dobra i usługi a sferą pieniężną, która świadczy na rzecz tej pierwszej usługi o charakterze finansowym. W podejściu systemowym, za pomocą którego identyfikuje się różne aspekty prywatnego oraz publicznego systemu finansowego oraz samych finansów, stabilność finansowa określana jest przez pryzmat powiązań zarówno instytucji finansowych, jak i innych instytucji o ściśle określonych kompetencjach (PYKA 2013, s. 3).

Stabilność finansowa jest istotna nie tylko z punktu widzenia teoretyków oraz praktyków życia gospodarczego, ale i instytucji, do których należą banki centralne. Narodowy Bank Polski określa stabilność finansową jako stan systemu finansowego, w którym pełni on swoje funkcje w sposób efektywny oraz ciągły, nawet w sytuacji wystąpienia niekorzystnych, nieprzewidzianych zaburzeń, których prawdopodobieństwo wystąpienia jest niskie (*Raport o stabilności… 2016,* s. 1), wskazując przy tym, że niestabilny system finansowy negatywnie oddziałuje również

na sferę realną gospodarki – gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa[9]. Z kolei Europejski Bank Centralny definiuje stabilność finansową jako sytuację, w której system finansowy (instytucje pośrednictwa finansowego, rynki oraz ich infrastruktura) jest w stanie wytrzymać szoki gospodarcze oraz gwałtowne korekty nierównowagi finansowej. Co więcej, dzięki stabilności finansowej zmniejszeniu ulega prawdopodobieństwo wystąpienia w procesie pośrednictwa finansowego zaburzeń na tyle poważnych, że mogłyby niekorzystnie wpłynąć na funkcjonowanie gospodarki realnej[10].

Jako warunki stabilności finansowej wymienia się: stabilność monetarną, stopę bezrobocia ustabilizowaną na poziomie naturalnym, wysoki poziom zaufania do instytucji finansowych oraz stabilne ceny aktywów (finansowych, jak i niefinansowych) (FOOT 2003, s. 73). W definicji tej zwraca się uwagę, że stabilności finansowej sprzyja niski wskaźnik bezrobocia oraz niska inflacja, czyli elementy stanowiące również o stabilności makroekonomicznej. Ponadto, kluczowe jest zaufanie do instytucji finansowych, które sprzyja wzrostowi gospodarczemu. Powyższe warunki stabilności finansowej pozwalają stwierdzić, że stabilność makroekonomiczna oraz finansowa nie zachodzą w odrębności. Są to zjawiska ściśle ze sobą powiązane, co szczególnie było widocznie podczas ostatniego kryzysu finansowego. Najogólniej można stwierdzić, iż stabilność makroekonomiczna, która oznacza zdrowe podstawy gospodarcze stanowi podstawę stabilności całego systemu finansowego w gospodarce (STAWSKA 2016, s. 28). Zarówno stabilność makroekonomiczna, jak i finansowa stwarzają możliwości długookresowego wzrostu gospodarczego, dzięki zapewnianiu prawidłowego przebiegu procesów ekonomicznych, stanowiąc ochronę przed zewnętrznymi szokami popytowymi oraz podażowymi (PRÓCHNIAK, WASIAK 2014, s. 53).

Pomiędzy stopniem rozwoju oraz sprawnością funkcjonowania rynków finansowych a rozwojem całej gospodarki zachodzą ścisłe zależności. Wraz ze wzrostem realnego dochodu narodowego *per capita* obserwuje się rosnący udział instytucji finansowych w tworzeniu dochodu narodowego. Zachodzi zjawisko tzw. pogłębiania finansowego, przejawiające się tym, że coraz większa część aktywów przybiera postać finansową. Szybki wzrost gospodarczy sprzyja również wzrostowi

[9] http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (05.05.2017).
[10] https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.pl.html (07.06.2019).

średniego udziału wartości aktywów instytucji finansowych w dochodzie narodowym. Zaobserwowano również, że w krajach, w których występuje wysoki poziom rozwoju rynków finansowych, szybciej następuje wzrost całej gospodarki (STĘPIEŃ 2008, s. 127).

Utrzymanie stabilności finansowej jest szczególnie ważne w odniesieniu do możliwości wystąpienia kryzysów finansowych. Brak stabilności finansowej jest bowiem czynnikiem kryzysogennym. Sam kryzys także prowadzi do zwiększenia stopnia niestabilności finansowej (STAWSKA 2016, s. 21). Europejski Bank Centralny wskazuje również, że stabilność finansowa jest stanem, w którym nie dochodzi do zwiększania ryzyka systemowego[11]. Oznacza to, że warunki makroekonomiczne danego kraju mają odzwierciedlenie nie tylko w zaburzonym wzroście gospodarczym, ale również w systemie finansowym. Niestabilność makroekonomiczna jest endogenicznym źródłem niestabilności finansowej. Jako przyczyny niestabilności finansowej tkwiące w warunkach makroekonomicznych wymienia się wysoką i zmienną inflację, następujące okresy koniunktury i dekoniunktury, brak równowagi finansów publicznych, pogarszające się *terms of trade*, czy też zwiększający się deficyt bilansu płatniczego. Ponadto, za przyczynę zarówno niestabilności makroekonomicznej, jak i finansowej traktuje się błędy w polityce makroekonomicznej – fiskalnej oraz pieniężnej (MITRĘGA-NIESTRÓJ 2014, s. 24). Pomiędzy stabilnością makroekonomiczną i finansową występują sprzężenia zwrotne. Bowiem, nie tylko niestabilność sytuacji makroekonomicznej wywołuje niestabilność systemu finansowego, ale też destabilizacja sektora finansowego negatywnie oddziałuje na sytuację gospodarczą (SŁAWIŃSKI 2011, s. 51), zaburzając jej zrównoważony wzrost. Negatywne konsekwencje niestabilności rynków finansowych w postaci ostatniego kryzysu finansowego spowodowały traktowanie stabilności finansowej jako dobra publicznego, o które władze gospodarcze powinny zabiegać (ZAWIRSKI 2014, s. 80). Stabilności finansowej sprzyja monitorowanie ryzyka systemowego rynku finansowego i jego otoczenia, a także podejmowanie działań, które eliminują, bądź ograniczają znacznie skalę tego ryzyka (*Raport o stabilności…* 2021, s. 8).

Stabilność funkcjonowania sektora finansowego, jak i sfery realnej uwarunkowana jest efektywnym funkcjonowaniem infrastruktury rynkowej, w tym

[11] https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.pl.html (05.05.2017).

przede wszystkim efektywnym systemem płatności (*Raport o funkcjonowaniu…* 2011, s. 7), ale również jakością prowadzonej polityki makroekonomicznej, w tym głównie pieniężnej. Do rozpoczęcia się kryzysu finansowego w 2008 r. w większości gospodarek brakowało makroekonomicznego nadzoru nad stabilnością rynku finansowego. Kierowano się przeświadczeniem, że polityka pieniężna nastawiona na zapewnienie stabilności cen oraz sama polityka mikroostrożnościowa, monitorująca bezpieczeństwo pojedynczych instytucji finansowych wystarczą do utrzymania stabilności całego systemu finansowego. Nadzór w ujęciu mikroekonomicznym nie przyczynia się bowiem do zapewnienia minimalizacji ryzyka systemowego, ale do ryzyka działalności poszczególnych instytucji (DOBRZAŃSKA 2014, s. 28). Dostrzeżenie tego problemu spowodowało utworzenie poza nadzorem mikroostrożnościowym, również nadzoru makroostrożnościowego. Odtąd, poza tradycyjną polityką monetarną mającą na celu utrzymanie stabilności cen, celem banków centralnych jest również czuwanie nad stabilnością systemu finansowego. Coraz większego znaczenia nabierają relacje między polityką pieniężną a rynkami finansowymi. Rynki finansowe stanowią formę kanału pośredniczącego impulsów polityki pieniężnej pomiędzy bankiem centralnym a sferą realną gospodarki. Z tego wynika, że kondycja całego rynku finansowego warunkuje skuteczność tejże polityki (ZAWIRSKI 2014, s. 80). Nieodpowiednie działania z zakresu polityki pieniężnej mogą stanowić zewnętrzne zagrożenie zarówno dla utrzymania stabilności makroekonomicznej, jak i finansowej.

Choć coraz częstszym postulatem staje się dbałość banku centralnego o stabilność finansową, to nie jest to zalecenie ustawodawcze, które zobowiązywałoby wszystkie banki centralne do takiego zapisu w swoich statutach (SZCZEPAŃSKA 2008, s. 67). Wskazuje to na pewien konflikt pomiędzy celami banku centralnego, a mianowicie, dbałością o stabilność cen, czyli o stabilność monetarną, a z drugiej strony, dbałością o stabilność finansową. Bowiem, dbałość o stabilność finansową jest formą nadzoru nad rynkiem finansowym, którego cele mogą odbiegać od celów banku centralnego spełniającego odmienne funkcje (SZUSTAK 2010, 54). Z tego względu stabilność monetarna stanowi główny cel banków centralnych, natomiast banki te spełniają również ważną rolę w zapewnieniu stabilności systemów finansowych w ramach tzw. sieci bezpieczeństwa finansowego państwa. Konieczność taka wynika z obustronnych zależności zachodzących pomiędzy stabilnością monetarną i finansową. Stabilność systemu finansowego oddziałuje pozytywnie na mechanizm

transmisji polityki pieniężnej, a co za tym idzie, na skuteczność jej realizacji. Skuteczna polityka pieniężna poprzez stabilność cen oddziałuje pozytywnie na sytuację w sektorze finansowym (KRAŚ 2013, s. 189-190). Współczesnym celem banków centralnych pozostaje, jak już wcześniej wspomniano, stabilność cen. Obok tego celu coraz częstszym postulatem, tak jak chociażby w przypadku Europejskiego Banku Centralnego, pozostaje dbałość o ogólną sytuację społeczno-gospodarczą, bez uszczerbku dla celu głównego. Jednak sama dbałość o stabilność cen oraz o stabilność sytuacji makro- i mikroekonomicznej nie wystarczy do utrzymania stabilności finansowej. Dlatego zakłada się, że banki centralne współodpowiedzialne za politykę makroostrożnościową będą współpracowały z innymi instytucjami w zakresie wypracowania optymalnych zestawów instrumentów oraz procedur, które będą umożliwiały jednoczesną dbałość o główne cele, jak i o stabilność finansową. Polityki pieniężna oraz makroostrożnościowa powinny się wzmacniać, co ma zapewnić odpowiednia struktura polityki makroostrożnościowej (PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA, SZYSZKO 2016, s. 380-381).

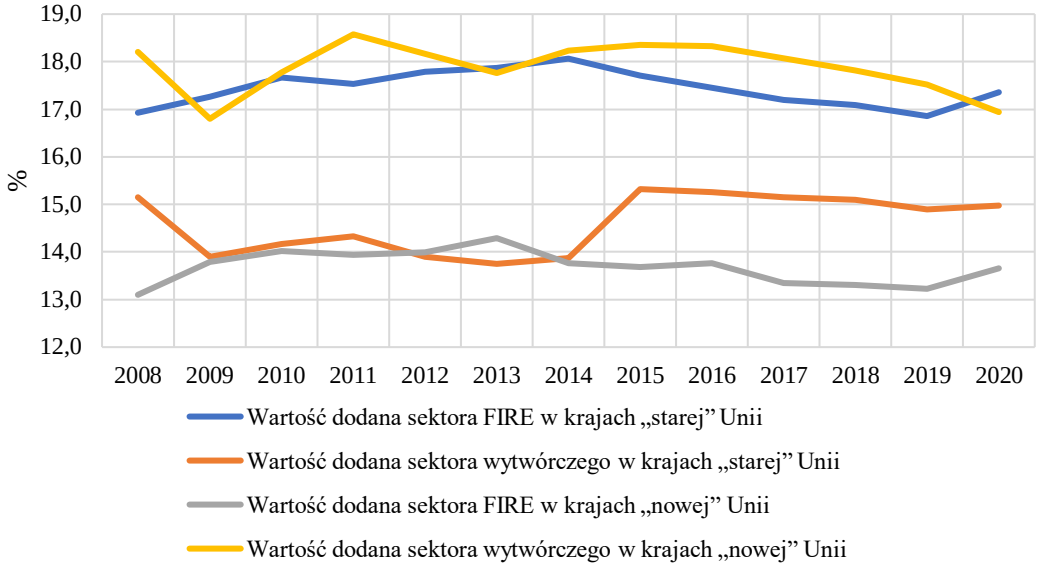
Podsumowując, stabilność makroekonomiczna nie jest jedynym warunkiem zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ze względu na wzrost powiązań rynków finansowych z podmiotami sfery realnej, mają one coraz większy wpływ na stabilność makroekonomiczną. W takich warunkach znaczenia nabiera stabilność finansowa. Należy podkreślić, że cechą charakterystyczną rynków finansowych jest dynamizm, który może tworzyć niepewność co kształtowania się sytuacji w przyszłości. Utrzymanie stabilności finansowej jest niezbędne dla stabilności makroekonomicznej. Z drugiej strony, stabilność makroekonomiczna stanowi również odporność gospodarki na szoki zewnętrzne, w tym na szoki mające swoje źródło w funkcjonowaniu rynków finansowych. Istotne jest zatem utrzymywanie stabilności zarówno finansowej, jak i makroekonomicznej, gdyż stanowią one krajowe, jak i globalne dobra publiczne (PROCZEK 2016, s. 104).

3. Ocena wybranych aspektów procesu finansyzacji w krajach Unii Europejskiej

3.1. Zmiany w sektorze finansowym pod względem wartości dodanej oraz zatrudnienia

Jednym z przejawów procesu finansyzacji jest rosnący udział sektora finansowego w gospodarce (LISEK 2016, s. 123-124). W literaturze przedmiotu można nawet doszukać się stwierdzeń, że proces finansyzacji przyspiesza dezindustrializację (odprzemysłowienie) gospodarek (SVILOKOS, BURIN 2017, s. 599; CALDENTEY, VERNENGO 2021, s. 493) polegającą na stopniowym zanikaniu sektora wytwórczego. Proces ten przejawia się malejącym zatrudnieniem w gałęzi produkcyjnej na rzecz zwiększania znaczenia sektora usług (GÓRKA i in. 2017, s. 183-184), w tym finansowych. Zyski gromadzone do tej pory kanałami produkcyjnymi są w coraz większym stopniu akumulowane kanałami finansowymi. Ze względu na to, że finansyzacja, według jednej z definicji, polega na oderwaniu się sektora finansowego od sfery realnej gospodarki, do pomiaru skali tego aspektu w krajach UE wykorzystano udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki w porównaniu do udziału wartości dodanej sektora wytwórczego w wartości dodanej gospodarki oraz udział liczby zatrudnionych w tych sektorach w zatrudnieniu ogółem w poszczególnych gospodarkach. Takie podejście uwzględnia wkład oraz wyniki tego sektora z punktu widzenia wartości dodanej oraz zaangażowania siły roboczej (ASSA 2012, s. 36). Jako argumenty potwierdzające słuszność zastosowania tych wskaźników O. GODECHOT (2020) za G. KRIPPNER (2005), E. FLAHERTY (2015) oraz A. ROBERTS i R. KWON (2017) wskazał, że najbardziej znamienne przemiany finansowe (w tym *boom* na rynkach finansowych) zachodzą głównie w sektorze finansowym, Przekształcenia dokonujące się poza sektorem finansowym także często przyjmują postać transakcji finansowych, przyczyniając się do wzrostu wartości dodanej tego sektora. Miary te w swoich badaniach wykorzystali m.in. J. ASSA (2012), M. AFSAR i in. (2014), G. GOŁĘBIOWSKI i in. (2016) oraz A. JAYADEV i in. (2018).

Na rysunku 3 przedstawiono kształtowanie się średniego udziału wartości dodanej sektora FIRE oraz sektora wytwórczego w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020.



Rys. 3. Średni udział wartości dodanej sektora FIRE oraz sektora wytwórczego w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego w wartości dodanej ogółem w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 15,2%, a udział sektora FIRE osiągnął 16,9%. W krajach „nowej" Unii średni udział sektora wytwórczego wyniósł 18,2%, a sektora FIRE 13,1%. W latach 2008-2013 w krajach „starej" Unii obserowano stopniowy wzrost średniego udziału wartości dodanej sektora FIRE i jednocześnie malejący udział sektora wytwórczego, co w przypadku tego drugiego trwało do 2014 r. W 2015 r. średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego wzrósł, a w kolejnych latach zaczął maleć, podobnie jak średni udział wartości dodanej sektora FIRE. W 2020 r. w tej grupie krajów zaobserwowano wzrost średniego udziału wartości dodanej sektora FIRE. Z kolei w krajach „nowej" Unii średni udział wartości dodanej sektora FIRE wzrastał w latach 2008-2013, po czym zaczął maleć i wzrósł ponownie w 2020 r. Średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego ulegał fluktuacjom w latach 2008-2015, a od 2016 r. zaczął wyraźnie maleć. W 2020 r. średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego w wartości dodanej ogółem w krajach „starej" Unii przyjął wartość 15,0%, a udział sektora FIRE

osiągnął 17,4%. W krajach „nowej" Unii średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego wyniósł 16,9%, a sektora FIRE 13,7%. W całym okresie badawczym zmiany w zakresie średniego udziału wartości dodanej sektora wytwórczego oraz FIRE przebiegały w podobnym kierunku. W krajach „starej" Unii średni udział wartości dodanej sektora FIRE przewyższał udział sektora wytwórczego, a w krajach „nowej" Unii udział wartości dodanej sektora FIRE był niższy od udziału sektora wytwórczego. W obu grupach krajów zaobserwowano jednak wzrost średniego udziału wartości dodanej sektora FIRE oraz spadek średniego udziału sektora wytwórczego. Wskazuje to na rosnącą rolę sektora finansowego oraz malejące znaczenie sektora wytwórczego.

W tabeli 5 przedstawiono kształtowanie się udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 5

Udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	13,7	13,7	13,7	13,8	13,6	14,0	14,0	14,1	13,8	14,1	14,0	14,1	15,0
Belgia	13,3	14,2	14,3	14,3	14,8	14,9	15,1	15,4	15,4	15,6	15,7	15,4	16,0
Dania	14,9	16,1	16,1	16,2	16,4	16,0	16,2	16,3	16,1	16,2	16,3	16,0	16,1
Finlandia	13,1	14,4	14,0	14,3	14,6	14,8	15,5	15,9	16,1	15,9	16,0	15,8	16,3
Francja	16,7	16,9	17,2	16,9	17,0	17,2	17,3	17,2	17,2	16,8	16,9	16,6	17,1
Grecja	17,6	18,5	21,7	23,0	22,9	23,4	23,8	23,0	23,3	22,6	21,8	21,1	20,8
Hiszpania	14,6	15,0	15,1	15,6	16,4	16,5	16,5	15,7	15,6	15,3	15,7	15,5	17,3
Holandia	14,1	14,2	15,1	14,8	14,6	14,7	15,2	14,9	14,4	14,2	14,0	13,9	14,4
Irlandia	17,4	15,9	17,9	16,1	16,2	15,1	15,7	12,6	12,5	11,4	11,4	10,8	10,3
Luksemburg	37,9	37,2	38,1	35,5	36,9	37,4	37,8	37,6	35,6	35,7	34,7	33,9	33,3
Niemcy	15,9	17,0	16,4	16,3	15,9	15,8	15,5	15,4	15,0	14,6	14,5	14,4	15,0
Portugalia	17,5	16,8	17,3	17,8	18,2	17,9	17,8	17,6	17,7	17,5	17,4	17,4	18,7
Szwecja	12,8	13,8	12,5	12,7	12,9	13,2	13,1	12,8	12,8	12,4	12,6	12,7	13,6
Włochy	17,5	17,9	17,9	18,2	18,7	19,2	19,4	19,4	18,9	18,5	18,3	18,4	19,2
Średnia	16,9	17,3	17,7	17,5	17,8	17,9	18,1	17,7	17,5	17,2	17,1	16,9	17,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Średni udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej ogółem wskazywał na występowanie procesu finansyzacji w grupie krajów „starej" Unii. Wartość średnia nie obrazuje jednak zróżnicowania badanego wskaźnika w poszczególnych krajach tej grupy. Krajem, w którym wystąpiła największa wartość tego wskaźnika był Luksemburg, odpowiednio 37,9% w 2008 r. oraz 33,3% w 2020 r. Jest to więc gospodarka w największym stopniu podlegająca procesowi finansyzacji, co wynika z samej jej struktury oraz oparciu jej na rynkach finansowych. Jest to również gospodarka charakteryzująca się najszybszym rozwojem innowacyjnych usług finansowych wśród krajów UE (DOMINIAK 2017, s. 92). Ponadto wysoki udział w 2000 r. wystąpił również w Grecji (17,6%), Portugalii i we Włoszech (w obu krajach

17,5%) oraz w Irlandii (17,4%). Najmniejszym udziałem sektora FIRE charakteryzowała się natomiast Szwecja (12,8%), Finlandia (13,1%) oraz Belgia (13,3%). W większości gospodarek „starej" Unii pomiędzy latami 2008 i 2020 nastąpił wzrost znaczenia sektora FIRE. Zależność tę zaobserwowano w takich krajach, jak Austria, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Portugalia, Szwecja i Włochy. Odwrotna zależność wystąpiła w trzech krajach, do których należały Irlandia, Luksemburg i Niemcy. W większości krajów „starej" Unii kryzys finansowy nie stanowił więc przyczyny spowolnienia rozwoju rynków finansowych, o czym świadczą rosnące wartości tego wskaźnika w 2009 r. zaobserwowane w większości krajów tej grupy. Najwyższa wartość badanego wskaźnika w 2020 r. charakteryzowała, poza Luksemburgiem, takie gospodarki, jak Grecja (20,8%), Włochy (19,2%) i Portugalia (18,7%). Najniższa jego wartość ukształtowała się w Irlandii (10,3%), Szwecji (13,6%) oraz w Holandii (14,4%). Średni udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki w krajach „starej" Unii wzrósł z poziomu 16,9% w 2008 r. do 17,4% w 2020 r. Można więc mówić o wzroście znaczenia sektora FIRE w krajach „starej" Unii w badanym okresie.

W tabeli 6 przedstawiono kształtowanie się udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 6

Udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

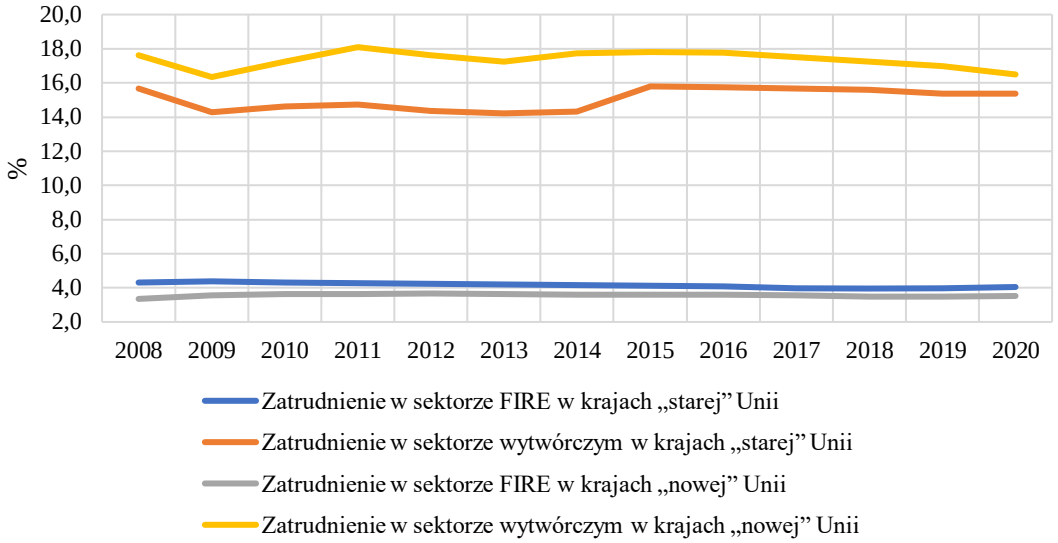
Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	17,1	17,4	20,9	19,6	18,8	18,0	17,1	16,6	16,6	16,6	17,2	16,1	15,4
Cypr	16,2	18,0	18,2	19,6	21,1	22,3	21,9	22,2	20,8	19,1	17,4	16,9	18,6
Czechy	12,5	13,6	13,7	13,5	13,5	13,6	13,1	12,8	12,9	12,7	13,5	13,3	13,9
Estonia	14,6	15,1	14,5	13,5	13,9	13,6	13,6	14,6	14,5	14,6	14,1	14,8	14,7
Litwa	10,3	10,0	9,4	8,8	8,2	8,4	8,4	8,7	9,0	8,6	9,1	8,8	9,1
Łotwa	16,7	14,8	13,4	15,7	16,5	17,2	18,2	17,3	17,5	16,2	16,0	15,3	15,6
Malta	13,4	15,3	15,5	14,9	15,9	15,5	14,1	14,1	15,0	14,8	14,9	14,6	16,1
Polska	9,8	9,2	9,4	9,5	9,1	9,4	9,7	8,8	9,4	9,2	9,1	9,7	9,8
Rumunia	9,7	11,0	12,1	12,3	12,4	13,2	12,8	13,2	12,8	11,6	11,1	11,2	10,6
Słowacja	12,3	13,6	13,1	12,8	13,0	15,2	12,1	11,9	12,7	12,7	13,1	13,2	14,3
Słowenia	12,0	13,6	13,4	12,8	11,9	12,2	11,8	12,0	11,7	11,4	11,2	11,0	11,3
Węgry	12,6	13,9	14,6	14,2	13,6	12,9	12,4	12,0	12,3	12,6	12,9	13,8	14,4
Średnia	13,1	13,8	14,0	13,9	14,0	14,3	13,8	13,7	13,8	13,3	13,3	13,2	13,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii pomimo mniejszej skali rozwoju rynków finansowych sytuacja także była zróżnicowana. W 2008 r. największy udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki odnotowano w krajach takich, jak Bułgaria (17,1%), Łotwa (16,7%) oraz Cypr (16,2%), a najmniejszy w Rumunii

(9,7%), Polsce (9,8%) i na Litwie (10,3%). W większości krajów tej grupy nastąpił wzrost udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej ogółem w 2020 r. w porównaniu do 2008 r. Wśród krajów tych wskazać można Cypr, Czechy, Estonię, Maltę, Rumunię, Słowację oraz Węgry. W pozostałych krajach, do których należały Bułgaria, Litwa, Łotwa oraz Słowenia nastąpił spadek tego udziału. Wyjątek stanowiła Polska, w przypadku której udział sektora FIRE kształtował się na tym samym poziomie. W 2020 r. do gospodarek, w których odnotowano największe znaczenie sektora FIRE należały Cypr (18,6%), Malta (16,1%) i Łotwa (15,6%), a wśród krajów o najmniejszym znaczeniu znalazły się Litwa (9,1%), Polska (9,8%) i Rumunia (10,3%). W rezultacie średni udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki w 2008 r. w grupie krajów „nowej" Unii wzrósł z 13,1% w 2008 r. do 13,7% w 2020 r. Skala finansyzacji mierzona tym wskaźnikiem była więc relatywnie mniejsza w krajach „nowej" Unii w porównaniu do krajów „starej" Unii. Wynika to głównie z tego, że są to gospodarki w większości charakteryzujące się systemem finansowym zorientowanym bankowo (GOŁĘBIOWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 213-214), a przywiązanie obywateli do tradycyjnej bankowości nie jest czynnikiem mogącym stanowić podstawę do szerszego wykorzystania instrumentów rynku finansowego. Co więcej, są to w większości gospodarki, które na początku lat 90. XX w. przeszły transformację ustrojową, więc rynki finansowe nie są jeszcze dobrze rozwinięte w porównaniu z krajami zachodnimi. Z tego wynikać może mniejsza skala finansyzacji krajów „nowej" Unii i większa rola sektora wytwórczego, choć dostrzegalny jest stopniowy wzrost udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej tych gospodarek przy malejącym udziale sektora wytwórczego.

Poza zmianami wartości dodanej wytwarzanej przez poszczególne sektory w gospodarce, finansyzacja wywołuje również zmiany zatrudnienia w sektorze wytwórczym oraz FIRE. Na rysunku 4 przedstawiono kształtowanie się średniego udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE oraz w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020.



Rys. 4. Średni udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE oraz w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Analiza średniego udziału liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym oraz FIRE w zatrudnieniu ogółem wykazała niewielkie zmiany w porównaniu do średniego udziału wartości dodanej generowanej przez te sektory w wartości dodanej gospodarki. Średni udział liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym w całym okresie badawczym przewyższał średni udział zatrudnionych w sektorze FIRE zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. W 2008 r. średni udział liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 15,7%, a w sektorze FIRE przyjął wartość 4,3%. W krajach „nowej" Unii udziały te kształtowały się następująco: 17,6% w przypadku sektora wytwórczego i 3,4% w sektorze FIRE. Średni udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE był więc kilkukrotnie niższy od średniego udziału liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem. W kolejnych latach obserwowano stopniowe spadki średniego udziału liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym, jak i w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogólem. W rezultacie na koniec

okresu badawczego średni udział liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem w krajach „starej" Unii wyniósł 15,4%, a w sektorze FIRE 4,0%, natomiast w krajach „nowej" Unii 16,5% w sektorze wytwórczym wobec 3,5% w sektorze FIRE. W krajach „starej" Unii spadkowi uległ zarówno średni udział liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym, jak i FIRE, natomiast w krajach „nowej" Unii spadł średni udział liczby zatrudnionych w sektorze wytwórczym, ale wzrósł nieznacznie udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE. Podkreślenia wymaga fakt, że rozwój procesu finansyzacji nie musi przejawiać się we wzroście zatrudnienia, gdyż większa wartość dodana może być również wytwarzana przy takiej samej wielkości zatrudnienia. Sektor finansowy należy do sektora usług i ulega dynamicznym zmianom technologicznym, które pozwalają redukować zatrudnienie (ASSA 2012, s. 35).

W tabeli 7 przedstawiono kształtowanie się udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 7

Udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	4,9	4,9	4,8	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,3	4,2	4,2	4,1	4,3
Belgia	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3	2,9
Dania	4,3	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,2	4,3	4,3
Finlandia	2,7	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Francja	4,2	4,3	4,2	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2	4,2
Grecja	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,4	2,2	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
Hiszpania	3,0	3,1	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	2,9	3,0
Holandia	3,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
Irlandia	5,0	5,6	5,2	5,2	5,2	5,0	5,1	5,0	4,9	4,7	4,5	4,7	5,3
Luksemburg	12,6	12,5	12,2	12	12	11,9	11,9	11,8	11,8	11,7	11,8	11,8	11,7
Niemcy	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5
Portugalia	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5
Szwecja	3,6	3,6	3,6	3,7	3,6	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4	3,5	3,7
Włochy	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Średnia	4,3	4,4	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem przyjmował zróżnicowane wartości w krajach „starej" Unii. Krajem wyróżniającym się na tle pozostałych gospodarek UE był Luksemburg, w przypadku którego udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem kształtował się na poziomie 12,6% w 2008 r. oraz 11,7% w 2020 r. Najwyższą wartość tego wskaźnika w 2008 r., poza Luksemburgiem, odnotowały także takie kraje „starej" Unii, jak Irlandia (5,0%), Austria (4,9%) oraz Dania (4,3%), a najniższą Portugalia (2,4%), Grecja (2,5%) oraz Finlandia (2,7%). W większości krajów „starej" Unii

w 2020 r. wystąpił spadek udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem lub utrzymał się on na tym samym poziomie. Spadek odnotowano w Austrii, Belgii, Grecji, Holandii, Luksemburgu oraz we Włoszech. Zmian wartości tego wskaźnika w 2020 r. w porównaniu do 2008 r. natomiast nie zaobserwowano w Danii, Finlandii, Francji oraz Hiszpanii. Pozostałe kraje odnotowały wzrost tego udziału. Do krajów, w których w 2020 r. odnotowano najwyższą wartość badanego wskaźnika zaliczyć można, poza Luksemburgiem, Irlandię (5,3%), Austrię i Danię (w obu krajach 4,3%) oraz Francję (4,2%), a najniższą zaobserwowano w Portugalii (2,5%), Finlandii (2,7%) oraz Hiszpanii i Holandii (w obu krajach 3,0%). W rezultacie średni udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem w gospodarce w krajach „starej" Unii w 2008 r. osiągnął wartość 4,3%, po czym zmalał w 2020 r. do 4,0%.

W tabeli 8 przedstawiono kształtowanie się udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 8

Udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	2,0	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,7	2,6	2,8
Cypr	5,0	5,1	5,2	5,3	5,5	5,6	5,5	5,7	5,7	5,7	5,3	5,0	5,0
Czechy	3,6	3,8	3,7	3,6	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	3,6
Estonia	3,2	3,6	3,6	3,5	3,6	3,6	3,3	3,2	3,6	3,5	3,2	3,5	3,5
Litwa	2,1	2,4	2,6	2,4	2,4	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	2,5	2,5	2,7
Łotwa	4,4	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,3	4,1	4,2
Malta	5,5	5,8	6,2	6,3	6,4	6,3	6,2	6,1	6,2	6,1	6,2	6,1	6,0
Polska	3,1	3,4	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,6	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4
Rumunia	1,4	1,5	1,7	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6
Słowacja	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	3,0,	300	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Słowenia	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7
Węgry	4,2	4,2	4,1	4,1	4,2	4,0	3,8	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	3,6
Średnia	3,4	3,6	3,6	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Nieco inne tendencje w zakresie zatrudnienia w sektorze FIRE zaobserwowano w krajach „nowej" Unii. Największym udziałem liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem w 2008 r. charakteryzowała się Malta (5,5%), Łotwa (4,4%) oraz Węgry (4,2%), a najmniejszym Rumunia (1,4%), Bułgaria (2,0%) oraz Litwa (2,0%). W większości krajów tej grupy odnotowano wzrost udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w 2020 r. w porównaniu do 2008 r. Należały do nich Bułgaria, Estonia, Litwa, Malta, Polska, Rumunia i Słowacja. W krajach takich, jak Cypr i Czechy udział ten ukształtował się na takim samym poziomie. W pozostałych

trzech krajach wystąpił spadek zatrudnienia w sektorze FIRE. W 2020 r. do krajów, w których udział zatrudnienia w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem był największy należały Malta (6,0%), Łotwa (4,2%) oraz Czechy i Węgry (w obu krajach 3,6%), a najmniejszy w Rumunii (1,6%), Słowenii (2,7%) i w Bułgarii (2,8%). Średnia wartość badanego wskaźnika w 2008 r. w krajach „nowej" Unii wyniosła 3,4% i wzrosła w 2020 r. do 3,5%.

Podsumowując, proces finansyzacji był obecny w krajach Unii Europejskiej, o czym świadczy rosnący udział sektora FIRE przy malejącym udziale sektora wytwórczego. Wskaźnikami, za pomocą których ukazano skalę tych zjawisk w krajach UE był średni udział wartości dodanej sektora FIRE oraz wytwórczego w wartości dodanej ogółem. Skala finansyzacji była większa w krajach „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii. Świadczą o tym zarówno wyższe średnie wartości udziału wartości sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki, jak i udziału zatrudnionych w tym sektorze w zatrudnieniu ogółem w gospodarce. W krajach „starej" Unii zaobserowano rosnący średni udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki na końcu okresu badawczego w porównaniu do jego początkiem. Z kolei spadek wystąpił w zakresie udziału ztrudnionych w tym sektorze. W krajach „nowej" Unii natomiast zaobserwowano wzrost zarówno średniego udziału wartości dodanej gospodarki w wartości dodanej ogółem, jak i średniego udziału zatrudnionych w sektorze FIRE w zatrudnieniu ogółem. Co więcej, średni udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki przewyższał średni udział sektora wytwórczego w całym okresie badawczym, natomiast w krajach „nowej" Unii tendencje te były odwrotne. Z kolei w zakresie średniego udziału liczby zatrudnionych w zatrudnieniu ogółem w obu grupach krajów sektor wytwórczy przewyższał udział sektora FIRE. Są to jednak wartości średnie dla badanych grup krajów. Jednak tendencje zaobserwowane na poziomie poszczególnych krajów dały różne wyniki. Najogólniej można stwierdzić, że proces finansyzacji był obecny w obu grupach krajów, jednak jego skala była większa w krajach „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii.

3.2. Przejawy finansyzacji w działalności państwa

Państwo dysponując szerokim instrumentarium regulacyjnym może oddziaływać na wszystkie sfery gospodarki oraz na procesy w niej zachodzące. Podkreślenia wymaga fakt, iż finansyzacja nie jest procesem zewnętrznym wobec

gospodarki, ale jak się okazuje jest wpisana w jej funkcjonowanie, a działania prowadzone przez państwo mogą zarówno przyspieszać ten proces, jak i go hamować, chroniąc jednocześnie podmioty gospodarcze przed jego negatywnymi skutkami. Działalność państwa w sferze finansyzacji przejawia się w prowadzonej polityce gospodarczej, w tym w polityce fiskalnej oraz pieniężnej. W ramach polityki fiskalnej państwo ma do dyspozycji przede wszystkim dochody oraz wydatki budżetowe, za pomocą których realizuje ustalone cele zarówno dotyczące gospodarki, jak i sfery społecznej. Zjawiskiem, które niewątpliwie przyspieszyło proces finansyzacji była prywatyzacja części usług. Do takich usług należy opieka zdrowotna (EVANS, PABLOS-MENDEZ 2016, s. 2483). W jej przypadku dochodzi do sytuacji, kiedy obywatele zmuszeni są do finansowania usług medycznych w sektorze prywatnym, co określa się mianem finansyzacji ochrony zdrowia (OSTROWSKA 2017, s. 93; HUNTER, MURRAY 2019, s. 1275). Jest to zjawisko ogólnie powszechne, często do tej pory niedostrzegane w tak szerokim zakresie. Kolejny przykład stanowią potrzeby mieszkaniowe, które należą do potrzeb podstawowych. Częsty brak wsparcia państwowego lub niewystarczający jego zakres w tym zakresie wymusza na gospodarstwach domowych zaciągania za wszelką cenę kredytów mieszkaniowych, co pogłębia proces finansyzacji (GADOWSKA-DOS SANTOS 2018, s. 118). Zbyt liberalna polityka udzielania kredytów mieszkaniowych w okresie przed kryzysem finansowym stała się również jego przyczyną (WILLMANN 2013, s. 205; KOŁODZIEJCZYK 2016, s. 219). Nieruchomości są popularnym przedmiotem inwestycji, do czego zachęcają ich rosnące ceny, w rezultacie sektor ten w najwyższym stopniu podlega procesowi finansyzacji. Istotnym aspektem pogłębiającym proces finansyzacji jest także pogorszenie sytuacji systemów emerytalnych. W czasie obserwowanego starzenia demograficznego w coraz większym zakresie dostrzega się ich niewydolność (WASILEWSKA, PIETRYCH 2018, s. 486). Wiele osób kończących swoją pracę zawodową uzyskuje świadczenia emerytalne kształtujące się na poziomie niższym od otrzymywanego wynagrodzenia za pracę. W takich warunkach obywatele zaczynają poszukiwać alternatywnych instrumentów finansowych, zarówno oszczędnościowych, jak i inwestycyjnych w celu zabezpieczenia choć w minimalnym stopniu swoich dochodów na czas po zakończeniu pracy zawodowej (SKUZA 2012b, s. 242). Do takich instrumentów należą różnorodne ubezpieczenia, fundusze i indywidualne plany emerytalne, fundusze edukacyjne (KAWIŃSKI 2017, s. 8), czy odwrócona hipoteka (SKUZA 2011, s. 125-126).

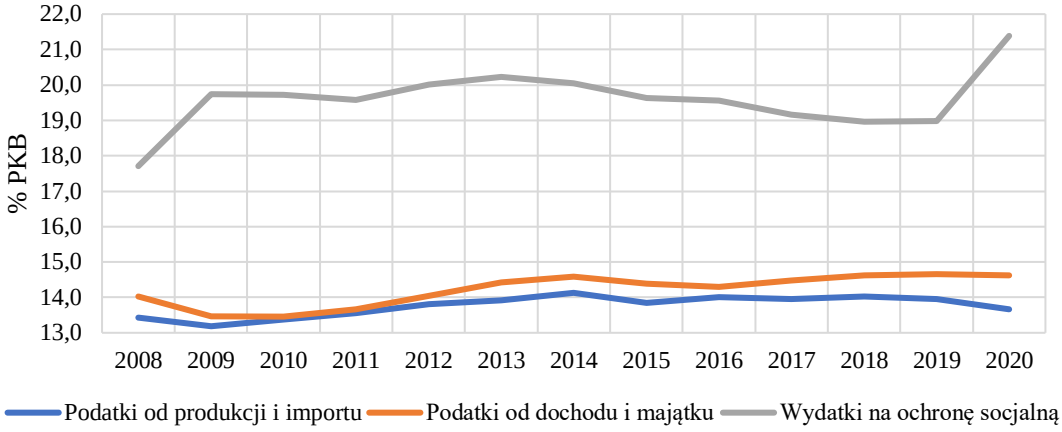
W ramach dochodów budżetowych państwo oddziałuje na system podatkowy. W tym zakresie wskazuje się, że w wyniku rozwoju finansyzacji państwo traci możliwość wtórnej redystrybucji dochodów ludności. Jednym z kanałów oddziaływania państwa na rozwój finansyzacji jest unikanie progresywnej skali opodatkowania, co prowadzi do zwiększania dochodów osób, które uzyskują wyższy ich poziom. W wyniku tego część tych środków może być przeznaczona na bieżącą konsumpcję, oszczędności lub na inwestycje. Następuje więc zmiana struktury dochodów budżetowych, w której maleje udział podatków bezpośrednich, a rośnie udział podatków pośrednich. Z kolei w wydatkach budżetowych następuje ograniczanie polityki społecznej państwa (FERREIRO 2018, s. 191). Integracja europejska mająca charakter wieloaspektowy dotyczy dążenia do spójności społeczno-gospodarczej państw członkowskich (GŁODOWSKA 2017, s. 56), w tym do upodobnienia struktur podatkowych, czyli do ich harmonizacji w skali wszystkich krajów członkowskich UE. Głównie dotyczy ona podatków pośrednich, gdyż są one związane z założeniami wspólnego rynku (SZYMAŃSKA 2017, s. 79). Harmonizacja jest jednak utrudniona na skutek heterogeniczności krajów UE, do których należą uwarunkowania historyczne, ekonomiczne, polityczne oraz społeczne (KRAJEWSKA 2019, s. 42).

Do badania przejawów finansyzacji w działalności państwa w krajach UE wykorzystano udział podatków bezpośrednich oraz pośrednich w PKB oraz udział wydatków na ochronę socjalną w PKB. Jako podatki pośrednie przyjęto podatki związane z produkcją i importem, natomiast jako podatki bezpośrednie podatek od dochodu i majątku[12]. Z kolei do analizy wydatków budżetowych obejmujących ochronę socjalną przyjęto za Eurostatem następujące grupy wydatków:

choroba i niepełnosprawność, podeszły wiek, ocaleni, rodzina i dzieci, bezrobocie, mieszkalnictwo, wykluczenie społeczne, ochrona socjalna, B+R oraz wydatki socjalne niesklasyfikowane w innych grupach[13].

[12] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Tax_revenue_statistics#Tax_revenue-to-GDP_ratio:_France.2C_Denmark_and_Belgium_show_the_highest_ratios (28.04.2021).
[13] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Government_expenditure_on_social_protection#Expenditure_on_.27social_protection.27 (28.04.2021).

Na rysunku 5 przedstawiono kształtowanie się średnich dochodów z podatków od produkcji i importu, od dochodu i majątku oraz wydatków na ochronę socjalną (jako % PKB) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.



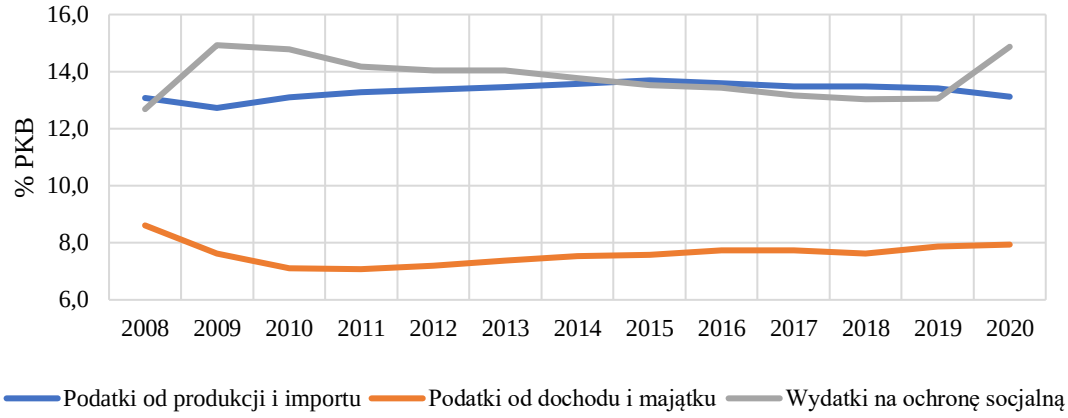
Rys. 5. Średnie dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W strukturze dochodów sektora finansów publicznych krajów „starej" Unii w latach 2008-2020 zachodziły zmiany, jednak średni udział poszczególnych rodzajów podatków w PKB utrzymywał się na podobnym poziomie. W 2008 r. średnie dochody z podatków od dochodu i majątku zajmowały 14,0% PKB, a w 2020 r. wzrosły do 14,6% PKB. Przewyższały one nieznacznie dochody z podatków od produkcji i importu, których udział w PKB wzrósł z 13,4% w 2008 r. do 13,7% w 2020 r. W krajach „starej" Unii średni udział dochodów z podatków bezpośrednich, tj. od dochodu i majątku zajmował większy udział w porównaniu do dochodów z podatków pośrednich, tj. od produkcji i importu. Z kolei w ramach średniego udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB obserwowano dynamiczne zmiany w przyjętym okresie badawczym. W 2008 r. ich średni udział w PKB ukształtował się na poziomie 17,7%, następnie wzrósł w 2009 r. do 19,7%. W kolejnych latach następował kolejno powolny ich wzrost, a następnie spadek. Istotne zwiększenie średniego udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB do poziomu 21,4% zaobserwowano w 2020 r. Nagłe wzrosty wydatków na ochronę socjalną następują w wyniku kryzysów dotykających gospodarki. W 2008 r. był to kryzys finansowy, a w 2020 r. kryzys wywołany wzrostem zachorowań na COVID-19 oraz wprowadzanymi obostrzeniami rządowymi. Można więc stwierdzić, że w polityce fiskalnej mającej swoje

odzwierciedlenie w stronie dochodowej budżetu państwa w krajach „starej" Unii nie zaobserwowano zmian charakterystycznych dla procesu finansyzacji. W ramach dochodów sektora finansów publicznych udział podatków bezpośrednich przewyższał udział podatków pośrednich w PKB, co więcej w przypadku obu wskaźników zaobserwowano nieznaczny ich wzrost na koniec okresu badawczego. W wydatkach sektora finansów publicznych zaobserwowano natomiast nierównomiernie malejący udział wydatków na ochronę socjalną w PKB, co jest charakterystyczne dla procesu finansyzacji. Spadek ten trwał do 2020 r. Kraje „starej" Unii zmierzały więc w kierunku idei państwa opiekuńczego. Wpływ na to zapewnie miały, jak już wcześniej wspomniano skutki recesji wywołanej pandemią COVID-19, które wymagały większego wsparcia obywateli.

Na rysunku 6 przedstawiono kształtowanie się średnich dochodów z podatków od produkcji i importu, od dochodu i majątku oraz wydatków na ochronę socjalną (jako % PKB) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.



Rys. 6. Średnie dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki socjalne (jako % PKB) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii w porównaniu do krajów „starej" Unii w strukturze dochodów oraz wydatków sektora finansów publicznych w latach 2008-2020 zaobserwowano zupełnie inne tendencje. W krajach tych średni udział dochodów z podatków pośrednich w PKB przewyższał średni udział dochodów z podatków bezpośrednich, a tendencje ich kształtowania się były odwrotne. W 2008 r. średni udział podatków pośrednich wyniósł 13,1% PKB, a w wyniku niewielkich wzrostów i spadków, obserwowanych w kolejnych latach, ukształtował się on na takim samym

poziomie w 2020 r. Z kolei średni udział podatków bezpośrednich wyniósł w 2008 r. 8,6% PKB, a w 2020 r. zmalał do 7,9%. W ramach wydatków na ochronę socjalną zaobserwowano podobne kierunki zmian, jak w krajach „starej" Unii. W 2008 r. ich udział osiągnął 12,7% PKB, po wzrósł w kolejnym roku, a w następnych latach zaczął maleć. W 2020 r. odnotowano natomiast szybki wzrost tego udziału i ukształtował się on na poziomie 14,9% PKB. Struktura podatkowa krajów „nowej" Unii różniła się więc od struktury krajów „starej" Unii. W strukturze dochodów sektora finansów publicznych krajów „nowej" Unii średni udział podatków pośrednich przewyższał średni udział podatków bezpośrednich. Co więcej średni udział podatków pośrednich w PKB uległ wzrostowi, a średni udział podatków bezpośrednich zmalał. Średni udział podatków pośrednich w tej grupie krajów przewyższał ich udział w krajach „starej" Unii, a udział podatków bezpośrednich był znacznie niższy od tej kategorii w krajach „starej" Unii. W strukturze wydatków sektora finansów publicznych tej grupy, podobnie jak w krajach „starej" Unii zaobserwowano stopniowy spadek średniego udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB oraz jego wzrost na koniec okresu badawczego. Najszybsze wzrosty średniego udziału tych wydatków w wydatkach sektora finansów publicznych odnotowano po 2008 r. oraz w 2020 r., więc tłumaczyć można to, podobnie, jak w krajach „starej" Unii, zwiększonymi potrzebami obywateli w okresie pokryzysowym. Pomimo wzrostu średniego udziału tej kategorii wydatków w PKB krajów „nowej" Unii pozostawały one na niższym poziomie w porównaniu do krajów „starej" Unii. Co ciekawe w krajach „nowej" Unii zaobserwowano strukturę dochodów sektora finansów publicznych charakterystyczną dla procesu finansyzacji, która oznacza stopniowo malejący udział podatków pośrednich oraz rosnący udział podatków bezpośrednich w PKB. Zmian charakterystyczne zaobserwowano także po stronie wydatkowej sektora finansów publicznych.

W tabeli 9 przedstawiono dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 9

Dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria													
PP	13,9	14,3	14,3	14,3	14,6	14,5	14,3	14,3	14,3	14,1	13,8	13,9	13,7
PB	13,8	12,6	12,7	12,8	13,1	13,4	13,7	14,2	12,8	13,0	13,6	13,7	12,7
WS	19,6	21,2	21,4	20,7	20,9	21,3	21,5	21,2	21,0	20,6	20,2	20,2	22,9
Belgia													
PP	12,9	13,0	13,2	13,3	13,7	13,6	13,5	13,2	13,5	13,4	13,5	13,4	13,2
PB	16,3	15,1	15,4	15,9	16,2	16,7	16,7	16,3	16,0	16,6	16,8	15,6	15,7
WS	17,5	19,2	18,9	19,1	19,6	20,1	19,8	19,4	19,4	19,3	19,3	19,3	22,7
Dania													
PP	16,5	16,3	16,2	16,3	16,3	16,4	16,2	16,3	16,2	15,9	16,0	15,7	16,0
PB	27,9	28,3	28,5	28,4	29,2	30,2	33,2	30,6	29,6	29,8	28,4	31,0	30,9
WS	21,6	24,3	24,8	24,7	24,6	24,5	24,0	23,5	22,9	22,2	21,9	21,6	22,4
Finlandia													
PP	12,4	12,9	12,9	13,7	14,0	14,3	14,3	14,0	14,3	13,9	14,1	14,0	14,0
PB	16,8	15,4	15,4	15,8	15,5	16,1	16,3	16,5	16,4	16,4	16,0	16,0	16,0
WS	19,3	22,5	22,6	22,5	23,6	24,6	25,2	25,3	25,5	24,5	24,3	24,1	25,7
Francja													
PP	14,7	14,9	14,7	15,1	15,3	15,5	15,7	15,8	15,9	16,2	16,4	16,7	16,9
PB	11,9	10,7	11,2	11,7	12,4	12,9	12,7	12,7	12,5	12,8	13,2	13,1	13,2
WS	21,8	23,7	23,7	23,7	24,2	24,5	24,5	24,3	24,4	24,2	23,9	23,8	27,3
Grecja													
PP	12,6	11,7	12,7	13,8	14,1	14,4	15,8	16,2	17,3	17,3	17,4	17,3	16,4
PB	8,1	8,5	8,3	9,4	11,0	10,5	9,8	9,5	10,2	10,0	10,4	9,7	9,2
WS	17,0	18,6	19,0	20,6	21,3	19,7	20,3	20,4	20,7	20,0	19,8	19,8	22,5
Hiszpania													
PP	9,4	8,1	9,9	9,6	10,2	11,1	11,5	11,7	11,6	11,6	11,7	11,5	11,3
PB	10,3	9,1	9,1	9,2	10,0	10,0	10,1	9,9	9,9	10,1	10,6	10,4	11,2
WS	13,8	16,1	16,7	17,0	17,8	18,2	17,9	17,2	17,0	16,7	16,9	17,4	22,1
Holandia													
PP	11,3	11,1	11,0	10,8	10,6	10,9	11,3	11,1	11,5	11,5	11,7	12,0	12,2
PB	10,7	10,8	11,0	10,5	10,0	9,9	10,5	11,3	11,5	12,7	12,5	13,2	13,2
WS	14,8	16,4	16,8	16,8	17,0	17,2	17,0	16,8	16,8	16,3	15,9	15,9	17,4
Irlandia													
PP	12,0	10,8	10,8	10,4	10,5	10,8	10,9	8,6	8,7	8,3	7,9	7,7	6,5
PB	12,3	11,9	11,7	12,1	12,7	12,8	12,8	10,6	10,7	10,3	10,5	10,3	10,1
WS	15,1	17,7	17,5	16,0	15,8	15,0	13,6	10,2	10,0	9,5	8,9	8,8	10,2
Luksemburg													
PP	11,8	11,9	11,7	12,0	12,2	12,2	12,7	10,7	10,8	11,1	11,4	11,3	10,8
PB	13,2	13,5	13,5	13,5	13,5	13,4	13,1	13,8	14,3	14,7	16,8	16,8	15,9
WS	15,5	17,7	17,1	17,0	17,3	17,7	17,5	17,5	17,1	17,7	17,9	18,2	20,6
Niemcy													
PP	10,8	11,3	10,9	11,0	11,0	10,9	10,7	10,8	10,7	10,6	10,6	10,6	10,3
PB	12,3	11,5	11,0	11,4	11,9	12,1	12,1	12,3	12,7	12,9	13,2	13,2	12,7
WS	18,8	20,7	20,1	18,9	18,9	19,0	18,8	19,1	19,5	19,4	19,3	19,6	21,8
Portugalia													
PP	14,0	12,5	13,2	13,8	13,8	13,7	14,2	14,6	14,7	14,9	15,1	15,0	14,6
PB	9,3	8,6	8,4	9,4	8,9	11,3	10,9	10,7	10,1	9,9	10,1	9,7	10,1
WS	15,2	17,2	17,4	18,0	18,5	19,4	19,0	18,5	18,1	17,2	16,9	16,9	18,8
Szwecja													
PP	22,3	22,4	22,0	21,6	21,9	21,8	21,5	21,5	22,4	22,3	22,3	21,9	21,7
PB	18,8	18,4	18,1	17,5	17,4	17,7	17,8	18,3	18,9	19,0	18,6	18,1	18,5
WS	19,9	21,4	20,3	19,6	20,4	21,0	20,5	20,1	20,6	20,0	19,6	19,0	19,8
Włochy													
PP	13,5	13,4	13,8	14,0	15,1	14,8	15,2	14,9	14,3	14,3	14,4	14,4	13,8
PB	14,6	14,1	14,1	13,8	14,8	14,9	14,6	14,7	14,6	14,4	14,0	14,4	15,2
WS	18,0	19,7	19,7	19,5	20,3	20,9	21,1	21,3	20,9	20,7	20,7	21,1	25,2

PP, PB, WS – udział, odpowiednio, podatków pośrednich (podatków od produkcji i importu), podatków bezpośrednich (podatków od dochodu i majątku) i wydatków na ochronę socjalną w PKB

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Analiza udziału dochodów z podatków pośrednich i bezpośrednich w PKB we wszystkich krajach „starej" Unii wykazała wyższy udział podatków bezpośrednich w porównaniu do podatków pośrednich.. W 2008 r. największym udziałem podatków bezpośrednich w PKB charakteryzowały się Dania (27,9%), Szwecja (18,8%) oraz Finlandia (16,8%), a najmniejszym Grecja (8,1%), Portugalia (9,3%) i Francja (11,9%). W 2008 r. największy udział podatków pośrednich w PKB wystąpił w Szwecji (22,3%), Danii (16,5%) oraz Francji (14,7%), a najmniejszy w Hiszpanii (9,4%), Niemczech (10,8%) i Luksemburgu (11,8%). W większości krajów tej grupy na koniec okresu badawczego nastąpił wzrost udziału podatków pośrednich w PKB. Spadek zaobserwowano tylko w przypadku Austrii, Danii, Irlandii, Luksemburga, Niemczech i Szwecji. Największy udział podatków pośrednich w PKB w 2020 r. wystąpił w krajach takich, jak Szwecja (21,7%), Francja (16,9%) i Grecja (16,4%), a najmniejszy w Irlandii (6,5%), Niemczech (10,3%) i Luksemburgu (10,8%). Z kolei największy udział wydatków na ochronę socjalną w PKB w 2008 r. zaobserwowano w przypadku Francji (21,8%) Danii (21,6%) oraz Szwecji (19,9%), a najmniejszy w Hiszpanii (13,8%), Holandii (14,8%) i w Portugalii (15,2%). W zakresie udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB w większości krajów „starej" Unii nastąpiło jego zwiększenie na koniec okresu badawczego. Jedynie w Irlandii i Szwecji zaobserwowano jego spadek. W rezultacie w 2020 r. największym ich udziałem charakteryzowały się takie kraje, jak Francja (27,3%), Finlandia (25,7%) oraz Włochy (25,2%), a najmniejszym Irlandia (10,2%), Holandia (17,4%) oraz Luksemburg (20,6%).

W tabeli 10 przedstawiono dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 10

Dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria													
PP	16,7	14,1	13,8	13,8	14,3	15,3	14,9	15,3	15,4	15,3	14,7	15,3	15,1
PB	5,7	4,9	4,6	4,6	4,6	5,0	5,2	5,4	5,6	5,9	5,8	5,8	5,9
WS	10,7	12,9	12,9	12,2	12,3	13,5	13,3	13,0	12,3	12,3	12,0	11,4	13,1
Cypr													
PP	16,3	14,1	14,2	13,6	13,9	13,7	14,9	14,7	14,6	14,8	15,0	14,5	13,5
PB	11,1	9,6	9,4	10,1	9,9	10,4	10,4	9,9	9,3	9,5	9,5	9,4	9,7
WS	10,2	11,5	12,1	12,6	13,0	13,5	13,9	13,5	13,2	12,6	12,2	12,0	13,6
Czechy													
PP	10,3	10,7	11,1	11,8	12,3	12,6	11,8	12,1	12,2	12,3	12,0	11,9	11,4

PB	8,2	7,5	7,2	7,4	7,4	7,6	7,7	7,7	8,0	8,1	8,5	8,5	8,5
WS	12,2	13,4	13,5	13,5	13,7	13,8	13,4	12,9	12,7	12,3	12,4	12,5	14,4
Estonia													
PP	12,0	14,5	13,7	13,4	13,8	13,4	13,7	14,2	14,6	14,1	13,9	14,2	13,6
PB	7,7	7,4	6,6	6,3	6,6	7,2	7,4	7,8	7,5	7,2	7,5	7,4	7,8
WS	11,3	15,0	13,8	12,2	12,0	11,6	11,5	12,5	12,8	12,6	12,8	13,1	15,0
Litwa													
PP	11,6	11,6	11,8	11,6	11,1	11,0	11,2	11,6	11,7	11,6	11,5	11,5	11,6
PB	9,2	5,9	4,6	4,3	4,8	5,0	5,0	5,4	5,6	5,4	5,7	8,9	8,8
WS	12,9	17,8	15,9	14,0	13,3	12,5	12,6	12,3	12,3	12,3	13,1	13,4	16,3
Łotwa													
PP	10,8	11,1	12,2	12,5	12,6	13,0	13,3	13,5	14,0	13,9	14,3	14,0	14,1
PB	9,0	7,0	7,3	7,5	7,7	7,7	7,8	7,8	8,3	8,5	7,4	7,0	7,1
WS	9,0	13,9	14,1	12,6	11,4	11,6	11,4	11,8	11,8	11,7	11,6	12,0	13,5
Malta													
PP	13,6	13,1	13,2	13,3	12,8	12,4	12,7	11,8	11,9	11,7	12,1	11,5	10,7
PB	12,0	12,7	11,9	12,3	12,7	13,1	13,2	12,4	13,1	13,1	12,7	13,0	12,9
WS	13,1	13,9	13,3	13,6	13,6	13,3	12,7	11,5	11,4	10,7	10,4	10,3	12,0
Polska													
PP	14,5	13,0	13,7	13,8	13,0	12,9	12,9	12,9	13,4	13,8	14,0	13,8	14,0
PB	8,4	7,2	6,7	6,7	7,0	6,8	6,8	6,9	7,1	7,3	7,8	7,9	8,0
WS	15,5	16,1	16,3	15,5	15,7	16,1	16,0	15,7	16,6	16,4	16,2	16,7	18,2
Rumunia													
PP	11,2	10,2	11,9	13,1	13,2	12,7	12,7	13,3	11,3	10,3	10,4	10,6	10,4
PB	6,4	5,9	5,8	6,1	5,8	5,9	6,2	6,6	6,4	6,1	4,9	4,8	4,7
WS	11,0	13,1	13,9	13,0	12,4	11,5	11,4	11,5	11,5	11,7	11,6	11,8	13,8
Słowacja													
PP	10,5	10,5	10,3	11,1	10,6	11,2	11,5	11,6	11,5	11,9	11,8	12,0	12,1
PB	6,6	5,7	5,5	5,6	5,7	6,2	6,7	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2
WS	12,4	15,1	15,1	14,6	14,9	15,3	15,0	14,7	14,9	14,6	14,4	14,3	16,3
Słowenia													
PP	13,9	13,5	14,0	14,0	14,4	14,9	14,8	14,7	14,6	14,2	14,0	13,7	12,7
PB	8,8	8,1	8,0	7,8	7,5	7,0	7,2	7,2	7,5	7,5	7,9	7,8	7,9
WS	16,5	18,4	19,2	19,6	19,5	19,5	18,7	18,3	17,6	17,0	16,6	16,5	18,7
Węgry													
PP	15,5	16,3	17,2	17,2	18,5	18,5	18,4	18,6	18,0	17,8	18,0	17,9	18,2
PB	10,2	9,6	7,7	6,2	6,7	6,5	6,7	6,8	7,2	7,1	6,6	6,6	6,8
WS	17,4	18,0	17,2	16,8	16,6	16,4	15,3	14,6	14,2	13,7	13,1	12,7	13,6

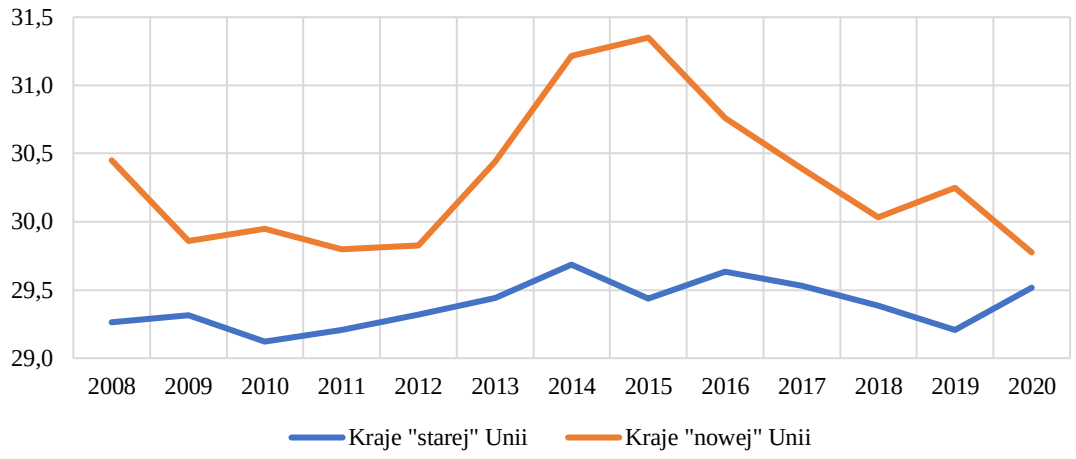
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii tendencje w zakresie udziału podatków pośrednich i bezpośrednich w PKB były odmienne od tych występujących w krajach „starej" Unii. We wszystkich krajach tej grupy udział podatków pośrednich w PKB przewyższał udział podatków bezpośrednich. Największym udziałem podatków pośrednich w PKB w 2008 r. charakteryzowały się takie kraje, jak Bułgaria (16,7%), Cypr (16,3%) oraz Węgry (15,5%), a najmniejszym Czechy (10,3%), Słowacja (10,5%) oraz Łotwa (10,8%). Z kolei największy udział podatków bezpośrednich w PKB w 2008 r. wystąpił na Malcie (12,0%), Cyprze (11,1%) i na Węgrzech (10,2%), a najmniejszy w Bułgarii (5,7%), Rumunii (6,4%) i na Słowacji (6,6%). W większości krajów „nowej" Unii nastąpił wzrost udziału pośrednich oraz bezpośrednich w PKB. Spadek udziału podatków pośrednich wystąpił w Bułgarii, na Cyprze, na Malcie, w Polsce, Rumunii oraz Słowenii, a podatków bezpośrednich na Cyprze, Litwie, Łotwie, w Polsce, na Słowenii i Węgrzech. W 2008 r. największym udziałem wydatków na ochronę socjalną w PKB charakteryzowały się Węgry (17,4%), Słowenia (16,5%) oraz Polska (15,5%), a najmniejszym Łotwa (9,0%), Cypr (10,2%) oraz Bułgaria (10,7%). W przypadku większości krajów „nowej" Unii odnotowano wzrost udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB. Krajami, w których wystąpił

jego spadek była Malta oraz Węgry. W 2020 r. największy udział podatków pośrednich w PKB wystąpił w przypadku Węgier (18,2%), Łotwy (14,1%) i Estonii (13,6%), a najmniejszy w Rumunii (10,4%), na Malcie (10,7%) oraz w Czechach (11,4%). W odniesieniu do udziału podatków bezpośrednich w PKB, najwyższe wartości wystąpiły na Cyprze (9,7%), Litwie (8,8%) oraz w Czechach (8,5%), a najniższe w Rumunii (4,7%), Bułgarii (5,9%) i na Węgrzech (6,8%). Z kolei najwyższy udział wydatków na ochronę socjalną w PKB w 2020 r. wystąpił na Słowenii (18,7%), w Polsce (18,2%) oraz na Litwie (16,3%), a najmniejszy na Malcie (12,0%), w Bułgarii (13,1%) i na Łotwie (13,5%).

Jako częsty przejaw finansyzacji wskazuje się także nierówności dochodowe (CZAPLICKI, WIEPRZOWSKI 2014, s. 180; KSIĘŻYK 2020, s. 24). Dług gospodarstw domowych jest ściśle powiązany z nierównościami dochodowymi. W czasach spadków lub stagnacji gospodarstwa domowe traktują dług jako sposób rekompensaty niskich dochodów oraz utrzymania konsumpcji na niezmienionym poziomie (DÜNHAUPT, 2016). Można więc zaryzykować stwierdzenie, że to same nierówności dochodowe sprzyjają rozwojowi finansyzacji, wzmagając zapotrzebowanie na dług. Z drugiej strony finansyzacja poprzez wzrost dochodów pracowników sektora finansowego powoduje wzrost nierówności dochodowych.

Skalę nierówności dochodowych w krajach „starej" i „nowej" Unii za pomocą uśrednionego współczynnika Giniego ukazano na rysunku 7.



Rys. 7. Uśredniony współczynnik Giniego w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Uśrednione wartości współczynnika Giniego wskazywały na występowanie nierówności dochodowych zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. W 2008 r. współczynnik ten w krajach „starej" Unii przyjął wartość 29,3, a w krajach „nowej" Unii 30,5. W kolejnych latach wartości te ulegały wahaniom w obu grupach krajów. Po systematycznych jego spadkach w krajach „nowej" Unii w latach 2009-2012, współczynnik ten gwałtownie wzrósł. Kolejne tendencje malejące rozpoczęły się w 2015 r. i po niewielkim jego wzroście w 2019 r. wartość ta odnotowała ponownie spadek. W krajach „starej" Unii tendencje te były nieco inne. Wzrost nierówności dochodowych obserwowano w latach 2010-2014, po czym, po kolejnych fluktuacjach w latach 2014-2016, zaczęły one maleć, po czym wzrosły w 2020 r. W rezultacie uśredniony współczynnik Giniego w 2020 r. w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 29,5, a w krajach „nowej" Unii 29,8. Większe nierówności dochodowe występowały więc w krajach „nowej" Unii, choć w ostatnim roku badawczym ich skala była bardzo zbliżona w obu grupach krajów.

W tabeli 11 przedstawiono kształtowanie się współczynnika Giniego w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 11

Współczynnik Giniego w poszczególnych kajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	27,7	27,5	28,3	27,4	27,6	27	27,6	27,2	27,2	27,9	26,8	27,5	27,0
Belgia	27,5	26,4	26,6	26,3	26,5	25,9	25,9	26,2	26,3	26,1	25,7	25,1	25,4
Dania	25,1	26,9	26,9	26,6	26,5	26,8	27,7	27,4	27,7	27,6	27,8	27,5	27,3
Finlandia	26,3	25,9	25,4	25,8	25,9	25,4	25,6	25,2	25,4	25,3	25,9	26,2	26,5
Francja	29,8	29,9	29,8	30,8	30,5	30,1	29,2	29,2	29,3	28,8	28,5	29,2	29,3
Grecja	33,4	33,1	32,9	33,5	34,3	34,4	34,5	34,2	34,3	33,4	32,3	31,0	31,4
Hiszpania	32,4	32,9	33,5	34,0	34,2	33,7	34,7	34,6	34,5	34,1	33,2	33,0	32,1
Holandia	27,6	27,2	25,5	25,8	25,4	25,1	26,2	26,7	26,9	27,1	27,4	26,8	28,2
Irlandia	29,9	28,8	30,7	29,8	30,4	30,7	31,0	29,7	29,6	30,6	28,9	28,3	28,7
Luksemburg	27,7	29,2	27,9	27,2	28,0	30,4	28,7	28,5	29,6	29,2	31,3	32,3	31,2
Niemcy	30,2	29,1	29,3	29	28,3	29,7	30,7	30,1	29,5	29,1	31,1	29,7	34,4
Portugalia	35,8	35,4	33,7	34,2	34,5	34,2	34,5	34,0	33,9	33,5	32,1	31,9	31,2
Szwecja	25,1	26,3	25,5	26,0	26,0	26	26,9	26,7	27,6	28,0	27,0	27,6	26,9
Włochy	31,2	31,8	31,7	32,5	32,4	32,8	32,4	32,4	33,1	32,7	33,4	32,8	33,6
Średnia	29,3	29,3	29,1	29,2	29,3	29,4	29,7	29,4	29,6	29,5	29,4	29,2	29,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 widoczne było zróżnicowanie dochodowe. W 2008 r. najwyższą wartość współczynnika Giniego odnotowały takie kraje, jak Portugalia (35,8), Grecja (33,4) oraz Włochy (31,5), a najniższą Dania i Szwecja (w obu krajach 25,1), Belgia (27,5) oraz Austria (27,7). Do krajów, które zwiększyły nierówności dochodowe należały Dania, Finlandia, Holandia, Luksemburg, Niemcy, Szwecja oraz Włochy. W pozostałych krajach natomiast odnotowano ich zmniejszenie. W 2020 r. skala nierówności dochodowych mierzonych

współczynnikiem Giniego była najwższa w przypadku Niemiec (34,4), Włoch (33,6) oraz Hiszpanii (32,1), a najmniejsza w Belgii (25,4), Finlandii (26,5) oraz Szwecji (26,9). Można więc zauważyć, że kraje, które charakteryzowały się słabszą sytuacją makroekonomiczną, jak Grecja, Hiszpania, Portugalia, czy Włochy odnotowały większe nierówności dochodowe w porównaniu do pozostałych krajów tej grupy.

W tabeli 12 przedstawiono kształtowanie się współczynnika Giniego w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 12

Współczynnik Giniego w poszczególnych kajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	35,9	33,4	33,2	35,0	33,6	35,4	35,4	37,0	37,7	40,2	39,6	40,8	40,0
Cypr	29,0	29,5	30,1	29,2	31,0	32,4	34,8	33,6	32,1	30,8	29,1	31,1	29,3
Czechy	29,3	25,1	24,9	25,2	24,9	24,6	25,1	25,0	25,1	24,5	24,0	24,0	24,2
Estonia	30,9	31,4	31,3	31,9	32,5	32,9	35,6	34,8	32,7	31,6	30,6	30,5	30,5
Litwa	34,5	35,9	37,0	33,0	32,0	34,6	35,0	37,9	37,0	37,6	36,9	35,4	35,1
Łotwa	37,5	37,5	35,9	35,1	35,7	35,2	35,5	35,4	34,5	34,5	35,6	35,2	34,5
Malta	28,1	27,4	28,6	27,2	27,1	28	27,7	28,1	28,6	28,2	28,7	28,0	30,3
Polska	32,0	31,4	31,1	31,1	30,9	30,7	30,8	30,6	29,8	29,2	27,8	28,5	27,2
Rumunia	35,9	34,5	33,5	33,5	34,0	34,6	35,0	37,4	34,7	33,1	35,1	34,8	33,8
Słowacja	23,7	24,8	25,9	25,7	25,3	24,2	26,1	23,7	24,3	23,2	20,9	22,8	20,9
Słowenia	23,4	22,7	23,8	23,8	23,7	24,4	25,0	24,5	24,4	23,7	23,4	23,9	23,5
Węgry	25,2	24,7	24,1	26,9	27,2	28,3	28,6	28,2	28,2	28,1	28,7	28,0	28,0
Średnia	30,5	29,9	30,0	29,8	29,8	30,4	31,2	31,4	30,8	30,4	30,0	30,3	29,8

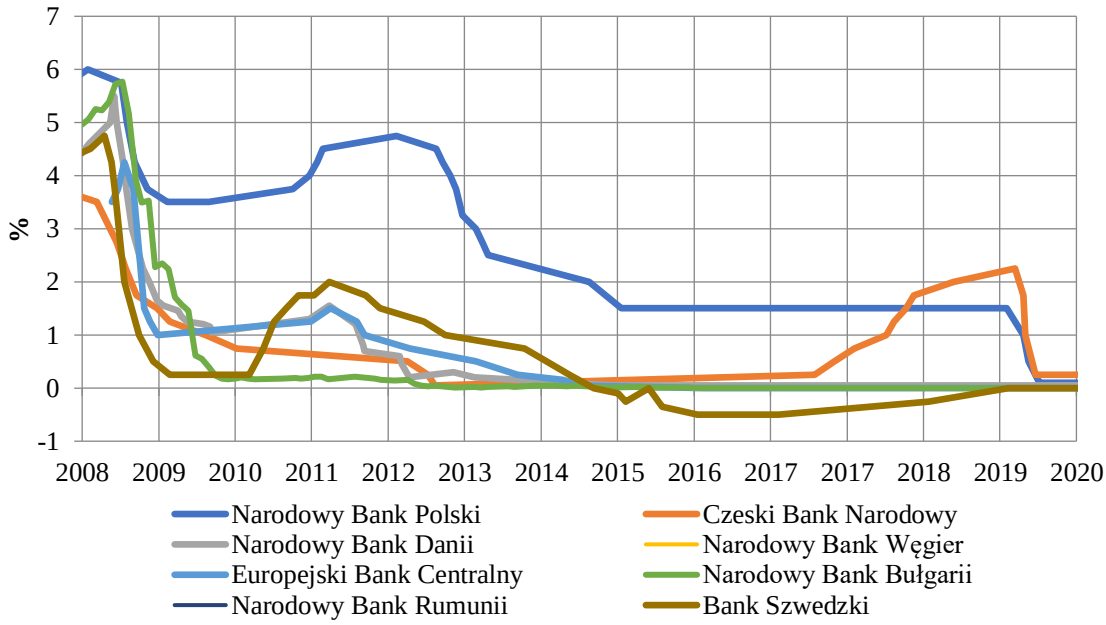
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 widoczne było także zróżnicowanie dochodowe. W 2008 r. najwyższą wartość współczynnika Giniego odnotowały takie kraje, jak Łotwa (37,5), Bułgaria i Rumunia (w obu krajach 35,9), oraz Litwa (34,5), a najniższą Słowenia (23,4), Słowacja (23,7), a także Węgry (25,2). Wśród krajów tej grupy, które zmiejszyły nierówności dochodowe znalazły się Czechy, Estonia, Łotwa, Polska, Rumunia oraz Słowacja. Pozostałe kraje odnotowały odmienne tendencje. W 2020 r. skala nierówności dochodowych mierzonych współczynnikiem Giniego była najwyższa w przypadku Bułgarii (40,0), Litwy (35,1) i Łotwy (34,5), a najmniejszana Słowacji (20,9), Słowenii (23,5) oraz Czech (24,2).

Istotną rolę w rozwoju procesu finansyzacji odgrywa również bank centralny poprzez realizowaną politykę pieniężną. Cechą charakterystyczną polityki pieniężnej jest dbałość o osiąganie celu inflacyjnego za pomocą polityki stóp procentowych (CZEKAJ i in. 2021, s. 8). Niskie stopy procentowe stanowią istotny czynnik skłaniający podmioty gospodarcze do zadłużania się. Obniżają one koszt pozyskania kapitału przez podmioty gospodarcze (RYDZEWSKA 2020, s. 264). W takich warunkach maleje atrakcyjność tradycyjnych produktów

oszczędnościowych, jak lokaty bankowe. Spadkowi ulega także rentowność obligacji skarbowych. Podmioty gospodarcze poszukują więc alternatywnych metod oszczędzania, często wybierając inwestycje, które przyniosą większy zysk, ale wiążą się jednocześnie z wyższym poziomem ryzyka (KOCHANIAK 2012, s. 69). Niskie stopy procentowe są również czynnikiem negatywnie oddziałującym na rentowność sektora bankowego. W warunkach niskich stóp procentowych maleją przychody odsetkowe, a banki zmuszone są do poszukiwania dochodów pozaodsetkowych, co prowadzi do podwyższania opłat dodatkowych podczas świadczenia usług oraz do angażowania się podmiotów bankowych w transakcje na rynkach finansowych. Niskie stopy procentowe mogą więc sprzyjać rozwojowi procesu finansyzacji.

Na rysunku 8 przedstawiono kształtowanie się bazowych stóp procentowych ustalanych przez poszczególne banki centralne krajów Unii Europejskiej w latach 2008-2020.



Rys. 8. Bazowe stopy procentowe ustalane przez poszczególne banki centralne krajów Unii Europejskiej w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych https://countryeconomy.com/

Analiza stóp procentowych ustalanych przez poszczególne banki centralne w Unii Europejskiej wskazała na ich stopniowe obniżanie w latach 2008-2020. Proces ten ulegał nasileniu. Głównym jego celem była redukcja kosztów pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe, a w rezultacie przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego (KOZAK 2018a, s. 100). Podkreślenia wymaga fakt, iż banki centralne krajów „nowej" Unii, w tym Bank Narodowy

Rumunii, Narodowy Bank Węgier, Narodowy Bank Chorwacji oraz Narodowy Bank Polski charakteryzowały się ustalaniem najwyższych stóp procentowych, choć tendencje ich zmian były podobne do krajów „starej" Unii, w tym do Europejskiego Banku Centralnego, który ustala stopy procentowe dla wszystkich krajów strefy euro. Relatywnie wysokie stopy procentowe są charakterystyczne dla krajów pogrążonych w kryzysie, do których należą chociażby Wenezuela, czy Argentyna, w przypadku których sięgają one dwucyfrowych wartości dodatnich. W przypadku wymienionych banków centralnych dotyczą one krajów po transformacji ustrojowej, które na początku badanego okresu przygotowywały się do przystąpienia do struktur europejskich. Już od 2005 r. stopy procentowe w tych krajach ulegały stopniowemu obniżaniu, a największe spadki odnotowano w przypadku wszystkich krajów podczas kryzysu finansowego, co miało stanowić bodziec do ustabilizowania sytuacji makroekonomicznej. Ponowna obniżka stóp procentowych nastąpiła w 2013 r., czyli w czasie wtórnego kryzysu zadłużeniowego strefy euro. Stopy procentowe zaczęły się kształtować na poziomie bliskim 0%. Z tego względu coraz częściej wskazuje się na tzw. pułapkę niskich stóp procentowych. Polityka ta może stanowić istotny przyczynek do rozwoju procesu finansyzacji w krajach UE. Należy jednak wspomnieć o tendencjach dotyczących stopniowego podwyższania stóp procentowych na skutek recesji wywołanej pandemią, co w wielu krajach, w tym także w Polsce, rozpoczęto w 2020 r.

Podsumowując, państwo poprzez realizowaną politykę gospodarczą oddziałuje na rozwój procesu finansyzacji. Głównym działaniem w ramach polityki fiskalnej jest ograniczanie dostępu do usług publicznych tradycyjnie dostarczanych przez państwo, co skłania podmioty gospodarcze do poszukiwania prywatnych źródeł ich finansowania. W strukturze dochodów budżetowych krajów „starej" Unii nie zaobserwowano jednak zmian charakterystycznych dla procesu finansyzacji. Po częstych zmianach proporcji średnich udziałów dochodów z poszczególnych rodzajów danin publicznych, dochody z podatków bezpośrednich zajmowały większy średni udział od podatków pośrednich w PKB. Zmiany charakterystyczne dla procesu finansyzacji zaobserwowano jednak w udziale wydatków na ochronę socjalną w PKB. Systematycznie malał średni udział wydatków na ochronę socjalną w PKB aż do roku 2020, w którym zaobserwowano ich wzrost. Z kolei w krajach „nowej" Unii średni udział dochodów z podatków pośrednich w PKB zdecydowanie przewyższał udział dochodów z podatków bezpośrednich, jednak nie wynika to zapewne z procesu

finansyzacji, a z przyjętych systemów podatkowych. W ramach harmonizacji prawa UE organy władzy muszą je w dalszym ciągu dostosowywać do wymogów unijnych. W tej grupie krajów następował także spadek średniego udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB, jednak nie był on tak zauważalny, jak w krajach „starej" Unii. Wzrost zaobserwowano w 2020 r. Rosnący udział wydatków na ochronę socjalną w PKB jest charakterystyczny dla krajów zamożnych i stanowi symptom państwa opiekuńczego (SAWULSKI 2017, s. 1). Polityka pieniężna stosowana przez banki centralne krajów UE dawała w latach 2008-2020 jednak impulsy dla rozwoju procesu finansyzacji. Główny czynnik stanowią ustalane stopy procentowe, które przyjmowały coraz niższe wartości od kilkunastu lat. Należy przypomnieć, że zmniejszają one opłacalność lokat bankowych i stanowią bodziec do taniego zadłużania się, a w rezultacie gospodarka zostaje oparta na długu. Niskie stopy procentowe wpływają również niekorzystnie na rentowność sektora bankowego, co może stanowić przeszkodę w wypełnianiu przez ten sektor funkcji przyczyniających się do wzrostu gospodarczego. Podwyżki stop procentowych rozpoczęte w 2020 r. mogą jednak w pewnym stopniu zahamować proces finansyzacji oraz stanowią szansę na zwiększenie rentowności sektorów bankowych.

3.3. Przejawy finansyzacji w sektorach bankowych

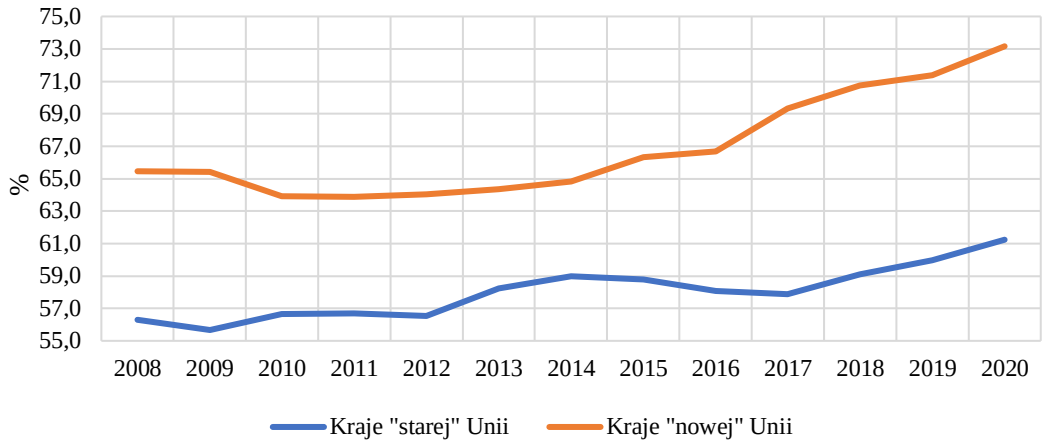
Ostatni kryzys finansowy będący konsekwencją nasilających się procesów finansyzacji w największym stopniu dotknął sektor bankowy. Jego skutki były o tyle dotkliwe, że sektor bankowy jest kluczowy dla funkcjonowania podmiotów sfery realnej (FIERLA 2017, s. 207-208; MITRĘGA-NIESTRÓJ 2012, s. 159), jak i poszczególnych segmentów rynku finansowego, tj. rynku kapitałowego, ubezpieczeniowego oraz emerytalnego (OSTROWSKA 2009, s. 389). Sektor bankowy poprzez spełniane funkcje, przede wszystkim utrzymywanie depozytów oraz udzielanie kredytów, stanowi podstawę systemu finansowego każdej gospodarki, a sprawnie funkcjonując w bezpiecznym otoczeniu, przyczynia się do wzrostu gospodarczego. Poprzez sektor bankowy odbywa się przepływ środków finansowych od podmiotów posiadających ich nadwyżki do podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie (OSUAGWU, NWOKOMA 2017, s. 413).

Według E. GOSTOMSKIEGO (2014) istotą finansyzacji jest narastająca dominacja sektora finansowego, w szczególności rynków kapitałowych i banków z ich wielorakimi spółkami zależnymi, nad sektorem przedsiębiorstw niefinansowych.

Z drugiej strony, W. MAŁECKI (2014) podkreślił jednak, że maleje rola tradycyjnego sektora bankowego opierającego swoją działalność na kredytowaniu podmiotów gospodarczych na rzecz zwiększania aktywności innych podmiotów finansowych, w tym rynków papierów wartościowych i pozostałych pośredników finansowych (MAŁECKI 2014, s. 469-470). Nie do końca więc możliwe jest jednoznaczne określenie, co jest przejawem, a co skutkiem finansyzacji w odniesieniu do sektora bankowego. Niemniej jednak w niniejszych badaniach jako przejawy finansyzacji w sektorach bankowych przyjęto:

- koncentrację sektora bankowego (jej wzrost będzie świadczył o zwiększającej się skali finansyzacji sektora bankowego),
- zmiany w strukturze dochodów sektora bankowego (zwiększanie udziału dochodów pozaodsetkowych przy zmniejszaniu dochodów odsetkowych w strukturze dochodów sektora bankowego będzie stanowiło informację o rozwoju procesu finansyzacji),
- rentowność sektora bankowego (zmniejszająca się rentowność może wynikać z powyższych tendencji i stanowić przejaw finansyzacji).

Jednym z istotnych przejawów przerostu sektora finansowego w sektorze bankowym jest wzrastająca liczba fuzji i przejęć, w wyniku których zmniejsza się ogólna liczba podmiotów finansowych. Motywem podejmowania jakichkolwiek przekształceń w sektorze bankowym, tak jak w przypadku innych przedsiębiorstw jest zysk (CHIDOZIE, AYADI 2017, s. 121). Jednocześnie działania te prowadzą do powstawania dużych konglomeratów finansowych, których siła oddziaływania nie tylko na sektor finansowy, ale na całą gospodarkę zwiększa się generując tzw. ryzyko systemowe (MIKITA 2017, s. 78). Podmioty te, określane w literaturze przedmiotu jako „zbyt duży, by upaść" (*too big too fail*) lub „zbyt ważny, by upaść" (*too important to fail*) stanowią istotny czynnik destabilizacji finansowej. Instytucje te mają istotne znaczenie dla gospodarek, w związku z tym państwo nie może odmówić im pomocy w przypadku ryzyka bankructwa.



Rys. 9. Średnia wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Wskaźnikiem, za pomocą którego ukazano skalę tego zjawiska w poszczególnych krajach UE był udział pięciu największych banków w aktywach sektora bankowego (CR5) określający stopień koncentracji w tym sektorze. Jego średnią wartość w krajach „starej" i „nowej" Unii przedstawiono na rysunku 9.

Średni stopień koncentracji sektora bankowego wykazywał zróżnicowanie między krajami „starej" oraz „nowej" Unii. W 2008 r. średni wskaźnik CR5 dla grupy krajów „starej" Unii przyjął wartość 56,3%, natomiast dla krajów „nowej" Unii 65,5%. Wyższym poziomem koncentracji sektora bankowego charakteryzowały się więc kraje „nowej" Unii. W kolejnych latach tendencje w zakresie kształtowania się tego wskaźnika w krajach „nowej" Unii w latach 2009-2010 były malejące, a w krajach „starej" Unii rosnące. Wartość tego wskaźnika w kolejnych latach rosła w obu grupach krajów. W 2020 r. wskaźnik CR5 w krajach „nowej" Unii ukształtował się na poziomie 73,2%, a w krajach „starej" Unii 61,2%. Większa koncentracja sektora bankowego była charakterystyczna dla krajów „nowej" Unii, choć w obu grupach krajów uległa ona zwiększeniu w badanym okresie.

W tabeli 13 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika CR5 w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 13

Wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	39,0	37,2	35,9	38,4	36,5	36,7	36,8	35,8	34,5	36,1	36,0	36,0	38,5
Belgia	80,4	77,1	74,9	70,8	66,3	64,0	65,8	65,5	66,2	68,8	73,4	74,0	75,3
Dania	66,0	64,0	64,4	66,3	65,6	68,4	68,1	67,8	68,3	65,7	64,5	66,2	67,1
Finlandia	87,7	87,5	89,2	86,9	85,9	87,1	89,7	88,0	80,5	73,5	81,6	80,4	80,1
Francja	51,2	47,2	47,4	48,3	44,6	46,7	47,6	47,2	46,0	45,4	47,7	48,7	49,2
Grecja	69,6	69,2	70,6	72,0	79,5	94,0	94,1	95,2	97,3	97,0	96,8	97,4	97,0

Hiszpania	42,4	43,3	44,3	48,1	51,4	54,4	58,3	60,2	61,8	63,7	68,5	67,4	66,4
Holandia	86,7	85,1	84,2	83,6	82,1	83,8	85,0	84,6	84,7	83,8	84,7	84,7	84,3
Irlandia	50,3	52,6	49,9	46,7	46,4	47,8	47,6	45,9	44,3	45,5	46,1	49,7	55,7
Luksemburg	29,7	29,3	31,1	31,2	33,1	33,7	32,0	31,3	27,6	26,2	26,3	27,7	31,6
Niemcy	22,7	25,0	32,6	33,5	33,0	30,6	32,1	30,6	31,4	29,7	29,1	31,2	34,0
Portugalia	69,1	70,1	70,9	70,8	69,9	70,3	69,2	72,3	71,2	73,1	73,0	73,3	73,6
Szwecja	61,9	60,7	57,8	57,8	57,4	58,3	58,5	57,8	56,3	58,2	54,3	54,8	55,1
Włochy	31,2	31,0	39,8	39,5	39,7	39,6	41,0	41,0	43,0	43,4	45,6	47,9	49,3
Średnia	56,3	55,7	56,6	56,7	56,5	58,2	59,0	58,8	58,1	57,9	59,1	60,0	61,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

W krajach „starej" Unii występowało zróżnicowanie koncentracji sektora bankowego, na co wskazywały różne wartości wskaźnika CR5. W 2008 r. najwyższy poziom kocentracji sektora bankowego wystąpił w Finlandii (87,7%), Holandii (86,7%) i Belgii (80,4%), a najniższy w Niemczech (22,7%), Luksemburgu (29,5%) oraz we Włoszech (31,2%). W części krajów nastąpił wzrost koncentracji sektora bankowego. Należały do nich Dania, Grecja, Hiszpania, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia oraz Włochy. W pozostałych krajach tej grupy koncentracja sektora bankowego uległa spadkowi. Najwyższym jej poziomem w 2020 r. charakteryzowały się Grecja (97,0%), Holandia (84,3%) oraz Finlandia (80,1%), a najniższym Luksemburg (31,6%), Niemcy (34,0%) oraz Austria (38,5%). W rezultacie średnia wartość wskaźnika CR5 w krajach „starej" Unii wyniosła 56,3%, a w 2020 r. wzrosła do 61,2%.

W tabeli 14 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika CR5 w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 14

Wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	57,3	58,3	55,2	52,6	50,4	49,9	55,0	57,6	58,0	56,5	59,7	62,5	67,1
Cypr	63,8	64,7	64,2	60,7	62,6	64,1	63,4	67,5	65,8	84,2	86,9	85,7	86,5
Czechy	62,1	62,6	62,6	61,9	61,4	62,0	60,9	62,5	63,9	63,7	64,5	64,8	65,3
Estonia	94,8	93,4	92,3	90,6	89,6	89,7	89,9	88,6	88,0	90,3	91,0	93,0	93,7
Litwa	81,3	80,5	78,8	84,7	83,6	87,1	85,7	86,8	87,1	90,1	90,9	90,4	91,8
Łotwa	70,2	69,3	60,4	59,6	64,1	64,1	63,6	64,6	66,6	73,6	80,9	83,2	87,8
Malta	72,8	72,8	71,3	72,0	74,4	76,5	81,5	81,3	80,3	80,9	77,5	75,1	74,8
Polska	44,2	43,9	43,4	43,7	44,4	45,2	48,3	48,6	47,7	47,5	49,5	49,8	54,3
Rumunia	54,0	52,4	52,7	54,6	54,7	54,4	54,2	57,4	59,1	59,5	61,6	62,6	62,4
Słowacja	71,6	72,1	72,0	72,2	70,7	70,3	70,7	72,3	72,7	74,5	75,6	75,7	76,8
Słowenia	59,1	59,7	59,3	59,3	58,4	57,1	55,6	59,2	61,0	61,5	60,8	60,9	67,3
Węgry	54,4	55,2	54,6	54,6	54,0	51,9	49,3	49,4	49,8	49,6	50,0	52,7	50,1
Średnia	65,5	65,4	63,9	63,9	64,0	64,4	64,8	66,3	66,7	69,3	70,7	71,4	73,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Kraje „nowej" Unii również charakteryzowały się różnym poziomem koncentracji sektora bankowego. Najwyższą wartość wskaźnika CR5 w 2008 r. odnotowaly takie kraje, jak Estonia (94,8%), Litwa (81,3%) oraz Malta (72,8%), a najniższą Polska (44,2%), Rumunia (54,0%) oraz Węgry (54,4%). Większość krajów tej grupy zwiększyła poziom koncentracji w sektorze bankowym. Jedynie

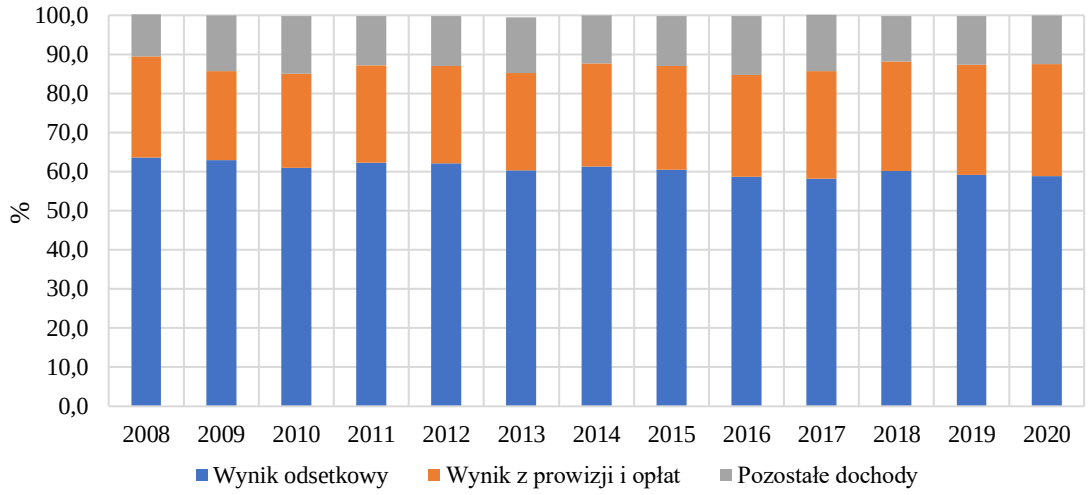
w przypadku Estonii oraz Węgier zaobserwowano jego spadek. W 2020 r. najwyższą wartość wskaźnika CR5 odnotowano w przypadku Estonii (93,7%), Litwy (91,8%) oraz Łotwy (87,8%), a najniższą na Węgrzech (50,1%), w Polsce (54,3%) oraz Rumunii (62,4%). W rezultacie średnia wartość tego wskaźnika w krajach „nowej" Unii wyniosła 65,5% w 2008 r. i wzrosła do 73,2% w 2020 r.

Ocena przejawu finansyzacji, jakim jest zwiększenie koncentracji sektora bankowego była utrudniona ze względu na zróżnicowanie jej stopnia w krajach UE. Na postawie średnich wartości badanego wskaźnika można jednak stwierdzić, że skala ta była niższa w krajach „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii. Tendencje zmian w tym zakresie były jednak podobne. W obu grupach krajów odnotowano zwiększenie koncentracji sektora bankowego, na co wskazywały rosnące wartości wskaźnika CR5. Jednak analiza przeprowadzona na poziomie poszczególnych krajów wykazała, że w części krajów „starej", jak i „nowej" Unii zaobserwowano zarówno wzrost, jak i spadek tego wartości wskaźnika. Zmniejszenie koncentracji sektora bankowego w części krajów można wytłumaczyć spadkiem liczby podejmowanych fuzji i przejęć na skutek wzrostu ryzyka wynikającego z rozpoczęcia się kryzysu finansowo-gospodarczego w 2008 r. (DĄBKOWSKA 2015, s. 155). Jednakże na koniec okresu badawczego w obu grupach krajów odnotowano jej wzrost w porównaniu do początku badanego okresu. Można więc stwierdzić, że przejaw finansyzacji, jakim jest zwiększenie koncentracji sektora bankowego wystąpił w krajach „starej", jak i „nowej" Unii.

Sektor bankowy boryka się z istotnym problemem, jakim jest obniżanie stóp procentowych przez banki centralne, o czym już wcześniej wspomniano. Przykład mogą stanowić działania Europejskiego Banku Centralnego, który rozpoczął obniżkę stóp procentowych w 2008 r. (KOCHANIAK 2016, s. 44), a w czerwcu 2014 r. obniżył stopy procentowe do ujemnych poziomów. Kolejne obniżki stóp procentowych miały miejsce we wrześniu 2014 r., grudniu 2015 r. oraz w marcu 2016 r. W rezultacie tych decyzji stopa depozytowa ukształtowała się na poziomie -0,5% (DEMIRALP i in. 2017, s. 8). Obniżanie stóp procentowych było charakterystyczne dla wszystkich banków centralnych krajów UE. Stopa procentowa jest głównym wyznacznikiem kształtowania cen produktów bankowych. Jej niskie poziomy oddziałują na funkcjonowanie banków przede wszystkim zmniejszając opłacalność prowadzonej działalności, pod wpływem czego zmianie ulega struktura przychodów. Ze względu na spadek marż, spadkowi ulegają przychody z tytułu odsetek (ADRIANOWSKI 2020,

s. 27), a zwiększa się udział przychodów z tytułu opłat i prowizji w przychodach ogółem (PISAREWICZ 2015, s. 643). Rosnący udział dochodów pozaodsetkowych w dochodach ogółem sektora bankowego wskazuje na poszukiwanie innych niż odsetki kredytowe dochodów przez banki. Podmioty te angażują się w działalność ubezpieczeniową, handel papierami wartościowymi lub instrumentami pochodnymi (KOZAK 2018b, s. 34). Obniżanie stóp procentowych przez banki centralne jest istotnym czynnikiem napędzającym proces finansyzacji, a jego skutkiem są zmiany dostosowawcze w sektorze bankowym.

Na rysunku 10 przedstawiono strukturę dochodów sektora bankowego w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.



Rys. 10. Struktura dochodów sektora bankowego (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

W strukturze dochodów sektora bankowego w krajach „starej" Unii w całym okesie badawczym dominował wynik odsetkowy. Najmniejszy udział zajmowały natomiast pozostałe dochody. Udział wyniku odsetkowego w 2008 r. wyniósł 63,7% i zmalał w 2020 r. do 58,8%. Wynik z prowizji i opłat zajmował w 2008 r. 25,8% i wzrósł w 2020 r. do 28,8%. Wzrostowi uległ także udział pozostałych dochodów w wyniku sektora bankowego, osiągając 10,8% w 2008 r. i 12,4% w 2020 r. Średnie wartości udziału poszczególnych dochodów w wyniku sektora bankowego potwierdzają istnienie procesu finansyzacji. W badanym okresie nastąpił spadek udziału wyniku odsetkowego i jednoczesny wzrost udziału wyniku z prowizji i opłat oraz pozostałych dochodów w wyniku działalności bankowej krajów „starej" Unii.

W tabeli 15 przedstawiono strukturę dochodów sektora bankowego (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 15

Struktura dochodów bankowych (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria													
WO	57,4	51,4	54,4	54,9	51,1	52,7	67,3	65,3	65,2	63,6	63,3	62,4	62,5
WPiO	25,2	18,9	20,5	20,4	19,3	21,5	27,0	27,5	29,3	30,1	29,5	28,9	29,5
PD	17,4	29,7	25,2	24,7	29,6	25,8	5,8	7,1	5,5	6,2	7,1	8,7	8,0
Belgia													
WO	63,9	68,6	70,8	74,0	74,5	64,8	69,6	67,7	66,1	61,2	63,5	63,3	63,3
WPiO	27,8	23,6	22,9	23,9	25,3	24,9	26,2	26,7	25,1	24,4	24,6	24,1	24,9
PD	8,3	7,8	6,3	2,1	0,3	10,3	4,2	5,6	8,9	14,4	11,9	12,6	11,8
Dania													
WO	74,2	74,5	74,5	75,7	68,3	70,3	70,5	69,6	63,5	59,8	64,8	58,5	63,5
WPiO	19,5	15,3	18,7	20,3	19,3	21,0	23,7	25,1	23,3	21,3	22,5	23,8	24,5
PD	6,2	10,1	6,8	4,0	12,3	8,7	5,8	5,3	13,1	18,8	12,6	17,7	12,0
Finlandia													
WO	78,2	61,6	54,4	62,6	48,2	57,4	51,6	46,1	43,7	48,9	54,0	56,7	57,6
WPiO	21,0	22,6	27,5	27,8	26,2	23,0	21,7	21,6	21,3	31,6	32,1	32,8	31,8
PD	0,8	15,8	18,1	9,5	25,7	19,6	26,8	32,3	35,1	19,5	13,8	10,5	10,5
Francja													
WO	42,8	54,2	52,6	52,9	53,0	51,3	50,2	47,0	46,0	47,2	46,6	46,8	49,0
WPiO	37,3	33,5	31,9	32,4	33,0	32,8	33,0	32,9	32,9	36,0	37,2	36,7	37,6
PD	19,9	12,3	15,5	14,7	14,0	15,9	16,8	20,2	21,2	16,8	16,2	16,5	13,4
Grecja													
WO	76,5	76,4	84,0	82,4	82,8	79,7	82,7	93,9	78,7	79,5	73,4	68,2	58,9
WPiO	18,0	14,8	14,3	12,5	15,3	15,4	14,8	12,6	12,5	14,7	16,0	15,3	13,3
PD	5,5	8,8	1,7	5,1	1,9	4,9	2,4	-6,5	8,8	5,8	10,6	16,4	27,8
Hiszpania													
WO	61,9	65,1	65,0	65,3	69,4	63,8	63,9	66,7	68,1	69,1	71,4	70,8	67,7
WPiO	23,8	20,3	22,6	24,1	23,2	23,6	22,9	22,8	24,2	25,1	26,5	26,5	25,0
PD	14,3	14,5	12,4	10,5	7,5	12,6	13,2	10,4	7,7	5,9	2,1	2,7	7,3
Holandia													
WO	47,2	69,2	67,2	66,7	72,0	75,1	74,4	70,5	71,9	72,9	71,6	73,6	74,3
WPiO	16,8	22,3	21,0	19,3	17,3	18,0	17,8	17,0	16,9	17,7	17,5	17,7	19,7
PD	36,0	8,5	11,8	14,0	10,7	6,9	7,8	12,5	11,2	9,3	10,9	8,7	5,9
Irlandia													
WO	85,0	66,8	44,2	41,7	70,4	59,8	62,9	63,2	55,3	57,0	58,7	54,3	56,7
WPiO	13,5	8,2	10,0	13,5	23,7	19,0	22,0	25,4	22,4	20,6	22,9	24,7	26,5
PD	1,5	24,9	45,7	44,9	5,9	21,2	15,1	11,5	22,3	22,4	18,5	21,0	16,9
Luksemburg													
WO	53,7	52,1	49,2	49,5	47,2	40,6	40,3	41,7	40,7	44,6	45,7	46,6	44,0
WPiO	46,1	39,0	38,4	44,3	38,7	39,0	44,7	44,1	41,8	42,9	44,1	44,6	46,4
PD	0,3	8,9	12,4	6,2	14,1	20,4	15,0	14,2	17,5	12,5	10,2	8,8	9,6
Niemcy													
WO	61,0	62,5	63,3	65,5	61,7	62,3	60,6	57,9	59,0	58,1	60,0	58,7	56,9
WPiO	27,1	23,9	25,1	25,5	25,8	26,8	26,5	26,2	26,7	28,0	27,9	28,5	29,9
PD	11,9	13,6	11,6	8,9	12,5	10,9	12,9	15,8	14,2	13,9	12,1	12,8	13,2
Portugalia													
WO	62,9	57,8	56,3	61,5	52,1	54,0	53,4	55,7	62,1	56,2	67,7	66,9	63,6
WPiO	23,8	25,1	27,3	28,7	28,9	33,7	27,1	28,2	28,6	26,5	31,7	30,9	29,5
PD	13,3	17,1	16,4	9,8	19,1	12,3	19,5	16,0	9,3	17,3	0,7	2,2	6,9
Szwecja													
WO	60,8	61,3	59,6	62,5	64,8	63,2	61,1	55,1	53,3	54,1	53,2	53,8	57,1
WPiO	26,4	22,3	26,4	26,3	24,9	24,0	26,4	25,0	24,9	26,5	22,0	23,3	24,3
PD	12,8	16,4	14,0	11,2	10,3	12,8	12,5	19,9	21,8	19,4	24,8	22,9	18,5
Włochy													
WO	65,9	59,9	57,6	57,1	53,8	49,1	50,3	47,5	47,5	43,5	49,2	47,6	48,5
WPiO	31,6	30,3	34,4	33,3	32,2	33,5	35,2	36,5	36,4	37,3	39,6	38,9	39,4
PD	2,5	9,8	8,0	9,6	14,0	17,4	14,5	16,0	16,1	19,1	11,2	13,5	12,1

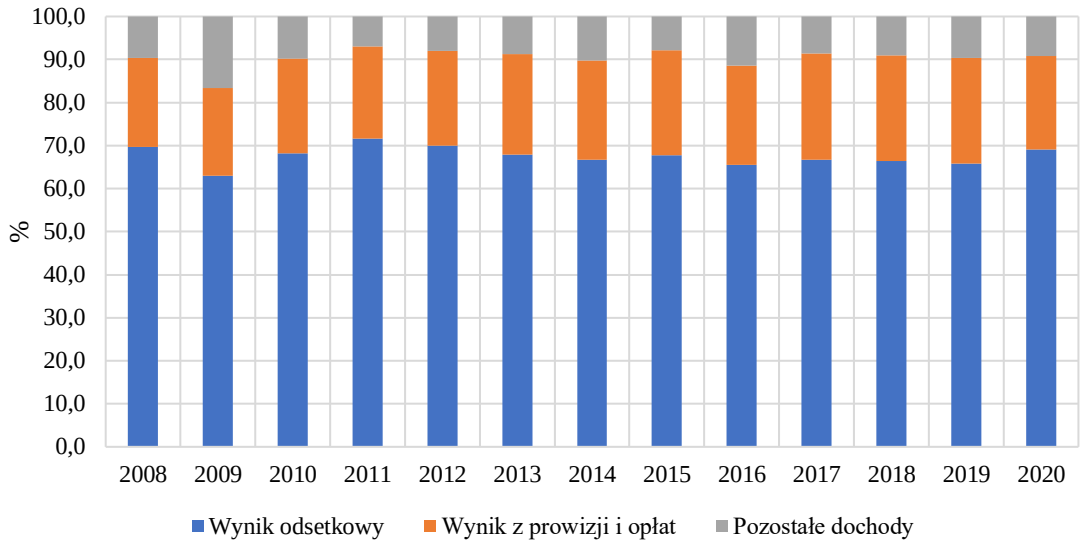
WO, WPiO, PD – udział, odpowiednio, wyniku odsetkowego, wyniku z prowizji i opłat, pozostałych dochodów w wyniku działalności bankowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

W strukturze dochodów sektorów bankowych wszystkich krajów „starej" Unii dominujący udział zajmował wynik odsetkowy. Jego najwyższą wartość w 2008 r.

zaobserwowano w Irlandii (85,0%), Finlandii (78,2%) oraz w Grecji (76,5%), a najniższą we Francji (42,8%), Holandii (47,2%) i Luksemburgu (53,7%). Na koniec okresu badawczego w większości krajów tej grupy nastąpił spadek udziału wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej. Wzrost zaobserwowano jedynie w Austrii, Francji, Hiszpanii, Holandii i Portugalii. W 2020 r. największym udziałem wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowego charakteryzowały się Holandia (74,3%), Hiszpania (67,7%) oraz Dania (63,5%), a najmniejszym Luksemburg (44,0%), Włochy (48,5%) i Francja (49,0%). Drugą kategorią dochodów pod względem udziału w strukturze dochodów sektora bankowego był wynik z prowizji i opłat. Największą jego wartość zaobserwowano w 2008 r. w Luksemburgu (46,1%), we Francji (37,3%) oraz we Włoszech (31,6%), a najmniejszą w Irlandii (13,5%), Holandii (16,8%) oraz Danii (19,5%). W strukturze dochodów większości sektorów bankowych krajów „starej" Unii odnotowano zwiększenie udziału wyniku z prowizji i opłat. Zmniejszenie nastąpiło tylko w Belgii, Grecji oraz Szwecji. W 2020 r. największy udział wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej wystąpił w Luksemburgu (46,4%), we Włoszech (39,4%) i we Francji (37,6%), a najmniejszy w Grecji (13,3%), Holandii (19,7%) oraz w Szwecji (24,3%). Najmniejszy udział w strukturze dochodów sektora bankowego we wszystkich krajach „starej" Unii zajmowały pozostałe dochody. W 2008 r. najwyższym jego poziomem spośród wszystkich krajów tej grupy charakteryzowały się Holandia (36,0%), Francja (19,9%) oraz Austria (17,45), a najniższym Luksemburg (0,3%), Finlandia (0,8%) oraz Irlandia (1,5%). Spadek tego udziału zaobserwowano w przypadku takich krajów, jak Austria, Francja, Hiszpania, Holandia i Portugalia. W pozostałych krajach nastąpił jego wzrost. W 2020 r. pozostałe dochody zajmowały największy udział w takich krajach, jak Grecja (27,8%), Szwecja (18,5%) oraz Irlandia (16,5%), a najmniejszy w Holandii (5,9%), Portugalii (6,9%) oraz w Luksemburgu (9,6%).

Na rysunku 11 przedstawiono strukturę dochodów sektora bankowego w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.



Rys. 11. Struktura dochodów sektora bankowego w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

W strukturze dochodów sektora bankowego w krajach „nowej" Unii dominował wynik odsetkowy. Najmniejszy udział zajmowały natomiast pozostałe dochody. Taka struktura była więc charakterystyczna zarówno dla krajów „starej", jak i „nowej" Unii. Udział wyniku odsetkowego w 2008 r. wyniósł 69,7% i zmalał w 2020 r. do 69,1%. Wynik z prowizji i opłat zajmował w 2008 r. 20,6% i wzrósł w 2020 r. do 21,7%. Spadkowi uległ udział pozostałych dochodów w wyniku sektora bankowego, osiągając 9,7% w 2008 r. i 9,2% w 2020 r. Średnie wartości udziału poszczególnych dochodów w wyniku sektora bankowego potwierdzają istnienie procesu finansyzacji. W badanym okresie nastąpił spadek udziału wyniku odsetkowego i jednoczesny wzrost udziału wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej. Nie zaobserwowano natomiast wzrostu udziału pozostałych dochodów w wyniku działalności bankowej.

W tabeli 16 przedstawiono strukturę dochodów sektora bankowego (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 16

Struktura dochodów bankowych w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria													
WO	75,1	74,8	74,1	73,2	68,8	68,5	67,3	66,5	69,7	69,8	68,1	67,9	66,8
WPiO	20,9	19,4	19,3	20,1	20,5	22,1	21,6	21,0	22,3	25,1	25,6	26,5	25,4
PD	4,1	5,8	6,6	6,7	10,8	9,4	11,1	12,5	7,9	5,1	6,3	5,6	7,8
Cypr													

WO	69,6	70,3	75,9	82,3	78,9	86,2	78,4	81,2	75,3	70,7	67,2	68,5	67,5
WPiO	20,3	18,0	13,5	13,9	16,0	13,4	11,6	13,8	14,6	16,4	19,6	20,5	19,7
PD	10,2	11,7	10,6	3,9	5,1	0,4	10,0	5,0	10,1	12,8	13,2	11,0	12,7
Czechy													
WO	71,9	61,6	70,2	71,7	67,4	66,7	69,8	67,2	65,5	65,8	71,2	75,3	73,0
WPiO	25,9	21,4	23,8	23,6	21,7	22,3	21,5	21,0	19,7	18,8	19,0	17,8	19,0
PD	2,3	17,1	6,0	4,7	10,9	11,0	8,7	11,8	14,9	15,4	9,7	6,9	8,0
Estonia													
WO	69,5	59,8	59,2	60,0	64,5	61,4	66,1	64,7	65,9	67,5	65,8	65,2	67,7
WPiO	20,8	22,4	24,4	19,6	20,6	20,7	24,3	24,2	22,8	23,8	21,1	20,5	19,6
PD	9,7	17,8	16,4	20,5	14,9	17,9	9,6	11,1	11,3	8,7	13,1	14,3	12,7
Litwa													
WO	73,8	58,8	59,3	68,1	63,8	59,6	57,5	62,1	60,9	62,8	61,6	60,9	62,0
WPiO	26,0	26,7	31,9	28,5	31,9	32,1	29,5	29,4	27,3	31,8	29,8	28,7	27,5
PD	0,2	14,4	8,8	3,5	4,3	8,3	12,9	8,5	11,9	5,4	8,6	10,4	10,6
Łotwa													
WO	67,0	53,3	47,8	53,0	51,5	51,0	52,8	53,6	48,1	53,9	55,9	56,3	59,9
WPiO	19,6	19,0	27,7	27,1	29,6	30,2	33,2	32,3	29,5	33,2	35,0	28,9	29,7
PD	13,4	27,7	24,6	19,9	18,9	18,8	14,0	14,1	22,4	12,9	9,1	14,8	10,3
Malta													
WO	88,6	49,3	70,0	83,7	87,2	73,4	69,2	71,6	80,9	80,1	78,4	70,3	74,1
WPiO	2,3	10,4	14,8	13,0	10,7	10,2	9,4	13,0	16,7	16,5	19,0	21,7	17,9
PD	9,1	40,3	15,2	3,3	2,1	16,4	21,4	15,3	2,4	3,4	2,7	8,0	8,0
Polska													
WO	58,4	53,5	57,1	60,2	59,4	58,9	64,8	63,5	63,5	67,2	68,8	69,4	68,5
WPiO	25,5	26,7	27,3	26,3	25,3	25,6	24,5	25,4	22,3	23,1	21,0	20,7	23,0
PD	16,1	19,8	15,7	13,5	15,3	15,5	10,7	11,2	14,1	9,7	10,2	9,9	8,5
Rumunia													
WO	53,3	61,0	70,9	72,5	63,6	60,2	59,1	59,1	57,0	59,5	66,0	66,5	67,3
WPiO	23,1	21,3	18,8	21,5	20,2	20,6	20,9	21,2	20,1	20,7	19,2	18,1	16,9
PD	23,6	17,7	10,2	6,0	16,3	19,3	20,0	19,7	22,9	19,8	14,8	15,4	15,8
Słowacja													
WO	69,4	77,2	76,6	78,7	69,9	74,3	72,8	72,9	74,7	74,4	72,4	71,6	69,4
WPiO	20,5	20,1	20,5	20,0	18,3	19,5	18,8	20,8	22,6	23,4	25,6	26,6	27,0
PD	10,2	2,8	2,9	1,3	11,7	6,2	8,4	6,3	2,8	2,1	2,0	1,8	3,6
Słowenia													
WO	71,1	67,1	70,9	70,3	59,8	65,4	68,0	66,8	63,1	65,9	64,3	61,9	60,4
WPiO	24,6	23,1	22,4	23,0	22,3	31,3	27,6	28,7	26,9	29,1	28,1	28,0	28,4
PD	4,3	9,8	6,7	6,7	18,0	3,3	4,4	4,6	10,0	5,0	7,6	10,0	11,2
Węgry													
WO	68,6	70,0	87,2	86,4	105,6	89,1	75,3	83,8	61,2	62,2	56,9	56,6	92,2
WPiO	18,3	14,6	19,1	19,8	26,0	32,5	32,8	42,2	33,2	35,6	32,7	35,9	6,0
PD	13,1	15,4	-6,2	-6,2	-31,6	-21,5	-8,1	-26,0	5,6	2,2	10,5	7,5	1,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

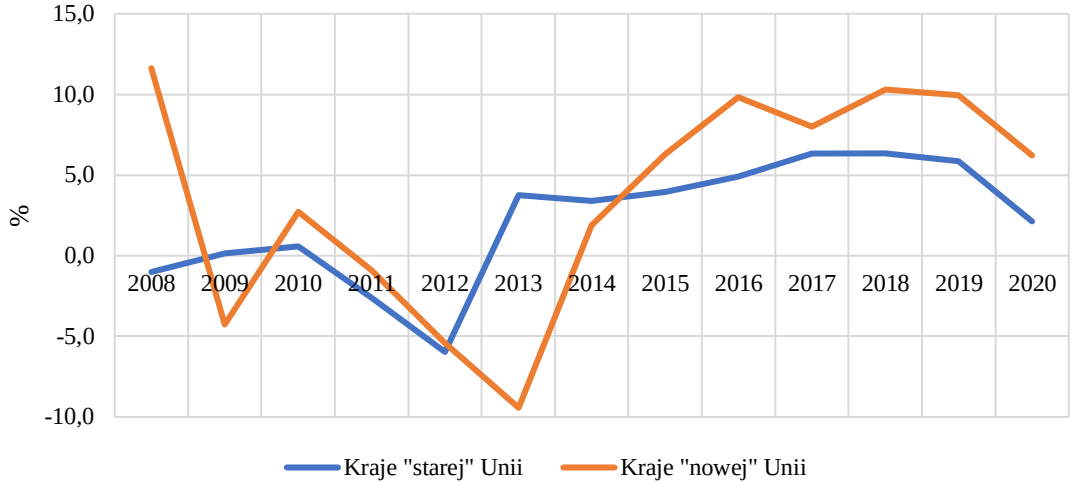
W strukturze dochodów sektorów bankowych wszystkich krajów „nowej" Unii dominujący udział zajmował wynik odsetkowy. Jego najwyższą wartość w 2008 r. zaobserwowano na Malcie (88,6%), w Bułgarii (75,1%) oraz na Litwie (73,8%), a najniższą w Rumunii (53,3%), Polsce (58,4%) oraz na Węgrzech (68,6%). Na koniec okresu badawczego w części krajów tej grupy nastąpił spadek udziału wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej. Wzrost zaobserwowano w przypadku Cypru, Czech, Polski, Rumunii, Słowacji i Węgier. W 2020 r. największym udziałem wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowego charakteryzowały się Węgry (92,2%), Malta (74,1%) oraz Czechy (73,0%), a najmniejszym Łotwa (59,9%), Słowenia (60,4%) oraz Litwa (62,0%). Drugą kategorią dochodów pod względem udziału w strukturze dochodów sektora bankowego był wynik z prowizji i opłat. Najwyższą jego wartość zaobserwowano w 2008 r. na Litwie (26,0%), w Czechach (25,9%) oraz na Słowenii (24,6%), a najniższą na Malcie (2,3%), Łotwie (19,6%) oraz na Cyprze (20,3%). W strukturze dochodów większości sektorów bankowych krajów

„nowej" Unii odnotowano zwiększenie udziału wyniku z prowizji i opłat. Do krajów, w których zaobserwowano zwiększenie udziału wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej zaliczały się Bułgaria, Litwa, Łotwa, Malta, Słowacja i Słowenia. W pozostałych krajach nastąpiło jego zmniejszenie. W 2020 r. największy udział wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej wystąpił na Łotwie (29,7%), Słowenii (28,4%) oraz Litwie (27,5%), a najmniejszy na Węgrzech (6,0%), w Rumunii (16,9%) oraz na Malcie (17,9%). Najmniejszy udział w strukturze dochodów sektora bankowego we wszystkich krajach „starej" Unii zajmowały pozostałe dochody. W 2008 r. najwyższym jego poziomem spośród wszystkich krajów tej grupy charakteryzowały się Rumunia (23,6%), Polska (16,1%) i Łotwa (13,4%), a najniższym Litwa (0,2%), Czechy (2,3%) oraz Bułgaria (4,1%). Wzrost tego udziału zaobserwowano w przypadku takich krajów, jak Bulgaria, Cypr, Czechy, Estonia, Litwa, oraz Słowenia. W pozostałych krajach nastąpił jego spadek. W 2020 r. pozostałe dochody zajmowały największy udział w takich krajach, jak Rumunia (15,8%), Cypr i Estonia (w obu krajach 12,7%) oraz Słowenia (11,2%), a najmniejszy Węgry (1,7%), Słowacja (3,6%) oraz Bułgaria (7,8%).

Struktura dochodów sektorów bankowych krajów „starej" i „nowej" Unii była podobna. Dominujący udział w tej strukturze zajmował wynik odsetkowy. W krajach „starej" Unii spadkowi uległ średni udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej. Jednocześnie wzrósł udział wyniku z prowizji i opłat oraz pozostałych dochodów. W krajach „nowej" Unii natomiast nastąpił spadek udziału wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej. Jednocześnie wzrostowi uległ udział wyniku z prowizji i opłat oraz spadek udziału pozostałych dochodów. Wyższym średnim udziałem wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej charakteryzowały się kraje „nowej" Unii. W krajach „starej" Unii natomiast występował wyższy średni udział wyniku z prowizji i odsetek oraz pozostałych dochodów w wyniku działalności bankowej. Przejaw finansyzacji, jakim jest spadek udziału wyniku odsetkowego oraz wzrost wyniku z prowizji i opłat i pozostałych dochodów w wyniku działalności bankowej był więc obecny w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. Bardziej wyraźnie zmiany zaobserwowano w pierwszej grupie krajów.

Podstawowym celem funkcjonowania banku, tak jak każdego innego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku (BUSZKO 2012, s. 134), który stanowi podstawowe kryterium wyznaczania rentowności. Jest to podstawowy aspekt jego kondycji finansowej (DONDALSKI, OSTROWSKA 2020, s. 142). Do jej pomiaru

w krajach Unii Europejskiej wykorzystano wskaźniki ROE. Jest to najczęściej stosowany miernik rentowności sektora bankowego (KOCHANIAK 2010, s. 57). Wskaźnik te nie posiada wartości referencyjnych, do których można go porównywać. Na poprawę rentowności wskazuje wzrost jego wartości w kolejnych latach. Średnie wartości wskaźnika ROE dla krajów „starej" i „nowej" Unii (w %) w latach 2008-2020 przedstawiono na rysunku 12.



Rys. 12. Średnie wartości wskaźnika ROE (w %) sektora bankowego w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Średnie wartości wskaźnika ROE w krajach „starej" i „nowej" Unii ulegały ciągłym wahaniom. W 2008 r. średni wskaźnik ROE w krajach „starej" Unii osiągnął wartość -1,0%, natomiast w krajach „nowej" Unii 11,6%. W kolejnym roku wskaźnik ROE w krajach „starej" Unii przyjął wartość dodatnią 0,1%, a w krajach „nowej" Unii obniżył się do -4,3%. Ujemne wartości były charakterystyczne dla kryzysu finansowego, który dotknął obie grupy krajów. Od 2010 r. sektory bankowe obu grup krajów charakteryzowała malejąca rentowność. Jej szczyt w krajach „starej" Unii nastąpił w 2012 r., w którym średnia wartość wskaźnika ROE ukształtowała się na poziomie -5,4%, a w krajach „nowej" Unii w 2013 r., w którym wyniosła ona -9,4%. Po latach tych rentowność sektorów bankowych w obu grupach krajów ulegała poprawie, na co wskazywały coraz wyższe średnie wartości wskaźnika ROE. Wzrost ten trwał do 2020 r. w którym rentowność znowu uległa spadkowi na skutek rozwoju pandemii COVID-19. W rezultacie w 2020 r. średnia wartość wskaźnika ROE

w krajach „starej" Unii wyniosła 2,1%, a w krajach „nowej" Unii 6,2%. Wyższą rentownością sektora bankowego charakteryzowały się więc kraje „nowej" Unii.

W tabeli 17 przedstawiono wartości wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 17

Wartość wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	1,7	2,8	6,1	1,4	4,1	-0,7	1,1	7,6	7,1	8,7	8,6	7,8	4,1
Belgia	-44,8	-2,4	10,5	1,4	3,3	6,2	7,8	10,3	8,9	8,8	8,2	8,6	5,9
Dania	-3,4	-3,8	2,4	0,6	2,0	4,4	4,7	6,8	9,7	10,8	8,0	8,7	4,5
Finlandia	8,4	7,2	6,8	7,6	8,9	8,1	9,1	8,3	8,7	8,8	8,1	4,9	5,8
Francja	2,9	4,7	8,3	5,6	3,4	6,0	4,4	6,8	6,5	6,4	6,5	6,0	4,1
Grecja	6,0	-0,4	-7,6	-46,6	-85,1	33,2	-13,4	-29,2	0,8	-1,6	-0,4	0,7	-7,8
Hiszpania	12,4	8,9	8,5	0,2	-24,9	5,8	6,7	6,6	5,0	7,0	8,2	6,7	-3,5
Holandia	-12,1	-0,3	7,5	6,0	4,1	5,0	3,3	7,0	7,3	8,8	8,1	7,7	3,0
Irlandia	0,4	-36,1	-65,2	-11,1	-14,6	-13,2	8,5	6,8	6,3	5,0	4,9	3,7	-2,2
Luksemburg	3,5	8,8	8,1	2,7	7,0	6,4	7,2	7,2	7,5	5,7	5,5	5,2	4,4
Niemcy	-9,8	-2,2	1,9	2,2	1,1	1,3	2,5	1,7	2,2	2,9	2,4	2,1	2,2
Portugalia	3,4	5,4	6,7	-4,2	-3,3	-9,3	-3,5	0,9	-5,5	-0,8	2,7	4,3	0,0
Szwecja	12,1	5,4	10,2	10,6	11,3	11,1	11,8	11,2	11,9	10,9	12,2	10,9	8,4
Włochy	4,9	4,0	3,7	-13,0	-1,0	-11,5	-2,8	3,1	-7,7	7,1	5,8	4,9	1,0
Średnia	-1,0	0,1	0,6	-2,6	-6,0	3,8	3,4	3,9	4,9	6,3	6,3	5,9	2,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Sytuacja w krajach „starej" Unii pod względem rentowności sektora bankowego była zróżnicowana. W 2008 r. najwyższym poziomem rentowności sektora bankowego charakteryzowała się Hiszpania (12,4%), Szwecja (12,1%) oraz Finlandia (8,4%), a najniższym Belgia (-44,8%), Holandia (-12,1%) oraz Niemcy (-9,8%). Tak niskie wartości ujemne były spowodowane kryzysem finansowym. W kolejnych latach rentowność krajów tej grupy malała. Do krajów, w których zaobserwowano wzrost rentowności sektora bankowego zaliczyć można Austrię, Belgię, Danię, Francję, Holandię, Hiszpanię, Luksemburg oraz Niemcy. W rezultacie w 2020 r. najwyższa wartość wskaźnika ROE wystąpiła w Szwecji (8,4%), Belgii (5,9%) oraz w Finlandii (5,8%), a najniższa w Grecji (-7,8%), Hiszpanii (-3,5%) oraz w Portugalii (0,0%).

W tabeli 18 przedstawiono wartości wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 18

Wartość wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	17,3	8,3	6,4	4,7	4,7	4,4	7,2	8,0	11,3	10,2	11,8	11,2	4,9
Cypr	13,6	10,6	8,2	-75,6	-100,8	-90,0	-7,1	-7,7	1,7	-11,9	7,1	3,5	3,5
Czechy	14,3	16,7	14,9	13,0	13,7	11,4	11,4	11,3	11,9	13,0	13,3	13,9	6,7
Estonia	15,6	-41,3	3,6	22,9	11,7	10,7	9,7	6,8	11,1	9,2	9,8	8,3	7,4
Litwa	11,5	-56,1	-3,8	15,5	7,8	8,6	7,7	7,5	11,9	9,1	12,3	14,5	10,0
Łotwa	3,1	-44,3	-19,7	4,5	4,9	8,8	10,2	10,7	14,3	7,6	9,2	9,6	5,2
Malta	-0,5	11,6	3,6	3,2	4,7	3,7	4,4	6,3	8,1	7,2	5,2	6,0	0,3
Polska	14,1	7,0	10,0	12,0	10,8	10,0	9,4	7,7	7,5	6,9	7,0	6,9	3,1
Rumunia	18,9	6,3	2,6	0,2	-7,1	0,0	-15,2	11,3	10,6	11,7	13,6	12,3	9,0
Słowacja	11,4	5,9	10,4	12,0	9,0	10,0	9,2	9,7	9,9	9,3	9,3	8,3	5,3
Słowenia	5,2	1,1	-3,1	-11,1	-19,4	-90,2	-2,5	3,5	7,8	9,1	10,7	10,3	11,3
Węgry	15,0	22,7	-0,3	-12,0	-5,1	-0,4	-21,9	0,3	11,7	14,5	14,7	14,3	7,6
Średnia	11,6	-4,3	2,7	-0,9	-5,4	-9,4	1,9	6,3	9,8	8,0	10,3	9,9	6,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Sytuacja w krajach „nowej" Unii pod względem rentowności sektora bankowego także była zróżnicowana. W 2008 r. najwyższym poziomem rentowności sektora bankowego charakteryzowały się Rumunia (18,9%), Bułgaria (17,3%), a także Estonia (15,6%), a najniższym Malta (-0,5%), Łotwa (3,1%) oraz Słowenia (5,2%). W kolejnych latach rentowność sektorów bankowych tej grupy krajów malała w szybszym tempie w porównaniu do krajów „starej" Unii. Jej poprawę odnotowały jedynie takie kraje, jak Łotwa, Malta oraz Słowenia. W 2020 r. najwyższa wartość wskaźnika ROE wystąpiła na Słowenii (11,3%), Litwie (10,0%) oraz w Rumunii (9,0%), a najniższa na Malcie (0,3%), w Polsce (3,1%) oraz w Bułgarii (4,9%).

Przejaw finansyzacji, jakim jest spadek rentowności sektora bankowego, miał miejsce w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. Wskazywały na to malejące średnie wartości wskaźników ROE otrzymane w obu grupach krajów. Sektory bankowe krajów „nowej" Unii charakteryzowały się jednak wyższym poziomem rentowności w porównaniu do krajów „starej" Unii, na co wskazywały wyższe wartości wskaźnika ROE. Jednocześnie kraje „nowej" Unii podczas kryzysów odnotowały większe ujemne wartości tych wskaźników w porównaniu do krajów „starej" Unii. Zmniejszająca się opłacalność prowadzenia działalności przez instytucje bankowe miała więc odzwierciedlenie we wskaźnikach rentowności ROE w obu grupach krajów. Istotnym czynnikiem wpływającym na rentowność sektora bankowego, poza niskimi stopami procentowymi, są rosnące wymogi kapitałowe oraz obciążenia finansowe nakładane na sektor bankowy w okresie pokryzysowym (KOCHANIAK i in. 2020; WŁODARCZYK, OSTROWSKA 2020). Działania te widoczne są nie tylko w Polsce, ale też w innych krajach Unii Europejskiej.

Podsumowując, proces finansyzacji w dużym stopniu wpłynął na funkcjonowanie sektora bankowego w krajach Unii Europejskiej. Przede wszystkim zmianie uległ tradycyjny model biznesowy wykorzystywany przez instytucje bankowe (*Financial Stability*… 2021, s. 33). Najogólniej można stwierdzić, że w sektorach bankowych krajów UE nastąpiły zmiany charakterystyczne dla procesu finansyzacji. Koncentracja sektora bankowego zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii wzrosła. Wyższa wartość wskaźnika CR5 ukształtowała się w krajach „nowej" Unii. Struktura dochodów sektorów bankowych była charakterystyczna dla procesu finansyzacji w obu grupach krajów. W większości krajów odnotowano spadek udziału wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej przy jednoczesnym wzroście udziału wyniku z prowizji i odsetek. Udział pozostałych dochodów uległ wzrostowi w krajach „starej" Unii, natomiast spadek odnotowano w krajach „nowej" Unii. Większą rentownością sektora bankowego charakteryzowały się kraje „nowej" Unii, na co wskazywały wyższe wartości wskaźnika ROE. W obu grupach krajów nastąpił wzrost rentowności sektora bankowego. Jednak należy podkreślić, że okres badawczy obejmował lata kryzysowe, podczas których rentowność sektora była obniżona.

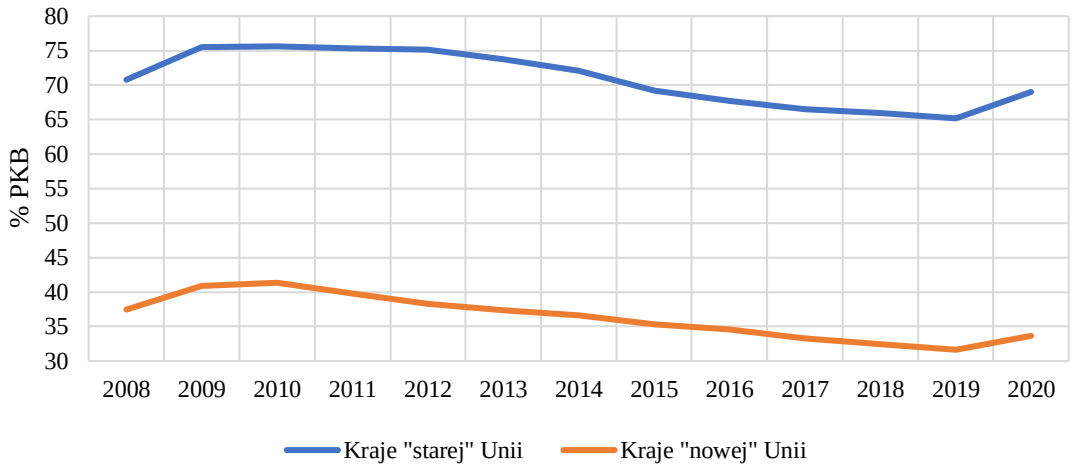
3.4. Zmiany poziomu oraz struktury zadłużenia podmiotów sfery realnej

Finansyzacja wywołała szereg skutków nie tylko w sferze finansowej, ale również w funkcjonowaniu podmiotów sfery realnej. Wskazuje się nawet, że sfera finansowa zaczęła być nadrzędną wobec tej drugiej (RUDNY 2018, s. 37). Do podmiotów sfery realnej zalicza się przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe. W literaturze przedmiotu wymienia się dwie główne konsekwencje procesu finansyzacji w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, do których należą zmiany wielkości i struktury posiadanych aktywów oraz rosnące zadłużenie (RATAJCZAK 2012, s. 292; DĄBROWSKI i in. 2018, s. 73, 85). W tym pierwszym przypadku obserwowany jest rosnący udział aktywów finansowych w aktywach ogółem wobec malejącego udziału aktywów rzeczowych. W odniesieniu do zadłużenia zmianie ulega zarówno jego wartość, jak i struktura. Wskazuje się, że badanie przejawów finansyzacji w aspekcie zadłużenia powinno być oparte o wskaźniki relatywne (DĄBROWSKI i in. 2018, s. 92) w związku z tym do analizy przyjęto wskaźniki długu gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw w relacji do PKB danego kraju (w %). Ponadto, istotnym przejawem procesu finansyzacji jest zwiększające się znaczenie

sektora bankowego w finansowaniu zakupów nieruchomości, więc pomiar finansyzacji w gospodarstwach domowych powinien uwzględniać także zadłużenie hipoteczne (DĄBROWSKI i in. 2018, s. 90), które analizowano również w relacji do PKB (w %).

Problem narastającego zadłużenia dotyczy zarówno sfery publicznej, jak i sektora prywatnego, generując w każdym z nich negatywne następstwa. W przypadku gospodarstw domowych postępuje ono globalnie od lat 90. XX w. (KOZAK 2011, s. 44) i obecne było przede wszystkim w USA oraz w krajach UE (ANIOŁA, GOŁAŚ 2011, s. 60). Postępujące zadłużenie gospodarstw domowych powstawało na skutek łagodnej polityki banków centralnych, w wyniku której obniżono oprocentowanie kredytów dla klientów indywidualnych. Z kolei liberalna polityka kredytowa stosowana w poszczególnych sektorach bankowych uruchomiła powszechny dostęp do zadłużania (PANCISZKO 2016, s. 43-44).

Kształtowanie się średniego długu gospodarstw domowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 przedstawiono na rysunku 13.



Rys. 13. Średni dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. średni udział długu gospodarstw domowych w PKB w krajach „starej" Unii wyniósł 70,8%, a w krajach „nowej" Unii 37,5%. W całym okresie badawczym udział ten stopniowo malał w obu grupach krajów. Ponowny wzrost nastąpił w 2020 r. W roku tym udział długu gospodarstw domowych w PKB w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 69,0%, a w krajach „nowej" Unii 33,7%. Średni udział długu gospodarstw domowych w PKB w krajach „starej" Unii

przewyższał więc udział w krajach „nowej" Unii. Co więcej, różnica między krajami w zakresie udziału długu gospodarstw domowych w PKB pozostawała na podobnym poziomie.

W tabeli 19 przedstawiono wartość długu gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 19

Dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	52,2	53,5	54,6	53,2	52,0	51,2	51,0	50,8	51,1	50,3	49,7	49,6	53,2
Belgia	49,9	52,3	53,0	54,8	55,1	55,7	57,5	57,9	58,2	58,9	59,0	60,4	65,6
Dania	130,7	142,5	138,3	138,4	136,3	133,3	131,5	128,9	116,4	113,8	111,9	110,2	111,7
Finlandia	51,1	57,3	58,9	59,0	61,0	61,5	62,5	63,3	64,1	64,4	65,2	65,8	69,6
Francja	48,6	52,6	53,7	54,8	55,1	55,6	55,6	56,1	57,1	58,4	60,4	62,1	68,7
Grecja	50,3	52,4	62,1	65,5	66,3	66,3	64,4	62,7	61,2	58,3	58,8	56,0	59,7
Hiszpania	82,6	85,0	84,4	82,5	81,6	77,8	73,4	68,0	64,5	61,2	59,0	56,9	62,5
Holandia	110,4	118,2	118,6	118,0	117,9	115,1	113,2	111,3	109,6	106,8	103,4	99,6	103,0
Irlandia	108,2	116,6	110,5	104,2	98,3	93,3	81,0	56,5	52,4	46,8	43,0	38,7	35,9
Luksemburg	51,3	55,1	54,9	56,2	57,9	57,0	58,5	59,0	60,5	62,5	65,4	66,8	69,2
Niemcy	59,7	62,1	59,4	57,1	56,6	55,7	54,2	53,6	53,3	52,9	52,6	53,4	57,7
Portugalia	88,9	92,2	90,9	90,5	90,5	86,1	81,9	77,0	72,6	69,2	66,0	63,5	69,5
Szwecja	68,2	75,6	75,9	76,5	79,3	81,2	82,1	82,4	85,7	87,2	88,1	88,5	94,7
Włochy	39,0	42,4	43,5	43,5	43,7	43,3	42,6	41,8	41,2	40,8	40,8	41,1	45,1
Średnia	70,8	75,6	75,6	75,3	75,1	73,8	72,1	69,2	67,7	66,5	66,0	65,2	69,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. największy udział długu gospodarstw domowych w PKB spośród krajów „starej" Unii wystąpił w Danii (130,7%), Holandii (110,4%) oraz Irlandii (108,2%), a najmniejszy we Włoszech (39,0%), Francji (48,6%) oraz Belgii (49,9%). W przypadku większości krajów tej grupy zaobserwowano zwiększenie udziału długu gospodarstw domowych w PKB. Do krajów, w których wystąpiły odwrotne tendencje zaliczały się: Dania, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Niemcy oraz Portugalia. W 2020 r. największym udziałem długu gospodarstw domowych w PKB charakteryzowały się Dania (111,7%), Holandia (103,0%) oraz Szwecja (94,7%), a najmniejszym Irlandia (35,9%), Włochy (45,1%) oraz Austria (53,2%).

W tabeli 20 przedstawiono wartość długu gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 20

Dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

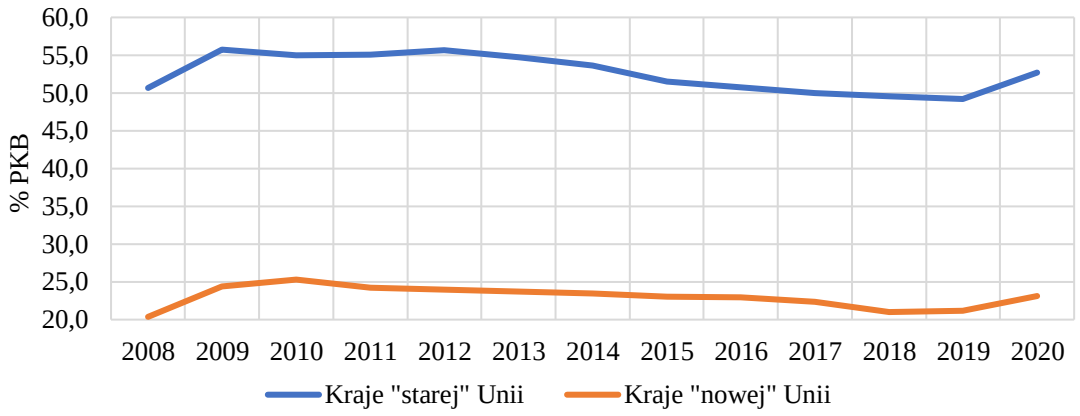
Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	29,8	29,5	28,6	26,4	25,4	25,5	25,1	23,2	22,6	22,5	23,0	23,0	24,4
Cypr	104,0	113,5	118,4	121,9	127,9	129,6	131,4	126,8	116,2	105,3	96,4	86,0	91,0
Czechy	25,7	28,3	28,7	29,8	30,7	31,4	30,2	30,2	31,1	31,5	31,8	31,6	34,0
Estonia	50,6	57,5	52,9	45,6	42,0	40,1	38,9	39,8	40,0	39,4	38,7	38,6	41,8
Litwa	28,4	32,6	29,6	25,8	23,6	22,3	21,5	22,3	22,8	22,4	22,6	23,0	24,3
Łotwa	41,5	49,5	47,7	40,0	32,7	29,2	26,4	24,3	23,4	22,3	21,0	20,2	20,9
Malta	36,3	37,6	39,4	37,4	31,7	28,2	25,6	21,1	20,1	18,6	17,7	18,4	20,9
Polska	30,1	31,6	34,1	35,2	34,2	35,3	35,8	36,0	36,6	34,9	35,0	34,4	34,8

Rumunia	20,4	21,4	22,7	21,8	20,7	19,2	18,0	17,4	16,7	16,1	15,8	15,5	16,2
Słowacja	20,9	23,7	24,4	26,1	28,2	29,7	32,5	34,4	38,4	41,0	42,4	43,6	47,2
Słowenia	25,6	28,4	30,3	29,9	30,7	29,6	28,3	27,6	27,3	27,1	26,9	26,9	27,8
Węgry	36,3	37,6	39,4	37,4	31,7	28,2	25,6	21,1	20,1	18,6	17,7	18,4	20,9
Średnia	37,5	40,9	41,4	39,8	38,3	37,4	36,6	35,4	34,6	33,3	32,4	31,6	33,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii w 2008 r. największy udział długu gospodarstw domowych w PKB wystąpił na Cyprze (104,0%), w Estonii (50,6%) oraz na Łotwie (41,5%), a najmniejszy w Rumunii (20,4%), na Słowacji (20,9%) oraz Słowenii (25,65). W przypadku większości krajów tej grupy zaobserwowano zmniejszenie udziału długu gospodarstw domowych w PKB. Do krajów, w których zaobserwowano jego zwiększenie należały Czechy, Polska, Słowacja oraz Słowenia. W 2020 r. największym udziałem długu gospodarstw domowych w PKB charakteryzowały się Cypr (91,0%), Słowacja (47,2%) oraz Estonia (41,8%), a najmniejszym Rumunia (16,2%), Łotwa, Malta i Węgry (w wymienionych krajach wyniósł on 20,9%) oraz Litwa (24,3%).

Jak już wcześniej wspominano istotnym przejawem finansyzacji jest także rosnąca wartość długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB). Pod tym względem sytuacja w krajach UE była również zróżnicowana, co przedstawiono na rysunku 14 .



Rys. 14. Średni dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów Hypostat

W 2008 r. średni udział długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB w krajach „starej" Unii wyniósł 50,7%, a w krajach „nowej" Unii 21,3%. Udział ten w kolejnym roku nieco wzrósł, a następnie stopniowo malał w obu grupach krajów. Ponowny wzrost nastąpił w 2020 r. W roku tym średni udział długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 52,7%,

a w krajach „nowej" Unii 22,8%. Średni udział długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB w krajach „starej" Unii przewyższał więc udział w krajach „nowej" Unii. Co więcej, różnica między krajami w zakresie długu gospodarstw domowych pozostawała na podobnym poziomie.

W tabeli 21 przedstawiono wartość długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 21

Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	24,5	25,5	27,0	27,1	27,1	27,1	27,2	28,2	28,3	29,1	29,2	30,1	33,3
Belgia	39,0	43,8	44,5	45,8	47,5	48,2	48,9	49,7	51,2	52,7	53,5	55,3	61,0
Dania	85,8	93,7	92,1	92,3	90,6	89,6	88,2	87,5	86,1	84,4	83,3	83,4	85,2
Finlandia	34,8	39,5	40,8	41,3	43,0	43,2	43,4	43,5	43,2	42,5	41,9	41,8	43,9
Francja	35,1	37,7	39,9	41,0	41,7	38,5	38,8	39,4	40,3	41,5	42,7	44,2	49,4
Grecja	32,1	33,9	35,6	37,9	39,0	39,9	38,9	38,4	35,2	33,2	31,6	28,7	27,8
Hiszpania	55,1	57,2	57,8	57,6	57,6	55,8	53,5	48,8	45,9	42,8	41,1	39,2	43,0
Holandia	96,5	103,8	104,6	104,9	105,4	102,8	101,3	99,9	98,2	95,5	92,3	88,9	93,6
Irlandia	79,2	87,0	61,4	58,9	55,7	52,8	46,5	33,4	31,9	28,3	25,5	22,9	21,7
Luksemburg	41,8	46,2	46,3	46,9	49,2	50,3	50,3	51,1	51,6	54,0	55,1	56,1	60,7
Niemcy	45,0	46,9	44,9	43,2	43,2	43,0	42,3	42,3	42,3	42,2	42,9	44,1	48,4
Portugalia	58,7	63,1	63,8	64,7	65,7	62,5	59,2	54,8	51,1	48,0	45,8	43,9	47,5
Szwecja	58,1	75,8	78,0	74,7	77,9	77,0	77,3	82,4	83,0	83,7	87,1	88,8	98,8
Włochy	23,8	26,2	32,8	34,6	35,5	35,4	34,8	21,9	21,8	21,6	21,4	21,4	23,7
Średnia	50,7	55,7	55,0	55,1	55,7	54,7	53,6	51,5	50,7	50,0	49,5	49,2	52,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów Hypostat

W 2008 r. największy udział długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB w krajach „starej" Unii wystąpił w Holandii (96,5%), Danii (85,8%) oraz w Irlandii (79,2%), a najmniejszy we Włoszech (23,8%), w Austrii (24,5%) oraz w Grecji (32,1%). W części krajów tej grupy zaobserwowano zwiększenie udziału długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB. Do krajów tych należały Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Luksemburg, Niemcy oraz Szwecja. W pozostałych krajach nastąpił jego spadek. W 2020 r. największym udziałem długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB charakteryzowały się Szwecja (98,8%), Holandia (93,6%) oraz Dania (85,2%), a najmniejszym Irlandia (21,7%), Włochy (23,7%) oraz Austria (33,3%).

W tabeli 22 przedstawiono wartość długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 22

Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

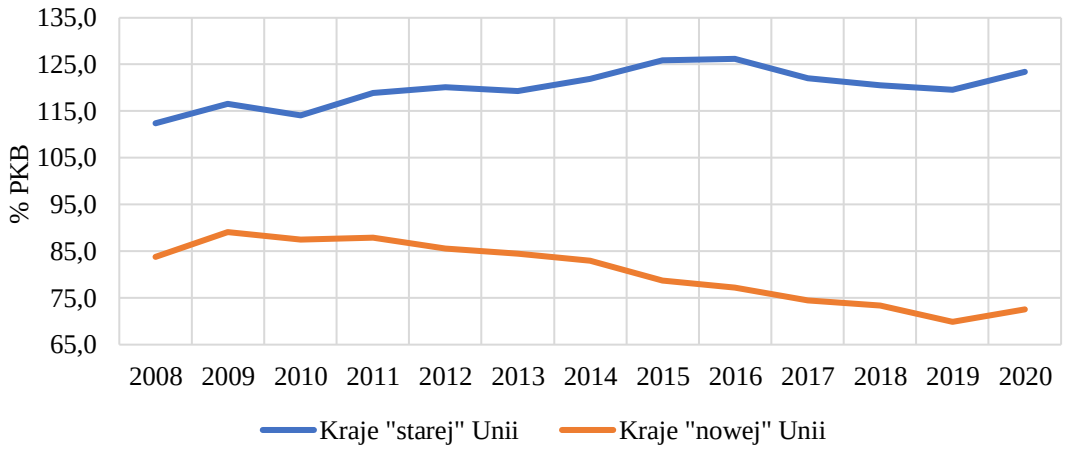
Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	10,2	10,2	9,8	8,7	8,5	8,4	8,2	7,7	7,6	8	8,4	10,4	11,6
Cypr	44,7	55,6	61,4	63,3	65,2	65,9	67,0	65,2	60,8	55,3	40,5	38,6	41,5
Czechy	9,2	14,1	15,4	15,6	17,3	17,3	18,3	18,9	19,7	20,9	20,9	21,6	23,8

Estonia	37,3	43,0	40,2	35,0	32,4	31,0	30,1	30,4	30,4	29,8	29,3	28,9	31,9
Litwa	18,5	22,4	21,4	18,8	17,4	16,7	16,4	16,5	16,9	17,0	17,1	17,4	18,7
Łotwa	29,5	36,5	36,8	29,6	24,1	22,2	19,9	18,3	17,4	16,2	14,1	13,7	14,2
Malta	36,2	40,0	40,4	42,3	43,1	42,8	42,1	39,1	39,8	38,8	39,3	40,2	45,9
Polska	12,7	16,6	18,7	18,9	20,4	20,5	20,1	20,5	21,0	19,9	19,4	19,5	20,0
Rumunia	3,6	4,6	5,4	5,8	6,6	6,4	6,7	7,2	7,6	7,6	7,7	7,6	8,4
Słowacja	12,9	14,8	15,9	17,3	18,6	20,6	22,8	24,7	27,8	30,0	31,6	33,0	36,9
Słowenia	9,0	10,8	13,3	13,9	14,5	14,6	14,2	14,2	14,1	13,9	13,6	13,6	14,8
Węgry	20,6	23,8	24,9	21,6	20,0	18,1	16,2	13,3	12,1	10,7	10,0	9,4	9,8
Średnia	21,3	25,5	26,6	25,1	24,6	24,2	23,8	23,2	23,0	22,3	20,7	20,9	22,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów Hypostat

W krajach „nowej" Unii w 2008 r. największy udział z tytułu kredytów mieszkaniowych domowych w PKB wystąpił na Cyprze (44,7%), w Estonii (37,3%) oraz na Malcie (36,2%), a najmniejszy w Rumunii (3,6%), Słowenii (9,0%) oraz w Czechach (9,2%). Większość krajów tej grupy odnotowała zwiększenie udziału długu gospodarstw domowych w PKB. Do krajów, w których zaobserwowano jego zmniejszenie należały Cypr, Estonia, Łotwa oraz Węgry. W 2020 r. największym udziałem długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB charakteryzowały się Malta (45,9%), Słowacja (36,9%) oraz Estonia (31,9%), a najmniejszym Rumunia (8,4%), Węgry (9,8%) oraz Bułgaria (11,6%).

Kolejnym aspektem poddanym badaniu był dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB). Jego średnie wartości w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 przedstawiono na rysunku 15.



Rys. 15. Średni dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. średni udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB w krajach „starej" Unii wyniósł 112,4%, a w krajach „nowej" Unii 83,8%. W całym okresie badawczym udział ten stopniowo rósł w krajach „starej' Unii, a w krajach „nowej" Unii malał. W 2020 r. udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB

w krajach „starej" Unii ukształtował się na poziomie 123,4%, a w krajach „nowej" Unii 72,6%. Średni udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB w krajach „starej" Unii przewyższał więc udział w krajach „nowej" Unii. Różnica między krajami w zakresie długu przedsiębiorstw niefinansowych między badanymi grupami krajów ulegała zwiększeniu. Co więcej, udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB przewyższał udział długu gospodarstw domowych w całym badanym okresie w obu grupach krajów.

W tabeli 23 przedstawiono wartość długu przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 23

Dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	82,8	81,8	82,8	81,1	79,5	82,7	79,0	79,1	79,2	80,8	82,4	83,3	87,4
Belgia	137,8	142,1	130,1	137,3	139,3	138,6	136,6	137,4	155,5	143,2	137,5	138,0	141,1
Dania	95,8	91,6	87,7	86,9	88,6	85,1	81,4	85,7	116,4	111,5	116,1	129,5	124,8
Finlandia	95,3	93,8	93,5	94,8	94,1	96,7	101,9	110,3	100,2	108,2	107,5	104,9	109,3
Francja	94,7	94,5	92,6	96,9	97,1	95,2	104,2	109,2	116,4	116,8	118,5	122,3	137,9
Grecja	51,4	53,2	64,7	66,2	67,9	66,9	67,7	66,2	65,6	62,0	59,9	53,9	64,7
Hiszpania	128,3	132,8	134,0	130,9	122,4	116,1	107,9	101,6	96,5	90,4	86,1	82,9	95,3
Holandia	111,8	121,6	134,4	147,0	150,6	153,9	163,0	162,3	159,4	152,2	145,7	135,8	133,9
Irlandia	145,7	161,8	166,3	188,6	200,6	191,2	215,1	265,1	249,9	224,7	216,5	189,0	165,0
Luksemburg	257,0	270,7	233,3	249,0	252,6	260,5	280,0	280,0	276,8	274,9	273,4	289,4	298,6
Niemcy	64,9	66,6	64,7	63,1	62,5	63,9	59,0	58,8	58,2	58,5	60,7	61,3	64,9
Portugalia	99,8	104,4	108,2	113,6	120,0	114,8	110,1	105,3	98,5	93,8	88,2	84,4	90,4
Szwecja	134,9	140,1	130,0	132,7	131,9	131,6	130,8	134,2	128,7	130,3	134,3	139,5	147,0
Włochy	73,5	77,3	76,0	75,7	75,4	72,9	71,0	68,0	65,6	62,2	61,5	60,1	67,3
Średnia	112,4	116,6	114,2	118,8	120,2	119,3	122,0	125,9	126,2	122,1	120,6	119,6	123,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. największy udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB w krajach „starej" Unii wystąpił w Luksemburgu (257,0%), Irlandii (145,7%) oraz Belgii (137,8%), a najmniejszy w Grecji (51,4%), Niemczech (64,9%) i we Włoszech (73,5%). Większosc krajów tej grupy odnotowała wzrostu długu przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w okresie badawczym. Jego spadek wystąpił tylko w takich krajach, jak Hiszpania, Portugalia oraz Włochy. W 2020 r. największym udziałem długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB charakteryzowały się Luksemburg (298,6%), Irlandia (165,0%) oraz Szwecja (147,0%), a najmniejszym Grecja (64,7%), Niemcy (64,9%) oraz Włochy (67,3%).

W tabeli 24 przedstawiono wartość długu przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 24

Dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	118,9	118,7	114,7	107,9	108,0	108,6	109,7	92,4	86,3	81,4	80,5	75,7	76,2
Cypr	186,9	192,7	196,0	202,7	200,2	212,2	221,5	221,6	213,9	200,9	188,2	164,9	170,4
Czechy	47,0	47,2	47,9	49,9	52,2	52,7	51,7	48,8	50,0	50,3	53,1	48,1	49,9
Estonia	92,9	97,6	90,9	82,4	80,0	80,3	82,1	78,5	76,4	72,4	72,4	72,9	77,3
Litwa	55,3	53,6	48,4	42,6	41,6	39,7	36,6	37,3	40,0	40,6	39,2	38,0	35,1
Łotwa	71,8	88,1	90,8	91,4	77,4	73,3	68,9	63,0	66,1	63,8	60,6	57,3	54,3
Malta	134,4	150,1	153,0	163,8	159,5	150,1	143,5	139,6	138,2	141,9	150,3	152,9	171,9
Polska	37,0	35,6	35,3	37,8	38,3	38,7	40,1	40,9	43,3	40,6	41,3	40,2	42,1
Rumunia	48,9	55,0	52,8	52,6	52,2	48,6	44,8	42,6	38,3	35,7	32,8	32,4	33,1
Słowacja	43,6	46,2	43,2	45,5	45,4	45,9	44,5	43,5	48,7	49,1	48,8	47,6	47,4
Słowenia	87,9	93,1	92,4	92,7	90,7	85,8	76,0	64,8	58,4	53,0	49,4	46,5	46,4
Węgry	80,8	91,3	84,0	86,2	81,3	77,4	76,9	72,3	67,7	63,8	63,2	62,1	66,6
Średnia	83,8	89,1	87,5	88,0	85,6	84,4	83,0	78,8	77,3	74,5	73,3	69,9	72,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W krajach „nowej" Unii w 2008 r. największy udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB wystąpił na Cyprze (186,9%), Malcie (134,4%) oraz w Bułgarii (118,9%), a najmniejszy w Polsce (36,0%), na Słowacji (43,6%) i w Czechach (47,0%). W przypadku większości krajów tej grupy zaobserwowano zmniejszenie udziału długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB. Do krajów, w których zaobserwowano jego zwiększenie należały Czechy, Malta, Polska oraz Słowacja. W 2020 r. największym udziałem długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB charakteryzowały się Malta (171,9%), Cypr (170,4%), a także Estonia (77,3%), a najmniejszym Rumunia (33,1%), Polska (42,1%) oraz Słowacja (47,4%).

Podsumowując, przejaw finansyzacji, jakim jest rosnące zadłużenie podmiotów sfery realnej nie występował we wszystkich krajach UE w badanym okresie. Wiąże się to zapewne z przyjętymi rozwiązaniami pokryzysowymi związanymi z ograniczaniem zadłużenia. Wyższy udział zadłużenia zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych w PKB występował w krajach „starej" Unii. W części krajów tej grupy odnotowano wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. Zdecydowana jej większość odnotowała jednak wzrost zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych. Większa część krajów „nowej" Unii zmniejszyła zarówno zadłużenie gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych. Większego ograniczenia zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych dokonały natomiast kraje „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii, w których występował jego mniejszy udział w PKB, choć w 2020 r. odnotowano jego nieznaczny wzrost w obu grupach krajów.

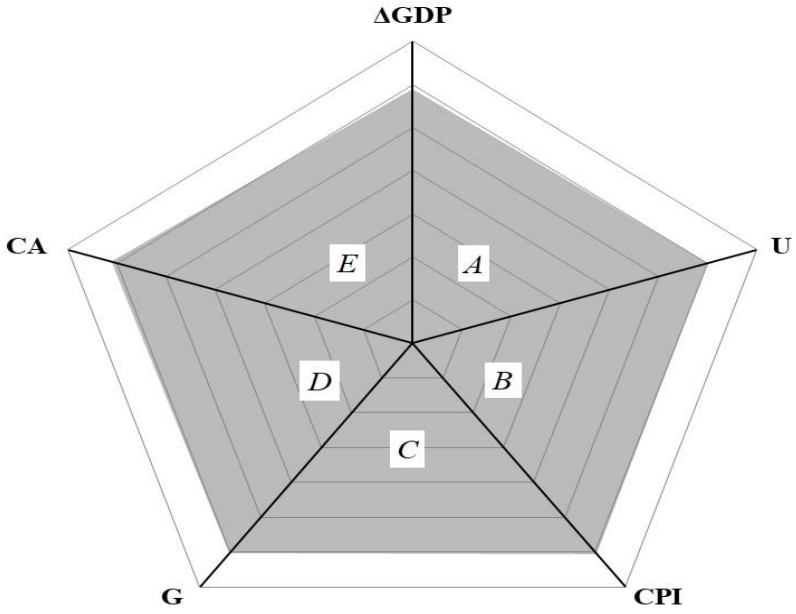
4. Pomiar stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego krajów Unii Europejskiej

4.1. Pięciokąt Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM) jako metoda pomiaru stabilności makroekonomicznej

Stabilność makroekonomiczna jest podstawowym celem polityki gospodarczej realizowanej w każdym kraju. W odniesieniu do krajów UE potwierdził to E.D. Solans - członek Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego w swojej mowie wygłoszonej w 2002 r. pt. *Stabilność makroekonomiczna i wzrost w Europejskiej Unii Monetarnej*, stwierdzając, że „*Stabilność makroekonomiczna jest kluczowym elementem społeczno-gospodarczego modelu europejskiej unii walutowej. Jest to warunek wstępny tworzenia gospodarki opartej na zrównoważonym wzroście oraz tworzeniu miejsc pracy*”[14].

Do pomiaru stabilności makroekonomicznej krajów UE na podstawie danych empirycznych wykorzystano metodę Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej. Podstawy tej metody stworzyli A.W. PHILLIPS oraz R. MUNDELL proponując koncepcję tzw. magicznego czworoboku podporządkowanego czterem celom polityki stabilizacji, tj. przyspieszanie wzrostu gospodarczego, zwiększanie zatrudnienia, zapewnienie równowagi wewnętrznej (przez zmniejszenie stopy inflacji) oraz równowagi zewnętrznej (przez dążenie do zrównoważonego bilansu płatniczego) (RAPACKI, MATKOWSKI 2003, s. 29 za GRYNIA, MARCINKIEWICZ 2017, s. 43). W Polsce rozszerzony, pięciowskaźnikowy model oceny stabilności makroekonomicznej opracowano w 1990 r. w Instytucie Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego (WALAWSKI 2015, s. 69), a na szeroką skalę w swoich badaniach rozpowszechnił ją G. KOŁODKO (1993). Model ten, poza wymienionymi warunkami obejmuje także dbałość o dodatnie saldo budżetu państwa. Kryteria te przedstawia się za pomocą pięciokąta, którego odpowiednie wierzchołki stanowią kolejne wskaźniki oceny stabilności makroekonomicznej (rysunek 16).

[14] https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html/sp021216.en.html (10.10.2020)



Rys. 16. Pięciokąt stabilizacji makroekonomicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie Kołodko G. W. 1993. *Kwadratura pięciokąta. Od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*. Poltext, Warszawa, s. 52.

Pięciokąt ten podzielony jest na pięć trójkątów, z których każdy odpowiada za inną sferę gospodarki. Wyróżnia się:

– trójkąt A, czyli trójkąt sfery realnej, pole którego wyznacza stopa wzrostu PKB i stopa bezrobocia,

– trójkąt B, czyli trójkąt stagflacji, wyznaczony na podstawie stopy bezrobocia i stopy inflacji,

– trójkąt C, wyznaczony za pomocą stopy inflacji i salda budżetu państwa,

– trójkąt D, czyli trójkąt równowagi finansowej, wyznaczony za pomocą salda budżetu i salda rachunku obrotów bieżących,

– trójkąt E, którego pole zależy od kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących oraz stopy wzrostu PKB.

W metodzie tej uwzględniane są zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne wobec gospodarki. Do sfery wewnętrznej zaliczyć można trójkąty A, B i C, zaś do zewnętrznej D i E. Oznaczając pola powierzchni kolejnych trójkątów odpowiednio jako a, b, c, d oraz e można zapisać, że:

$$a + b + c = PSM_1, \tag{1}$$

$$d + e = PSM_2, \tag{2}$$

z kolei:

$$PSM_1 + PSM_2 = PSM, \tag{3}$$

gdzie:

PSM_1 – bezwymiarowy wskaźnik sfery wewnętrznej,

PSM_2 – bezwymiarowy wskaźnik sfery zewnętrznej,

PSM – bezwymiarowy wskaźnik stabilizacji makroekonomicznej.

Pola poszczególnych trójkątów oblicza się następująco:

$$a = \Delta gdp \cdot u \cdot 0{,}4755, \tag{4}$$

$$b = u \cdot cpi \cdot 0{,}4755, \tag{5}$$

$$c = cpi \cdot g \cdot 0{,}4755, \tag{6}$$

$$d = g \cdot ca \cdot 0{,}4755, \tag{7}$$

$$e = ca \cdot \Delta gdp \cdot 0{,}4755, \tag{8}$$

gdzie:

Δgdp – znormalizowana długość odpowiadająca wskaźnikowi tempa wzrostu gospodarczego - ΔGDP,

u – znormalizowana długość odpowiadająca stopie bezrobocia - U,

cpi – znormalizowana długość odpowiadająca stopie inflacji - CPI,

g – znormalizowana długość odpowiadająca stopie zadłużenia sektora państwowego - G,

ca – znormalizowana długość odpowiadająca stopie zadłużenia zagranicznego kraju - CA,

$k = 0{,}5 \sin(72°)$ – stały współczynnik o wartości 0,4755 (czyli połowa sinusa kąta znajdującego się przy wierzchołku każdego z trójkątów).

Znormalizowane długości boków trójkątów tworzących pięciokąt $(\Delta gdp, u, cpi, g, ca)$ są wielkościami bezwymiarowymi określanymi na podstawie rzeczywistych wartości wskaźników $(\Delta GDP, U\ CPI, G, CA)$ oraz z uwzględnieniem faktu, iż maksymalna długość boku może wynosić 0,6845 jednostki. Zakres wartości na poszczególnych osiach, a co za tym idzie długości kolejnych boków, są uzależnione także od rozpiętości wartości danego wskaźnika w obrębie analizowanych danych. Zakresy te powinny wyznaczać maksymalne i minimalne wartości rozpatrywanego zbioru. Boki powyższych trójkątów są odpowiednio wyskalowane, a im bliżej

wierzchołka znajduje się dany wskaźnik, tym korzystniejsza jest sytuacja gospodarki w danym obszarze. Ostatecznie, równanie opisujące wskaźnik PSM przyjmie postać (KOŁODKO 1993, s. 210):

$$PSM = [(\Delta gdp \cdot u) + (u \cdot cpi) + (cpi \cdot g) + (g \cdot ca) + (ca \cdot \Delta gdp)] \cdot k \qquad (9)$$

Wskaźnik stabilizacji makroekonomicznej (PSM) kształtuje się w przedziale $\langle 0; 1 \rangle$, przy czym 0 oznacza brak stabilności makroekonomicznej, a 1 idealną stabilność makroekonomiczną. Wartości skrajne mają jedynie sens teoretyczny. Idealna stabilność makroekonomiczna nie wystąpi nigdy ze względu na zależności wymienne, tzw. „coś za coś" pomiędzy wskaźnikami makroekonomicznymi, np. możliwe jest osiągnięcie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, ale może to powodować presję inflacyjną skutkującą wzrostem stopy inflacji oraz pogorszeniem salda rachunku obrotów bieżących. Pomimo więc poprawy jednej grupy wskaźników makroekonomicznych, pogorszeniu mogą ulegać pozostałe, co łącznie może wpłynąć na osłabienie stabilności makroekonomicznej. Co więcej, osiąganie stabilności makroekonomicznej stanowi próbę optymalizacji w większym lub w mniejszym stopniu konkurencyjnych, a nie uzupełniających się celów makroekonomicznych (KUPIEC, WIERZBICKA 2017, s. 60). Przy ocenie stabilności makroekonomicznej w niniejszych badaniach przyjęto więc, że koniecznym jest unikanie określania istnienia stabilności makroekonomicznej, bądź jej braku na rzecz określania krajów, w przypadku których występuje większa lub mniejsza stabilność makroekonomiczna. Interpretacja wskaźnika PSM opiera się więc na założeniu, że im większe wartości, bliższe 1 wykazuje wskaźnik PSM, tym większa jest stabilność makroekonomiczna danej gospodarki. Poszczególne trójkąty pięciokąta stanowią 20% pola całego pięciokąta, a w zależności od sposobu oddziaływania danego wskaźnika na stabilność makroekonomiczną, stosowana jest skala rosnąca lub malejąca. Skala rosnąca stosowana jest w odniesieniu do PKB, salda budżetu państwa oraz salda obrotów bieżących, których wzrost wpływa pozytywnie na ocenę stabilności makroekonomicznej, a malejąca w przypadku pozostałych wskaźników, tj. stopy inflacji oraz stopy bezrobocia. Przy pomiarze inflacji zamiast wskaźnika CPI wykorzystano HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices*). Takie podejście dla krajów UE w swoich badaniach zastosowali także Z. KOBERSKA (2011) oraz M. KULBACKI (2021).

Podział pięciokąta na trójkąty oraz odpowiadające im sfery gospodarki pozwala zbadać zmiany poszczególnych wskaźników makroekonomicznych, a tym samym określić źródła polepszenia lub pogorszenia stabilności makroekonomicznej.

4.2. Stabilność makroekonomiczna krajów Unii Europejskiej w świetle Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM)

Dla analizowanych danych przyjęto skalę liniową oraz odpowiedni zakres zmian wartości poszczególnych wskaźników (tabela 25).

Tabela 25

Zakres zmian wartości poszczególnych wskaźników (w %)

Wskaźnik	Zakres zmian wskaźnika	Przyjęta skala
ΔGDP	$\langle -15; 26 \rangle$	Rosnąca
U	$\langle 28; 2 \rangle$	Malejąca
HICP	$\langle 16; -2 \rangle$	Malejąca
G	$\langle -33; 5 \rangle$	Rosnąca
CA	$\langle -22; 9 \rangle$	Rosnąca

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie przyjętych w powyższej tabeli wartości wyznaczono wierzchołki pięciokąta i obliczono długości boków cząstkowych trójkątów oraz ich pola. Następnie, oszacowano pola sfery wewnętrznej oraz zewnętrznej sumując odpowiednie trójkąty cząstkowe. W rezultacie zsumowano pola pięciu trójkątów cząstkowych i otrzymano wartości PSM dla wszystkich krajów UE w latach 2008-2020. Oszacowane wskaźniki cząstkowe dla badanych krajów zamieszczono w Aneksie (tabele 1 - 26), podobnie jak pięciokąty (rysunki 1-26). Wśród krajów UE wyróżniono dwie grupy, tj. kraje „starej" oraz „nowej" Unii.

W tabeli 26 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika PSM w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 26

Oszacowane wskaźniki PSM dla krajów „starej" Unii

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	0,533	0,481	0,518	0,498	0,499	0,503	0,516	0,539	0,543	0,524	0,537	0,558	0,408
Belgia	0,436	0,474	0,479	0,434	0,450	0,481	0,499	0,511	0,486	0,502	0,499	0,526	0,422
Dania	0,536	0,483	0,530	0,520	0,502	0,577	0,622	0,609	0,633	0,628	0,620	0,667	0,584
Finlandia	0,523	0,425	0,501	0,462	0,423	0,441	0,458	0,489	0,496	0,512	0,492	0,513	0,461
Francja	0,442	0,426	0,434	0,439	0,423	0,450	0,457	0,473	0,471	0,474	0,465	0,481	0,371
Grecja	0,279	0,274	0,233	0,209	0,228	0,208	0,322	0,313	0,355	0,370	0,391	0,426	0,279
Hiszpania	0,330	0,291	0,285	0,262	0,240	0,284	0,334	0,382	0,418	0,420	0,435	0,457	0,302
Holandia	0,480	0,453	0,493	0,476	0,455	0,475	0,514	0,535	0,584	0,568	0,553	0,527	0,457
Irlandia	0,352	0,229	0,206	0,321	0,332	0,425	0,516	0,711	0,496	0,598	0,649	0,401	0,534
Luksemburg	0,546	0,567	0,579	0,539	0,554	0,585	0,602	0,602	0,636	0,567	0,587	0,599	0,522
Niemcy	0,529	0,495	0,556	0,574	0,568	0,576	0,621	0,636	0,654	0,630	0,620	0,625	0,529
Portugalia	0,363	0,341	0,310	0,307	0,319	0,392	0,405	0,443	0,486	0,494	0,531	0,554	0,417
Szwecja	0,552	0,489	0,575	0,564	0,534	0,551	0,559	0,575	0,555	0,555	0,543	0,566	0,504
Włochy	0,422	0,417	0,443	0,422	0,396	0,434	0,461	0,476	0,497	0,481	0,485	0,510	0,387
Średnia	0,452	0,418	0,439	0,431	0,423	0,456	0,492	0,521	0,522	0,523	0,529	0,529	0,441

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Analizując wartości oszacowanych wskaźników PSM dla poszczególnych krajów „starej" Unii w 2008 r. dostrzec można znaczne rozbieżności. Najwyższym poziomem tego wskaźnika charakteryzowała się Szwecja (0,552), Luksemburg (0,546) oraz Dania (0,536), natomiast najniższym Grecja (0,279), Portugalia (0,363) oraz Irlandia (0,352). Niski poziom odnotowano także w Portugalii (0,363). Najgorsza sytuacja pod względem stabilności makroekonomicznej w 2008 r. wystąpiła więc w tzw. krajach grupy PIIGS, natomiast najlepsza w krajach skandynawskich oraz Luksemburgu. Średnia wartość tego wskaźnika w krajach „starej" Unii w 2008 r. wyniosła 0,452.

W kolejnych latach sytuacja w przypadku większości krajów ulegała poprawie, o czym świadczyły stopniowo rosnące wartości wskaźnika PSM. W krajach takich, jak Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia oraz Włochy wartości wzrosły prawie dwukrotnie. Wyjątek stanowiła Finlandia, w przypadku której wskaźnik PSM zmalał. Ogólna poprawa trwała do 2019 r. Najwyższy poziom wskaźnika PSM wystąpił w Danii (0,667), Niemczech (0,625) oraz Luksemburgu (0,599), a najniższy w Irlandii (0,401), Grecji (0,426) oraz we Francji (0,481). Nagłe pogorszenie stabilności makroekonomicznej nastąpiło w 2020 r., co wiązać można z rozwojem pandemii COVID-19, na skutek której sytuacja gospodarcza nie tylko krajów UE, ale na całym świecie uległa załamaniu. W rezultacie najwyższym poziomem stabilności makroekonomicznej w 2020 r. charakteryzowała się Dania (0,584), Irlandia (0,534) oraz Niemcy (0,529), a najniższym Hiszpania (0,302), Francja (0,371) oraz Włochy (0,387). Pogorszenie stabilności makroekonomicznej w 2020 r. spowodowało, że średnia wartość wskaźnika PSM w tym roku zmalała do 0,441.

W tabeli 27 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika PSM w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 27

Oszacowane wskaźniki PSM dla krajów „nowej" Unii

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	0,167	0,365	0,410	0,429	0,426	0,460	0,473	0,528	0,590	0,570	0,532	0,565	0,451
Cypr	0,384	0,438	0,389	0,404	0,343	0,347	0,338	0,487	0,499	0,489	0,483	0,520	0,398
Czechy	0,426	0,430	0,463	0,470	0,422	0,492	0,535	0,585	0,590	0,591	0,574	0,556	0,440
Estonia	0,231	0,371	0,430	0,464	0,435	0,474	0,554	0,566	0,550	0,534	0,516	0,566	0,472
Litwa	0,232	0,253	0,366	0,333	0,406	0,482	0,541	0,516	0,522	0,502	0,529	0,567	0,488
Łotwa	0,122	0,267	0,337	0,339	0,417	0,465	0,470	0,511	0,536	0,492	0,502	0,496	0,474
Malta	0,434	0,405	0,467	0,456	0,482	0,547	0,625	0,617	0,567	0,710	0,652	0,635	0,381
Polska	0,403	0,384	0,387	0,390	0,387	0,444	0,482	0,539	0,539	0,543	0,568	0,562	0,440
Rumunia	0,334	0,291	0,299	0,349	0,403	0,460	0,505	0,536	0,549	0,527	0,446	0,439	0,368
Słowacja	0,406	0,348	0,392	0,352	0,391	0,436	0,474	0,488	0,486	0,494	0,492	0,473	0,422
Słowenia	0,423	0,417	0,451	0,432	0,424	0,366	0,511	0,548	0,572	0,595	0,606	0,604	0,504
Węgry	0,387	0,404	0,394	0,409	0,387	0,494	0,544	0,564	0,582	0,545	0,536	0,515	0,387
Średnia	0,329	0,364	0,399	0,402	0,410	0,455	0,504	0,540	0,549	0,549	0,536	0,542	0,435

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Rozbieżności w zakresie kształtowania się wskaźnika PSM można było dostrzec nie tylko w krajach „starej" Unii, ale również krajach „nowej" Unii. W 2008 r. najwyższą wartością wskaźnika PSM charakteryzowała się Malta (0,434), Czechy (0,426) oraz Słowenia (0,423), a najniższym Łotwa (0,122), Bułgaria (0,167) oraz Estonia (0,231). Średnia wartość wskaźnika PSM w 2008 r. wyniosła 0,329. Była to więc wartość niższa w porównaniu do krajów „starej" Unii.

Wszystkie kraje tej grupy, podobnie, jak kraje „starej" Unii zwiększały stopniowo swoją stabilność makroekonomiczną w kolejnych latach. W 2019 r. najwyższy jej poziom wystąpił w przypadku Malty (wskaźnik PSM na poziomie 0,635), Słowenii (0,604) oraz Litwy (0,567), a najniższy w Rumunii (0,439), na Słowacji (0,473) oraz Łotwie (0,496). Z kolei obostrzenia rządowe wprowadzane przez rządy poszczególnych krajów w wyniku rozwoju pandemii COVID-19 doprowadziły do pogorszenia stabilności makroekonomicznej wszystkich krajów tej grupy. W rezultacie w 2020 r. najwyższą wartość wskaźnika PSM osiągnęły takie kraje, jak Słowenia (0,504), Litwa (0,488) oraz Łotwa (0,474), a najniższą Rumunia (0,368), Węgry (0,387) oraz Malta (0,381). Pomimo negatywnych skutków pandemii COVID-19 stabilność makroekonomiczna krajów „nowej" Unii wzrosła, na co wskazywał wzrost średniego wskaźnika PSM z 0,329 w 2008 r. do 0,435 w 2020 r. W tym roku także wartość wskaźnika PSM była niższa od wartości wynaczonej dla krajów „starej" Unii, jednak różnica nie była znacząca.

Podsumowując, kraje UE w latach 2008-2020 charakteryzował zróżnicowany stopień stabilności makroekonomicznej. Zróżnicowanie to było widoczne nie tylko pomiędzy grupą krajów „starej" Unii oraz „nowej" Unii, ale również wewnątrz tych grup. Relatywnie wyższy stopień stabilności makroekonomicznej w 2008 r. wystąpił w krajach „starej" Unii, a wśród nich w krajach skandynawskich oraz w Luksemburgu. Kraje „nowej" Unii osiągnęły natomiast niższy stopień stabilności makroekonomicznej. Zwiększenie stabilności makroekonomicznej nastąpiło w obu grupach krajów, co należy ocenić pozytywnie. Nadmienić jednak można, że większy postęp w zakresie zwiększania stabilności makroekonomicznej osiągnęły kraje „nowej" Unii. W 2019 r. w większości krajów tej grupy wartość wskaźnika PSM przekroczyła 0,500. Na końcu okresu badawczego, tj. w 2020 r. wskaźnik PSM zmalał

na skutek konsekwencji pandemii COVID-19, ale zakres wartości wskaźnika PSM w obu grupach krajów był zbliżony.

4.3. Wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej

Wzrost gospodarczy jest określany jako długookresowy proces, który prowadzi do powiększania się potencjału produkcyjnego gospodarki poprzez wzrost wartości wytworzonego w niej produktu, przyczyniając się do lepszego zaspokajania potrzeb społeczeństwa (KUDER 2014, s. 28). Poza wzrostem gospodarczym w literaturze przedmiotu funkcjonuje pojęcie rozwoju gospodarczego. Głównym czynnikiem odróżniającym te dwie kategorie jest mierzalność. Wzrost gospodarczy jest kategorią czysto ilościową, natomiast rozwój gospodarczy uwzględnia czynniki o często trudno mierzalnym, jakościowym charakterze (WOJNICKA-SYCZ 2016, s. 85). Wzrost gospodarczy wyraża zwiększenie wartości dóbr i usług wytworzonych w gospodarce w ciągu roku, natomiast rozwój gospodarczy obejmuje dokonujące się w niej zmiany jakościowe nie tylko o charakterze gospodarczym, ale również społecznym oraz kulturowym (PISARSKI 2014, s. 173-174), politycznym, czy technologicznym. Wśród zmian, które istotnie oddziałują na polepszenie jakości życia ludności wyróżnić można otwieranie nowych miejsc pracy, powiększanie dochodów oraz poziomu zamożności (SIUDEK, DRABARCZYK 2015, s. 129-130). Do pomiaru wzrostu gospodarczego w krajach UE wykorzystano dynamikę PKB (w %). Dodatnia wartość tego wskaźnika obserwowana rok do roku wskazuje na poprawę sytuacji gospodarczej danego kraju. Kształtowanie się dynamiki PKB (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 przedstawiono w tabeli 28.

Tabela 28

Dynamika PKB (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austria	1,5	-3,8	1,8	2,9	0,7	0,0	0,7	1,0	2,0	2,3	2,5	1,5	-6,7
Belgia	0,4	-2,0	2,9	1,7	0,7	0,5	1,6	2,0	1,3	1,6	1,8	2,1	-5,7
Dania	-0,5	-4,9	1,9	1,3	0,2	0,9	1,6	2,3	3,2	2,8	2,0	2,1	-2,1
Finlandia	0,8	-8,1	3,2	2,5	-1,4	-0,9	-0,4	0,5	2,8	3,2	1,1	1,2	-2,3
Francja	0,3	-2,9	1,9	2,2	0,3	0,6	1,0	1,1	1,1	2,3	1,9	1,8	-7,9
Grecja	-0,3	-4,3	-5,5	-10,1	-7,1	-2,5	0,5	-0,2	-0,5	1,1	1,7	1,8	-9,0
Hiszpania	0,9	-3,8	0,2	-0,8	-3,0	-1,4	1,4	3,8	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8
Holandia	2,2	-3,7	1,3	1,6	-1,0	-0,1	1,4	2,0	2,2	2,9	2,4	2,0	-3,8
Irlandia	-4,5	-5,1	1,8	1,1	-0,1	1,3	8,7	25,2	2,0	8,9	9,0	4,9	5,9
Luksemburg	-0,3	-3,2	3,8	1,0	1,6	3,2	2,6	2,3	5,0	1,3	2,0	3,3	-1,8
Niemcy	1,0	-5,7	4,2	3,9	0,4	0,4	2,2	1,5	2,2	2,7	1,1	1,1	-4,6
Portugalia	0,3	-3,1	1,7	-1,7	-4,1	-0,9	0,8	1,8	2,0	3,5	2,8	2,7	-8,4
Szwecja	-0,5	-4,3	6,0	3,2	-0,6	1,2	2,7	4,5	2,1	2,6	2,0	2,0	-2,9
Włochy	-10,0	-5,3	1,7	0,7	-3,0	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,9	0,5	-9,0
Średnia	0,0	-4,3	1,9	0,7	-1,2	0,0	1,8	3,5	2,1	2,9	2,4	2,1	-4,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Dynamika PKB w krajach „starej" Unii w 2008 r. była zróżnicowana. W części krajów odnotowano jej ujemne wartości, co wskazywało na kurczenie się gospodarek w wyniku kryzysu finansowego. W roku tym najwyższą dynamiką PKB charakteryzowała się Austria (1,5%), Hiszpania (0,9%) oraz Finlandia (0,8%), najniższą natomiast Irlandia (-4,5%), Dania i Szwecja (w obu krajach -0,5%) oraz Grecja (-0,3%). Dzięki dodatnim wartościom, średnia ukształtowała się na poziomie 0,0%. Największe spadki dynamiki PKB kraje „starej" Unii odnotowały w 2009 r. W roku tym wszystkie kraje charakteryzowała dynamika ujemna. W kolejnych latach dynamika PKB w poszczególnych krajach ulegała wahaniom, co jest naturalną cechą gospodarek. Na szczególną uwagę zasługują takie kraje, jak Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy, które po kryzysie finansowym doświadczyły wtórnego kryzysu zadłużeniowego przejawiającego się ujemną dynamiką PKB odnotowywaną także w kolejnych latach. Warto wspomnieć o Irlandii, która w 2015 r. osiągnęła dynamikę PKB na poziomie najwyższym spośród wszystkich krajów UE, tj. 25,2%, co miało największy wpływ na najwyższą średnią dynamikę PKB w tym roku. Tak wysokie tempo wzrostu gospodarczego uzasadnione było wysokim udziałem korporacji międzynarodowych oraz metodologią liczenia PKB[15]. Do 2019 r. średnia dynamika PKB w krajach „starej" Unii utrzymywała się na dodatnim poziomie, co trwało do 2020 r. Skutki pandemii COVID-19 dotknęły wszystkie kraje „starej" Unii. Miało to odzwierciedlenie w ujemnej dynamice PKB odnotowanej przez większość krajów tej grupy. Wyjątek stanowiła Irlandia, w przypadku której dodatnia dynamika PKB ukształtowała się na poziomie 5,9%. W najlepszej sytuacji znalazły się takie kraje, jak Dania (-2,1%), Finlandia (-2,9%) oraz Szwecja (-2,9%), a w najgorszej Hiszpania (-10,8%), Grecja i Włochy (w obu krajach -9,0%) oraz Portugalia (-8,4%). Średnia dynamika PKB w 2020 r. wyniosła -4,9%, co stanowiło najniższą wartość we wszystkich badanych latach. Można więc stwierdzić, że skutki pandemii COVID-19 wpłynęły w większym stopniu na kraje „starej" Unii w porównaniu do kryzysu finansowego.

[15] https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/irlandzka-zagadka-statystyczna/, (01.10.2020)

W tabeli 29 przedstawiono kształtowanie się dynamiki PKB (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020.

Tabela 29

Dynamika PKB (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020

Kraj	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bułgaria	6,1	-3,3	1,5	2,1	0,8	-0,6	1,0	3,4	3,0	2,8	2,7	4,0	-4,4
Cypr	3,6	-2,0	2,0	0,4	-3,4	-6,6	-1,8	3,4	6,5	5,9	5,7	5,3	-5,0
Czechy	2,7	-4,7	2,4	1,8	-0,8	0,0	2,3	5,4	2,5	5,2	3,2	3,0	-5,8
Estonia	-5,1	-14,6	2,4	7,3	3,2	1,5	3,0	1,9	3,2	5,8	4,1	4,1	-3,0
Litwa	2,6	-14,8	1,7	6,0	3,8	3,6	3,5	2,0	2,5	4,3	4,0	4,6	-0,1
Łotwa	-3,2	-14,2	-4,5	2,6	7,0	2,0	1,9	3,9	2,4	3,3	4,0	2,5	-3,8
Malta	3,8	-1,1	5,5	0,5	4,1	5,5	7,6	9,6	3,4	11,1	6,0	5,9	-8,3
Polska	4,2	2,8	3,7	4,8	1,3	1,1	3,4	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5
Rumunia	9,3	-5,5	-3,9	1,9	2,0	3,8	3,6	3,0	4,7	7,3	4,5	4,2	-3,7
Słowacja	5,6	-5,5	6,3	2,6	1,4	0,7	2,7	5,2	1,9	3,0	3,8	2,6	-4,4
Słowenia	3,5	-7,5	1,3	0,9	-2,6	-1,0	2,8	2,2	3,2	4,8	4,4	3,3	-4,2
Węgry	1,0	-6,6	1,1	1,9	-1,3	1,8	4,2	3,7	2,2	4,3	5,4	4,6	-4,7
Średnia	2,8	-6,4	1,6	2,7	1,3	1,0	2,9	4,0	3,2	5,2	4,4	4,1	-4,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W 2008 r. w krajach „nowej" Unii odnotowano zróżnicowaną dynamikę PKB. Podobnie, jak w niektórych krajach „starej" Unii, część krajów odnotowała ujemną dynamikę PKB. Najwyższą dynamiką PKB charakteryzowała się Rumunia (9,3%), Bułgaria (6,1%) oraz Słowacja (5,6%), a najniższą Estonia (-5,1%), Łotwa (-3,2%) oraz Węgry (1,0%). W kolejnym roku prawie we wszystkich krajach „nowej" Unii wystąpiła ujemna dynamika PKB. Wyjątek stanowiła Polska, która odnotowała dynamikę dodatnią na poziomie 2,8%. Wskazuje się, że gospodarkę Polski kryzys finansowy dotknął w najmniejszym stopniu spośród innych krajów Unii Europejskiej, co przejawiało się utrzymywaniem dodatniej dynamiki PKB stanowiąc jedynie oznakę spowolnienia gospodarczego. Wśród przyczyn tego wskazać można: prowadzenie autonomicznej polityki monetarnej oraz kursowej wobec polityki Europejskiego Banku Centralnego oraz dynamiczny popyt wewnętrzny, warunkowany w pewnym stopniu dopływem środków unijnych. Innym powodem był relatywnie niski rozwój rynków finansowych w porównaniu do gospodarki amerykańskiej oraz krajów Europy Zachodniej przejawiający się słabo rozwiniętą działalnością inwestycyjną banków, małą dostępnością skomplikowanych produktów finansowych oraz ich znajomością przez podmioty gospodarcze. Wskazano również na skuteczny nadzór nad rynkiem finansowym (MARSZAŁEK 2013, s. 235), który stanowi istotny czynnik rozwoju rynków finansowych (WŁODARCZYK, OSTROWSKA 2017, s. 3). W kolejnych latach kraje „nowej" Unii odnotowywały wahania dynamiki PKB. W 2020 r. we wszystkich krajach „nowej" Unii nastąpił nagły spadek PKB, na co wskazywała ujemna dynamika. Największe załamanie nastąpiło w krajach takich, jak Malta (-8,3%), Czechy (-5,8%) oraz Cypr (-5,0%), a najmniejsze na Litwie (-0,1%), w Polsce (-2,5%)

oraz w Rumunii (-3,7%). Średnia dynamika PKB w 2020 r. wyniosła -4,2%. W krajach „nowej" Unii większe załamanie nastąpiło więc w 2009 r., tj. -4,9%, czyli na skutek kryzysu finansowego w porównaniu do recesji wywołanej rozwojem pandemii COVID-19.

Podsumowując, dynamika PKB jest istotnym czynnikiem odzwierciedlającym kondycję danej gospodarki. Dynamika ta w krajach UE była zróżnicowana, na co wskazywały różne jej wartości w latach 2008-2020 r. odnotowywane zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. Początkowo wyższą dynamikę PKB odnotowywały kraje „nowej" Unii. Osiągnięcie relatywnie szybszego tempa wzrostu gospodarczego przez kraje słabiej rozwinięte w porównaniu do krajów lepiej rozwiniętych tłumaczy się tzw. efektem doganiania (DAŃSKA-BORSIAK 2011, s. 41; TENDERA-WŁASZCZUK 2016, s. 116). Charakterystyczne dla okresów kryzysowych były ujemne dynamiki PKB w obu grupach krajów. Po względnej poprawie dynamiki PKB w obu grupach krajów po 2009 r., nastąpił nagły jej spadek, co miało miejsce w 2020 r. Bardziej dotkliwe skutki w krajach „starej" Unii wywołała pandemia COVID-19 w porównaniu do kryzysu finansowego. W krajach „nowej" Unii natomiast większe spadki dynamiki PKB wystąpiły podczas kryzysu finansowego w porównaniu do recesji wywołanej pandemią. Wskazywały na to średnie dynamiki PKB wyznaczone dla grup krajów

5. Proces finansyzacji a stabilność makroekonomiczna i wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej

5.1. Charakterystyka zastosowanych metod ekonometrycznych

W celu identyfikacji oraz określenia siły wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE przeprowadzono regresję panelową. Zbadano kolejno wpływ zmian udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki oraz udziału liczby zatrudnionych w tym sektorze w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce (podrozdział 4.5.), przejawów procesu finansyzacji w działalności państwa oraz nierówności dochodowych (podrozdział 4.6.), zmian w sektorze bankowym (podrozdział 4.7.) oraz zmian w zadłużeniu podmiotów sfery realnej (podrozdział 4.8.) na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy badanych krajów.

W pierwszej kolejności badaniu poddano zbiorowość składającą się z 26 krajów UE w latach 2008-2020. Uzyskano więc sekwencyjne obserwacje konkretnych

jednostek dla wielu okresów (MUSZYŃSKA 2006, s. 216). Następnie dokonano podziału tych krajów na kraje „starej" oraz „nowej" Unii. W niniejszych badaniach jest to uzasadnione różnym stopniem rozwoju procesu finansyzacji, silniejszym w krajach „starej" Unii oraz słabszym w krajach „nowej" Unii. Zróżnicowanie to było widoczne także w zakresie poziomu stabilności makroekonomicznej oraz dynamiki PKB. Taki podział w swoich badaniach zastosowali także m.in. E. WASILEWSKA (2018) oraz P. MORGANTI (2022). Obliczenia wykonano w programach R oraz GRETL. Przed rozpoczęciem modelowania zbadano stacjonarność zmiennych. W tym celu przeprowadzono test A. LEVINA, C.F. LIN, C. CHU (LLC) dla danych panelowych. Hipotezy weryfikowane w tym teście mają następującą postać (STASZCZYK 2017, s. 135):

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \ldots = \rho_N = \rho = 0 \quad (11)$$

$$H_1: \rho_1 = \rho_2 = \ldots = \rho_N = \rho < 0 \quad (12)$$

Hipoteza zerowa (H_0) zakłada stacjonarność zmiennych, natomiast alternatywna $(H_{1)}$ ich niestacjonarność. Test ten może być stosowany przy umiarkowanych rozmiarach panelu, na co wskazuje C. FERREIRA (2014, s. 14). Jednak ze względu na krótki horyzont czasowy modelowanych danych w niniejszej rozprawie doktorskiej według B. DAŃSKIEJ-BORSIAK (2011, s. 217-218) za A. LEVINEM, C.F. LIN, C. CHU (2002) powinno się zrezygnować z badania stacjonarności zmiennych. Tak więc wyniki testu potraktowano z dużą ostrożnością i pomimo różnorodności uzyskanych wyników przyjęto, że wszystkie zmienne są stacjonarne.

W badaniach wykorzystano modele panelowe klasycznej metody najmniejszych kwadratów (KMNK), modele z efektami ustalonymi (*fixed-effects*) oraz z efektami losowymi (*random-effects*), a następnie dokonano wyboru najtrafniejszej postaci modelu za pomocą testów Walda, Breuscha-Pagana i Hausmana. Po oszacowaniu modelu KMNK przeprowadzono test czynnika inflacji wariancji (VIF), który pozwala stwierdzić występowanie współliniowości zmiennych. Wzór na obliczenie VIF jest następujący (KIM 2019, s. 559):

$$VIF_i = \frac{1}{1 - R^2} \quad (13)$$

Graniczna wartość dla tego współczynnika wynosi 10 (SALMERÓN i in. 2020, s. 2-3). Zmienne, w przypadku których wystąpiło przekroczenie tej wartości usunięto z modelu i przeprowadzono ponowną jego estymację.

W przypadku KMNK przyjęto następującą postać modelu (KUFEL 2011, s. 173):

$$y_{it} = x_{it}\beta + \mathrm{v}_{it}, \tag{14}$$

gdzie:

y_{it} – zmienna objaśniana,

x_{it} – zmienna objaśniająca (w ogólności wektor zmiennych objaśniających),

β – wektor o wymiarze N parametrów strukturalnych modelu,

v_{it} – łączny błąd losowy, składający się z części czysto losowej ε_{it} oraz efektu indywidualnego u_{it} odnoszącego się do konkretnej *i*-tej jednostki panelu ($v_{it} = \varepsilon_{it} + u_{it}$).

Model z efektami ustalonymi FE (*fixed effects*) przyjął postać (KUFEL 2011, s. 177):

$$y_{it} = x_{it}\beta + \mathrm{u}_i + \varepsilon_{it}\mathrm{z}, \tag{15}$$

z kolei model z efektami losowymi RE (*random effects*) (KUFEL 2011, s. 178):

$$\hat{\beta}_{RE} = (X^T \Omega^{-1} X)^{-1} X^T \Omega^{-1} y, \tag{16}$$

gdzie:

$\hat{\beta}_{RE}$ – uogólniony estymator najmniejszych kwadratów parametrów strukturalnych,

X – macierz zmiennych objaśniających,

y – wektor zmiennych objaśnianych,

Ω – odwracalna macierz wariancji i kowariancji łącznego błędu losowego.

Oceny słuszności zastosowanych modeli dokonano za pomocą testów Walda, Breuscha-Pagana i Hausmana (KOŚKO i in. 2007, s. 416-418).

Test Walda służy do określenia tego, czy wprowadzenie zróżnicowanych wyrazów wolnych dla i-tych obiektów pozwala uzyskać bardziej precyzyjne oszacowania parametrów modelu danych panelowych. Jest to test oparty na statystyce F, a weryfikowane hipotezy przyjmują postać (KOŚKO i in. 2007, s. 416):

$$H_0: \beta_i = \beta_0 = const. \tag{17}$$

$$H_1: \exists i,j \quad \beta_i \neq \beta_j \; ale \; \beta_{it} = \beta_{is} = \beta_i \quad i = 1,2,\ldots,N \quad t,s = 1,2,\ldots,T \tag{18}$$

Założeniem hipotezy zerowej (H_0) jest równość wszystkich wyrazów wolnych, niezależnie od obiektu i czasu, z kolei hipoteza alternatywna (H_1) zakłada, że wyrazy wolne są stałe w funkcji czasu, ale zróżnicowane dla i-tych obiektów. Wybór hipotezy

zerowej wskazuje na jednorodność badanych obiektów i stanowi uzasadnienie dla budowy modelu za pomocą KMNK, natomiast wybór hipotezy alternatywnej świadczy o braku jednorodności obiektów i skłania do zastosowania estymatora modeli danych panelowych z efektami indywidualnymi (FE).

Test Breuscha-Pagana umożliwia weryfikację założenia o stałości wariancji składnika losowego dla N obiektów. Hipotezy mają następującą postać (KOŚKO i in. 2007, s. 417):

$$H_0: \sigma_{\beta_i}^2 = 0 \tag{19}$$

$$H_1: \sigma_{\beta_i}^2 \neq 0 \tag{20}$$

Przyjęcie hipotezy zerowej oznacza, że wariancja składnika losowego efektów indywidualnych jest zerowa, więc nie zmienia się ona na skutek wprowadzenia efektów indywidualnych do modelu. Do estymacji powinien być więc zastosowany model KMNK dla danych panelowych. Z kolei przyjęcie hipotezy alternatywnej wskazuje, że wariancja składnika losowego efektów indywidualnych jest różna od zera, należy więc szacować model za pomocą estymatora RE.

Test Hausmana rozstrzyga założenie o nieobciążoności estymatorów FE i RE. Hipotezy mają następującą postać (KOŚKO i in. 2007, s. 418):

$$H_0: E(\beta_{it}, x_{itk}) = 0 \tag{21}$$

$$H_1: E(\beta_{it}, x_{itk}) \neq 0 \tag{22}$$

Przyjęcie hipotezy zerowej oznacza uznanie, że efekty indywidualne są niezależne od zmiennych objaśniających, więc oba estymatory są nieobciążone. Według tej hipotezy bardziej efektywny jest estymator RE. Z kolei według hipotezy alternatywnej estymator FE jest nieobciążony, a RE obciążony, co sugeruje wybór tego pierwszego z nich do estymacji modelu.

Na podstawie wyników omówionych testów dokonano wyboru najtrafniejszych estymatorów, a następnie za ich pomocą oszacowano modele panelowe. Otrzymane modele poddano ocenie pod względem braku występowania zależności przekrojowej, autokorelacji oraz heteroskedastyczności. Występowanie zależności przekrojowej zweryfikowano za pomocą testu CD Pesarana. Statystyka CD przyjmuje następującą postać (HSIAO i in. 2007, s. 4):

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}}\left(\sum_{i=1}^{N-1}\sum_{j=i+1}^{N}\tilde{\rho}_{ij}\right) \tag{23}$$

W celu wykrycia autokorelacji przeprowadzono test Breuscha-Godfreya, który jest specyficznym rodzajem testu mnożnika Lagrange'a. Testowane hipotezy mają postać (GRUSZCZYŃSKI i in. 2009, s. 82) :

$$H_0 = \beta_{k+1} = \ldots = \beta_{k+p} = 0, \tag{24}$$

$$H_1 = \beta_{k+1} \neq 0, \ \ j = 1, \ldots, p \tag{25}$$

Przyjęcie hipotezy zerowej oznacza uznanie występowania braku autokorelacji, natomiast jej odrzucenie wiąże się z przyjęciem hipotezy alternatywnej, według której autokorelacja jest obecna w modelu.

Badanie heteroskedastyczności przeprowadzono za pomocą testu Breuscha-Pagana. Testowane hipotezy mają postać[16]:

$$H_0: Var(\varepsilon_i) = \sigma^2 \tag{26}$$

$$H_1: Var(\varepsilon_i) = \sigma^2 = \sigma^2 f(\alpha_0 + z_i\alpha) \tag{27}$$

gdzie:

f – funkcja różniczkowalna

z_i – wektor zmiennych

Hipoteza zerowa (H_0) zakłada homoskedastyczność, natomiast hipoteza alternatywna (H_1) heteroskedastyczność.

Weryfikacji hipotez dokonano na przyjętym poziomie istotności $\alpha = 0{,}05$, natomiast istotność zmienność na poziomie $\alpha = 0{,}1$, Ze względu na wykryte niedoskonałości modeli, oszacowano je ponownie uwzględniając odporne błędy standardowe (*HAC – Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*) (ZEILEIS 2004; GRUSZCZYŃSKI i in. 2009). Podejście takie jest powszechnie stosowane w literaturze przedmiotu (MÜLLER 2014; JÓŹWICKI 2018; BELOTTI i in. 2021).

5.2. Opis wykorzystanych zmiennych

Badania miały charakter panelowy. Zebrany zbiór danych obejmował 13 wskaźników opisujących poszczególne przejawy procesu finansyzacji dla kolejnych lat w poszczególnych krajach UE. Miały więc one charakter przekrojowo-czasowy. Wykorzystanie danych panelowych przynosi wiele korzyści. Ze względu na swoją wielowymiarowość dostarczają one więcej informacji na temat badanych jednostek aniżeli dane przekrojowe lub szeregi czasowe, co przekładać się może na dokładniejszą estymację parametrów modelu (WIŚNIEWSKI 2017, s. 165). Badania

[16] http://www.ekonometria.wne.uw.edu.pl/uploads/Main/Wyklad%2018.12.2012.pdf (20.01.2022)

przeprowadzono na panelach obejmujących dane dla 26 krajów UE. Ze względu na opuszczenie struktur europejskich w 2020 r. przez Wielką Brytanię, kraju tego nie uwzględniono w badaniach. Drugim krajem UE wyłączonym z badań była Chorwacja z uwagi na wielość braków danych. Następnie, jak już wcześniej wspomniano, zbiorowość tę podzielono na kraje „starej" oraz „nowej" Unii. W rezultacie otrzymano panele zbilansowane, które zawierały 338 obserwacji w przypadku krajów UE-26, 182 obserwacje dla krajów „starej" Unii oraz 156 obserwacji dla krajów „nowej" Unii. Zgromadzone dane miały częstotliwość roczną, a okres badawczy obejmował lata 2008-2020 z uwagi na ich dostępność oraz kompletność. Zmienne wykorzystane w badaniu miały charakter ilościowy. Większość danych pozyskano z bazy danych Eurostatu.

W przypadku danych dotyczących sektora bankowego wykorzystano bazę danych ECB Statistical Data Warehouse, natomiast dane o długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) pozyskano z raportów publikowanych przez Europejską Federację Hipoteczną „Hypostat". W zastosowanych modelach ekonometrycznych jako zmienne objaśniane przyjęto wskaźnik pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej (PSM) oraz dynamikę PKB (w %). Opis zmiennych przedstawiono w tabeli 30.

Tabela 30

Opis zmiennych wykorzystanych w badaniu

Zmienne objaśniane			
Symbol	Zmienna	Jednostka	Źródło danych
PSM	Wskaźnik pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej	Wskaźnik bezwymiarowy	Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu
Dynamika PKB	Procentowe zmiany PKB względem roku poprzedniego	%	Eurostat
Zmienne objaśniające			
Symbol	Zmienna	Jednostka	Źródło danych
WDF	Udział wartości sektora FIRE (suma wartości dodanej sektora finansowego i ubezpieczeń oraz działalności na rynku nieruchomości) w wartości dodanej gospodarki	%	Eurostat
ZF	Udział liczby zatrudnionych (w tys. osób) w sektorze FIRE (suma liczby zatrudnionych w sektorze finansowym i ubezpieczeń oraz działalności na rynku nieruchomości) w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce	%	Eurostat
PPI	Dochody z podatków od produkcji i importu	% PKB	Eurostat
PDM	Dochody z podatków od dochodu oraz majątku	% PKB	Eurostat
WS	Wydatki na ochronę socjalną	% PKB	Eurostat
GI	Współczynnik Giniego		Eurostat

CR5	Udział pięciu największych banków w aktywach sektora bankowego	%	ECB Statistical Data Warehouse
WO	Udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej	%	Obliczenia własne na podstawie danych ECB Statistical Data Warehouse
WPiO	Udział wyniku z opłat i prowizji w wyniku działalności bankowej	%	Obliczenia własne na podstawie danych ECB Statistical Data Warehouse
ROE	Rentowność kapitałów własnych	%	ECB Statistical Data Warehouse
DGD	Dług gospodarstw domowych	% PKB	Eurostat
DPN	Dług przedsiębiorstw niefinansowych	% PKB	Eurostat
DM	Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych	% PKB	Raporty Hypostat

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 31 zamieszczono charakterystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach.

Tabela 31

Charakterystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach

Zmienna	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Wartość minimalna	Wartość maksymalna	Współczynnik zmienności
PSM	0,47	0,10	0,12	0,71	0,21
PKB	1,09	4,01	-14,80	25,20	3,67
WDF	15,71	5,08	8,20	38,10	0,33
ZF	3,88	1,91	1,40	12,60	0,49
PPI	13,56	2,65	6,50	22,40	0,20
PDM	11,17	5,15	4,30	33,20	0,46
WS	16,92	4,05	8,800	27,30	0,24
GI	29,82	3,91	20,90	40,80	0,13
CR5	62,10	17,83	22,74	97,35	0,29
WO	63,88	10,37	40,30	105,6	0,16
WPiO	24,59	7,19	2,34	46,40	0,29
ROE	2,81	15,35	-100,83	33,23	5,46
DGD	54,97	30,16	15,50	142,50	0,55
DPN	101,86	56,06	32,40	298,60	0,55
DM	39,12	24,00	3,60	105,40	0,61

Źródło: obliczenia w programie GRETL

Zmienne te poddano testowi A. LEVINA, C.F. LIN, C. CHU (LLC) na stacjonarność. Jego wyniki zamieszczono w Aneksie (tabele 27-29). Jak już wcześniej wspomniano, wyniki tego testu należy traktować z ostrożnością ze względu

na krótki horyzont czasowy modelowanych danych. W Aneksie zawarto także wyniki testu VIF (tabele 30-32) oraz testów na występowanie zależności przekrojowej, autokorelacji i heteroskedastyczności (tabele 33-44).

5.3. Wpływ zmian udziału wartości dodanej sektora finansowego w wartości dodanej gospodarki oraz w strukturze zatrudnienia na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy

Proces finansyzacji wywołuje różnorodne konsekwencje zarówno mikro-, jak i makroekonomiczne. W wielu publikacjach naukowych wskazuje się głównie na negatywny wpływ rozwoju sektora finansowego na kondycję poszczególnych gospodarek, a w rezultacie na wzrost gospodarczy. Przerost sektora finansowego utożsamia się ze wzrostem wytwarzanej wartości niematerialnej, która nie ma powiązania ze sferą realną gospodarki oraz jej materialnymi wytworami. W rezultacie pojawiają się zachęty do działalności spekulacyjnej, która może wywoływać zaburzenia w całych gospodarkach, co miało miejsce podczas ostatniego kryzysu finansowego. Istotne jest zatem badanie wpływu rosnącego znaczenia sektora finansowego na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy. W tym celu oszacowano modele ekonometryczne dla krajów UE, w których jako zmienne objaśniane przyjęto wskaźnik pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej (PSM) oraz dynamikę PKB (w %). Wśród zmiennych objaśniających znalazł się natomiast udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (WDF) oraz udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce (ZF).

Wyniki przeprowadzonych testów diagnostycznych dla krajów UE-26 wykazały zasadność zastosowania estymatora FE w przypadku modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM, jak i dynamikę PKB. Z kolei dla krajów „starej" Unii estymator FE był odpowiedni jedynie w przypadku modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM, w przypadku dynamiki PKB adekwatne było przyjęcie estymatora KMNK. W krajach „nowej" Unii natomiast właściwe było wykorzystanie estymatora RE.

Wyniki oszacowanych modeli dla 26 krajów UE przedstawiono w tabeli 32.

Tabela 32

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,874	0,187	4,672	0,000	***
WDF	−0,016	0,008	−1,954	0,062	*
ZF	−0,0400	0,044	−0,913	0,370	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,4778					
Test Walda F(25, 310) = 6,932 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 143,397 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 16,569 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	3,230	0,650	5,066	0,000	****
WDF	−0,354	0,070	−5,025	0,000	***
ZF	0,863	0,188	4,582	0,000	***
Współczynnik determinacji R^2 = 0,0996					
Test Walda F(25, 310) = 1,322 (wartość p = 0,142)					
Test Breuscha-Pagana Chi-kwadrat(1) = 0,939 (wartość p = 0,333)					
Test Hausmana H = 14,246 (wartość p = 0,001)					

Objaśnienia: symbol (*) wskazuje parametry istotnie różniące się od zera. Symbol (***) oznacza, że zmienna jest istotna na poziomie 1%, symbol (**) oznacza, że zmienna jest istotna na poziomie 5%, a symbol (*) oznacza, że zmienna jest istotna na poziomie 10%.

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach UE-26 istotną zmienną wpływającą na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy był udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki. Wpływ ten był negatywny. Zwiększenie udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki powoduje zmniejszenie wskaźnika PSM oraz dynamiki PKB. Wartości uzyskanych parametrów wskazują na większy wpływ udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki w przypadku PKB w porównaniu ze wskaźnikiem PSM.

Istotnego wpływu nie odnotowano w przypadku wskaźnika PSM nie odnotowano w odniesieniu do udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce. Istotny wpływ tej zmiennej uzyskano natomiast w przypadku jej wpływu na dynamikę PKB. W tym przypadku wpływ był dodatni.

Zwiększenie tej zmiennej objaśniającej wiąże się więc z przyspieszeniem dynamiki PKB.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „starej" Unii przedstawiono w tabeli 33.

Tabela 33

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	1,194	0,248	4,813	0,000	***
WDF	−0,015	0,010	−1,499	0,158	
ZF	−0,109	0,032	−3,360	0,005	***
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,7232					
Test Walda F(13, 166) = 18,050 (wartość p = 0,00)					
Test Breuscha-Pagana LM = 193,773 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 44,942 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	2,866	1,132	2,532	0,025	**
WDF	−0,368	0,111	−3,320	0,006	***
ZF	0,981	0,239	4,107	0,001	***
Współczynnik determinacji R^2 = 0,1455					
Test Walda F(13, 166) = 1,550 (wartość p = 0,105)					
Test Breuscha-Pagana Chi-kwadrat(1) = 0,936 (wartość p = 0,333)					
Test Hausmana H = 11,508 (wartość p = 0,003)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach „starej" Unii w modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM istotną zmienną wpływającą na stabilność makroekonomiczną był udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce. Uzyskany parametr oznacza, że zwiększenie tej zmiennej objaśniającej prowadzi do zmniejszenia wskaźnika PSM. W tym modelu nie odnotowano istotności udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki, choć parametr w tym przypadku również przyjął wartość ujemną.

W drugim modelu zaobserwowano istotność obu zmiennych objaśniających. W przypadku udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki

otrzymany parametr oznacza, że jej zwiększenie prowadzi do zmniejszenia dynamiki PKB. W przypadku udziału liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych w gospodarce wartość parametru wskazuje, że jego zwiększenie wiąże się ze zwiększeniem dynamiki PKB.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „nowej" Unii przedstawiono w tabeli 34.

Tabela 34

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,485	0,042	11,55	0,000	**
WDF	−0,007	0,003	−2,068	0,063	*
ZF	0,021	0,009	2,331	0,040	**
Współczynnik determinacji R^2 = 0,06117					
Test Walda F(11, 142) = 1,829 (wartość p = 0,054)					
Test Breuscha-Pagana LM = 1,187 (wartość p = 0,276)					
Test Hausmana H = 2,447 (wartość p = 0,294)					
Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	z	Wartość p	Istotność
const.	4,011	0,854	4,699	0,001	***
WDF	−0,290	0,127	−2,290	0,043	**
ZF	0,477	0,444	0,444	0,305	
Współczynnik determinacji R^2 = 0,0345					
Test Walda F(11, 142) = 1,006 (wartość p = 0,445)					
Test Breuscha-Pagana Chi-kwadrat(1) = 1,122 (wartość p = 0,289)					
Test Hausmana H = 4,835 (wartość p = 0,089)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM obie zmienne objaśniające były istotne. W przypadku zmiennej wyrażającej udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki parametr był dodatni, co oznacza, że jej zwiększenie skutkuje spadkiem wskaźnika PSM. Z kolei w przypadku drugiej zmiennej objaśniającej, czyli udziału liczby zatrudnionych

w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych w gospodarce uzyskany kierunek parametru oznacza, że jej zwiększenie prowadzi do zwiększenia wskaźnika PSM.

W drugim modelu z dynamiką PKB jako zmienną objaśniającą istotną zmienną okazał się być tylko udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki. Według uzyskanego parametru zwiększenie tej zmiennej powoduje zmniejszenie dynamiki PKB.

Uzyskane w wyniku modelowania panelowego rezultaty potwierdziły negatywny wpływ udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki zarówno na stabilność makroekonomiczną, jak i wzrost gospodarczy krajów UE-26, krajów „starej", jak i „nowej" Unii. Tak jednoznacznych wyników nie uzyskano w przypadku udziału liczby zatrudnionych w tym sektorze w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce. W literaturze przedmiotu brak jest jednoznaczności co do kierunku wpływu tych zmiennych na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy. Wyniki badań przeprowadzonych przez M. AFSAR i in. (2014) wykazały pozytywny wpływ wartości dodanej sektora finansowego na PKB, całkowite zatrudnienie oraz PKB *per capita* grupy krajów G8 w latach 1990-2008. Z kolei negatywny wpływ wartości dodanej sektora finansowego oraz zatrudnienia w tym sektorze na wzrost gospodarczy, nierówności dochodowe oraz wzrost bezrobocia potwierdził J. ASSA (2012) dla krajów OECD w latach 1970-2008. Potwierdzeniem negatywnego wpływu zatrudnienia w sektorze finansowym na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy mogą być badania E.C. KNEERA (2013), który oszacował wpływ absorpcji talentów do sektora finansowego na gospodarkę realną. Autor ten na podstawie badań przeprowadzonych dla 13 krajów w latach 1980-2005 udowodnił, że liberalizacja finansowa skutkuje podnoszeniem kwalifikacji w sektorze finansowym i prowadzi do drenażu mózgów. Skutkuje to niższą produktywnością oraz wzrostem gospodarki realnej, przy jednoczesnym wzroście produktywności sektora finansowego. Zwiększenie zatrudnienia w sektorze finansowym może więc wpływać negatywnie na kondycję makroekonomiczną gospodarki. Innym powodem negatywnego wpływu zatrudnienia w sektorze finansowym na gospodarkę może być nierównowaga wynagrodzeń.

Podsumowując, rozwój procesu finansyzacji wyrażony wzrostem udziału wartości dodanej w wartości dodanej ogółem w gospodarce oraz wzrostem liczby zatrudnionych w tym sektorze w relacji do ogólnej liczby zatrudnionych wywołuje istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE,

co potwierdzają wyniki oszacowanych modeli panelowych. W przypadku pierwszej zmiennej objaśniającej wpływ ten był negatywny, zarówno w odniesieniu do wskaźnika PSM, jak i dynamiki PKB. Z kolei wpływ zatrudnienia w sektorze FIRE był istotny tylko dla krajów „starej" Unii. W przypadku wskaźnika PSM wpływ ten był negatywny, a w odniesieniu do dynamiki PKB pozytywny. Silniejszy wpływ finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy odnotowano dla krajów „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii. Co więcej, istotne zmienne objaśniające silniej wpływały na dynamikę PKB w porównaniu do wskaźnika PSM.

5.4. Wpływ działalności państwa w obszarze finansyzacji na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy

Rządy wykorzystują swoją politykę, by osiągać cele gospodarcze, takie jak zwiększenie produkcji, utrzymanie stabilności cen, poprawa bilansu handlowego, czy osiągnięcie pełnego zatrudnienia w gospodarce. Mając do dyspozycji dochody oraz wydatki budżetowe w ramach realizowanej polityki fiskalnej wpływają na różne wielkości gospodarcze, a w rezultacie na stabilność makroekonomiczną (KORKMAZ i in. 2019, s. 312). Jak już wcześniej wspomniano, za pomocą różnorodnych instrumentów mogą oddziaływać także na rozwój procesu finansyzacji. Zasadnym jest zatem zbadanie wpływu stosowanej polityki gospodarczej na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. Jako zmienne objaśniane przyjęto: dochody z podatków od produkcji i importu (jako % PKB) (PPI), dochody z podatków od dochodu i majątku (jako % PKB) (PDM), wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) (WS) oraz współczynnik Giniego (GI).

Wyniki przeprowadzonych testów diagnostycznych dla krajów UE-26, jak i „starej" i „nowej" Unii wykazały zasadność zastosowania estymatora FE w przypadku modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM, jak i dynamikę PKB.

Wyniki oszacowanych modeli dla 26 krajów UE przedstawiono w tabeli 35.

Tabela 35

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,467	0,215	2,173	0,040	**
PPI	0,026	0,009	2,903	0,008	***
PDM	0,009	0,006	1,571	0,189	
WS	−0,027	0,006	−4,233	0,000	***
GI	−6,71745e-05	0,005	−0,014	0,989	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,5677					
Test Walda F(25, 308) = 9,423 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 161,661 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 31,923 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	10,186	5,866	1,736	0,095	*
PPI	1,376	0,312	4,403	0,000	***
PDM	0,030	0,210	0,1404	0,890	
WS	−1,696	0,176	−9,611	0,000	***
GI	0,021	0,157	0,1319	0,896	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,4251					
Test Walda F(25, 308) = 5,372 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 2,667 (wartość p = 0,102)					
Test Hausmana H = 93,781 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach UE-26 istotnymi zmiennymi objaśniającymi wpływającymi zarówno na stabilność makroekonomiczną, jak i wzrost gospodarczy były dochody z podatków od produkcji i importu oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB). Według uzyskanych parametrów, zwiększenie dochodów z podatków od produkcji i importu w PKB prowadzi do zwiększenia wskaźnika PSM oraz do przyspieszenia dynamiki PKB. Z kolei zwiększenie udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB

powoduje zmniejszenie wskaźnika PSM oraz dynamiki PKB. W przypadku pozostałych zmiennych objaśniających nie odnotowano ich istotnego wpływu.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „starej" Unii przedstawiono w tabeli 36.

Tabela 36

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,662	0,240	2,755	0,016	**
PPI	0,020	0,009	2,330	0,037	**
PDM	0,019	0,005	3,679	0,003	***
WS	−0,030	0,008	−3,397	0,005	***
GI	−0,006	0,007	-0,9003	0,384	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,7750					
Test Walda F(13, 164) = 21,328 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 244,673 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 14,597 (wartość p = 0,006)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	1,914	8,587	0,223	0,827	
PPI	1,236	0,399	3,100	0,008	***
PDM	0,090	0,239	0,377	0,712	
WS	−1,548	0,240	-6,441	0,000	***
GI	0,362	0,270	1,341	0,203	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,4362					
Test Walda F(13, 164) = 4,567 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 1,811 (wartość p = 0,178)					
Test Hausmana H = 36,861 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach „starej" Unii istotnymi zmiennymi wpływającymi na stabilność makroekonomiczną były dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB). Wpływ dochodów z podatków wykazał kierunek pozytywny. Według uzyskanych parametrów,

zwiększenie udziału dochodów z podatków od produkcji i importu oraz dochodu i majątku w PKB powoduje zwiększenie wskaźnika PSM. Z kolei wpływ udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB był negatywny, a jego zwiększenie wiąże się ze spadkiem wskaźnika PSM. Ostatnia ze zmiennych objaśniających, tj. współczynnik Giniego nie wykazał istotnego wpływu.

W przypadku dynamiki PKB istotnymi zmiennymi były dochody z podatków od produkcji i importu oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB). Zwiększenie udziału dochodów z podatków od produkcji i importu w PKB powoduje zwiększenie dynamiki PKB, natomiast zwiększenie udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB prowadzi do zmniejszenia dynamiki PKB. W tym modelu nieistotny okazał się wyraz wolny. Skłania to do stwierdzenia, że siła jego oddziaływania na badane zjawisko była różna w badanej grupie krajów (STROŻEK 2013, s. 203).

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „nowej" Unii przedstawiono w tabeli 37.

Tabela 37

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,285	0,311	0,918	0,378	
PPI	0,031	0,017	1,812	0,097	*
PDM	0,003	0,008	0,353	0,731	
WS	−0,023	0,009	−2,449	0,032	**
GI	0,002	0,007	0,246	0,810	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,2884					
Test Walda F(11, 140) = 3,417 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 2,509 (wartość p = 0,113)					
Test Hausmana H = 17,383 (wartość p = 0,002)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	20,138	7,770	2,592	0,025	**
PPI	1,418	0,511	2,774	0,018	**

PDM	−0,313	0,364	−0,862	0,407	
WS	−2,031	0,339	−5,995	0,000	***
GI	−0,226	0,202	−1,120	0,287	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,4162					
Test Walda F(11, 140) = 6,114 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 8,501 (wartość p = 0,004)					
Test Hausmana H = 51,985 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W przypadku stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego krajów „nowej" Unii istotny wpływ odnotowano w odniesieniu do dochodów z podatków od produkcji i importu oraz wydatków na ochronę socjalną (jako % PKB). Według uzyskanych parametrów, zwiększenie udziału dochodów z podatków od produkcji i importu w PKB prowadzi do zwiększenia wskaźnika PSM oraz do zwiększenia dynamiki PKB. Z kolei zwiększenie udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB powoduje zmniejszenie wskaźnika PSM oraz zmniejszenie dynamiki PKB. Pozostałe zmienne objaśniające nie wykazały istotnego wpływu w obu modelach. W modelu zaobserwowano nieistotność wyrazu wolnego, co wskazuje, że jego siła oddziaływania na badane zjawisko była różna w tej grupie krajów.

Zagadnienie wpływu różnego rodzaju podatków, jak i wydatków budżetowych na kondycję gospodarki jest często podejmowane w literaturze przedmiotu. Jednak brak jest konsensusu co do tego, jak wpływają one na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy. Podatki bezpośrednie nakładane na dochody ludności oraz pośrednie nakładane na ceny konsumowanych dóbr stanowią dochody budżetowe, które mogą być przekształcone w wydatki budżetowe. Podatki bezpośrednie zmniejszające realne dochody ludności mogą stanowić istotny czynnik zmniejszający motywację do pracy. Według badań przeprowadzonych przez S. KORKMAZA i in. (2019) podatki bezpośrednie wywołują istotny pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, natomiast podatki pośrednie istotny wpływ negatywny. Badania przeprowadzono na danych kwartalnych dla Turcji w latach 2006-2018 za pomocą modelu ARDL. E. FEREDE i B. DAHLBY (2012) dowiedli na podstawie badań panelowych w latach 1977-2006, że wyższa stawka podatku od dochodów osób prawnych wpływała negatywnie na inwestycje prywatne i w rezultacie przyczynia się do osłabienia wzrostu gospodarczego. Z kolei badania D. STOILOVA i N. PATONOVA (2013) obejmowały dane panelowe dla krajów UE-27 w latach 1995-2010. Uzyskane

wyniki wskazały na istotny, pozytywny wpływ podatków od dochodów, produkcji i importu oraz wydatków budżetowych (jako % PKB) na wzrost gospodarczy.

Wydatki na ochronę socjalną zwiększając realne dochody ludności mogą przyczyniać do zmniejszenia nierówności dochodowych. Do takich wniosków doszli A. SÁNCHEZ, i A. PEREZ-CORRALS (2018) przeprowadzając badania dla 28 krajów UE w latach 2005-2014. Według uzyskanych wyników występuje negatywny związek między wydatkami na ochronę socjalną a nierównościami dochodowymi. Jednak obserwowane są różnice w tym zakresie pomiędzy krajami. W krajach wschodzących odnotowano negatywną korelację między wydatkami na zdrowie i ochronę socjalną i nierównościami dochodowymi, a w krajach rdzennych UE taka korelacja występuje jedynie w odniesieniu do wydatków na ochronę socjalną. Istotnego wpływu nie odnotowano w przypadku wydatków na edukację. Wydatki rządowe przyczyniają się do wzrostu gospodarczego różnymi kanałami. Fundusze rządowe mogą być wykorzystywane do finansowania systemów opieki zdrowotnej lub edukacji, jednocześnie zachęcając do podejmowania ryzyka i promowania uczestnictwa w rynkach pracy. Z drugiej strony, jeśli beneficjenci dostrzegą zwiększone wydatki budżetowe na ochronę socjalną, mogą mieć mniejszą motywację do pracy oraz oszczędzania (PAPARAS i in. 2015, s. 261-262). Pozytywny wpływ wydatków na ochronę socjalną na wzrost gospodarczy wykazali J.A. HERCE i in. (1998) dla 12 krajów UE w latach 1970-1994 za pomocą regresji panelowej. Podobnie, słabą korelację dodatnią wykazała I. SZAROWSKÁ (2011) dla gospodarki Czech w latach 1995-2008. Obszernej analizy wpływu zarówno strony podatkowej, jak i wydatkowej budżetu na wzrost gospodarczy 15 krajów UE w latach 1995-2005 dokonali D. PAPARAS i in. (2015). Według uzyskanych wyników wydatki na ochronę socjalną nie wpływają istotnie na wzrost gospodarczy badanych krajów. Z kolei P. HANSSON i M. HENREKSON (1994) wykazali negatywny wpływ wydatków na ochronę socjalną na wzrost gospodarczy 14 krajów OECD w latach 1970-1987. Negatywny wpływ w tym obszarze wykazał także V. IZÁK (2011) dla krajów postsocjalistycznych w latach 1990-2008 oraz A. AFONSO i D. FURCERI (2008) dla krajów OECD i UE w latach 1970-2004. Podobnie D. RYU (2015) wykazał negatywny wpływ wydatków na ochronę socjalną na wzrost gospodarczy 22 krajów OECD w latach 1995-2007.

Na istotność nierówności dochodowych wskazują J.D. OSTRY i in. (2014). Autorzy podkreślają, że wynika ona nie tylko z konsekwencji społecznych lub etycznych, ale także z ważności dla stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu

gospodarczego. Na nierówności dochodowe wpływa odpowiednio kształtowana polityka fiskalna. Zmniejszaniu nierówności dochodowych w UE bardziej sprzyjają odpowiednie programy wydatkowe aniżeli progresywny system opodatkowania dochodów (SÁNCHEZ, PEREZ-CORRALS 2018, s. 135).

Podsumowując, polityka państwa wywołuje istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. Wpływ o kierunku pozytywnym odnotowano w przypadku dochodów z podatków od produkcji i importu (jako % PKB) w przypadku obu zmiennych objaśnianych oraz wszystkich badanych grup krajów. Z kolei negatywny wpływ zarówno na wskaźnik PSM, jak i dynamikę PKB wywoływały wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB). Jest to zgodne z wynikami uzyskanymi w innych badaniach. W przypadku wpływu dochodów z podatków od produkcji i importu (jako % PKB) silniejszy wpływ dodatni na stabilność makroekonomiczną uzyskano dla krajów „nowej" Unii. Ujemny wpływ wydatków na ochronę socjalną (jako % PKB) był silniejszy natomiast dla krajów „starej" Unii. W przypadku dynamiki PKB silniejszy wpływ w odniesieniu do obu zmiennych objaśniających uzyskano dla krajów „starej" Unii. Co więcej, silniejsze oddziaływanie tych zmiennych odnotowano w przypadku dynamiki PKB w porównaniu do dynamiki PKB.

5.5. Wpływ przejawów finansyzacji w sektorach bankowych na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy

Sektor bankowy odgrywa istotną rolę w gospodarce. Banki jako główne źródło finansowania podmiotów gospodarczych mogą wpływać na cykle koniunkturalne poprzez prowadzoną politykę kredytową. Dzięki temu zwiększają się możliwości konsumpcyjne gospodarstw domowych, a przedsiębiorstwa zachowują zdolność do finansowania inwestycji. Dochody banków oraz ich rentowność uzależnione są jednak w dużym stopniu od warunków makroekonomicznych (NARUŠEVIČIUS 2018, s. 383). Modele biznesowe banków ulegają zmianom pod także wpływem różnorodnych procesów zachodzących w gospodarce, czego przykładem jest proces finansyzacji. Jako zmiany charakterystyczne dla procesu finansyzacji przyjęto: tendencje w zakresie koncentracji sektora bankowego (CR5), struktury jego dochodów, tj. udział wyniku odsetkowego (DO) oraz z prowizji i opłat (DPO) w wyniku działalności bankowej) oraz rentowności (wskaźnik ROE). Poniżej

przeprowadzono ocenę wpływu przejawów procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy krajów UE.

Wyniki przeprowadzonych testów diagnostycznych dla krajów UE-26, jak i „starej" i „nowej" Unii wykazały zasadność zastosowania estymatora FE w przypadku modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM, jak i dynamikę PKB.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów UE-26 przedstawiono w tabeli 38.

Tabela 38

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	−0,632	0,242	-2,610	0,015	**
CR5	0,007	0,004	1,522	0,141	
DO	0,006	0,004	1,322	0,198	
DPO	0,014	0,003	3,988	0,001	***
ROE	0,006	0,007	0,8871	0,384	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,5166					
Test Walda F(25, 308) = 8,410 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 166,788 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 20,937 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	−3,891	4,022	−0,968	0,343	
CR5	−0,014	0,045	−0,318	0,753	
DO	−0,004	0,030	−0,140	0,890	
DPO	0,239	0,059	4,028	0,001	***
ROE	0,099	0,026	3,802	0,001	***
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,3049					
Test Walda F(25, 308) = 3,039 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 10,489 (wartość p = 0,001)					
Test Hausmana H = 25,021 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM jedyną istotną zmienną był udział dochodów z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej. Według uzyskanego parametru, jego zwiększenie przyczynia się do zwiększenia wskaźnika PSM. Pozostałe zmienne objaśniające nie wykazały istotnego wpływu.

W przypadku dynamiki PKB, istotny wpływ odnotowano w odniesieniu do udziału dochodów z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnika ROE. Uzyskane parametry wskazują, że zwiększenie udziału dochodów z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej prowadzi do zwiększenia dynamiki PKB, natomiast wzrost wskaźnika ROE powoduje zwiększenie dynamiki PKB W modelu tym wyraz wolny był nieistotny, co skłania do przypuszczeń, że siła jego wpływu na badane zjawisko była różna w poszczególnych krajach tej grupy.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „starej" Unii przedstawiono w tabeli 39.

Tabela 39

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,173	0,099	1,756	0,103	
CR5	0,002	0,001	2,496	0,027	**
DO	−0,0002	0,001	−0,3550	0,728	
DPO	0,007	0,003	2,753	0,016	**
ROE	0,002	0,001	1,928	0,076	*
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,7611					
Test Walda F(13, 164) = 24,760 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 319,423 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 10,5239 (wartość p = 0,033)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacj Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	−3,477	5,445	−0,639	0,534	
CR5	0,025	0,048	0,507	0,624	
DO	−0,051	0,0460	−1,106	0,289	
DPO	0,210	0,119	1,767	0,101	

ROE	0,088	0,020	4,401	0,001	***
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,2847					
Test Walda F(13, 164) = 3,182 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 5,795 (wartość p = 0,016)					
Test Hausmana H = 15,856 (wartość p = 0,003)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W przypadku krajów „starej" Unii istotnymi zmiennymi wpływającymi na stabilność makroekonomiczną był wskaźnik CR5, udział dochodów z opłat i prowizji w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnik ROE. Uzyskane parametry wskazują, że zwiększenie wskaźnika CR5 powoduje zwiększenie wskaźnika PSM. Pozytywny wpływ odnotowano także w odniesieniu do pozostałych istotnych zmiennych. Według uzyskanych parametrów zwiększenie udziału dochodów z opłat i prowizji w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnika ROE prowadzi do zwiększenia wskaźnika PSM. Z kolei w odniesieniu do dynamiki PKB jedyną istotną zmienną objaśniającą był wskaźnik ROE, którego zwiększenie prowadzi do zwiększenia dynamiki PKB. Co więcej, w obu analizowanych modelach odnotowano nieistotność wyrazu wolnego. Oznacza to, że siła jego wpływu na badanezmienne była różna w krajach „starej" Unii.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „nowej" Unii przedstawiono w tabeli 40.

Tabela 40

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,090	0,148	0,606	0,557	
CR5	0,004	0,002	1,981	0,073	*
DO	−0,001	0,001	−0,780	0,452	
DPO	0,007	0,002	4,324	0,001	***
ROE	0,001	0,000	2,010	0,070	*
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,3604					
Test Walda F(11, 140) = 5,163 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 10,968 (wartość p = 0,001)					
Test Hausmana H = 21,135 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					

Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	−4,365	4,138	−1,055	0,314	
CR5	−0,082	0,067	−1,167	0,268	
DO	0,065	0,040	1,596	0,139	
DPO	0,230	0,073	4,088	0,002	***
ROE	0,114	0,041	2,786	0,018	**
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,3161					
Test Walda F(11, 140) = 2,441 (wartość p = 0,008)					
Test Breuscha-Pagana (wartość p = 0,565)					
Test Hausmana H = 21,823 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach „nowej" Unii istotnymi zmiennymi objaśniającymi wskaźnik PSM był wskaźnik CR5, udział dochodów z opłat i prowizji w działalności bankowej oraz wskaźnik ROE. Zwiększenie wskaźnika CR5, udziału dochodów z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnika ROE prowadzi do zwiększenia wskaźnika PSM.

W odniesieniu do dynamiki PKB istotnymi zmiennymi objaśniającymi był udział dochodów z opłat i prowizji w działalności bankowej oraz wskaźnik ROE. Zwiększenie tych zmiennych objaśniających skutkuje zwiększeniem dynamiki PKB. W obu analizowanych modelach odnotowano nieistotność wyrazu wolnego. Oznacza to, że siła jego wpływu na badane zmienne była różna w krajach „nowej" Unii. Takie wyniki uzyskano również w odniesieniu do modeli dotyczących krajów „starej" Unii.

Koncentracja sektora bankowego jest głównie postrzegana przez pryzmat negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy. Jej wzrost może z jednej strony prowadzić do wzrostu siły monopolistycznej przedsiębiorstw bankowych. Z drugiej strony powodować może wzrost konkurencji między bankami, co przynosi korzyści zarówno deponentom, jak i kredytobiorcom oraz przyczynia się do lepszego dostarczania usług wysokiej jakości do gospodarki (AWDEH 2012, s. 57). Według P.K. OZILI i O. UADIALE (2017) większa koncentracja sektora bankowego sprzyja osiąganiu wyższego zwrotu z aktywów (ROA) oraz wyższych marż odsetkowych netto przez instytucje bankowe. N. CETORELLI i M. GAMBERA (2001) dowiedli, że była ona pozytywna dla przedsiębiorstw w 41 krajach, które są uzależnione od zewnętrznego finansowania. Rentowność banku jest istotna z punktu widzenia stabilności sektora bankowego oraz zdolności do kredytowania podmiotów gospodarczych. Z kolei stabilny sektor bankowy sprzyja stabilności makroekonomicznej oraz zapewnia ochronę przez szokami makroekonomicznymi (NARUŠEVIČIUS 2018, s. 383). Pomimo takich wniosków w literaturze przedmiotu

trudno jest odnaleźć badania dotyczące wpływu rentowności sektora bankowego oraz jego dochodów na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy. Uzyskany w niniejszych badaniach pozytywny wpływ rentowności sektora bankowego na wzrost gospodarczy jest zgodny z wynikami uzyskanymi przez P.O. KLEIN oraz L. WEILL (2018). Autorzy zbadali wpływ rentowności sektora bankowego na wzrost gospodarczy 133 krajów w latach 1999-2013. W myśl uzyskanych rezultatów wpływ ten jest pozytywny, jednak tylko w krótkim okresie.

Podsumowując, zmiany postępujące w sektorze bankowym wywołują istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. W przypadku badanych zmiennych wpływ ten był pozytywny. Stopień koncentracji sektora bankowego okazał się być istotny tylko w odniesieniu do wskaźmnika PSM zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. Udział dochodów z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej był natomiast isotny we wszystkich grupach krajów, podobnie jak wskaźnik ROE. Silniejszy wpływ istotnych zmiennych objaśniających uzyskano w przypadku krajów „starej" Unii w porównaniu do krajów „nowej" Unii. W tym obszarze silniejszy wpływ odnotowany w odniesieniu także w obu grupach krajów w odniesieniu do dynamiki PKB w porównaniu do wskaźnika PSM.

5.6. Wpływ zmian poziomu i struktury zadłużenia podmiotów sfery realnej na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy

Rosnące zadłużenie sektora prywatnego, jak i publicznego jest powszechnie postrzegane jako zagrożenie zarówno dla stabilności finansowej, fiskalnej jak i makroekonomicznej poszczególnych gospodarek (PARK i in. 2018, s. 1; MORGANTI 2022, s. 1). Badania wpływu różnego rodzaju długu na wzrost gospodarczy zyskały w ostatnich latach duże zainteresowanie (SNIESKA, BURKSAITIENE 2018, s. 197) w odniesieniu do różnych krajów, w szczególności do krajów UE po wybuchu ostatniego kryzysu finansowego (FERREIRA 2014, s. 2). W literaturze przedmiotu brak jest jednak jednoznaczności co do kierunku wpływu długu sektora prywatnego na wzrost gospodarczy. Część badań potwierdza wpływ negatywny, jednak publikowane są również badania, w których uzyskano wpływ pozytywny.

W celu zbadania wpływu zadłużenia podmiotów sfery realnej na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy oszacowano modele ekonometryczne, w których jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM oraz dynamikę PKB, natomiast jako zmienne objaśniające dług gospodarstw domowych (jako % PKB)

(DGD), dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) (DPN) oraz dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) (DM).

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów UE-26 przedstawiono w tabeli 41.

Tabela 41

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,759	0,085	8,915	0,000	***
DGD	−0,007	0,001	−5,720	0,000	***
DPN	−0,001	0,001	−0,7013	0,490	
DM	0,004	0,002	1,974	0,060	*
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,6177					
Test Walda F(25, 309) = 15,814 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 247,549 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 67,7166 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 338 obserwacji Włączono 26 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	9,530	3,198	2,980	0,006	***
DGD	−0,126	0,049	−2,578	0,016	**
DPN	0,004	0,030	0,133	0,895	
DM	−0,049	0,071	−0,686	0,500	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,2494					
Test Walda F(25, 309) = 3,053 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 3,767 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 32,606 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach UE-26 istotną zmienną w modelu, w którym jako zmienna objaśniającą przyjęto wskaźnik PSM był dług gospodarstw domowych oraz dług z tytułu kredytów mieszkaniowych domowych (jako % PKB). W przypadku pierwszej zmiennej współczynnik przyjął wartość ujemną, co oznacza, że zwiększenie tej zmiennej wpływa na zmniejszenie wskaźnika PSM. Z kolei zwiększenie drugiej zmiennej powoduje zwiększenie wskaźnika PSM. Zmienna określająca dług

przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) nie wykazała istotnego wpływu na wskaźnik PSM.

Z kolei w przypadku dynamiki PKB istotny wpływ także ujemny odnotowano wyłącznie w przypadku długu gospodarstw domowych (jako % PKB). Według uzyskanego parametru jego zwiększenie prowadzi do zmniejszenia dynamiki PKB. Pozostałe zmienne objaśniające nie wykazały istotnego wpływu.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „starej" Unii przedstawiono w tabeli 42.

Tabela 42

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,697	0,096	7,279	0,000	***
DGD	−0,004	0,001	−4,525	0,001	***
DPN	0,006	0,001	1,250	0,233	
DM	−0,001	0,002	−0,7686	0,456	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,8156					
Test Walda F(13, 165) = 45,246 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 368,796 (wartość p = 0,000)					
Test Hausmana H = 22,937 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 182 obserwacji Włączono 14 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	5,070	3,824	1,326	0,208	
DGD	−0,062	0,057	−1,090	0,295	
DPN	0,040	0,032	1,250	0,233	
DM	−0,093	0,078	−1,185	0,257	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,3130					
Test Walda F(13, 165) = 3,926 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 2,4168 (wartość p = 0,120)					
Test Hausmana H = 26,575 (wartość p = 0,000)					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W przypadku modelu, w którym jako zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik PSM istotną zmienną objaśniającą był dług gospodarstw domowych (jako % PKB). Według uzyskanego parametru jego zwiększenie prowadzi do zmniejszenia wskaźnika

PSM. Pozostałe zmienne nie wykazały istotnego wpływu na stabilność makroekonomiczną.

W przypadku dynamiki PKB natomiast żadna ze zmiennych objaśniających nie wykazała istotnego wpływu. W modelu tym wyraz wolny był także nieistotny, co jak już wspominano przy poprzednich modelach, świadczy o różnej sile jego wpływu na badaną zmienną.

Wyniki oszacowanych modeli dla krajów „nowej" Unii przedstawiono w tabeli 43.

Tabela 43

Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB

Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PSM Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	0,810	0,082	9,940	0,000	***
DGD	−0,010	0,003	−3,786	0,003	***
DPN	−0,003	0,001	−3,325	0,007	***
DM	0,012	0,003	3,795	0,003	***
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,4890					
Test Walda F(11, 141) = 9,910 (wartość p = 0,000)					
Test Breuscha-Pagana LM = 1,426 (wartość p = 0,234)					
Test Hausmana H = 80,907 (wartość p = 0,000)					
Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 156 obserwacji Włączono 12 jednostek danych przekrojowych Szereg czasowy długości = 13 Zmienna zależna (Y): PKB Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	t-studenta	Wartość p	Istotność
const.	12,189	3,812	3,198	0,009	***
DGD	−0,166	0,115	-1,446	0,176	
DPN	−0,050	0,054	-0,9180	0,378	
DM	−0,018	0,132	−0,1346	0,895	
Współczynnik determinacji LSDV R^2 = 0,2061					
Test Walda F(11, 141) = 2,799 (wartość p = 0,003)					
Test Breuscha-Pagana Chi-kwadrat(1) = 0,478 (wartość p = 0,490)					
Test Hausmana H = 24,790 z wartością p = prob(chi-square(3) > 24,790) = 0,000					

Źródło: obliczenia własne w programie Gretl

W krajach „nowej" Unii w modelu, w którym zmienną objaśnianą był wskaźnik PSM wszystkie zmienne wykazały istotność wpływu. Według uzyskanych parametrów, zwiększenie długu gospodarstw domowych (jako % PKB) prowadzi do zmniejszenia wskaźnika PSM. Negatywny wpływ odnotowano także

w przypadku długu przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB). Jego zwiększenie prowadzi do zmniejszenia wskaźnika PSM. Zwiększenie długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) wiąże się ze wzrostem wskaźnika PSM. W przypadku dynamiki PKB żadna nie zmiennych nie okazała się być istotna.

W ramach przejawu finansyzacji, jakim jest rosnące zadłużenie podmiotów sfery realnej istotne negatywne znaczenie dla stabilności makroekonomicznej miało zadłużenie gospodarstw domowych. Zależność taką wykazano w przypadku krajów UE-26 oraz krajów „starej" i „nowej" Unii. W krajach UE-26 istotny wpływ na wskaźnik PSM, ale o charakterze pozytywnym odnotowano w przypadku długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB). W krajach „nowej" Unii ponadto wykazano negatywny wpływ długu przedsiębiorstw finansowych oraz pozytywny wpływ długu z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB). Potwierdzeniem uzyskanych wyników mogą być rezultaty uzyskane przez innych autorów. D. SUTHERLAND i P. HOELLER (2012) zbadali wpływ zadłużenia publicznego, gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw niefinansowych na stabilność makroekonomiczną krajów OECD. Autorzy wykazali, że zadłużenie sektora prywatnego nie jest konsekwentnie powiązane ze zmiennością PKB, ale przyczynia się do zmienności inwestycji. Z kolei, zadłużenie gospodarstw domowych przyczynia się pozytywnie do zmienności konsumpcji. W odniesieniu do negatywnego wpływu zadłużenia gospodarsrw domowych na stabilność makroekonomiczną jego nadmierny poziom może prowadzić do wzrostu stopy inflacji. Nadmierna konsumpcja na skutek zwiększonego popytu możliwemu dzięki zwiększeniu zadłużenia może przyczyniać się do podwyższania cen przez przedsiębiorstwa, co w rezultacie może pobudzać procesy inflacyjne. Przykładem mogą być ceny mieszkań, które rosną na skutek nadmiernej akcji kredytowej w obszarze kredytów mieszkaniowych i zwiększonego na nie popytu. W reakcji na to sprzedający mieszkania podwyższają ich ceny prowadząc do powiększania baniek cenowych na rynkach nieruchomości, co w rezultacie może doprowadzić do kryzysów podobnych do tego z 2008 r. Nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw może prowadzić także do wzrostu stopy bezrobocia. Dzieje się tak w przypadku, gdy podmioty te nie są w stanie spłacać swoich zobowiązań. W przedsiębiorstwach niewypłacalność prowadzi do bankructwa, a poprzez zwalnianie pracowników prowadzi to do wzrostu bezrobocia w gospodarce. Z kolei, bezrobocie wśród zadłużonych gospodarstw domowych prowadzi do braku możliwości spłacania bieżących zobowiązań kredytów,

w szczególności rat kredytów hipotecznych (DEBELLE 2004, s. 57). Innym kanałem oddziaływania zadłużenia gospodarstw domowych na stopę bezrobocia, a w rezultacie na stabilność makroekonomiczną, który zbadali J.R. DONALDSON i in. (2019), jest żądanie przez pracowników wyższych płac. Przedsiębiorstwa oferując wyższe płace ograniczają zatrudnienie prowadząc do zwiększenia bezrobocia. Utrzymujące się w dłuższym czasie bezrobocie prowadzi do niespłacalności kredytów przez gospodarstwa domowe, których dochody stają się niewystarczające. W przypadku gospodarstw domowych może dojść do stanu niewypłacalności. W rezultacie zadłużenie sektora prywatnego może doprowadzić także do wzrostu zadłużenia publicznego. Powodem tego jest konieczność zwiększania wydatków budżetowych na rzecz gospodarstw domowych znajdujących się w trudnej sytuacji materialnej, co przy stałych dochodach budżetowych może powodować niedobór środków finansowych, zwiększanie deficytu budżetowego oraz długu publicznego. Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych powoduje również powstawanie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Zwiększona konsumpcja przyczynia się do wzrostu popytu dobra importowane. Według badań przeprowadzonych przez F. ASCIONE i M. SCHNETZER (2021) zadłużenie gospodarstw domowych oraz nierówności dochodowe odgrywały kluczową rolę w nierównowadze rachunków bieżących przed kryzysem. W okresie pokryzysowym natomiast Autorzy zweryfikowali słabszy związek zadłużenia gospodarstw domowych z deficytem obrotów bieżących, ale jednocześnie istotny związek między nierównościami dochodowymi a deficytem obrotów bieżących. Badania dotyczyły danych panelowych dla 31 krajów OECD na przestrzeni 45 lat. Z kolei wyniki badań przeprowadzonych przez I. LAZAR i M.E. ANDREICA (2013) wskazują, że zarówno deficyt rachunku obrotów bieżących, jak i zadłużenie sektora prywatnego przyczyniają się do wzrostu długu publicznego. Badania przeprowadzono dla krajów strefy euro w podziale na kraje Północy oraz Południa w latach 2000-2011 za pomocą regresji panelowej z wykorzystaniem estymatora FE. Zależność ta była silniejsza w krajach Południa. Negatywny wpływ długu gospodarstw domowych na dynamikę PKB wykazali także A. ALTER i in. (2018) dla 80 krajów w latach 1950 – 2016.

Podsumowując, zadłużenie gospodarstw domowych podmiotów sfery realnej istotnie wpływało na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. Istotny wpływ o charakterze negatywnym na stabilność makroekonomiczną wykazano dla wszystkich badanych grup krajów. Silniejszy związek przyczynowo-

skutkowy zaobserwowano w tym zakresie w krajach „ nowej" Unii. Samo zadłużenie nie jest jednak negatywne, gdyż pomaga finansować gospodarstwom domowym zarówno bieżącą konsumpcję, jak i zakup środków trwałych. Niski poziom zadłużenia jest więc pozytywny i może stanowić źródło stabilności makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego, natomiast jego nadmierny poziom, charakterystyczny dla procesu finansyzacji, powoduje spadek stabilności makroekonomicznej i zagraża wzrostowi gospodarczemu (CECCHETTI i in. 2011, s. 5).

6. Rekomendacje dla polityki gospodarczej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym

6.1. Rekomendacje dla polityki fiskalnej

Jak wynika z przeprowadzonych badań proces finansyzacji wywoływał istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE w badanym okresie, co potwierdziło również szereg innych badań w tym obszarze[17]. Nie można jednak jednoznacznie stwierdzić, czy wpływ ten był pozytywny, czy negatywny. W przypadku poszczególnych zmiennych uzyskano różne wyniki. Należy mieć na uwadze, że odwrócenie negatywnych tendencji, czy też zahamowanie procesu finansyzacji będzie zadaniem niezwykle trudnym, co podkreślają różnorodni autorzy. Niektórzy wskazują nawet, że nie jest to możliwe, bo wymagałoby całkowitej zmiany paradygmatu ekonomii i finansów, czy wręcz „zbudowania świata od nowa". Podejmować należy jednak próby rekomendowania działań, które mogłyby choć w niewielkim zakresie wpłynąć na poprawę przeanalizowanych aspektów.

W krajach UE występuje zróżnicowany sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej, a koordynacja jej dwóch podstawowych gałęzi stanowi wyzwanie dla władz gospodarczych (SKRZYPCZYŃSKA 2012, s. 289). Polityka fiskalna prowadzona jest samodzielnie przez rządy poszczególnych państw, jednak podlega ona ponadnarodowej koordynacji, natomiast polityka pieniężna prowadzona jest w sposób zharmonizowany wobec krajów strefy euro. Pozostałe kraje, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty prowadzą politykę pieniężną autonomicznie (JANOWICZ 2018, s. 61). Istotne wyzwanie dla władz UE stanowi niewątpliwie rozwój procesu finansyzacji. Według M. RATAJCZAKA (2020) państwo odgrywa kluczową rolę jako podmiot wpływający na jego rozwój, a także może go wykorzystywać do realizacji celów gospodarczych oraz społecznych (RATAJCZAK 2020, s. 10). Jak wynika ze studiów literaturowych, dynamiczny rozwój procesu finansyzacji obserwowano głównie do momentu rozpoczęcia się kryzysu finansowego. Był on możliwy na skutek prowadzonej polityki gospodarczej o charakterze liberalnym sprzyjającej gwałtownemu rozwojowi rynków finansowych. Po kryzysie tym proces finansyzacji uległ zahamowaniu głównie dzięki wprowadzanym działaniom regulacyjnym, jednak jego przejawy są nadal widoczne w krajach UE. Nie można również wykluczyć,

[17] Przeglądu tego typu badań dokonano w podrozdziale 2.2.

że proces ten nie nabierze w kolejnych latach ponownie rozpędu, gdyż według niektórych autorów jest to proces powracający i powtarzający się (URBAN 2020, s. 236).

Według uzyskanych wyników badań ilościowy rozrost rynków finansowych wyrażony za pomocą udziału wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki miał istotny, negatywny wpływ na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. Może to wskazywać na przekroczenie optymalnego poziomu tych wielkości oraz zanikanie tradycyjnych funkcji spełnianych przez rynki finansowe. Główną determinantą zwiększonego zainteresowania podejmowaniem zatrudnienia w sektorze finansowym jest poziom wynagrodzeń, który jest zazwyczaj wyższy w porównaniu z innymi sektorami, m.in. wytwórczym (WOŹNIAK 2018, s. 119), szczególnie jeśli chodzi o szczebel kierowniczy. Wzrost ten przypisywany jest uniezależnieniu od tradycyjnego wzrostu produktywności. Jako przykład może stanowić pensja prezesa zarządu w gospodarce amerykańskiej, która wzrosła z 28- do 262-krotności średniej pensji w odniesieniu do całej gospodarki (MISHEL i in. 2007, s. 7). Często wskazuje się na wysysanie nadwyżki finansowej z sektora realnego przez sektor finansowy. Pod względem zatrudnienia sektor finansowy oferując relatywnie wyższe wynagrodzenia w porównaniu do sektora realnego przyciąga najlepiej wykwalifikowanych pracowników wpływając jednocześnie na brak możliwości ich zatrudnienia w przedsiębiorstwach niefinansowych, co w rezultacie może zahamować dalszy rozwój tego typu przedsiębiorstw (GOSTOMSKI 2014, s. 308). W takich warunkach powstają nierówności dochodowe, a rozwój rynków finansowych nie przyczynia się, jak pierwotnie zakładano, do wzrostu gospodarczego, lecz do jego zahamowania głównie poprzez wzrost kredytowania konsumpcji oraz inwestycji ponad optymalny poziom zapewniający równowagę gospodarczą (CZAPLICKI, WIEPRZOWSKI 2014, s. 184; JABŁOŃSKI 2016, s. 124). Działaniem, które mogłoby poprawić taki stan rzeczy jest zmniejszenie nierówności dochodowych. Nie jest to zadanie łatwe, a walka z nimi prowadzona jest przez rządy poszczególnych państw. Podporządkowana jest temu polityka społeczna, która powinna zapewnić wzrost jakości życia obywateli głównie poprzez wzrost dochodów, gwarantując jednocześnie istnienie równowagi makroekonomicznej w ujęciu względnym (BOLEJKO 2017, s. 176). Do stosowanych narzędzi w ramach polityki fiskalnej należą wydatki budżetowe, ustalanie płac minimalnych, czy wykorzystywanie środków unijnych w celu działania wykluczeniu społecznemu (NAGAJ 2013, s. 258). Na niski poziom

wynagrodzeń np. w sektorze wytwórczym wpływa wiele czynników, na które nie do końca mają wpływ władze gospodarcze. Istotnym czynnikiem może być inflacja kosztowa, której źródło tkwi we wzroście kosztów produkcyjnych, np. energii oraz surowców do produkcji. W celu redukcji kosztów przedsiębiorcy podnoszą ceny swoich produktów, co wpływa na konsumentów oraz zmniejszają inne koszty, przede wszystkim związane z zatrudnieniem, co przekłada się na niski poziom oferowanych wynagrodzeń. W sektorze finansowym występują też częste fluktuacje pracowników, co wynika z dynamiki zdarzeń i presji sprzedażowej obserwowanej w sektorze finansowym. W związku z tym istotne jest zapewnienie bezpieczeństwo zatrudnienia także pracownikom tego sektora, gdyż gwarantują oni utrzymanie jego stabilności.

W ramach instrumentów polityki fiskalnej najważniejszą rolę odgrywa polityka podatkowa oraz wydatkowa kształtujące strukturę budżetu państwa. Koniecznym jest znalezienie optymalnego systemu podatkowego zarówno pod względem wysokości pobieranych podatków, jak i ich rozkładu zapewniającego jego stabilność, a także sprawiedliwość (PRZYBYLSKA – MAZUR 2017, s. 100). W badaniach wykazano istotny wpływ udziału dochodów z podatku od produkcji i importu w PKB na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. W związku z tym przypuszczać można, że poziom ten jest z tego punktu widzenia optymalny i nie stanowi przeszkody także dla rozwoju działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Istotnego wpływu nie uzyskano natomiast w odniesieniu do dochodów z podatków od dochodu i majątku. Jednak władze gospodarcze poszczególnych krajów powinny dbać także o ich odpowiedni poziom, gdyż zbyt wysoki ogranicza dochody uzyskiwane przez pracowników i nie stanowi zachęty do podejmowania pracy. Stanowi to przyczynę do przechodzenia na zasiłki, co obciąża dodatkowo budżet państwa. Jednocześnie zmniejsza się również wartość majątku obywateli, co prowadzi do poszukiwań innych źródeł dochodów. Wśród nich można wskazać zachęty do inwestowania oraz zadłużania się, które dodatkowo prowadzą do rozwoju procesu finansyzacji. Uzyskane wyniki badań wykazały również jednoznaczny negatywny wpływ udziału wydatków na ochronę socjalną w PKB na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. W badanym okresie zaobserwowano tendencje do ich zmniejszania i relatywnie ich wyższy poziom w krajach „starej" Unii.

W ramach sektora bankowego polityka fiskalna dysponuje również pewnym instrumentarium. Podstawową kwestią poddawaną szerszej dyskusji jest zapewnienie

stabilności funkcjonowania sektora finansowego, a przede wszystkim bankowego. W ostatnich latach często zwraca się uwagę na rosnące wymogi kapitałowe oraz obciążenia finansowe wobec tego sektora. Podmioty bankowe podlegają także opodatkowaniu podatkiem CIT. W Polsce banki są największym płatnikiem tego podatku spośród wszystkich przedsiębiorstw (*Polska i Europa…* 2019, s. 6). Innym obciążeniem jest podatek bankowy wprowadzony w większości krajów UE, w tym w Polsce w 2016 r. (KOZŁOWSKA 2017. s. 90-92). Jego poziom w Polsce należy do najwyższych w Europie. Wskazuje się także na wysoki udział sektora rządowego w sektorze bankowym poprzez udział w papierach wartościowych, co dodatkowo zwiększa wpływ sfery publicznej na ten sektor. Działania te powodują poszukiwanie innych niż źródła odsetkowe przychodów przez banki oraz osłabienie rentowności całego sektora bankowego. Sam proces finansyzacji wymusza na tych podmiotach przeformułowanie tradycyjnego modelu biznesowego oraz poszukiwanie innych dochodów m.in. poprzez angażowanie się w ryzykowne inwestycje. W badaniach wykazano pozytywny wpływ zarówno wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej, jak i rentowności sektora bankowego na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy. Postulowanym działaniem wspierającym sektor bankowy jest więc obniżenie opłat, m.in. podatku CIT oraz podatku bankowego w celu zwiększenia jego zysków oraz efektywności funkcjonowania. Takie rozwiązanie byłoby korzystne także z punktu widzenia klientów banków, którzy w największym stopniu odczuwają ich skutki. Kwestie te zasygnalizowano w Rekomendacjach Europejskiego Kongresu Finansowego. Do proponowanych działań w tym zakresie zaliczono m.in. ograniczenie zwolnienia z podatku instrumentów dłużnych Skarbu Państwa wykazujących przekroczenie poziomu koncentracji w bilansie banków oraz zwolnienie z podatku bankowego aktywów o niskim ryzyku, w szczególności kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej[18]. Należy mieć jednak na uwadze, że dochody z podatku bankowego zasilają budżet państwa. Spełnia on w Polsce głównie funkcję fiskalną.

Istotny aspekt stanowi również zadłużenie podmiotów sfery realnej, które powstaje na skutek braku środków na bieżące potrzeby konsumpcyjne oraz mieszkaniowe gospodarstw domowych i te związane z działalnością operacyjną oraz inwestycyjną przedsiębiorstw. W badaniach wykazano negatywny wpływ długu

[18] https://www.efcongress.com/rekomendacje/rekomendacje-2021/, (02.05.2022).

gospodarstw domowych na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. W aspekcie polityki fiskalnej adekwatne wydaje się być zwiększanie finansowania opieki zdrowotnej oraz wprowadzanie adekwatne narzędzi w obszarze polityki mieszkaniowej, które stanowiłyby podstawę do ograniczenia konieczności zadłużania się przez gospodarstwa domowe, a także zabezpieczenia emerytalnego. W ramach polityki mieszkaniowej w Polsce 27 września 2016 r. wprowadzono Narodowy Program Mieszkaniowy (NPM)[19] mający na celu m.in. zwiększenie dostępności mieszkań dla osób nie posiadających adekwatnych dochodów do ich nabycia. Wśród mechanizmów w tym obszarze wskazać można Program Mieszkanie na Start[20] i Program Lokal za grunt[21].

Decydenci polityczni powinni uwzględniać w swoich decyzjach nie tylko dług gospodarstw domowych, ale także dług przedsiębiorstw niefinansowych, którego zbyt wysoki poziom generuje negatywnie skutki dla wielkości produkcji, która stanowi podstawę wzrostu gospodarczego (PARK i in. 2018, s. 1). W tym aspekcie rekomendowane jest monitorowanie poziomu zadłużenia podmiotów sfery realnej i promowanie polityki mającej na celu zapewnienie odpowiednich proporcji między korzyściami z niego płynącymi a generowanym ryzykiem. W tym aspekcie istotna jest kontrola czynników oddziałujących na poziom zadłużenia gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw niefinansowych (DUMITRESCU i in. 2022, s. 2).

Podsumowując, państwo ma do dyspozycji szeroki wachlarz sposobów oddziaływania na rozwój procesu finansyzacji oraz hamowanie jego negatywnych skutków dla gospodarek krajów UE. Inicjatywy podejmowane przez władze na szczeblu UE powinny przynieść pozytywne skutki, ale warunkiem tego jest wprowadzenie ich przez poszczególne kraje UE na szczeblu krajowym. Generalny rozwój sektora finansowego, innowacyjnych usług finansowych może przyczyniać się pozytywnie do wzrostu bogactwa obywateli oraz do stabilności makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego. Należy jednak pamiętać o edukacji finansowej, która stanowi jeden z elementów bezpieczeństwa finansowego poszczególnych gospodarek. Władze powinny więc podejmować działania związane z tym obszarem edukacji społeczeństwa. W tym aspekcie rekomendowana jest dbałość o optymalny poziom opodatkowania, ograniczanie wydatków na ochronę socjalną i ich negatywnego

[19] https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/narodowy-program-mieszkaniowy (20.04.2022)
[20] https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/mieszkanie-na-start (20.04.2022)
[21] https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/lokal-za-grunt (20.04.2022)

wpływu na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy, zmniejszanie nierówności dochodowych między sektorem finansowym a pozostałymi sektorami w gospodarce, zmniejszenie obciążeń finansowych wobec sektora bankowego, szczególnie podatku bankowego w celu dbałości o rentowność tego sektora, które mogą pozytywnie przyczyniać się do stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego, jak i zapewnienie adekwatnego wsparcia obywateli w zakresie polityki mieszkaniowej, opieki zdrowotnej oraz zabezpieczenia emerytalnego.

6.2. Rekomendacje dla polityki pieniężnej

Jak już wcześniej wspomniano polityka pieniężna jest prowadzona w sposób zróżnicowany w krajach UE. Podstawowym jej instrumentem jest stopa procentowa, natomiast głównym celem utrzymanie stabilności cen (CZEKAJ i in. 2021, s. 8). Stopy procentowe ustalane są przez Europejski Bank Centralny w sposób jednolity dla wszystkich krajów strefy euro, natomiast banki centralne krajów spoza niej ustalają poziom stóp procentowych autonomicznie. Z tego względu często wskazuje się na ryzyko nieadekwatności stóp procentowych ustalanych przez Europejski Bank Centralny wobec pojedynczych krajów strefy euro, a ich przyczyną są istniejące rozbieżności zarówno strukturalne, jak i cykliczne (KLUS i in. 2019, s. 59). W rezultacie występują różnice w poziomie rozwoju gospodarczego oraz brak synchronizacji cykli koniunkturalnych (URBANOWICZ 2016, s. 666). Cechą charakterystyczną współczesnej polityki pieniężnej są niskie stopy procentowe, które wpływają przede wszystkim na decyzje gospodarstw domowych w zakresie zadłużenia, oszczędzania oraz inwestowania. Wpływają one negatywnie na opłacalność utrzymywania tradycyjnych depozytów bankowych, skłaniając gospodarstwa domowe do poszukiwania alternatywnych możliwości lokowania oszczędności za pomocą instrumentów oferowanych na rynkach finansowych. Jest to więc istotny czynnik napędzający proces finansyzacji. Innym aspektem jest traktowanie niskich stóp procentowych jako zachęty do zwiększania zadłużenia. Wpływ niskich stóp procentowych jest jednak wieloaspektowy. Dodatkowym skutkiem jest wpływ na sektor bankowy. Niskie stopy procentowe powodują spadek opłacalności prowadzenia działalności bankowej, a w rezultacie wpływają negatywnie na jego rentowność. Dotychczas głównym źródłem dochodów bankowych były dochody odsetkowe z tytułu udzielanych kredytów. W warunkach niskich stóp

procentowych banki zmuszone są do poszukiwania innych, pozaodsetkowych źródeł finansowania działalności, co miało miejsce w sektorach bankowych krajów UE w badanym okresie. Ich wpływ był jednak pozytywny. Jednocześnie w tym czasie nastapił spadek rentowności sektorów bankowych krajów UE. Zyski banków dodatkowo obciążały rosnące wymogi kapitałowe oraz obciążenia finansowe.

Często wykazywany jest pogląd o malejącej możliwości wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę. Słusznym działaniem w tym obszarze wydaje się być stopniowe podwyższanie stóp procentowych, co w 2020 r. rozpoczęły niektóre banki centralne. Mając na uwadze powyższe, polityka podwyższania stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny mogłaby pogorszyć sytuację poszczególnych gospodarek ze względu na asymetrię ich wpływu na poszczególne gospodarki posługujące się wspólną walutą. Należy pamiętać także o innych skutkach podwyższania stóp procentowych. Kredyty stałyby się droższe, co wpłynęłoby na spadek długu podmiotów gospodarczych. Jednak to mogłoby zahamować rozwój przedsiębiorstw, konsumpcję gospodarstw domowych oraz zakup mieszkań. Miałoby to również wpływ na sytuację aktualnych kredytobiorców. Podwyższenie stóp procentowych spowodowałoby zwiększenie rat spłacanych kredytów. Wyższe stopy procentowe wiążą się z większą opłacalnością utrzymywania depozytów bankowych, w związku z tym część podmiotów gospodarczych nie byłaby zainteresowana zwiększaniem inwestycji, co mogłoby zahamować rozwój rynków finansowych oraz ich innowacyjność, co też nie byłoby pozytywne.

Innym kanałem oddziaływania niskich stóp procentowych w aspekcie procesu finansyzacji jest wpływ na wzrost zadłużenia. Potwierdzony istotny negatywny wpływ zadłużenia gospodarstw domowych na wzrost gospodarczy powinien skłaniać władze publiczne do przemyśleń stosowanej polityki oraz podejmowania działań mających na celu złagodzenie tych skutków. Według K.A. SAMADA i in. (2020) wśród działań powinna znaleźć się edukacja społeczeństwa w zakresie mądrego zarządzania długiem. Poza tym, istotne znaczenie ma kwestia oszczędzania, inwestowania oraz zabezpieczenia emerytalnego. W czasach łatwego dostępu do instrumentów finansowych są to nieodzowne elementy wiedzy finansowej (KLAPPER i in. 2015, s. 4). Według S.G. CECCHETTI i in. (2011) władze poszczególnych państw borykających się z nadmiernym zadłużeniem powinny dążyć do zwiększania oszczędności. Wskazuje się na ich zbyt niski poziom zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych,

co w przypadku tych drugich może stanowic istotną przyczynę niskiej działalności innowacyjnej.

W ramach zadłużenia gospodarstw domowych, w szczególności z tytułu kredytów mieszkaniowych w okresie pokryzysowym podjęto wiele działań mających na celu większą regulację samego procesu udzielania kredytów oraz selekcji potencjalnych kredytobiorców, co należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia bezpieczeństwa kredytowego, zarówno kredytobiorców, jak i sektora bankowego. Zadłużenie gospodarstw domowych może pochodzić również z sektora pozabankowego, który nie jest regulowany w takim zakresie. Jest to kolejny argument skłaniający do zwiększania świadomości edukacji finansowej społeczeństwa także w zakresie upadłości konsumenckiej. W tym obszarze, m.in. w Polsce liberalizowane są przepisy prawne umożliwiające gospodarstwom domowym dostęp do tego narzędzia.

W obliczu nasilającego się procesu finansyzacji wiedza finansowa stała się nieodzownym elementem wiedzy każdego konsumenta, a jej włączanie w codzienne funkcjonowanie społeczeństwa powinno stanowić centrum zainteresowania globalnej polityki (BATSAIKHAN, DEMERTZIS 2018, s. 1). Jak wskazują wyniki badań kraje UE są podzielone pod względem poziomu edukacji finansowej. Najwyższym jej poziomem charakteryzują się kraje północnej Europy, jak Szwecja i Dania oraz Niemcy i Holandia, w których wskaźniki edukacji finansowej kształtują się wyraźnie powyżej średniej dla UE. Najniższy jej poziom występuje w krajach, które przystąpiły do UE po 2004 r., tj. Bułgaria, Cypr oraz Rumunia (KLAPPER i in. 2015, s. 7). Szczególnego znaczenia powinny więc nabrać działania zmierzające do poprawy stopnia edukacji finansowej społeczeństw poszczególnych państw.

Podsumowując, działania prowadzone przez banki centralne w ramach polityki pieniężnej opierały się do tej pory głównie na obniżaniu stóp procentowych, a w okresie pokryzysowym także na polityce luzowania ilościowego. W rezultacie doprowadziło to do rosnącego zadłużenia oraz do zbyt dużej podaży pieniądza w obiegu w porównaniu do wytworzonej wartości materialnej. To przełożyło się na rozwój procesu finansyzacji. Wśród rekomendowanych działań w tym zakresie adekwatne wydaje się być stopniowe podwyższanie bazowych stóp procentowych, stóp oprocentowania depozytów, zapewnienie bezpieczeństwa funkcjonowania sektora finansowego poprzez nadzór makroostrożnościowy oraz włączanie banku centralnego w edukację finansową społeczeństwa.

6.3. Rekomendacje dla nadzoru nad rynkiem finansowym

Nadzór nad rynkiem finansowym obejmuje m.in. nadzór bankowy, emerytalny, rynek kapitałowy, ubezpieczeniowy, nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi[22]. Jego celem jest przede wszystkim zapewnienie sprawnego funkcjonowania rynku finansowego, a także zapewnienie jego stabilności oraz bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotów gospodarczych, jak i samych klientów instytucji finansowych. Działalność organu nadzoru nad rynkiem finansowym musi więc koncentrować się na wszystkich rodzajach ryzyka podejmowanego przez instytucje finansowe (SKUZA 2012a, s. 561). Nie jest to zadanie łatwe, gdyż ryzyko w sektorze finansowym ulega rozproszeniu na skutek wprowadzaniu innowacji finansowych oraz jego transferu w ujęciu geograficznym (KARKOWSKA, PRUSZYŃSKA 2018, s. 43-44). W warunkach rozwoju procesu finansyzacji wskazuje się, że rola nadzorców nad rynkami finansowymi może być jednak malejąca, gdyż same instytucje rynków finansowych dominują całkowicie ich funkcjonowanie. Nadzorcy nad rynkiem finansowym tracą moc sprawczą, a wydawane rekomendacje wobec poszczególnych instytucji nie nadążają za mnogością coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych. Na podstawie przeprowadzonych badań można jednak wskazać kilka działań, które powinny podejmować instytucje nadzoru nad rynkami finansowymi w celu minimalizowania negatywnego wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy.

W warunkach negatywnego wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy nadzór nad rynkami finansowymi powinien zapewnić bezpieczeństwo funkcjonowania samych instytucji finansowych, ale również konsumentów usług finansowych. Szereg działań do tego zmierzających zostało już podjętych po ostatnim kryzysie finansowym. Zwiększono np. wymogi kapitałowe wobec sektora bankowego, co jest istotne z punktu widzenia jego bezpieczeństwa oraz stabilności. Posiadanie odpowiedniej ilości kapitału może bowiem zapewnić pokrycie niespodziewanych strat bez obciążania budżetu państwa. Z drugiej jednak strony mniejsza ilość kapitału ogranicza możliwości kredytowania sektora realnego.

[22] Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym.

Jak już wcześniej wspomniano, głównym kanałem transmisji negatywnych szoków do gospodarki jest sektor bankowy. Nadzór nad tym sektorem powinien być rozszerzony o regulacje dotyczące poliyki kredytowej określającej tzw. „apetyt na ryzyko". W ostatnich latach model biznesowy banków uległ zmianie, a tradycyjna działalność depozytowo-kredytowa stała się niewystarczająca do gromadzenia dochodów. Banki zaczęły angażować się również w działania w innych segmentach rynku finansowego, jak rynek kapitałowy, czy łączyć działalność z zakładami ubezpieczeń. Wszystkie te działania sprawiły, że działalność instytucji bankowych stała się coraz bardziej skomplikowana oraz ryzykowna.

W przeprowadzonych badaniach wykazano negatywny wpływ zadłużenia podmiotów gospodarstw domowych na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy. Potwierdziło to istotny kanał działalności sektora bankowego, który może destabilizować gospodarkę. Dostęp do kredytu umożliwia gospodarstwom domowym finansowanie konsumpcji, a przedsiębiorstwom niefinansowym bieżącą działalność oraz podejmowanie inwestycje. Jednak udzielanie kredytów wszystkim podmiotom zgłaszającym na nie zapotrzebowanie nie jest działaniem korzystnym. Potrzebne jest więc stosowanie różnorodnych procedur oceny zdolności kredytowej przyszłych kredytobiorców, które pozwolą w szerszym stopniu przewidzieć skutki niespłacalności kredytów. Szczególne znaczenie mają kredyty mieszkaniowe, których wzmożoną regulację podjęto m.in. w Polsce, co należy ocenić pozytywnie. Wskazane jest także ograniczanie udział kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków. Co więcej, podwyższanie stóp procentowych przez banki centralne powoduje wzrost rat kredytów gospodarstw domowych, które posiadają zobowiązania ze zmiennym oprocentowaniem. W tym zakresie działania regulacyjne powinny być związane z zabezpieczeniem potencjalnych i obecnych kredytobiorców, np. w formie możliwości zmiany oprocentowania ze zmiennego na stałe w trakcie trwania umowy kredytowej.

Kolejnym aspektem w ramach zadłużenia są instytucje pozabankowe udzielające pożyczek gospodarstwom domowym. Ich działalność nie jest do końca regulowana, więc istnieje ryzyko ich destabilizującego wpływu na gospodarkę, jeśli ich działalność będzie się dynamicznie rozwijać. Stanowią one alternatywę dla podmiotów, które nie otrzymały finansowania w sektorze bankowym ze względu na brak spełnienia wymogów postawionych przez instytucje bankowe. W tym zakresie nadzór nad rynkiem finansowym powinien dążyć także do objęcia nim takich

podmiotów. Dzięki temu wiele gospodarstw domowych ustrzegłaby się negatywnych skutków nadmiernego zadłużenia. Na pochwałę zasługuje fakt ograniczenia tzw. lichwiarskiego oprocentowania pożyczek, które zostało wprowadzone w Polsce. Co więcej, rosnące znaczenie sektora FinTech może stanowić także zagrożenie dla sektora bankowego. W tym zakresie należy więc podejmować działania zmierzające do rozwoju współpracy banków z takimi spółkami.

Kolejnym aspektem jest postęp technologiczny, który stanowi o kierunkach rozwoju rynku finansowego oraz ściślej, bankowego. Banki przeformułowały swoje modele biznesowe wprowadzając wiele ułatwień wirtualnych dla klientów oraz dokonując automatyzacji operacji bankowych, co przyspieszył także rozwój pandemii COVID-19. W tym obszarze wskazuje się na przewagę FinTechów, które opierają swoją działalność na nowoczesnych technologiach. Istotne jest podejmowanie działań zmierzających do zwiększenia kompetencji pracowników sektora finansowego pozwalających maksymalizować korzyści z postępu technologicznego. Z postępem technologicznym wiąże się niewątpliwie problem cyberbezpieczeństwa, który jest podnoszony coraz częściej w środowisku naukowym oraz debacie publicznej[23]. Ten aspekt nabiera coraz większego znaczenia i wymaga szerszej regulacji.

Ze względu na powyżej podkreślone aspekty najistotniejszym postulatem jest ponownie edukacja finansowa podmiotów gospodarczych. Większość badań przeprowadzanych przez różne instytucje nadal wskazuje na niski poziom edukacji finansowej obywateli większości krajów UE, w szczególności krajów „nowej" Unii. Najniższy poziom znajomości zagadnień finansowych odnotowuje się w przypadku zabezpieczenia emerytalnego. W tym zakresie nadzór nad rynkiem finansowym powinien zwiększać jej zakres na każdym etapie edukacji konsumentów. Wskazuje się, że powinno się to odbywać w ramach kształcenia ustawicznego i trwać przez całe życie. Argumentem jest dynamiczny rozwój rynków finansowych oraz wzrost jego innowacyjności.

Podsumowując, działania w ramach ograniczania negatywnych skutków procesu finansyzacji podejmowane przez nadzorców nad rynkami finansowymi powinny skupić się przede wszystkim na zapewnianiu bezpieczeństwa funkcjonowania instytucji finansowych, jak i konsumentów usług finansowych. Działania te muszą być jednak podejmowane we współpracy z władzami

[23] https://www.efcongress.com/rekomendacje/rekomendacje-2021/ (02.05.2022).

gospodarczymi, ale również bankami centralnymi. Głównie dotyczy to działań zmierzających do rozpowszechniania edukacji finansowej wśród konsumentów. W ramach nadzoru nad rynkiem finansowym rekomendowane jest zatem zapewnienie bezpieczeństwa funkcjonowania instytucji finansowych oraz ich klientów, wzmożona kontrola nad instytucjami parabankowymi, bankami spółdzielczymi oraz spółkami FinTech, wprowadzenie działań regulacyjnych mających na celu zabezpieczenie potencjalnych i obecnych kredytobiorców przez ryzykiem wzrostu stóp procentowych, a także mających na celu zwiększenie kompetencji pracowników sektora finansowego pozwalających maksymalizować korzyści z postępu technologicznego. W związku z tym rekomendowane są również działania mające na celu wzrost cyberbezpieczeństwa w sektorze finansowym. Jak wspomniano wcześniej, nie jest możliwe całkowite odwrócenie procesu finansyzacji, a sam rozwój rynków finansowych jest nieodzownym elementem rozwoju gospodarki. Zmiany powinny zaistnieć nie tylko w funkcjonowaniu rynków finansowych, ale także w zachowaniach klientów instytucji finansowych.

Podsumowanie

Finansyzacja jest procesem, który przejawia się rosnącym udziałem sektora finansowego oraz podmiotów w nim funkcjonujących w gospodarce. Ze względu

na wszechobecność rynków finansowych zarówno w życiu codziennym, funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych, jak i całych gospodarek wywołuje on wieloaspektowe skutki, zarówno mikro-, jak i makroekonomiczne. Przedmiotem badań w niniejszej rozprawie doktorskiej było wskazanie makroekonomicznych konsekwencji tego procesu.

Celem podjętych badań była identyfikacja oraz ocena wpływu procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Wyniki badań pozwoliły potwierdzić pierwszą z postawionych hipotez badawczych, w myśl której w krajach Unii Europejskiej występowały zmiany charakterystyczne dla procesu finansyzacji. Przejawy oraz skala tych zmian znacznie różniły się pomiędzy krajami „starej" oraz „nowej" Unii. Co więcej, zmiany były także widoczne w poszczególnych grupach. W krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 udział wartości dodanej sektora finansowego (FIRE) w wartości dodanej gospodarki wzrastał w szybkim tempie i był on wyższy od udziału wartości dodanej sektora wytwórczego. Z kolei w krajach „nowej" Unii, obserwowano stopniowy wzrost tego udziału, jednak sektor wytwórczy nadal generował wyższy udział wartości dodanej w wartości dodanej gospodarki. Tak dynamicznych zmian nie zaobserwowano jednak w udziale zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarkach, zarówno krajów „starej", jak i „nowej" Unii. W obu grupach krajów zauważalny był niewielki wzrost tego wskaźnika, jednak nadal jego wartość jest relatywnie niewielka w porównaniu z sektorem wytwórczym. Brak przełożenia wytwarzanej większej wartości dodanej na wzrost udziału zatrudnienia w sektorze FIRE można wytłumaczyć postępem technologicznym, który nie wymaga pracy ludzkiej w celu zwiększania wytworzonej wartości. Spadek zatrudnienia w sektorze wytwórczym mógł też być zrekompensowany jego zwiększeniem w innych sektorach, niekoniecznie finansowym.

Badane grupy krajów UE charakteryzowało również zróżnicowanie sposobu realizacji polityki gospodarczej w odniesieniu do procesu finansyzacji. Wskazywał na to udział dochodów z poszczególnych grup podatków oraz wydatków na ochronę socjalną w PKB. W krajach „starej" Unii w badanym okresie obserwowano wysoki udział zarówno dochodów z podatków od produkcji i importu, jak i od dochodu i majątku oraz relatywnie wysoki udział wydatków na ochronę socjalną w PKB. Z kolei w krajach „nowej" Unii udziały te przyjmowały niższe wartości. W obu

grupach krajów obserwowano jednak ograniczanie wydatków na ochronę socjalną w PKB, co jest charakterystyczne dla procesu finansyzacji, jednak w ostatnim roku badawczym, tj. 2020 udział ten gwałtownie wzrósł, co wiązać można ze skutkami recesji wywołanej pandemią COVID-19, która dotknęła z różną siłą gospodarki unijne. W tym obszarze dostrzeżono także rosnące nierówności dochodowe w obu grupach krajów. Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi procesu finansyzacji w polityce pieniężnej banków centralnych było stopniowe obniżanie stóp procentowych. W badanym okresie dostrzegalne były tendencje do obniżania stóp procentowych, co było skutkiem kryzysów, z którymi musiały się zmierzyć kraje UE. Obserwowane wartości stóp procentowych ustalane przez Europejski Bank Centralny oraz banki centralne pozostałych krajów UE były jednak zbliżone. W 2020 r. rozpoczął się proces ponownego podwyższania stóp procentowych przez banki centralne, co może stanowić istotny czynnik zahamowania procesu finansyzacji poprzez ograniczenie dostępu do zadłużenia podmiotów gospodarczych.

Niskie stopy procentowe stanowią podstawy do rozwoju przejawów procesu finansyzacji w sektorach bankowych. Ich skutkiem w badanym okresie mogła być niska rentowność sektora bankowego mierzona wskaźnikiem ROE. Zjawisko to zaobserwowano zarówno w krajach „starej", jak i „nowej" Unii. Obniżanie stóp procentowych przy innych działaniach, takich jak zwiększanie wymogów kapitałowych i obciążeń finansowych skutkowało przeformułowaniem modeli biznesowych banków oraz zmianami w strukturze gromadzonych przez banki dochodów. W krajach „starej", jak i „nowej" Unii dostrzeżono zmiany w strukturze dochodów sektorów bankowych charakterystyczne dla procesu finansyzacji. W obu grupach krajów stopniowemu spadkowi ulegał udział wyniku z odsetek w wyniku działalności bankowej, natomiast jednocześnie obserwowano rosnący udział wyniku z prowizji i opłat oraz pozostałych dochodów. Wyraźniejsze zmiany w tym zakresie zaszły w krajach „starej" Unii. Co więcej, w badanym okresie zaobserwowano także inny istotny przejaw finansyzacji w postaci wzrostu koncentracji sektora bankowego stwarzający ryzyko wystąpienia zjawiska *too big too fail*.

Obniżanie stóp procentowych sprzyja także zadłużaniu się podmiotów gospodarczych, więc w badanym okresie mogło to stanowić istotny impuls do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych, w tym z tytułu kredytów mieszkaniowych oraz przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB). Ten aspekt finansyzacji nie miał miejsca w krajach UE w latach 2008-2020. W krajach „starej" Unii obserwowano

stopniowo rosnący udział długu przedsiębiorstw niefinansowych w PKB, ale malejący udział długu gospodarstw domowych oraz długu z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB. W krajach „nowej" Unii natomiast zaobserwowano spadek udziału długu zarówno przedsiębiorstw finansowych, gospodarstw domowych, jak i z tytułu kredytów mieszkaniowych w PKB. Proces spadku zadłużenia trwał do 2020 r., w którym wartości te ponownie wzrosły na skutek recesji wywołanej pandemią. W obu grupach krajów średnia wartość długu przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) przekraczała średnią wartość długu gospodarstw domowych (jako % PKB) w całym okresie badawczym.

W badanym okresie zaobserwowano również zmiany stabilności makroekonomicznej krajów UE. Relatywnie większą poprawą stabilności makroekonomicznej w badanym okresie charakteryzowały się kraje „nowej" Unii. Najniższym poziomem stabilności makroekonomicznej charakteryzowała się Grecja, Portugalia, Hiszpania, Włochy oraz Irlandia. Są to kraje, które w największym stopniu dotknął kryzys finansowy, przy jednoczesnym ogromnym zadłużeniu sektora publicznego.

Tempo wzrostu gospodarczego krajów UE ulegało wahaniom w przyjętym okresie badawczym. Największe jego załamanie, do wartości ujemnych, w obu grupach krajów nastąpiło w 2009 r., większe jednak w krajach „nowej" Unii. W okresie pokryzysowym kraje Unii Europejskiej powróciły na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Wartości te ulegały ponownie fluktuacjom w badanych grupach krajów. Na końcu okresu badawczego tempo wzrostu gospodarczego kształtowało się na niższym poziomie w porównaniu do początku badanego okresu w obu grupach krajów.

W wyniku przeprowadzonych badań pozytywnie zweryfikowano także hipotezę drugą. Proces finansyzacji istotnie wpływał na stabilność makroekonomiczną krajów Unii Europejskiej. Poszczególne jego przejawy wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na stabilność makroekonomiczną badanych krajów. Podobnie, hipotezę trzecią. Proces finansyzacji istotnie wpływał na wzrost gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Poszczególne jego przejawy wykazywały zróżnicowany kierunek wpływu na wzrost gospodarczy badanych krajów. Wyniki oszacowanych wykorzystanych modeli panelowych wykazały istotny wpływ przejawów finansyzacji na stabilność makroekonomiczną i wzrost gospodarczy krajów UE. Jednak wartości uzyskanych parametrów nie pozwalają jednocznacznie określić kierunku tego

wpływu. Jako zmienne pozytywnie oddziałujące na stabilność makroekonomiczną wymienić można udział dochodów z podatku od produkcji i importu w PKB, wskaźnik CR5 wyrażający stopień koncentracji sektora bankowego, udział wyniku z prowizji i opłat w wyniku działalności bankowej oraz wskaźnik ROE wyznaczający stopień rentowności sektora bankowego. Do zmiennych negatywnie oddziałujących na stabilność makroekonomiczną obu grup krajów UE zaliczyć można: udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej ogółem w gospodarce, udział wydatków na ochronę socjalną w PKB oraz dług gospodarstw domowych (jako % PKB).

Uzyskane wyniki badań stanowią podstawy do sformułowania rekomendacji w zakresie polityki fiskalnej, pieniężnej oraz nadzoru nad rynkiem finansowym. Ze względu na wykazany istotny wpływ procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy wskazujące na duże uzależnienie sytuacji gospodarczej od rynków finansowych nie należy rekomendować gwałtownych zmian w polityce gospodarczej oraz w nadzorze nad rynkami finansowymi. Skutki takich działań mogłyby przynieść negatywne konsekwencje. Podkreślenia wymaga fakt, że proces finansyzacji uległ wyhamowaniu w ostatnich latach, a sam rozwój rynków finansowych jest pozytywny dla stabilności makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego, gdyż środki pozyskiwane za ich pośrednictwem mogą poprawić sytuację podmiotów gospodarczych. Należy więc podejmować działania związane ze wzrostem bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotów gospodarczych. W ramach polityki fiskalnej rekomendowanym działaniem jest dbałość o optymalną strukturę dochodów budżetowych oraz wydatków na ochronę socjalną, zmniejszanie nierówności dochodowych oraz wprowadzenie zmian w polityce mieszkaniowej, zdrowotnej i w ramach zabezpieczenia emerytalnego. Istotnym zaleceniem jest także ograniczanie obciążeń finansowych sektora bankowego, co mogłoby przyczynić się do wzrostu jego rentowności oraz do zwiększania jej pozytywnego wpływu na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy krajów UE. W ramach polityki pieniężnej rekomendowane jest stopniowe podwyższanie stóp procentowych, oprocentowania depozytów, wprowadzanie zachęt do gromadzenia długookresowych oszczędności oraz odpowiednie kształtowanie polityki luzowania ilościowego regulującej płynność sektora bankowego. Obszar nadzoru nad rynkiem finansowym powinien obejmować zapewnienie bezpieczeństwa funkcjonowania instytucji finansowych oraz ich klientów, wzmożoną kontrolę nad instytucjami parabankowymi, bankami

spółdzielczymi oraz włączenie do nadzoru spółek typu FinTech, zabezpieczenie potencjalnych oraz obecnych kredytobiorców przed skutkami podwyżek stóp procentowych, zwiększenie kompetencji pracowników sektora finansowego pozwalających maksymalizować korzyści z postępu technologicznego oraz wprowadzenie działań mających na celu wzrost cyberbezpieczeństwa w sektorze finansowym. Kluczowa w zakresie organiczania negatywnych skutków finansyzacji jest edukacja finansowa społeczeństwa, która powinna być kreowana zarówno przez politykę fiskalną, monetarną, jak i nadzór nad rynkami finansowymi. Ma ona na celu lepsze zrozumienie mechanizmów funkcjonowania sektora finansowego oraz instrumentów finansowych przez jego uczestników. Może to być jednym z istotnych czynników wpływających na przywrócenie i wzmacnianie służebnej roli rynków finansowych w poszczególnych gospodarkach oraz do rozwoju wzmacniania pozytywnych skutków finansyzacji gospodarki.

Jak już często podkreślano, finansyzacja jest procesem wieloaspektowym, a w niniejszej rozprawie doktorskiej zbadano jedynie kilka jej przejawów. W związku z tym, jako wyzwania badawcze wskazuje się badanie innych aspektów procesu finansyzacji, m.in. jego wpływ na funkcjonowanie rynków kapitałowych, czy towarowych. Ze względu na pandemię COVID-19 większego znaczenia nabiorą kwestie związane z poprawą sytuacji opieki zdrowotnej. Razem ze starzeniem się społeczeństwa będzie to nie lada wyzwanie dla władz publicznych nie tylko krajów UE, ale większości krajów na całym świecie. Co więcej, w najgorszej sytuacji epidemicznej znalazły się kraje takie, jak Hiszpania, czy Portugalia, w przypadku których stabilność makroekonomiczna kształtowała się na najniższym poziomie spośród krajów „starej" Unii. Zmiany jednak muszą zajść w samych jednostkach ludzkich, w przypadku których nastąpiła trwała wydaje się zamiana relacji na transakcje oraz przyjęcie krótkookresowego horyzontu planowania w przedsiębiorstwach niefinansowych. Istotna w tym zakresie jest edukacja finansowa. Końcową konkluzją jest konieczność uwzględniania sytuacji na rynkach finansowych przy podejmowaniu działań mających na celu utrzymywanie stabilności makroekonomicznej.

Bibliografia

AALBERS M.B. 2008. *The financialization of home and the mortgage market crisis*. Competition & Change, 12(2): 33-57, DOI: https://doi.org/10.1179/102452908X289802.

ABAAS M.S.M., CHYGRYN O., KUBATKO O., PIMONENKO T. 2018. *Social and economic drivers of national economic development: the case of OPEC countries*. Problems and Perspectives in Management, 16(4): 155-168.

ABRUDAN L.C. 2015. *Analysis Of Romanian Economic Stability In Terms Of Evolution Of The Budgetary Deficit And Other Macroeconomic Indicators, In The Period 2013-2017 (Forecast)*. Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, 1(2): 13-19.

ACEMOGLU D., ROBINSON J.A. 1999. *On the political economy of institutions and development*. American Economic Review, 91(4): 938-63.

ADAMSKA A., GŁÓWKA G., SOBIECKI G. 2018. *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*. Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

ADRIANOWSKI D. 2020. *Prognozy zmian modeli biznesowych przedsiębiorstw bankowych ze względu na pandemię COVID-19.* W: DZIEDZIC J. (red.) *Przedsiębiorstwa i instytucje publiczne – zarządzanie, zasoby i kapitał.* Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk, Łódź-Warszawa.

AFONSO A., FURCERI D. 2008. *Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth*. European Central Bank, WP, No. 849, January 2008.

AHMED A.D., SUARDI S. 2009. *Macroeconomic Volatility, Trade and Financial Liberalization in Africa*, World Development, 3(10): 1623-1636, DOI: https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2009.03.009.

AITKEN R. 2007. *Performing Capital. Toward a Cultural Economy of Popular and Global Finance*, New York, Palgrave Macmillan.

ALBULESCU C., BREZNIK K., DERMOL V. 2016. *What we understand by financial stability: text analysis with network approach*, Proceedings of the Make Learn and TIIM Joint International Conference, 25–27 May 2016 Timisoara, Romania: 943-951.

ALLEN W.A., WOOD G. 2005. *Defining and Achieving Financial Stability*, Cass Business School, City University, Special Paper, 160, Lse Financial Markets Group.

ALUKO O.A., AJAYI M.A. 2018. *Determinants of banking sector development: Evidence from Sub-Saharan African countries*. Borsa Instanbul Review, 18(2): 122-139, DOI: https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.002.

ALTER A., FENG A.X., VALCKX N. 2018. *Understanding the Macro-Financial Effects of Household Debt: A Global Perspective*. International Monetary Fund: 1-49.

ALVAREZ I. 2015. *Financializaion, non-financial corporations and income inequality: the case of France*. Socio-Economic Review, 13(3): 449-475, DOI: https://doi.org/10.1093/ser/mwv007.

AMES B., BROWN W., DEVARAJAN S., IZQUIERDO A. 2001. *Macroeconomic Policy and Poverty Reduction*, IMF, World Bank.

ANTWI S., MILLS E.F., ZHAO X. 2013. *Impact of Macroeconomic factors on economic growth in Ghana: A co integration analysis*, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, 3(1): 35-45.

ARCAND J.L., BERKES E., PANIZZA U. 2012. *Too Much Finance?*, IMF Working Paper.

ARNOLDI J. 2007. *Derivatives: Virtual Values and Real Risks*, Globalization and Economy 2, 97: 23-42, DOI: https://doi.org/10.1177/0263276404047414.

ARRIGHI G. 1994. *The long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of our Times,* Verso, London.

AFSAR M., AFSAR A., MECIK O. 2014. *Financialization Process and the Outcomes in Developed Countries*, International Journal of Economics and Finance, Volume 6, No. 12: 192-200, DOI: http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v6n12p192.

ASAAH J.A., YUNFEI S., WADEI K.A,, NKRUMAH K.F.A. 2019. *Cultural orientations and product innovation in the Ghanaian banking sector*, The Service Industries Journal, 40(7-8): 518-541, DOI: https://doi.org/10.1080/02642069.2019.1569635.

ASCIONE F., SCHNETZER M. 2022. *Out of balance? Revisiting the nexus of income inequality, household debt and current account imbalances after the Great Recession*. Cambridge Journal of Economics, 46(1): 133-165.

ASSA J. 2012. *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*, Finance Research, 1(1): 35-39.

AWDEH A. 2012. *Banking sector development and economic growth in Lebanon*. International Research Journal of Finance and Economics, *100*(1): 54-62.

AZARENKOVA G., SHKODINA I., SAMORODOV B., BABENKO M., ONISHCHENKO I. 2018. *The influence of financial technologies on the global financial system stability*. Investment Management and Financial Innovations, 15(4): 229-238. https://doi:10.21511/imfi.15(4).2018.19.

AZKUNAGA J.A., SAN-JOSE L., URIONABARRENETXEA S. 2013. *The impact of financial globalization and financialization on the economy in the current crisis through banking corporate governance*, Contemporary Economics, 7(3): 79-94.

BAGEHOT W. 1873. *Lombard Street. Homewood*. IL: Richard D. Irwin (edition 1962).

BAŃBUŁA P. 2013. *Polityka makroostrożnościowa: przesłanki, cele, instrumenty i wyzwania*, Materiały i Studia, nr 298, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa.

BARA A., MUDZINGIRI C. 2016. *Financial innovation and economic growth: evidence from Zimbabwe*. Investment management and financial innovations, 13(2): 65-75.

BARCZYK R. 2012. *Determinanty wewnętrznej koordynacji narzędzi fiskalnych i pieniężnych w* polityce antycyklicznej, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 74(4): 149-161, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2012.74.4.11.

BASHIR A. 2012. *Macroeconomic Stability and Growth: Building Competitiveness in Pakistan*, LCCI Research Economic note.

BARRADAS R. 2019. *Financialization and Neoliberalism and the Fall in the Labor Share: A Panel Data Econometric Analysis for the European Union Countries*. Review of Radical Political Economics, 51(3): 383-417, DOI: https://doi.org/10.1177/0486613418807286.

BARTKOWSKI J. 2016. *Finansjalizacja i samorząd terytorialny*, W: GEMZIK-SALWACH A., OPOLSKI K. (red.) *Finansjalizacja – wpływ na gospodarkę i społeczeństwo*. CeDeWu, Warszawa.

BATSAIKHAN U., DEMERTZIS M. 2018. *Financial literacy and inclusive growth in the European Union*. Policy Contribution, 08: 1-18.

BATTISTON S., GUERINI M., NAPOLETANO M., STOLBOVA V. 2018. *Financialization of EU and effects on growth, inequality and financial stability*, Working Paper, ISI Growth, Innovation-fueled, Sustainable, Inclusive growth. Report: EU de-financialisation & re-industrialisation.

BEDNARCZYK T.H. 2011. *Sektor ubezpieczeń a rozwój system finansowego*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 175: 23-30.

BELOTTI F., CASINI A., CATANIA L., GRASSI S., PERRON P. 2021. Simultaneous Bandwidths Determination for DK-HAC Estimators and Long-Run Variance Estimation in Nonparametric Settings. *arXiv preprint arXiv:2103.00060*: 1-23.

BILAN Y., LYEONOV S., LYULYOV O., PIMONENKO T. 2019. *Brand management and macroeconomic stability of the country*. Polish Journal of Management Studies, 19(2), 61-74. DOI: https://doi.org/10.17512/pjms.2019.19.2.05.

BILORUS O.G. 2016. *The economic globalistics. The world system of globalism*. Kyiv: University Ukraine.

BIST J.P. 2018. *Financial development and economic growth: Evidence from a panel of 16 African and non African low-income countries*, Cogent Economics & Finance, 6(1): 1-17, DOI: https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1449780.

BLACKBURN R. 2006. *Finance and the Fourth Dimension*, New Left Review, 39: 39-72.

BOBEVA D., ATANASOV A. 2016. *Macroeconomic imbalances in Euro- and Non-euro Area Member States*. SSRN Electronic Journal: 1-12, DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2818985.

BOLEJKO A. 2017. *Rozwarstwienie dochodowe w krajach wysoko rozwiniętych*. Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 310: 175-190.

BOYD J.H., DE NICOLO G. 2005. *The theory of bank risk taking and competition revisited*. The Journal of finance, 60(3): 1329-1343, DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00763.x.

BRKIĆ M., ŠABIĆ A. 2014. *Framework for Monitoring Macroeconomic Imbalances in the European Union – Significance for Croatia*. Croatian National Bank. Surveys, 17.

BRZOSKA K., LEWANDOWSKA A. 2013. *Wzrost gospodarczy w dobie zrównoważonego rozwoju*. W: KUCZMARSKA M., PIETRYKA I. (red.) *Problemy Gospodarki Światowej Tom III*. Wydawnictwo Instytut Badań Gospodarczych i PTE Oddział w Toruniu, Toruń.

BUSZKO A. 2012. *Nowy sposób myślenia o ładzie ekonomicznym*. Difin, Warszawa.

BUSZKO A. 2016. *Szara strefa a redystrybucja PKB - implikacje, uwarunkowania*. Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego „Studia i Prace", 26(2): 77-90.

BUSZKO A. 2017. *Poziom szarej strefy w Polsce w kontekście luki podatkowej*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 4: 47-54, DOI: http://dx.doi.org/10.17951/h.2017.51.4.47.

BUSZKO A. 2019. *The regional differentiation of shadow economy in Poland – the potential impact for development*. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, 125: 5-15, DOI: https://doi.org/10.22630/EIOGZ.2019.125.1.

BUSZKO A., SZUMOWSKA K. 2014. *Uwarunkowania kreowania misji w przedsiębiorstwach szarej strefy*. Rocznik Naukowy Wydziału Zarządzania w Ciechanowie 1-4: 91-102.

BÜTZER S., JORDAN C., STRACCA L. 2013. *Macroeconomic imbalances: A question of trust?* European Central Bank Working Paper Series No. 1584.

CABEZA-GARCIA L., DEL BRIO E.B., OSCANOA-VICTORIO M.L. 2018. *Gender Factors and Inclusive Economic Growth: The Silent Revolution*. Sustainability, 10(1), 121: 1-14, DOI: https://doi.org/10.3390/su10010121.

CALDENTEY E.P., VERNENGO M. 2021. *Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America*. Review of Keynesian Economics, 9(4): 493-511.

CAPORALE G.M., RAULT CH., SOVA A.D., SOVA R. 2015. *Financial development and economic growth: evidence from 10 new European Union members*, International Journal of Finance & Economics, Volume 20, Issue 1: 48-60, DOI: https://doi.org/10.1002/ijfe.1498.

CAPRIO G., HONOHAN P. 2002. *Banking policy and macroeconomic stability: An exploration, policy research*, Working Paper, 2856: 337-360.

CATTE P., COVA P., PAGANO P., VISCO I., 2010. *The role of macroeconomic policies in the global crisis*. Bank of Italy Occasional Papers, 69.

CEBULA J., PIMONENKO T. 2015. *Comparison financing conditions of the development biogas sector in Poland and Ukraine*, International Journal of Ecology and Development, 30(2): 20-30.

CECCHETTI S.G., MOHANTY M.S., ZAMPOLLI F. 2011. *The real effects of debt*. BIS Working Paper, 352: 3-33.

CETORELLI N., GAMBERA M. 2001. *Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data*, Journal of Finance, 56(2): 617–648.

CHIDOZIE U.E., AYADI F.S. 2017. *Macroeconomy and banks' profitability in Nigeria*. *African Research Review*, 11(2): 121-137, DOI: https://doi.org/10.4314/afrrev.v11i2.10.

CHOU Y., CHIN M. 2011. *Financial innovations and endogenous growth*. Journal of Economics and Management, 25(2): 1-34.

COURNÈDE B., DENK O., HOELLER P. 2015. *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper, 14: 1-47, DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2649801.

CZAPLICKI M., WIEPRZOWSKI P. 2014. *Wpływ finansyzacji na rozwarstwienie dochodowe*. W: OSIŃSKI J., POPŁAWSKA J.Z. (red.) *Oblicza społeczeństwa obywatelskiego. Państwo. Gospodarka. Świat*. Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

CZEKAJ J., BOLISĘGA M., OLEKSY P. 2021. *Możliwości stymulowania gospodarki i sektora bankowego przez instrument luzowania ilościowego QE*. Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa.

CZERWONKA M. 2015. *Charakterystyka wskaźników modelu kulturowego Hofstede*. W: OSTASZEWSKI J. (red.) *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*. Kolegium Zarządzania i Finansów, Instytut Finansów, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.

DAŃSKA-BORSIAK B. 2011. *Konwergencja czy dywergencja polskich województw? Zastosowanie dynamicznych modeli panelowych*. Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 253: 41-54.

DAUGĖLIENĖ R. 2012. *Hypothetical evolvent of macroeconomic stability surveillance indicators and European Union's inititives for maintenance of financial stability*, European Integration Studies, 6: 111-120, DOI: https://doi.org/10.5755/j01.eis.0.6.1792.

DAVIS G.F., ROSS S.M., KIM S. 2015. *Financialization of the Economy*, Annual Review of Sociology, 41: 203-221, DOI: https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402.

DĄBKOWSKA A. 2015. *Fuzje i przejęcia w niemieckim sektorze bankowym w latach 1997-2012*. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, 110: 155-165.

DĄBROWSKI T.J., FIERLA A., GRYGIEL-TOMASZEWSKA A. 2018. *Pomiar finansjeryzacji. Próba konceptualizacji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa, w Warszawie, Warszawa.

DEBELLE G. 2004. *Household debt and the macroeconomy*. BIS Quarterly Review, March 2004.

DEBRUN X., KAPOOR R. 2010. *Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere*. IMF Working Papers, 10(111).

DEMIRALP S., EISENSCHMIDT J., VLASSOPOULOS T. 2017. *Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area*. European Economic Review, 136: 1-29, DOI: https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103745.

DEMIRGUC-KUNT A. 2006. *Finance and economic development: Policy choices for developing countries*, World Bank Policy Research Working Paper, 3955: 1-54.

DIA M., GOLMOHAMMADI A., TAKOUDA P. M. 2020. *Relative Efficiency of Canadian Banks: A three-stage network bootstrap DEA*. Journal of Risk and Financial Management, MDPI, Open Access Journal, 13(4): 1-25, DOI: https://doi.org/10.3390/jrfm13040068.

DKHILI H. 2018. *Environmental performance and institutions quality: evidence from developed and developing countries*, Marketing and Management of Innovations, 3: 244-333, DOI: http://doi.org/10.21272/mmi.2018.3-30.

DOBRZAŃSKA A. 2014. *Polityka makroostrożnościowa – zagadnienia instytucjonalne. Teoria i dotychczasowe doświadczenia w Unii Europejskiej*, Materiały i Studia, 307, Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

DOMAŃSKA-SZARUGA B. 2009. *Globalizacja rynków finansowych*, Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Seria: Administracja i Zarządzanie, 7(80): 59-71.

DOMINIAK J. 2017. *Nowoczesne usługi a poziom rozwoju gospodarczego*. Prace Komisji Geografii Przemysłu Polskiego Towarzystwa Geograficznego, 31(1): 81-96.

DONALDSON J.R., PIACENTINO G., THAKOR A. 2019. *Household debt overhang and unemployment*. The Journal of Finance, 74(3): 1473-1502.

DUDCHENKO V. 2020. *Role of Central Bank Independence in Banking and Financial Stability Ensuring*. Financial Markets, Institutions and Risks, 4(2), 115-121. DOI: https://doi.org/10.21272/fmir.4(2).115-121.2020.

DUMITRESCU B.A., ENCIU A., HÂNDOREANU C.A., OBREJA C., BLAGA F. 2022. *Macroeconomic Determinants of Household Debt in OECD Countries*. *Sustainability*, *14*(7): 1-14, DOI: https://doi.org/10.3390/.

DUTU R. 2012. *Long-Term Growth and Macroeconomic Stability in Mongolia*, First Report, MSTAP, World Bank.

EHIGIAMUSOE K.O., LEAN H.H., CHAN J.H. 2020. *Influence of macroeconomic stability of financial development in developing economies: evidence from West African region*. The Singapore Economic Review, 65(04): 837-856, DOI: https://doi.org/10.1142/S0217590819500553.

ELGIN C., URAS B.R. 2013. *Public debt, sovereign default risk and shadow economy*, Journal of Financial Stability, 9(4): 628-640, DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfs.2012.09.002.

EPSTEIN G. (red.) 2005. *Financialization and the world economy*, Edward Elgar Publishing, Northampton-Cheltenham.

ERTURK I., FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K. 2008. *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*, London & New York, Routledge.

ERTURK I., SOLARI S. 2007. *Banks as continuous reinvention*. New political economy, 12(3): 369-388, DOI: https://doi.org/10.1080/13563460701485599.

EVANS T., PABLOS-MENDEZ A. 2016. *Shaping of a New Era for Health Financing*, The Lancet 387(10037): 2482–2484, DOI: https://doi.org/10.1016/S0140-6736(16)30238-0.

FASIANOS A., GUEVARA D., PIERROS CH. 2016. *Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20th Century in the United States*, The Levy Economics Institute Working Paper, 869: 34-61, DOI: https://doi.org/10.4337/roke.2018.01.03.

FATÁS A., MIHOV I. 2012. *Fiscal policy as a stabilization tool*. The BE Journal of Macroeconomics 12(3): 1-66, DOI: https://doi.org/10.1515/1935-1690.113.

FEREDE E., DAHLBY B. 2012. *The Impact of Tax Cuts on Economic Growth: Evidence from the Canadian Provinces*. National Tax Journal, 65(3): 563-594. https://doi.org/10.17310/ntj.2012.3.03.

FERREIRA C. 2014. *Debt and economic growth in the European Union: what causes what?*. Lisboa School of Economics & Management, Department of Economics.

FERREIRO J. 2018. *Macroeconomic Lessons from the Financialisation Process*, W: ARESTIS P. (red.) *Alternative Approaches in Macroeconomics. Essays in Honour of John McCombie*. Palgrave Macmillan, New York.

FIERLA A., GRYGIEL-TOMASZEWSKA A. 2017. *Proces finansjeryzacji*, W: FIERLA A. (red.) *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

FINK G., HAISS P., VUKSIC G. 2009. *Contribution of financial market segments at different stages of development: transition, cohesion and mature economies compared*. Journal of Financial Stability, 5(4): 431-455.

FLAHERTY E. 2015. *Top incomes under finance-driven capitalism, 1990–2010: Power resources and regulatory orders*. Socio-Economic Review, 13(3): 417– 447.

FLORCZAK T. 2018. *The process of financialization in the euro area*. Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research, 8(1): 67-71.

FLORCZAK T. 2020. *The growing importance of the financial sector in the founding countries of the European Union*. Finanse i Prawo Finansowe, 2(26): 37-49, DOI: https://doi.org/10.18778/2391-6478.2.26.03.

FOOT M. 2003. *What is financial stability and how do we get it?*, The Roy Bridge Memorial Lecture, Financial Services Authority, 3.

FOSTER J.B. 2008. *Kryzys a finansjeryzacja kapitału*. Le Monde Diplomatique, 7(29).

FRANC-DĄBROWSKA J. 2018. *Ufinansowienie gospodarki i finansowy wzrost wartości*. Ekonomista nr 6: 701-718.

FRANC-DĄBROWSKA J., BEREŻNICKA J. 2018. *Ufinansowienie gospodarki a zakres i skala zadłużenia gospodarstw rolniczych*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 533: 73-82, DOI: https://doi.org/10.15611/pn.2018.533.07.

FREEMAN R.B. 2010. *It's financialization!*, International Labour Review, 149(2): 163-183, DOI: https://doi.org/10.1111/j.1564-913X.2010.00082.x.

FURCERI D. 2010. *Stabilization effects of social spending: Empirical evidence from a panel of OECD countries*. The North American Journal of Economics and Finance, 21(1): 34-48, DOI: https://doi.org/10.1016/j.najef.2009.11.007.

GADOWSKA – DOS SANTOS D. 2018. *Istota i skala finansjalizacji rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2000-2015*. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów / Szkoła Główna Handlowa, 165: 111-140, DOI: https://doi.org/10.33119/SIP.2018.165.7.

GARCÍA A.A., BENGOECHEA G.G. 2018. *The Macroeconomic Imbalance Procedure: A useful tool for predicting sovereign crises?*, Estudios de Economía, ISSN 0718-

5286, Universidad de Chile, Departamento de Economía, Santiago de Chile, 45(1): 79-111.

GAWLIKOWSKA-HEUCKEL K., SZLACHTA J. (red.) 2014. *Wrażliwość polskich regionów na wyzwania współczesnej gospodarki: implikacje dla rozwoju regionalnego*, Wolters Kluwer, Warszawa.

GINTING P.J.P. 2020. *Sustainable Growth and Development*. *23rd Asian Forum of Business Education (AFBE 2019)*. Atlantis Press: 482-486.

GŁODOWSKA A. 2017. *Zróżnicowanie społeczno-gospodarcze jako czynnik dezintegracji Unii Europejskiej*, Horyzonty Polityki, 8(23): 55-75, DOI: https://doi.org/10.17399/HP.2017.082203.

GODECHOT O. 2015. *Financialization is Marketization A Study on the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality*. *Sociological Science*, *3*: 495-519.

GODECHOT O. 2020. *Financialization and the Increase in Inequality*. W: MADER P., MERTENS D., VAN DER ZWAN N. (red.) *The Routledge International Handbook of Financialization.* London: Routledge.

GOLDSMITH R.W. 1969. *Financial Structure and Development*. Yale University Press: New Haven, CT.

GOLEC M.M. 2013. *Kredyty dla gospodarstw domowych w Polsce w latach 2005-2009 a polityka kredytowa banków*. Zeszyty Naukowe Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, (15 Współczesna ekonomia wobec załamania koniunktury gospodarczej): 121-140.

GOŁĘBIOWSKI G. 2017. *Finansyzacja życia codziennego*. W: ICKIEWICZ J., OSTASZEWSKI J. (red.) *Złota Księga dla Profesora Jana Konstantego Szczepańskiego*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

GOŁĘBIOWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P. 2015. *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 77(4): 197-215, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2015.77.4.16.

GOŁĘBIOWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P., WIŚNIEWSKA D. 2016. *Financialization and income inequality selected European countries, 2004-2013*. e-Finanse, 12(4): DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2716978.

GORYNIA M., ŁAŹNIEWSKA E. 2009. *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

GOSTOMSKI E. 2014. *Finansyzacja w gospodarce światowej*. Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej, 33: 299-311, DOI: https://doi.org/10.4467/23539496IB.13.021.2406.

GÓRKA K., GRZEGANEK-WIĘCEK B., SZOPA R. 2017. *Przesłanki i kierunki reindustrializacji gospodarki*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 491: 181-191.

GÖTZ M. 2014. *Stabilność makroekonomiczna i konkurencyjność krajów Grupy Wyszehradzkiej (V4) w okresie po akcesyjnym na tle RFN*. Ekonomia i Zarządzanie: Wiedza. Raporty. Diagnozy. Analizy. Przykłady, 4: 1-8.

GRAJ J. 2016. *Ocena stabilności makroekonomicznej w gospodarkach unijnych w świetle procedury nierównowagi makroekonomicznej. Aspekt ryzyka zjawisk kryzysowych*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 416: 123-135.

GRĄDALSKI F., GUZIKOWSKI M. 2020. *Stabilizacyjna polityka fiskalna i pieniężna w warunkach kryzysu pandemicznego – aspekty teoretyczne a przypadek Polski*. W: KALETA M., LASKA M., ŻUCHOWSKA D. (red.) *Polityka gospodarcza w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania*. Wyższa Szkoła Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu, Toruń.

GRYNIA A., MARCINKIEWICZ J. 2017. *Proces stabilizacji makroekonomicznej w wybranych krajach Unii Europejskiej*, Studia Ekonomiczne, 319: 42-54.

GUARATA N., PAGLIACCI C. 2017. *Understanding financial fluctuations and their relation to macroeconomic stability*. IDB Working Paper Series: 1-41.

GRUSZCZYŃSKI M., KUSZEWSKI T., PODGÓRSKA M. (red.). 2009. *Ekonometria i badania operacyjne: podręcznik dla studiów licencjackich*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

GULSKI B. 2018. *Finansyzacja jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, 160: 79-97, DOI: https://doi.org/10.33119/SIP.2018.160.5.

HARRIS D.J. 2007. *The classical theory of economic growth*. The New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd edition, London: Macmillan.

HAROLD N.N.Y. 2018. *Econometric analysis of long and short-run effects of exports on economic growth in Cameroon (1980–2016)*, Financial Markets, Institutions and Risks, 2(1): 50-57, DOI: https://doi.org/10.21272/fmir.2(1).50-57.2018.

HARUNA M.A. 2012. *Financialization and economic growth in Nigeria: a Granger causality test*, International Journal of Advanced in Management and Social Sciences, 1(2): 161-179.

HERCE J.A., SOSVILLA-RIVERO S., DE LUCIO J.J., BENTO T. 1998. *Social protection benefits and growth: Evidence from the European Union*. Documento de Trabajo, *98*(01): 1-11.

HERODOWICZ T. 2018. *Gospodarczy wymiar globalizacji*. Rozwój Regionalny i Polityka Regionalna, 41: 13-30, DOI: https://doi.org/10.14746/rrpr.2018.41.03.

HELLMAN T., MURDOCK K., STIGLITZ J.E. 2000. *Liberalization, moral hazard in banking and prudential regulation: Are capital controls enough*?. American Economic Review, 90(1): 147-165, DOI: https://doi.org/10.1257/aer.90.1.147.

HANSSON P., HENREKSON M. 1994. *A new framework for testing the effect of government spending on growth and productivity*. Public choice, 81(3): 381-401.

HSIAO C., PESARAN M.H., PICK A. 2007. *Diagnostic tests of cross section independence for nonlinear panel data models*. CESifo Working Paper, No. 1984: 1-19.

HUNTER B.M., MURRAY S.F. 2019. *Deconstructing the Financialization of Healthcare*. Development and Change, 50(5): 1263-1287, DOI: https://doi.org/10.1111/dech.12517.

HURDUZEU G., LAZAR M.I. 2015. *An Assessment of Economic Stability under the New European Economic Governance*, Management Dynamics in the Knowledge Economy, 3(2): 301-315.

HUSSON M. 2011. *Kapitalizm bez znieczulenia*. Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa.

IONITA R.O. 2015. *The Evolution Of The Macroeconomic Stabilisation Pentagon In Romania, Czech Republic And Hungary*. The Annals of the University of Oradea, 25(1): 733-741.

IWASZCZUK N., SZYDŁO S. 2016. *Ewolucja stóp procentowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 259: 154-165.

IZÁK V. 2011. *The welfare state and economic growth*, Prague Economic Papers, 20(4): 291-308.

JABŁOŃSKI Ł. 2016. *Nierówności dochodowe w kontekście kryzysu finansowego*. Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 47: 115-126, DOI: https://doi.org/10.15584/nsawg.2016.3.8.

JANECKI J. 2017. *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce*. Folia Oeconomica Acta Universitatis Lodzensis, 2(328): 123-134, DOI: https://doi.org/10.18778/0208-6018.328.08.

JANOWICZ A. 2018. *Poziom rozwoju polskiej gospodarki czynnikiem warunkującym wprowadzenie euro*. Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula, (62 (5) Ekonomia XVI): 61-83.

JARMOŁOWICZ W., PIĄTEK, D. 2008. *Strategia transformacji a doświadczenia wybranych krajów. Elementy analizy porównawczej*, Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, 6: 205-232.

JAYADEV A., MASON J. W., SCHRODER E. 2018. *The Political Economy of Financialization in the United States, Europe and India*. Development and Change 49(2): 353-374, DOI: https://doi.org/10.1111/dech.12382.

JAYAWICKREMA V. 2019. *Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability*, MPRA Paper 95590, University Library of Munich, Germany: 1-21.

JAVIER A., DOMÉNECH R., FATÁS A. 2008. *The stabilizing role of government size*. Journal of Economic Dynamics and Control, 32(2): 571-593, DOI: https://doi.org/10.1016/j.jedc.2007.02.006.

JĘDRZEJCZAK Ł. 2010. *Polityka pieniężna wobec globalnego kryzysu finansowego.* W: KUCZMARSKA M., PIETRYKA I. (red.) *Problemy gospodarki światowej*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Oddział w Toruniu, Toruń.

JORDA O., SCHULARICK M., TAYLOR A.M. 2014. *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, Economic Policy 31(85): 107-152, DOI: https://doi.org/10.1093/epolic/eiv017.

JOYA O. 2011. *Macroeconomic instability in Afghanistan: causes and solutions*, University of Bordeaux , Bordeaux.

JÓŹWICKI R. 2018. *Wykorzystanie instrumentów finansowych jako źródło dywersyfikacji przychodu przedsiębiorstw*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia, 52(1): 71-81.

JURKOWSKA A., BODA M. 2018. *Macroeconomic stability in Poland against the backdrop of union tendencies in light of the concept of MSP*. Argumenta Oeconomica Cracoviensia, 18: 11-31.

JUST M. 2017. *Wartość zagrożona w warunkach ufinansowienia rynków surowców rolnych*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 86: 207-220.

KABAT-RUDNICKA D. 2016. *Zmiana systemu rządzenia w Unii Europejskiej w świetle działań antykryzysowych*. Studia Europejskie- Studies in European Affairs, 77(1): 101-123.

KALINOWSKA K. 2015. *Skuteczność pasywnej antycyklicznej polityki fiskalnej po wydatkowej stronie budżetu w Polsce w latach 2008-2013*. Studia Ekonomiczne, 228: 143-166.

KAŁUZIŃSKA V. 2009. *Bank centralny wobec kwestii stabilności systemu finansowego*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 71(1): 123-145.

KARKOWSKA R., PRUSZYŃSKA M. 2018. *Rentowność europejskiego sektora bankowego w kontekście procesów globalizacji i liberalizacji finansowej*. Studia Ekonomiczne, 356: 43-56.

KARWOWSKI E., STOCKHAMMER E. 2016. *Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies*. Economic and Political Studies, 5(1): 60-86, DOI: https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274520.

KATA R., CHMIEL J. 2017. *Household financialization – sense and scale of the phenomenon on the example of Poland*. e-Finanse, 13(2): 62-74, DOI: https://doi.org/10.1515/fiqf-2016-0023.

KAWIŃSKI M. 2017. *Finanse osobiste. Planowanie ochrony ubezpieczeniowej*. Oficyna Wydawnicza SGH Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

KÄMPFE M., KNEDLIK T. 2017. *The appropriateness of the macroeconomic imbalance procedure for Central and Eastern European countries*. IWH Discussion Papers, 16.

KEDROSKY P., STANGLER D. 2011. *Financialization and Its Entrepreneurial Consequences*, Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth.

KENOURGIOS D., SAMITAS A. 2007. *Financial development and economic growth in a transition economy: evidence for Poland*. Journal of Financial Decision Making, 3(1): 35-48.

KHODAPARASTI R.B. 2014. *The role of macroeconomic variables in the stock market in Iran*. Polish Journal of Management Studies, 10: 54-64.

KIM J.H. 2019. *Multicollinearity and misleading statistical results*. Korean Journal of Anesthesiology, 72(6): 558- 569.

KING R.G., LEVINE R. 1993. *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and New Evidence*. Journal of Monetary Economics, 32(3): 513-542, DOI: https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E.

KLAPPER L., LUSARDI A., VAN OUDHEUSDEN P. 2015. *Financial Literacy Around the World*. Washington DC, World Bank.

KLEIN P.O., WEILL L. 2022. *Bank profitability and economic growth*. The Quarterly Review of Economics and Finance, 84: 183-199, DOI: https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.01.009.

KLIMCZAK Ł. 2013. *Neoliberalizm i keynesizm w polityce gospodarczej: lekcje z kryzysu*. Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 30: 388-403.

KLONOWSKA A. 2018. *Analiza zmienności makroekonomicznych wielkości finansowych na przykładzie wybranych krajów Unii Europejskiej*. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, 19(68): 73-82, DOI: 10.22630/PEFIM.2018.19.68.7.

KLUS S., PALUSZAK G., URBANOWICZ Z. 2019. *Inadequacy of the ECB's monetary policy in the EU economies outside the eurozone*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 63(9): 58-67, DOI: https://doi.org/10.15611/pn.2019.9.05.

KNEER E.C. 2013. *Essays on the size of the financial sector, financial liberalization and growth*, CentER, Center for Economic Research: 1-125.

KOBERSKA Z. 2011. *Stabilizacja makroekonomiczna Polski na tle strefy euro*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 168: 254-265.

KOCHANIAK K. 2010. *Efektywność finansowa banków giełdowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

KOCHANIAK K. 2012. *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w latach 1999–2011*. Studia BAS, (3): 63-86.

KOCHANIAK K. 2016. *Low interest rates-do they revise household saving motives in the Euro area?*. e-Finanse: Financial Internet Quarterly, 12(1): 43-56.

KOŁODKO G.W. 1993. *Kwadratura pięciokąta. Od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*. Poltext, Warszawa.

KOŁODKO G.W. 2007. *Polska z globalizacją w tle. Instytucjonalne i polityczne aspekty rozwoju gospodarczego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora", Toruń.

KOŁODKO G.W. 2020. *Pandemia: praktyczne reakcje i teoretyczne pytania*. Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 55(2): 5-14, DOI: https://doi.org/10.33119/KNoP.2020.55.2.1.

KOŁODZIEJCZYK H. 2016. *Geneza kryzysu hipotecznego w USA z perspektywy dekady*. Ruch Prawniczy, Socjologiczny i Ekonomiczny, 78(4): 213-231, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2016.78.4.16.

KORKMAZ S., YILGOR M., AKSOY F. 2019. *The impact of direct and indirect taxes on the growth of the Turkish economy*. Public Sector Economics, 43(3): 311-323.

KOTLIŃSKI K. 2013a. *Nierównowagi makroekonomiczne w krajach Unii Europejskiej - ocena w świetle mechanizmu ostrzegawczego Alert Mechanism Report*. W: OPOLSKI K., GÓRSKI J. (red.) *Perspektywy integracji gospodarczej i walutowej w Unii Europejskiej w czasach kryzysu*. Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

KOTLIŃSKI K. 2013b. *Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu jako narzędzie koordynacji polityki budżetowej w Unii Europejskiej*. Oeconomia Copernicana, 2: 5-20.

KOTLIŃSKI K. 2020. *Macroeconomic stability in transition economies as an effect of EU membership in light of a comparative analysis*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 64(10).

KOŚKO M., OSIŃSKA M., STEMPIŃSKA J. 2007. *Ekonometria współczesna*. Wydawnictwo TNOiK, Toruń.

KOZAK S. 2011. *Zadłużenie gospodarstw domowych w UE-15 i nowych państwach członkowskich UE w latach 2001-2010*. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, 6(55): 44-56.

KOZAK S. 2018a. *Low Interest Rates and Changes in the Banking Income Structure in EU Countries*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 52(1): 97-107, DOI: http://dx.doi.org/10.17951/h.2018.52.1.97.

KOZAK S. 2018b. *Zmiany w strukturze dochodów banków w okresie obowiązywania ultra niskich stóp procentowych w wybranych krajach Unii Europejskiej*. Przedsiębiorstwo i Finanse, 1: 33-46.

KOZŁOWSKA A. 2017. *Podatek bankowy w krajach UE – wybrane aspekty*. Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 43(2): 88-100.

KOZMENKO S., KORNEEV M. 2014. *Periodization of financialization process of economics: Domestic and foreign contexts*. Economic Annals-XXI, 9: 73-76.

KOZUBIKOVA L., KOTASKOVA A. 2019. *The impact of technological factors on the quality of the business environment*, Transformations in Business & Economics, 18(1): 95-108.

KRAJEWSKA A. 2019. *Opodatkowanie konsumpcji, pracy i kapitału w krajach Unii Europejskiej*. Gospodarka Narodowa, 298(2): 41-63, DOI: https://doi.org/10.33119/GN/108610.

KRASUCKA M. 2016. *Przejawy finansyzacji na rynku kredytów dla MSP*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 425: 83-100.

KRAŚ I. 2013. *Polityka banku centralnego a bezpieczeństwo finansowe państwa*, Przegląd Strategiczny, 3(1): 185-200.

KRIPPNER G. 2005. *The Financialization of the American Economy*, *Socio-Economic Review*, 3(22): 173-208, DOI: https://doi.org/10.1093/SER/mwi008.

KSIĘŻYK M. 2013. *Źródła i ekonomiczne skutki kryzysów finansowych*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 30: 5-24.

KUDER D. 2014. *Nowe modele wzrostu gospodarczego a paradygmat zrównoważonego rozwoju*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 38: 27-39.

KUDŁA J. 2011. *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*. Wydawnictwo Key Text, Warszawa.

KUFEL T. 2011. *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

KULBACKI M. 2021. *Stabilność makroekonomiczna Unii Europejskiej oraz państw członkowskich w latach 2010-2019.* Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 61(4): 70-83.

KUMAR V., BIRD R. 2020. *Do profitable banks make a positive contribution to the economy?* Journal of Risk and Financial Management, MDPI, Open Access Journal, Volume 13(8): 1-18, DOI: https://doi.org/10.3390/jrfm13080159.

KUPIEC E., WIERZBICKA A. 2017. *Stabilność makroeokonomiczna w Polsce na przestrzeni dekady*. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce, 25: 53-68.

KUS B. 2012. *Financialisation and Income Inequality in OECD Nations:1995-2007*, The Economic and Social Review, 43(4): 477-495.

LANDES D.S. 2015. *Bogactwo i nędza narodów. Dlaczego jedni są tak bogaci, a inni tak ubodzy*, Wydawnictwo Muza, Warszawa.

LAPAVITSAS C. 2009. *The Era of Financialization. Dollars and sense.* An Interview with Costas Lapavitsas, a professor of economics at SOAS, University of London, and the author of Financialised capitalism: expansion and crisis (Maia Ediciones, 2009) and Profiting without producing: how finance exploits us all (Verso, 2014): Parts 1 and 2. May/June 2014. http://www.dollarsandsense.org/archives/2014/0414lapavitsas.html.

LAZAR I., ANDREICA M.E. 2013. *Current account balance, private debt and euro area sovereign debt crisis: a comparison of North and South*. Romanian Journal of Economics, 37(2): 40-52.

LEWICKA-STRZAŁECKA A. 2015. *Kultura finansjalizacji*, Prakseologia, 157(2): 209-230.

LEVCHENKO V., KOBZIEVA T., BOIKO A., SHLAPKO T. 2018. *Innovations in Assessing the Efficiency of the Instruments for the National Economy De-Shadowing: The State Management Aspect*. Marketing and Management of Innovations, 4: 361-371, DOI: http://doi.org/10.21272/mmi.2018.4-31.

LEVIN A., LIN C.F., CHU C. 2002. *Unit root test in panel data: asymptotic and finite sample properties*, Journal of Econometrics, 108: 1–24.

LEVINE R. 1997. *Financial development and economic growth: views and agenda*, Policy Research Working Paper, 35(2): 688-726.

LEVINE R., ZERVOS S. 1996. *Stock market development and long-Run growth.* World Bank Economic Review, 10(2): 323-339, DOI: https://doi.org/10.1093/wber/10.2.323.

LIN K.H., TOMASKOVIC-DEVEY D. 2013. *Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008*, American Journal of Sociology, 118(5): 1284-1329.

LI C. 2010. *Government Size and Macroeconomic Stability: Sub-National Evidence from China*. Institute of Economics of the Chinese Academy of Social Sciences.

LISEK S. 2016. *Finansyzacja w małopolskich spółkach giełdowych i jej zmiana w czasie*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 82(1): 123-132, DOI: https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-10.

LOAYZA N.V., RANCIERE R., SERVEN L., VENTURA J. 2007. *Macroeconomic Volatility and Welfare in Developing Countries: An Introduction*, World Bank Economic Review, 21(3): 343-357, DOI: https://doi.org/10.1093/wber/lhm017.

LØDING T.H. 2018. *The financialization of local governments – the case of financial rationality in the management of Norwegian hydroelectric utilities*. Socio-Economic Review, 18(3): 725-743, DOI: https://doi.org/10.1093/ser/mwy026.

LUCAS R.E. 1988. *On the mechanics of economic development*, Journal of Monetary Economics, 22(1): 3-42, DOI: https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7.

LYEONOV S.V., LYULYOV O. 2018. *Macroeconomic stability evaluation in countries of lower-middle income economies*. Naukovyi Visnyk Natsionalnoho Hirnychoho Universytetu, 1, 138-146.

ŁON E. 2020. *Polityka pieniężna narzędziem łagodzenia zjawisk kryzysowych*. W: KALETA M., LASKA M., ŻUCHOWSKA D. (red.) *Polityka gospodarcza w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania*. Wydawnictwo WSKSiM, Toruń.

MACHOWSKA-OKRÓJ S. 2013. *Wzrost gospodarczy a dobrobyt w Polsce i krajach ościennych*, W: KUCZEWSKA J., STEFANIAK-KOPOBORU J., KRZEMIŃSKI M. (red.) *Ekonomiczne wyzwania współczesności*. Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.

MACKIEWICZ M., KRAJEWSKI P. 2008. *Skala i efektywność antycyklicznej polityki fiskalnej w kontekście wstąpienia Polski do strefy euro*. Uniwersytet Łódzki, Łódź.

MADEJ Z. 2013. *Gospodarcze podłoże kryzysu lewicy*, Zdanie, 3-4.

MADUKA A.C., ONWUKA K.O. 2013. *Financial market structure and economic growth: evidence from Nigeria data,* Asian Economic and Financial Review, 3(1): 75-98.

MALINA A., MIERZWA D. 2012. *Analiza porównawcza sytuacji makroekonomicznej Polski i krajów ościennych w okresie 20 lat przemian gospodarczych*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 244: 330-341.

MALINA A., MIERZWA D. 2014. *The impact of the global crisis on the macroeconomic stability of the countries of central and Eastern Europe and Germany*. W: MALINA A., OCZKOWSKA, R., PLICHTA J. (red.) *Knowledge Economy Society Contemporary organizations in the process of institutional transformations*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.

MALINA A., MIERZWA D. 2017. *Wzrost gospodarczy a stabilność makroekonomiczna krajów Europy Środkowo-Wschodniej na tle gospodarki Niemiec w latach 2000–2013*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 50(2): 89-105, DOI: https://doi.org/10.15584/nsawg.2017.2.5.

MAŁECKI W. 2014. *Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje*. Ekonomista, 4: 467-467.

MAŁECKI W. 2016. *Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej*, Gospodarka Narodowa, 284(4): 47-68, DOI: https://doi.org/10.33119/GN/100769.

MANKIW N.G., TAYLOR T.P. 2016. *Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

MARSZAŁEK P. 2012. *Finansyzacja–problemy i kontrowersje*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, (247): 220-230.

MARSZAŁEK P. 2013. *Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 306: 235-246.

MARSZAŁEK P. 2015. *Selected processes influencing contemporary banking systems*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 401: 285-295.

MARTINEZ V., SANCHEZ-ROBLES B.S. 2012. *Macroeconomic stability and growth in Eastern Europe*. W: ERREYGERS G., VERMEIRE M. (red.) *Macroeconomics and Beyond*: *Essays in Honour of Wim Meeusen*. Maklu.

MATYSEK-JĘDRYCH A. 2008. *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje,* Bank i Kredyt ,1: 34-60.

MATYSIAK P. 2018. *Niestandardowe instrumenty polityki monetarnej stosowane przez Europejski Bank Centralny*. W: GRUSZEWSKA E., KARPIŃSKA K., PROTASIEWICZ A. (red.) *Współczesne problemy ekonomiczne w badaniach młodych naukowców, t. 1, Wzrost, rozwój i polityka gospodarcza*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

MĄCZYŃSKA E. 2013. *Łamane obietnice jako syndrom nieładu instytucjonalnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 62: 727-742.

MELNYK L., SINEVICIENE L., LYULYOV O., PIMONENKO T., DEHTYAROVA I. 2018. *Fiscal decentralization and macroeconomic stability: the experience of Ukraine's economy*. Problems and perspectives in Management, 16(1): 105-114, DOI: http://dx.doi.org/10.21511/ppm.16(1).2018.10.

MICZYŃSKA-KOWALSKA M. 2018. *Współczesne kierunki rozwoju konsumpcji gospodarstw domowych w Polsce*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 509: 292-304.

MILBERG W. 2009. *Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains*, Economy and Society, 37 (3): 420-451, DOI: https://doi.org/10.1080/03085140802172706.

MITRĘGA-NIESTRÓJ K. 2012. *Skutki światowego kryzysu finansowego w sferze realnej–ujęcie międzynarodowe*. Studia Ekonomiczne, 122: 159-171.

MITRĘGA-NIESTRÓJ K. 2014. *Niestabilność finansowa i jej źródła we współczesnym świecie*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 171: 9-30.

MISALA J., SIEK E. 2006. *Rozwój procesu stabilizacji makroekonomicznej w Polsce w okresie 1990-2004 i główne czynniki determinujące,* International Journal of Management and Economics, 19: 113-136.

MISHEL L., BERNSTEIN J., ALLEGRETO S. 2007. *The State of Working America 2006/2007*, Cornell University Press, Ithaca.

MISZTAL P. 2014. *Hipoteza bezzatrudnieniowego wzrostu gospodarczego w krajach o różnym poziomie rozwoju gospodarczego*, Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, 12(61): 129-141.

MISZTAL A. 2019. *Stabilizacja makroekonomiczna a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw – przypadek Bułgarii, Czech, Polski i Rumunii*. Studia Prawno – Ekonomiczne, 113: 189-205.

MOHANTY M.S., ZAMPOLLI F. 2009. *Government size and macroeconomic stability*. BIS Quarterly Review December.

MORGANTI P. 2022. *Private and Public Debt: Some Implications on Economic Growth*. *SUERF Policy Brief*, (286): 1-6.

MORUTAN R.A. 2015. *A view of macroeconomic stability*. Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, 1(2), 720-727.

MOŹDZIERZ A. 2015. *Macroeconomic imbalances in the economies of former communist countries during the European integration*. Journal of US-China Public Administration, 12(12): 936-956, DOI: https://doi.org/10.17265/1548-6591/2015.12.004.

MOŹDZIERZ A. 2019. *Macroeconomic stability as the condition for Bulgaria to join the euro area.* Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, 14(2), 295–315. DOI: https://doi.org/10.24136/eq.2019.014.

MUHAMMAD R., YONG T., MUHAMMAD I. 2020. *Financial innovation and economic growth: Empirical evidence from China, India and Pakistan*. International Journal of Financial Economy, 7: 1–24, DOI: https://doi.org/10.1002/ijfe.2107.

MULUNGU K., NG'OMBE N.J. 2017. *Sources of Economic Growth in Zambia, 1970–2013: A Growth Accounting Approach*, Economies, 5(2): 1-23, DOI: https://doi.org/10.3390/economies5020015.

MUNASINGHE M. 1999. *Is environmental degradation an inevitable consequence of economic growth: tunneling through the environmental Kuznets curve*. Ecological Economics, 29(1): 89-109, DOI: https://doi.org/10.1016/S0921-8009(98)00062-7.

MUNIR K., RIAZ N. 2019. *Fiscal Policy and Macroecomonic Stability in South Asian Countries*, Hacienda Pública Española / Review of Public Economics, IEF, 228(1): 13-33, DOI: https://doi.org/10.7866/hpe-rpe.19.1.1.

MUSZYŃSKA J. 2006. *Modelowanie danych panelowych*. Zeszyty Naukowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej we Włocławku, 1: 213–236.

MÜLLER U.K. 2014. *HAC corrections for strongly autocorrelated time series*. Journal of Business & Economic Statistics, *32*(3): 311-322.

NAGAJ R. 2013. *Rola państwa w niwelowaniu nierówności dochodowych*. Studia Ekonomiczne, 139: 248-259.

NARUŠEVIČIU L. 2018. *Bank profitability and macroeconomy: evidence from Lithuania*. Technological and economic development of economy, *24*(2): 383-405.

NELA D., MUJA A., METIN H. 2019. *Assessing macroeconomic stability and labour market efficiency in Kosovo: a competitiveness approach*. IFAC PapersOnline, 52(25): 142-147, DOI: https://doi.org/10.1016/j.ifacol.2019.12.462.

NIEDZIELSKI E. 2016. *Uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstw z sektora małych i średnich przedsiębiorstw*, Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, 2: 191-195, DOI: https://doi.org/10.22004/ag.econ.257417.

NOWAK A.Z. 2017. *Globalizacja jako makroekonomiczny megatrend.* W: NOWAK A. Z., RYĆ K. (red.) *Polityka w regionach w warunkach globalizacji.* Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

OCAMPO, J.A. 2005. *A Broad View of Macroeconomic Stability,* DESA Working Paper, 1: 1-23.

OLEKSY P., ZYGUŁA A. 2016. *Financialisation of Non-financial Corporates: Evidence from the Polish Real Estate Development Market*, Świat Nieruchomości, 4(98): 15-21, DOI: https://doi.org/10.14659/worej.2016.98.02.

OLSZEWSKA G.A. 2012. *Finansjeryzacja gospodarki a problem bezrobocia.* Studia Ekonomiczne Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 110: 81-89.

ORĘZIAK L. 2009. *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

OSSIK YU.I. 2014. *De-globalization of the world economy as a consequence of its financialization*. Economic Sciences. International Journal of Applied and Fundamental Research 1.

OSTAŁECKA A. 2009a. *Banking Crises and Methods of Their Overcoming*, Difin, Warszawa.

OSTAŁECKA A. 2009b. *Geneza kryzysu na rynku kredytów subprime*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług, 38: 59-65.

OSTROWSKA A., DONDALSKI P. 2020. *Finansyzacja gospodarstw domowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej*. Poszerzamy horyzonty: monografia. T. 18 cz. 1. *Słupsk: Mateusz Weiland Network Solutions.*

OSTROWSKA A., WICHOWSKA A. 2020. *Finansyzacja jednostek samorządu terytorialnego na przykładzie miast metropolitarnych w Polsce.* Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 4: 285-301, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2020.82.4.21.

OSTROWSKA E. 2009. *Dylematy zrównoważonego rozwoju sektora finansowego w Polsce*. W: OSTROWSKA E., OSSOWSKI J. (red.) *Rynki finansowe. Mikrofinanse*. Biblioteka Kwartalnika Naukowego „Pieniądze i Więź", Fundacja na rzecz Polskich Związków Kredytowych – Instytut Stefczyka, Sopot.

OSTROWSKA M. 2014. *Finansjalizacja i jej wpływ na sferę społeczną i gospodarczą*, Ekonomia i Zarządzanie. Wiedza. Raporty. Diagnozy. Analizy. Przykłady, 4: 29-31.

OSTROWSKA M. 2016. *Finansjalizacja w ochronie zdrowia*. Cedewu, Warszawa.

OSTROWSKA M. 2017. *Zjawisko finansjalizacji w systemie ochrony zdrowia w świetle badań empirycznych*. Studia i Materiały Wydziału Zarządzania i Administracji Wyższej Szkoły Pedagogicznej im. Jana Kochanowskiego w Kielcach, 21(1): 93-110.

OSTRY J.D., BERG A. TSANGARIDES C.G. 2014. *Redistribution, Inequality, and Growth*, IMF Staff Discussion Note, 14/02. Washington: International Monetary Fund: 1-30.

OSUAGWU E.S., NWOKOMA N. 2017. *Empirical assessment of the competitive conduct of Nigerian banks in a post-consolidation era*. Research in International Business and Finance, 41: 412-422, DOI: https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.051.

OWSIAK S. 2012. *Społeczny wymiar kryzysu – lekcja dla przyszłości*, Biuletyn PTE, 2(56): 62-75.

OWSIAK S. 2013. *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

OZILI P.K., UADIALE O. 2017. *Ownership concentration and bank profitability*. Future Business Journal, 3(2): 159-171, DOI: https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.07.001.

PALLEY T.I. 2007. *Financialization: What It Is and Why It Matters*. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Working Paper, 525: 2-30.

PALLEY T.I. 2009. *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*. Ekonomiaz. Revista vasca de Economía, 72(03): 34-53.

PANASIUK A. 2006. *Ekonomika turystyki*. Wydawnictwo Naukowe PWN S.A. Warszawa.

PANCISZKO B. 2016. *Determinanty zadłużenia gospodarstw domowych w wybranych państwach strefy euro*. Rocznik Europeistyczny 2: 39-48, DOI: 10.19195/2425-274X.2.3.

PAPARAS D., RICHTER C., PAPARAS A. 2015. *Fiscal policy and economic growth, empirical evidence in European Union*. Turkish economic review, *2*(4): 239-268.

PARK D., SHIN K., TIAN S. 2022. *Household debt, corporate debt, and the real economy: Some empirical evidence*. Emerging Markets Finance and Trade, *58*(5): 1474-1490.

PAULANI L.M. 2010. *The Crisis of the Finance-Led Regime of Accumulation and the Situation of Brazil*, Review of Radical Political Economics, 42(3): 363-372, DOI: https://doi.org/10.1177/0486613410378002.

PERA J. 2009. *Konsekwencje globalizacji współczesnych rynków finansowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 805: 103-118.

PERA J. 2016. *Ocena stabilności makroekonomicznej w gospodarkach unijnych w świetle procedury nierównowagi makroekonomicznej. Aspekt ryzyka zjawisk kryzysowych*, Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 416: 123-135.

PIETRYKA I. 2009. *Proces konwergencji nominalnej i realnej w warunkach integracji walutowej*. Equilibrium, 3(2): 51-66, DOI: https://doi.org/10.12775/EQUIL.2009.020.

PIĘTAK Ł. 2016. Zrównoważony wzrost gospodarczy w teoriach i modelach wzrostu i rozwoju gospodarczego, Gospodarka w praktyce i teorii, 43(2): 51-77, DOI: https://doi.org/10.18778/1429-3730.43.04.

PILARCZYK D. 2018. *Stabilizacja makroekonomiczna na Białorusi w latach 2005-2014*. Historia@Teoria, 1(7): 175-188, DOI: http://dx.doi.org/10.14746/ht.2018.7.1.12.

PIMONENKO T., CHYGRYN O., LYULYOV L., KOVALOV B. 2018. *Macroeconomic imbalance to convergence: EU experience for Ukraine*. Geopolitics under Globalization, 2(1): 1-10, DOI: doi:https://doi.org/10.21511/gg.02(1).2018.01.

PIMONENKO T.V., US Y.O., LIULOVA L.Y., KOTENKO N.V. 2021. *The impact of the macroeconomic stability on the energy-efficiency of the European countries: A bibliometric analysis*. E3S Web of Conferences 234, DOI: https://doi.org/10.1051/e3sconf/202123400013.

PISAREWICZ P. 2015. *Analiza przychodów banków notowanych na GPW w Warszawie na tle sektora bankowego w kontekście realizacji celów inflacyjnych przez Radę Polityki Pieniężnej*. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 74(2): 631-646.

PISARSKI M. 2014. *Wzrost gospodarczy a rozwój społeczno-gospodarczy w Chinach*. Społeczeństwo i Ekonomia, 01: 173-182.

PŁOWIEC U. 2009. *Kilka refleksji o przyczynach i możliwych skutkach światowego kryzysu finansowo-gospodarczego*, Studia Ekonomiczne, 3-4: 177-190.

PODEDWORNA-TARNOWSKA D., SOKÓŁ H. 2018. *Dylematy finansjeryzacji Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce i w Unii Europejskiej*. Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

POTOCKI T. 2015. *Instytucjonalne uwarunkowania i mechanizmy podnoszenia świadomości finansowej*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 395: 274-285.

PROCZEK M. 2016. *Działalność Międzynarodowego Funduszu Walutowego na rzecz stabilności oraz równoważenia rozwoju państw członkowskich oraz gospodarki światowej*. W: LATOSZEK E., PROCZEK M., KRUKOWSKA M. (red.) *Zrównoważony rozwój a globalne dobra publiczne w teorii i praktyce organizacji międzynarodowych*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

PRÓCHNIAK M., WASIAK K. 2014. *Analiza stabilności systemu finansowego w krajach UE na podstawie ilościowych wskaźników makroekonomicznych*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, 56(5): 29-41.

PRZYBYCIŃSKI T. 2014. *Globalny kryzys finansowy i gospodarczy jako wyzwanie dla polityki gospodarczej i teorii ekonomii*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego / Szkoła Główna Handlowa, 94: 41-73.

PRZYBYLSKA K. 2016. *Dystans kulturowy jako determinanta wyboru kraju lokalizacji polskich inwestycji bezpośrednich*. Studia i Prace WNEiZ US, 44(2): 281-301, DOI: https://doi.org/10.18276/sip.2016.44/2-20.

PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA W., SZYSZKO M. 2016. Zrównoważona *polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań*, Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 437: 373-382, DOI: https://doi.org/10.15611/pn.2016.437.36.

PRZYBYLSKA-MAZUR A. 2017. *Optymalne wielkości podatków w aspekcie kreowania wzrostu gospodarczego*. Ekonometria 1(55): 99-111, DOI: https://doi.org/10.15611/ekt.2017.1.08.

PYKA I. 2013. *Polityka stabilizacji finansowej gospodarki światowej z perspektywy zmian w europejskiej bankowości centralnej*, IX Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa.

RACZKOWSKI K. 2016. *Makroekonomiczne stabilizatory procesu zarządzania publicznego w państwach Unii Europejskiej*. Przegląd Organizacji, 9: 58-65.

RAPACKI R., MATKOWSKI Z. 2003. *Sytuacja gospodarcza i postęp reform rynkowych w krajach post-socjalistycznych-próba oceny*. Instytut Gospodarki Światowej.

RATAJCZAK M. 2000. *Infrastruktura a wzrost i rozwój gospodarczy*, Ruch Prawniczy i Socjologiczny, z. 4: 83-102.

RATAJCZAK M. 2011. *The financialization of the economy. Views from the institutional perspective*. Ekonomia 3(15): 200-210.

RATAJCZAK M. 2012. *Finansyzacja gospodarki*, Ekonomista, 3: 281-302.

RATAJCZAK M. 2014. *Ekonomia w dobie finansyzacji gospodarki*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 76(2): 259-270, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2014.76.2.19.

RATAJCZAK M. 2017a. *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, Bezpieczny Bank, 3(68): 7-22.

RATAJCZAK M. 2017b. *Wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji gospodarki*. Studia Oeconomica Posnaniensia, 5(5): 23-37, DOI: https://doi.org/10.18559/SOEP.2017.5.2.

RATAJCZAK M. 2020. *Państwo a finansjalizacja*. Bezpieczny Bank, 1(78): 9-22.

RAZIĆ S., KASUMOVIĆ M. 2019. *Macroeconomic stability of new member states of the European Union: Fifth Enlargement*. Theoretical and Applied Economics, 8(19): 55-66.

REMLEIN M. 2015. *Wpływ finansyzacji gospodarki na wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 873: 169-180, DOI: 10.18276/frfu.2015.77-18.

ROBERTS A., KWON R. 2017. *Finance, inequality and the varieties of capitalism in post-industrial democracies*. Socio-Economic Review, 15(3): 511–538.

ROCHE C.O. 2011. *The Destabilizing Force of Misguided Market Intervention*, Working Papers Series SSRN, May 8.

ROKICKA E., WOŹNIAK W. 2016. *W kierunku zrównoważonego rozwoju. Koncepcje. Interpretacje. Konteksty*, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytet Łódzki, Łódź.

ROLSKI M. 2015. *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w latach 2012-2013*. Studia Ekonomiczne, 211: 134-150.

ROSATI D.K. 2016. *Nowe tendencje w polityce pieniężnej po kryzysie finansowym 2008–2012*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 82(1): 461-490, DOI: https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-39.

ROSSMAN P., GREENFIELD G. 2006. *Financialisation*, Education Ouvrière, 1.

ROSZKOWSKA-HOŁYSZ D., GĄSIOREK-KOWALEWICZ A. 2020. *Socjalizacja finansowa w zbiorowości młodych dorosłych na przykładzie studentów ekonomii Uniwersytetu Zielonogórskiego*, Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze, 12: 101-124, DOI: https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2020.172.

RYDZEWSKA A. 2017. *Finansjalizacja a klasyczne funkcje giełdy papierówwartościowych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/ Szkoła Główna Handlowa,154: 155-172.

RYDZEWSKA A. 2020. *The financing structure of Polish non-financial enterprises in the face of financialisation challenges*. Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska, 142: 263-272, DOI: https://doi.org/10.29119/1641-3466.2020.142.19.

RYU D. 2015. *Fiscal Spending and Economic Growth*. Journal of Economic Development, 40(4): 91-105.

SACHS J.D. 1991. *Crossing the valley of tears in East European reform*. Challenge, 34(5): 26-34.

SAHAY R., ČIHÁK M., N'DIAYE P., BARAJAS A., BI R., AYALA D., GAO Y., KYOBE A., NGUYEN L., SABOROWSKI CH., SVIRYDZENKA K., YOUSEFI S.R. 2015. *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note.

SALMERÓN R., GARCÍA C., GARCÍA J. 2020. *Overcoming the inconsistences of the variance inflation factor: a redefined VIF and a test to detect statistical troubling multicollinearity*. *arXiv preprint arXiv:2005.02245*: 1-22.

SAMETI M., ISFAHANI R.D., HAGHIGHI H.K. 2012. *Outcome of macroeconomic instability (a case of Iran)*, Research in Applied Economics, 4(1): 33-48.

SANGNIER M. 2013. *Does trust favor macroeconomic stability? Journal of Comparative Economics*, 41(3): 653-668.

SAWYER M.C. 2014. *What is financialization?*. International Journal of Political Economy: a Journal of Translations, 42(4): 5-18, DOI: https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420401.

SAWULSKI J. 2017. *Czy Polska jest państwem opiekuńczym?* IBS Policy Paper Od badań do polityki publicznej 2.

ŠENKÝŘOVÁ J. 2015. *Influence of Culture on Macroeconomic Stability*. Diplomová práce. Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií. Vedoucí práce Baxa, Jaromír.

SCHUMPETER J.A. 1932. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

SERVEN L., MONTIEL P. 2004. *Macroeconomic stability: the more the better?, Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reforms*.

Şıklar İ., Kocaman M. 2018. *FDI and macroeconomic stability: The Turkish case*, European Financial and Accounting Journal, 13(1): 19-40, DOI: http://dx.doi.org/10.18267/j.efaj.204.

SILGONER M.A., REITSCHULER G., CRESPO-CUARESMA J. 2003. *Assessing the smoothing impact of automatic stabilizers: Evidence from Europe*. W: TUMPEL-GUGERELLI G., MOOSLECHNER P. (red.) *Structural Challenges for Europe*, Edward Elgar, Cheltenham.

SIUDEK T., DRABARCZYK K. 2015. *Wzrost i rozwój gospodarczy a efektywność finansowa banków komercyjnych w Unii Europejskiej*. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie Problemy Rolnictwa Światowego, 15(30): 128-139, DOI: https://doi.org/10.22004/ag.econ.207389.

SHKOLNYK I., KOZMENKO S., KOZMENKO O., MERSHCHII O. 2019. *The impact of the economy financialization on the level of economic development of the associate EU member states*. Economics and Sociology, 12(4), 43-58. DOI: https://doi.org/10.14254/2071-789X.2019/12-4/2.

SKRZYPCZYŃSKA J. 2012. *Koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego*. Rocznik Integracji Europejskiej, 6: 286-299.

SKUZA S. 2011. *Some aspects of reverse mortgage in selected European countries and in the USA. Current state of the Polish legal system and suggested changes*. W: SZABLEWSKI A.T., MARTIN M. (red.) *Rynek kapitałowy a koniunktura gospodarcza 2010. Perspektywa makroekonomiczna*. Łódź: Politechnika Łódzka.

SKUZA S. 2012a. *The Legal Power of the Financial Market Supervisory Authority in the Scope of the Appointment of Management Board Members*. Zarządzanie i Finanse, 10(1, cz. 2): 561-571.

SKUZA S. 2012b. *Usługi finansowe typu equity release w Polsce na tle rozwiązań międzynarodowych. Stan obecny i propozycje zmian*. Problemy Zarządzania, 4/2012(39): 242-257, DOI 10.7172.1644-9584.39.16.

SŁAWIŃSKI A. 2006. *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.

SŁAWIŃSKI A. 2011. *Stabilność finansowa*. W: SŁAWIŃSKI A. (red.) *Polityka pieniężna*. Wydawnictwo CH Beck, Warszawa.

SŁODOWA-HEŁPA M. 2015. *Interdyscyplinarna natura paradygmatu rozwoju – uwarunkowania i propozycje usprawnienia dialogu*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 41: 67-92.

SMAGA P. 2014. *Zbyt duży system finansowy jako zagrożenie dla wzrostu gospodarczego*. W: OSTASZEWSKI J., KOSYCARZ E. (red.) *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*. SGH, Warszawa.

SNIESKA V., BURKŠAITIENĖ D. 2018. *Panel data analysis of public and private debt and house price influence on GDP in the European Union countries*. Inžinerinė ekonomika, 29(2): 197-204.

SOCHA B., URBAN D. 2018. *The financialization of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange – the Sector Analysis*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 52(4): 93-102, DOI: https://doi.org/10.17951/h.2018.52.4.93-102.

SOLARZ J.K. 2010. *Zarządzanie ryzykiem finansowym codzienności*. Bezpieczny Bank, 3(42): 62-79.

SPOZ A. 2016. *Wpływ finansyzacji na działalność i sprawozdawczość przedsiębiorstw,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 436: 270-277.

SPYCHAŁA J., SPYCHAŁA M. 2017. *Polityka fiskalna jako stabilizator koniunktury gospodarczej w Polsce w latach 2000-2014.* Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, 50(2): 120-130, DOI: https://doi.org/10.15584/nsawg.2017.2.7.

STASZCZYK A. 2017. *Stacjonarność danych panelowych a konwergencja cenowa na przykładzie importu do krajów UE*. Studia Ekonomiczne, *324*: 129-141.

STAWSKA J. 2016. *Decyzje władz gospodarczych (policy mix) a stabilność systemu finansowego w Polsce*, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica, 2(319): 21-37, DOI: https://doi.org/10.18778/0208-6018.319.02.

STĘPIEŃ K. 2008. *Uwarunkowania stabilności systemu bankowego na Ukrainie - analiza instytucjonalna*. W: WOŹNIAK M.G. (red.) *Spójność społeczno-ekonomiczna a modernizacja regionów transgranicznych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.

STOILOVA D., PATONOV N. 2013. *An empirical evidence for the impact of taxation on economy growth in the European Union*. Tourism & Management Studies: 1031-1039.

STOCKHAMMER E. 2010. *Financialization and global economy,* Political Economy Research Institute Working Paper, 242(40): 1-17.

STROŻEK P. 2013. *Popyt na samochody osobowe o dużej pojemności silnika w Polsce-analiza przestrzenno-czasowa*. W: URBANEK P. (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce. Tom 6. Determinanty konkurencyjności przedsiębiorstw, regionów, gospodarek*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

SUBRAMANIAN A., SATYANATH S. 2004. *What determines long-run macroeconomic stability? Democratic institutions*. IMF Working Paper, 04(215): 1-52.

SUTHERLAND D., HOELLER P. 2012. *Debt and macroeconomic stability: An overview of the literature and some empirics*. OECD Economics Department Working Papers, No. 1003, OECD Publishing: 1-35, http://dx.doi.org/10.1787/5k8xb76rhstl-en.

SWEEZY P.M. 1997. *More (or Less) on Globalization*. Monthly Review, 49(4): 1-5.

SVILOKOS T., BURIN I. 2017. *Financialization and its impact on process of deindustrialization in the EU*, Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet au Rijeci, 35(2): 583-610.

SZAROWSKÁ I. 2011. *Relationship between government spending and economic growth in the Czech* Republic. Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis, 59(44): 415-421.

SZCZECH-PIETKIEWICZ E. 2015. *Nadzór nad równowagą makroekonomiczną w Unii Europejskiej z punktu widzenia gospodarki polskiej*. Unia Europejska.pl, 5(234): 29-37.

SZCZEPANKOWSKI P. 2017. *Koncepcja i zastosowanie syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 86: 287-302.

SZCZEPAŃSKA O. 2008. *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo naukowe Scholar, Warszawa.

SZTURO M., WŁODARCZYK B. 2017. *System walutowy oparty na złocie jako konkurencja dla systemu walutowego opartego na długu*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 51(6): 465-473, DOI: https://doi.org/10.17951/h.2017.51.6.465.

SZUNKE A. 2014. *The role of financialization in banking sector instability*, Journal of Ecconomics & Management, 16: 97-111.

SZUSTAK G. 2010. *Bank centralny jako ogniwo sieci bezpieczeństwa finansowego*. W: CAPIGA M., GRADOŃ W., SZUSTAK G. (red.) *Sieć bezpieczeństwa finansowego*. CeDeWu, Warszawa.

SZYDŁO S. 2013. *Stabilność gospodarki a finansowe uwarunkowania stabilności przedsiębiorstw*, Studia Ekonomiczne, 145: 123-137.

SZYMAŃSKA A. 2017. *Dochody podatkowe w krajach Unii Europejskiej*. Wiadomości Statystyczne, 62(5): 79-99.

ŠIKULOVÁ I. 2015. *Macroeconomic imbalance procedure in euro area – ex post analysis*. European Scientific Journal, 11(10): 161-175.

TALIENTO M., NETTI A. 2020. *Corporate Social/Environmental Responsibility and Value Creation: Reflections on a Modern Business Management Paradigm*. Business Ethics and Leadership, 4(4): 123-131. https://doi.org/10.21272/bel.4(4).123-131.2020.

TCHOREK G. 2014. *Źródła kryzysu a nowe rozwiązania instytucjonalne w strefie euro*. Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, 1(7): 9-36.

TENDERA-WŁASZCZUK H. 2016. *Różnice w poziomach rozwoju społeczno-gospodarczego nowych państw członkowskich na tle UE-15*. Miscellanea Oeconomicae. Studia i Materiały, 3: 115-124.

THOMSON F., DUTTA S. 2015. *Financialisation, the primer*, Transnational Institute, Amsterdam.

TIUTIUNYK I.V., ZOLKOVER A., MASLOV V., VYNNYCHENKO N.V., BESHLEY Y., KOVALENKO O. 2020. *Indices of innovation activity as components of macroeconomic stability assessment: how does the shadowing of investment flows affect?* Marketing and Management of Innovations, 4: 26-40, DOI: http://doi.org/10.21272/mmi.2020.4-02.

TOMCZAK-WOŹNIAK E. 2015. *Konwergencja realna fundamentem powodzenia integracji monetarnej Polski ze strefą euro*. Zeszyty Naukowe Politechniki Łódzkiej, nr 1196, Organizacja i Zarządzanie z. 59: 149-165.

TORI D., ONARAN Ö. 2017. *Financialisation and physical investment: a global race to the bottom in accumulation?*, Post Keynesian Economics Study Group Working Paper 1707: 1-30.

TURBEVILLE W. 2014. *Financialization and a new paradigm for financial markets*. Financial Pipeline Series. Demos. New Economic Paradigms. Rockefeller Foundation (Innovation for the next 100 years).

TYRKBA K.V., YASHINA M.G. 2021. *Determinants of FDI in ASEAN Countries*. W: POPKOVa E.G., SERGI B.S. (red.) *Modern Global Economic System: Evolutional Development vs. Revolutionary Leap*. ISC 2019. Lecture Notes in Networks and Systems, vol 198. Springer, Cham: 1939-1948, DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-69415-9_213.

URBAN D. 2020. *Finansyzacja gospodarki w ujęciu makroekonomicznym*. Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 82(1): 231-245, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2020.82.1.16.

URBANOWICZ Z. 2014. *Stabilizacyjna rola polityki pieniężnej w warunkach unii walutowej*. Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 76(4): 249-259, DOI: https://doi.org/10.14746/rpeis.2014.76.4.17.

URBANOWICZ Z. 2015a. *Nieadekwatność polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w procesie stabilizacji makroekonomicznej w strefie euro*. Gospodarka Narodowa 4(278): 5-25, DOI: https://doi.org/10.33119/GN/100811.

URBANOWICZ Z. 2015b. *Stabilizacja makroekonomiczna w strefie euro w latach 1999-2013*. Studia Oeconomica Posnaniensia, nr 4: 30-49.

URBANOWICZ Z. 2016. *Simulation analysis of the degree of inadequacy in the single monetary policy for the EU economy outside the euro zone*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 449: 665-674, DOI: https://doi.org/10.15611/pn.2016.449.58.

UBRANOWICZ Z. 2018. *Stabilność finansowa a stabilność makroekonomiczna na przykładzie polskiej gospodarki*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 529: 369-380, DOI: https://doi.org/10.15611/pn.2018.529.32.

VAN DER ZWAN N. 2014. *Making sense of financialisation*. Socio-Economic Review, 12(1): 99-129, DOI: https://doi.org/10.1093/ser/mwt020.

VARELA G.L.F., GALLARDO B., BUSTAMANTE F. 2020. *Macroeconomic stability and economic growth: myths and realities*. Review CEPAL, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, No. 131: 109-132.

VERCELLI A. 2013. *Financialization in a Long-Run Perspective*. International Journal of Political Economy 42(4): 19-46, DOI: https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420402.

VORONKOVA O., HORDEI O., BARUSMAN A.R.P., GHANI E.K. 2019. *Social Integration As A Direction For Humanization Of Economic Relations And Improvement Of Social Welfare*. SocioEconomic Challenges, 3(4): 52-62, DOI: http://doi.org/10.21272/sec.3(4).52-62.2019.

WALISZEWSK-LICHY M. 2013. *Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej – rozwiązanie wzmacniające czy nadmiernie regulujące funkcjonowanie gospodarek Unii Europejskiej*. Przegląd Zachodniopomorski, 28(03(2)): 317-330.

WALISZEWSKI K. 2016. *Financialization of economy and the need for personal finance advisory services*. e-Finanse, Volume 12, No. 2: 13-23, DOI: https://doi.org/10.14636/1734-039X_12_2_002.

WAŁĘGA G. 2015. *Zmiany w polityce kredytowej banków a zadłużenie polskich gospodarstw domowych*. Konsumpcja i rozwój 1(10): 44-55.

WASILEWSKA E., PIETRYCH Ł. 2018. *Starzenie się społeczeństwa a wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej*. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Problemy Rolnictwa światowego tom

18 (XXXIII), Zeszyt 4: 481-492, DOI: https://doi.org/10.22630/PRS.2018.18.4.136.

WAŚCIŃSKI T., WÓJCIK G. 2011. *Struktura rynku finansowego w gospodarce światowej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego, nr 88, Seria Administracja i Zarządzanie (15): 25-37.

WAŻNA E. 2018. *Wpływ finansyzacji na rozwój rynku finansowego na przykładzie produktów ustrukturyzowanych w Polsce w latach 2006-2016.* Modern Management Review, Volume XXIII, 25, 1: 157-167, DOI: https://doi.org/10.7862/rz.2018.mmr.11.

WĘCŁAWSKI J. 2015. *Unia bankowa jako element europejskiej sieci bezpieczeństwa finansowego*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin-Polonia, Sectio H Oeconomia, 49(2): 233-246, DOI: 10.17951/h.2015.59.2.233.

WIEPRZOWSKI P. 2011. *Finansjeryzacja a transfer zjawisk kryzysowych do gospodarki realnej*. Praktyczna Teoria, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, nr 4: 45-50.

WILLMANN M. 2013. *Wpływ rekomendacji nadzorczych na kształtowanie się rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce*. Nauki o Finansach 1(14): 204-255.

WINIARSKI B. 2006. *Polityka gospodarcza*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

WIŚNIEWSKI H. 2017. *Panelowa weryfikacja wpływu zmiennych makroekonomicznych na indeksy giełdowe.* Problemy Zarządzania, 15(1(66)): 162-177, DOI: 10.7172/1644-9584.66.10.

WIŚNIEWSKI P. 2014. *Nowe miary finansjalizacji*. W: OSTASZEWSKI J., KOSYCARZ E. (red.) *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

WŁODARCZYK B. 2018. *Rynek surowców a ryzyko bankowe (w ujęciu ryzyka rynkowego i kredytowego)*. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn.

WŁODARCZYK B., HELLER J., OSTROWSKA A. 2018. *Finansowe aspekty stabilności makroekonomicznej. Przykład Polski*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H Oeconomia, 52(6): 129-140, DOI: http://dx.doi.org/10.17951/h.2018.52.6.129-140.

WŁODARCZYK B., OSTROWSKA A. 2017. *The impact of selected recommendations of Polish banking supervision on banks' credit exposure secured by mortgage*, Working papers of the Department of Economics University of Perugia (IT), No. 27, Perugia: 1-13.

WŁODARCZYK B., OSTROWSKA A. 2020. *Macroeconomic Stability of The European Union Member States in The Light of The Macroeconomic Imbalance Procedure*. Proceedings of the 36th International Business Information Management Association Conference (IBIMA), 4-5 November 2020 Granada, Spain: *Sustainable Economic Development and Advancing Education Excellence in the era of Global Pandemic* / editor Khalid S. Soliman. Granada : International Business Information Management Association (IBIMA).

WŁODARCZYK B., SZTURO M. 2018. *The impact of the financial sector on the economic growth*, FINANSE Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, 1(11): 7-25, DOI: https://doi.org/10.24425/finanse.2018.125389.

WOJNICKA-SYCZ E. 2016. *Innowacyjność jako czynnik wzrostu i rozwoju gospodarczego w Polsce – próba weryfikacji empirycznej*. Ekonomista nr 1: 85-111.

WONG A., ZHOU X. 2011. *Development of Financial Market and Economic Growth: Review of Hong Kong, China, Japan, The United States and The United Kingdom*, International Journal of Economics and Finance, Volume 3, No. 2: 111-115, DOI: https://doi.org/10.5539/ijef.v3n2p111.

WOŹNIAK K. 2018. *Wynagrodzenia w działalności finansowej i ubezpieczeniowej na tle gospodarki narodowej w Polsce*. Studia i Prace WNEIZ US. nr 53/1: 107-122, DOI: https://doi.org/10.18276/sip.2018.53/1-08.

WYDRA M. 2010. *Doświadczenia Kanady i USA w trakcie obecnego kryzysu finansowego w obszarze ubezpieczeń kredytów hipotecznych*, W: SZELĄGOWSKA A. (red.) *Współczesna bankowość hipoteczna*. CeDeWu, Warszawa.

YEVDOKIMOV J., MELNYK L., LYULYOV O., PANCHENKO O., KUBATKO V. 2018. *Economic freedom and democracy: determinant factors in increasing macroeconomic stability*. Problems and Perspectives in Management, Volume 16, Issue 2: 279-290.

YUKSEL S., ZENGIN S. 2017. *Influencing Factors of Net Interest Margin in Turkish Banking Sector*, International Journal of Economics and Financial Issues, Econjournals, Volume 7(1): 178-191.

ZAWIRSKI J. 2014. *Polityka pieniężna a stabilność rynków finansowych (na przykładzie polityki systemu rezerwy federalnej)*, Finanse i prawo finansowe, Volume 3: 79-92, DOI: https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.3.07.

ZĄBKOWICZ A. 2016. *Non-financial corporations: Changing accumulation pattern and relations with financial institutions*, Jagiellonian Journal of Management Volume 2, No. 4: 315-326, DOI: https://doi.org/10.4467/2450114xjjm.16.025.6094.

ZEILEIS A. 2004. *Econometric computing with HC and HAC covariance matrix estimators*. Research Report Series. Report 10: 1-17.

ZOLKOVER A., RENKAS J. 2020. *Assessing The Level Of Macroeconomic Stability of EU Countries*. SocioEconomic Challenges, Volume 4, Issue 4: 175-182, DOI: https://doi.org/10.21272/sec.4(4).175-182.2020.

ZYGIEREWICZ M. 2013. *Stabilność finansowa*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H Oeconomia, 47(3): 685-695.

ŻUCHOWSKA D. 2013. *Assessment of the Central and Eastern Europe Economies in the Years 2007–2010 Based on the Model of the Macroeconomic Stabilization Pentagon*, Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, Volume 8, Issue 4: 49-64, DOI: https://doi.org/10.12775/EQUIL.2013.026.

Raporty

Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances, European Economy, Occasional Papers 92, February 2012, European Commission.

Financial Stability Review. May 2021, European Central Bank.

Raport o funkcjonowaniu polskiego rynku finansowego w ujęciu międzysektorowym, Warszawa 2011, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Raport o stabilności systemu finansowego, czerwiec 2021, Narodowy Bank Polski.

Polska i Europa, wyzwania i ograniczenia 2019, Związek Banków Polskich.

Akty prawne

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym.

Strony internetowe

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html/sp021216.en.html (10.10.2020).

https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.pl.html (05.05.2017).

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Tax_revenue_statistics#Tax_revenue-to-GDP_ratio:_France.2C_Denmark_and_Belgium_show_the_highest_ratios (28.04.2021).

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Government_expenditure_on_social_protection#Expenditure_on_.27social_protection.27 (28.04.2021).

https://www.efcongress.com/rekomendacje/rekomendacje-2021/ (02.05.2022).

http://www.ekonometria.wne.uw.edu.pl/uploads/Main/Wyklad%2018.12.2012.pdf, (20.01.2022)

https://www.gov.pl/web/przedsiebiorczosc-technologia/semestr-europejski (01.05.2019).

https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/lokal-za-grunt (20.04.2022).

https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/mieszkanie-na-start (20.04.2022).

https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/narodowy-program-mieszkaniowy (20.04.2022).

http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (05.05.2017).

https://www.nbportal.pl/wiedza/artykuly/na-poczatek/ekonomia_a_polityka (11.12.2019).

https://monthlyreview.org/2019/04/01/owning-financialization/ (02.06.2019).

https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/ (02.07.2018).

https://sjp.pwn.pl/slowniki/gospodarka.html (30.05.2022).

http://sjp.pwn.pl/sjp/stabilny;2576103.html (05.12.2016).

Internetowe bazy danych

https://countryeconomy.com/

https://ec.europa.eu/eurostat/data/database

https://sdw.ecb.europa.eu/

Spis rysunków

Rys. 1. Obszary finansyzacji 21
Rys. 2. Zmiany cyklu koniunkturalnego na skutek finansyzacji 39
Rys. 3. Średni udział wartości dodanej sektora FIRE oraz sektora wytwórczego w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 75
Rys. 4. Średni udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE oraz w sektorze wytwórczym w zatrudnieniu ogółem (w %) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 79
Rys. 5. Średnie dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 85
Rys. 6. Średnie dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki socjalne (jako % PKB) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 86
Rys. 7. Uśredniony współczynnik Giniego w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 91
Rys. 8. Bazowe stopy procentowe ustalane przez poszczególne banki centralne krajów Unii Europejskiej w latach 2008-2020 94
Rys. 9. Średnia wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 98
Rys. 10. Struktura dochodów sektora bankowego (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 101
Rys. 11. Struktura dochodów sektora bankowego w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 104
Rys. 12. Średnie wartości wskaźnika ROE (w %) sektora bankowego w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 107
Rys. 13. Średni dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 111
Rys. 14. Średni dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 113
Rys. 15. Średni dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w krajach „starej" i „nowej" Unii w latach 2008-2020 115
Rys. 16. Pięciokąt stabilizacji makroekonomicznej 119

Spis tabel

Tabela 1. Przegląd stosowanych wskaźników finansyzacji gospodarki 31
Tabela 2. Wskaźniki Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej…… 51
Tabela 3. Kryteria konwergencji nominalnej…….. 53
Tabela 4. Porównanie wybranych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej.. 53
Tabela 5. Udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020..... 76
Tabela 6. Udział wartości dodanej sektora FIRE w wartości dodanej gospodarki (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 77
Tabela 7. Udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 80
Tabela 8. Udział liczby zatrudnionych w sektorze FIRE w liczbie zatrudnionych ogółem w gospodarce w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 81
Tabela 9. Dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020..... 88
Tabela 10. Dochody z podatków od produkcji i importu, dochodu i majątku oraz wydatki na ochronę socjalną (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020..... 89
Tabela 11. Współczynnik Giniego w poszczególnych kajach „starej" Unii w latach 2008-2020 92
Tabela 12. Współczynnik Giniego w poszczególnych kajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 93
Tabela 13. Wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020……..……..98
Tabela 14. Wartość wskaźnika CR5 (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 99
Tabela 15. Struktura dochodów bankowych (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 102
Tabela 16. Struktura dochodów bankowych w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 104
Tabela 17. Wartość wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 108

Tabela 18. Wartość wskaźnika ROE (w %) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 109
Tabela 19. Dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020..... 112
Tabela 20. Dług gospodarstw domowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 112
Tabela 21. Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020..... 114
Tabela 22. Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020..... 114
Tabela 23. Dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „starej" Unii w latach 2008-2020..... 116
Tabela 24. Dług przedsiębiorstw niefinansowych (jako % PKB) w poszczególnych krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020..... 117
Tabela 25. Zakres zmian wartości poszczególnych wskaźników (w %)……..……..122
Tabela 26. Oszacowane wskaźniki PSM dla krajów „starej" Unii..... 122
Tabela 27. Oszacowane wskaźniki PSM dla krajów „nowej" Unii……..……..123
Tabela 28. Dynamika PKB (w %) w krajach „starej" Unii w latach 2008-2020 125
Tabela 29. Dynamika PKB (w %) w krajach „nowej" Unii w latach 2008-2020 127
Tabela 30. Opis zmiennych wykorzystanych w badaniu 133
Tabela 31. Charakterystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach 134
Tabela 32. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 136
Tabela 33. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 137
Tabela 34. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 138
Tabela 35. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 141
Tabela 36. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 142
Tabela 37. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB..... 143

Tabela 38. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB.....147
Tabela 39. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB.....148
Tabela 40. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM oraz dynamika PKB.....149
Tabela 41. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów UE-26 – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB.....152
Tabela 42. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „starej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB.....153
Tabela 43. Wyniki modeli ekonometrycznych dla krajów „nowej" Unii – zmienne objaśniane: wskaźnik PSM i dynamika PKB.....154

Aneks

W załączonym Aneksie zawarto szczegółowe dane statystyczne przedstawiające oszacowane wskaźniki cząstkowe Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej (PSM) dla poszczególnych krajów Unii Europejskiej. Ponadto zamieszczono w nim graficzną interpretację wskaźnika PSM w postaci pięciokątów.

W Aneksie zamieszczono również wyniki testów na stacjonarność zmiennych (LLC), współliniowość (czynnika inflacji wariancji (VIF)), występowanie zależności przekrojowej, autokorelacji oraz heteroskedastyczności. Otrzymane wyniki testów stanowiły podstawę szacowania modeli ekonometrycznych.

Tabela 1

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Austrii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,074	0,131	0,118	0,142	0,069	0,533	0,323	0,211
2009	0,047	0,149	0,126	0,116	0,043	0,481	0,322	0,159
2010	0,072	0,139	0,120	0,121	0,066	0,518	0,331	0,187
2011	0,078	0,122	0,110	0,122	0,066	0,498	0,310	0,188
2012	0,067	0,131	0,121	0,123	0,058	0,499	0,318	0,181
2013	0,063	0,132	0,126	0,126	0,056	0,503	0,321	0,182
2014	0,065	0,136	0,128	0,126	0,061	0,516	0,330	0,187
2015	0,066	0,142	0,142	0,129	0,060	0,539	0,350	0,188
2016	0,069	0,138	0,138	0,132	0,066	0,543	0,345	0,198
2017	0,072	0,130	0,130	0,128	0,064	0,524	0,332	0,192
2018	0,075	0,135	0,135	0,129	0,063	0,537	0,345	0,192
2019	0,072	0,144	0,142	0,137	0,063	0,558	0,358	0,200
2020	0,034	0,137	0,105	0,100	0,031	0,408	0,277	0,131

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 2

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Belgii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,061	0,103	0,107	0,114	0,051	0,436	0,271	0,165
2009	0,049	0,137	0,129	0,111	0,048	0,474	0,315	0,160
2010	0,066	0,115	0,116	0,116	0,066	0,479	0,296	0,182
2011	0,065	0,112	0,106	0,098	0,053	0,434	0,283	0,151
201	0,060	0,117	0,112	0,107	0,054	0,450	0,289	0,161
2013	0,056	0,123	0,129	0,117	0,056	0,481	0,309	0,173
2014	0,060	0,128	0,136	0,116	0,060	0,499	0,323	0,175
2015	0,062	0,127	0,138	0,122	0,063	0,511	0,326	0,184
2016	0,061	0,122	0,127	0,117	0,058	0,486	0,310	0,175
2017	0,065	0,123	0,130	0,124	0,059	0,502	0,318	0,184
2018	0,069	0,129	0,129	0,116	0,056	0,499	0,327	0,172
2019	0,072	0,142	0,135	0,117	0,060	0,526	0,349	0,177
2020	0,039	0,148	0,109	0,093	0,033	0,422	0,296	0,126

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 3

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Bułgarii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,089	0,038	0,040	0,000	0,000	0,167	0,167	0,000
2009	0,044	0,116	0,113	0,067	0,025	0,365	0,273	0,092
2010	0,052	0,093	0,111	0,101	0,053	0,410	0,256	0,154
2011	0,050	0,085	0,115	0,119	0,060	0,429	0,250	0,179
2012	0,044	0,085	0,128	0,116	0,053	0,426	0,257	0,169
2013	0,038	0,094	0,147	0,128	0,053	0,460	0,279	0,181
2014	0,047	0,117	0,142	0,109	0,058	0,473	0,306	0,167
2015	0,062	0,131	0,156	0,116	0,064	0,528	0,348	0,180
2016	0,066	0,143	0,168	0,142	0,071	0,590	0,377	0,213
2017	0,069	0,132	0,150	0,149	0,071	0,570	0,351	0,219
2018	0,072	0,125	0,136	0,135	0,064	0,532	0,333	0,199
2019	0,081	0,132	0,139	0,142	0,071	0,565	0,351	0,214
2020	0,044	0,139	0,125	0,107	0,036	0,451	0,308	0,143

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 4

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Cypru

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,085	0,120	0,115	0,042	0,021	0,384	0,320	0,063
2009	0,055	0,153	0,128	0,072	0,031	0,438	0,335	0,103
2010	0,069	0,124	0,111	0,054	0,030	0,389	0,304	0,085
2011	0,058	0,107	0,100	0,091	0,048	0,404	0,265	0,139
2012	0,035	0,089	0,103	0,084	0,033	0,343	0,226	0,117
2013	0,019	0,081	0,125	0,095	0,027	0,347	0,225	0,122
2014	0,029	0,083	0,115	0,074	0,037	0,338	0,228	0,111
2015	0,045	0,097	0,164	0,118	0,063	0,487	0,306	0,180
2016	0,061	0,110	0,167	0,101	0,060	0,499	0,338	0,161
2017	0,066	0,111	0,156	0,100	0,056	0,489	0,333	0,156
2018	0,076	0,127	0,131	0,090	0,059	0,483	0,335	0,149
2019	0,080	0,138	0,155	0,095	0,052	0,520	0,373	0,147
2020	0,038	0,149	0,137	0,055	0,019	0,398	0,324	0,074

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 5

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Czech

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,078	0,098	0,088	0,106	0,056	0,426	0,264	0,162
2009	0,041	0,140	0,124	0,092	0,032	0,430	0,306	0,124
2010	0,068	0,131	0,125	0,090	0,050	0,463	0,323	0,140
2011	0,067	0,126	0,122	0,102	0,053	0,470	0,315	0,155
2012	0,056	0,112	0,106	0,101	0,046	0,422	0,274	0,147
2013	0,059	0,131	0,135	0,116	0,051	0,492	0,325	0,166
2014	0,071	0,146	0,141	0,116	0,060	0,535	0,358	0,177
2015	0,088	0,154	0,149	0,123	0,072	0,585	0,390	0,195
2016	0,079	0,158	0,152	0,136	0,066	0,590	0,388	0,202
2017	0,095	0,146	0,137	0,138	0,075	0,591	0,378	0,212
2018	0,088	0,154	0,139	0,129	0,064	0,574	0,381	0,193
2019	0,088	0,149	0,130	0,126	0,063	0,556	0,367	0,189
2020	0,044	0,138	0,102	0,119	0,037	0,440	0,283	0,156

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 6

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Danii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,066	0,129	0,131	0,153	0,057	0,536	0,326	0,210
2009	0,041	0,138	0,132	0,131	0,041	0,483	0,312	0,171
2010	0,064	0,120	0,122	0,147	0,076	0,530	0,306	0,223
2011	0,062	0,115	0,120	0,150	0,073	0,520	0,297	0,223
2012	0,058	0,117	0,117	0,142	0,068	0,502	0,292	0,209
2013	0,061	0,136	0,144	0,161	0,075	0,577	0,342	0,235
2014	0,066	0,141	0,156	0,179	0,081	0,622	0,362	0,260
2015	0,070	0,147	0,147	0,163	0,082	0,609	0,364	0,245
2016	0,075	0,150	0,155	0,167	0,085	0,633	0,380	0,253
2017	0,074	0,141	0,152	0,177	0,084	0,628	0,367	0,261
2018	0,073	0,150	0,151	0,168	0,078	0,620	0,374	0,247
2019	0,074	0,150	0,166	0,194	0,083	0,667	0,390	0,277
2020	0,054	0,150	0,151	0,168	0,061	0,584	0,355	0,229

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 7

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Estonii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,042	0,052	0,048	0,069	0,021	0,231	0,142	0,089
2009	0,001	0,098	0,142	0,128	0,002	0,371	0,241	0,130
2010	0,037	0,065	0,129	0,134	0,065	0,430	0,231	0,199
2011	0,066	0,073	0,109	0,135	0,082	0,464	0,248	0,217
2012	0,062	0,091	0,113	0,112	0,058	0,435	0,266	0,169
2013	0,060	0,106	0,124	0,126	0,058	0,474	0,290	0,184
2014	0,070	0,137	0,153	0,130	0,064	0,554	0,360	0,194
2015	0,068	0,147	0,154	0,134	0,063	0,566	0,369	0,197
2016	0,072	0,138	0,145	0,128	0,066	0,550	0,355	0,195
2017	0,087	0,117	0,117	0,134	0,080	0,534	0,320	0,214
2018	0,081	0,122	0,119	0,125	0,069	0,516	0,322	0,194
2019	0,084	0,138	0,133	0,138	0,074	0,566	0,354	0,211
2020	0,048	0,150	0,133	0,101	0,041	0,472	0,330	0,142

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 8

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Finlandii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,064	0,112	0,132	0,155	0,061	0,523	0,307	0,216
2009	0,026	0,121	0,128	0,124	0,026	0,425	0,275	0,150
2010	0,066	0,119	0,128	0,122	0,067	0,501	0,312	0,189
2011	0,066	0,109	0,119	0,112	0,057	0,462	0,293	0,169
2012	0,051	0,110	0,115	0,104	0,043	0,423	0,277	0,147
2013	0,052	0,116	0,123	0,105	0,045	0,441	0,291	0,149
2014	0,053	0,122	0,130	0,105	0,048	0,458	0,305	0,153
2015	0,054	0,129	0,145	0,110	0,051	0,489	0,328	0,161
2016	0,064	0,127	0,143	0,106	0,056	0,496	0,334	0,162
2017	0,066	0,125	0,144	0,116	0,061	0,512	0,335	0,177
2018	0,062	0,130	0,139	0,110	0,051	0,492	0,330	0,161
2019	0,064	0,135	0,140	0,118	0,055	0,513	0,339	0,174
2020	0,048	0,135	0,125	0,106	0,046	0,461	0,309	0,152

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 9

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Francji

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,059	0,113	0,111	0,107	0,051	0,442	0,283	0,159
2009	0,043	0,128	0,120	0,094	0,041	0,426	0,291	0,134
2010	0,059	0,114	0,109	0,095	0,057	0,434	0,283	0,152
2011	0,061	0,110	0,111	0,100	0,057	0,439	0,282	0,157
2012	0,052	0,107	0,113	0,100	0,051	0,423	0,273	0,150
2013	0,052	0,113	0,127	0,105	0,053	0,450	0,292	0,158
2014	0,053	0,116	0,131	0,104	0,053	0,457	0,301	0,157
2015	0,053	0,120	0,137	0,108	0,055	0,473	0,310	0,163
2016	0,054	0,120	0,135	0,107	0,054	0,471	0,309	0,162
2017	0,060	0,118	0,130	0,108	0,058	0,474	0,308	0,166
2018	0,060	0,113	0,125	0,110	0,056	0,465	0,298	0,167
2019	0,062	0,123	0,129	0,110	0,057	0,481	0,313	0,168
2020	0,027	0,132	0,108	0,082	0,022	0,371	0,267	0,104

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 10

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Grecji

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,056	0,102	0,079	0,027	0,016	0,279	0,236	0,043
2009	0,037	0,114	0,077	0,029	0,016	0,274	0,228	0,046
2010	0,027	0,073	0,072	0,044	0,018	0,233	0,172	0,062
2011	0,009	0,055	0,085	0,050	0,010	0,209	0,149	0,061
2012	0,005	0,021	0,105	0,075	0,023	0,228	0,130	0,098
2013	0,000	0,001	0,097	0,069	0,041	0,208	0,099	0,109
2014	0,004	0,010	0,150	0,106	0,052	0,322	0,164	0,158
2015	0,008	0,022	0,136	0,098	0,049	0,313	0,166	0,147
2016	0,011	0,028	0,155	0,114	0,046	0,355	0,195	0,161
2017	0,019	0,039	0,146	0,115	0,051	0,370	0,205	0,166
2018	0,026	0,054	0,151	0,110	0,050	0,391	0,231	0,160
2019	0,032	0,067	0,155	0,119	0,054	0,426	0,253	0,173
2020	0,012	0,077	0,116	0,060	0,015	0,279	0,204	0,074

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 11

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Hiszpanii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,050	0,085	0,099	0,063	0,033	0,330	0,234	0,096
2009	0,021	0,070	0,103	0,066	0,032	0,291	0,194	0,097
2010	0,023	0,048	0,096	0,073	0,044	0,285	0,168	0,117
2011	0,018	0,037	0,089	0,076	0,043	0,262	0,143	0,119
2012	0,007	0,019	0,089	0,084	0,042	0,240	0,114	0,125
2013	0,005	0,012	0,110	0,106	0,051	0,284	0,127	0,157
2014	0,011	0,024	0,128	0,109	0,061	0,334	0,163	0,170
2015	0,021	0,042	0,135	0,113	0,071	0,382	0,198	0,184
2016	0,028	0,059	0,137	0,123	0,071	0,418	0,224	0,194
2017	0,036	0,065	0,123	0,126	0,070	0,420	0,224	0,197
2018	0,041	0,078	0,128	0,124	0,065	0,435	0,246	0,189
2019	0,045	0,090	0,134	0,123	0,065	0,457	0,269	0,188
2020	0,010	0,087	0,105	0,085	0,015	0,302	0,202	0,100

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 12

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Holandii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,078	0,143	0,134	0,084	0,040	0,480	0,356	0,124
2009	0,048	0,145	0,122	0,101	0,038	0,453	0,315	0,138
2010	0,067	0,141	0,122	0,105	0,057	0,493	0,331	0,162
2011	0,069	0,127	0,113	0,109	0,059	0,476	0,308	0,168
2012	0,056	0,120	0,112	0,116	0,052	0,455	0,287	0,168
2013	0,055	0,113	0,118	0,129	0,060	0,475	0,286	0,189
2014	0,060	0,132	0,141	0,121	0,060	0,514	0,333	0,181
2015	0,064	0,136	0,143	0,127	0,065	0,535	0,343	0,192
2016	0,068	0,143	0,153	0,148	0,072	0,584	0,364	0,220
2017	0,074	0,139	0,147	0,140	0,068	0,568	0,360	0,207
2018	0,075	0,142	0,145	0,130	0,061	0,553	0,362	0,190
2019	0,075	0,134	0,135	0,125	0,057	0,527	0,344	0,182
2020	0,049	0,147	0,125	0,100	0,036	0,457	0,321	0,136

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 13

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Irlandii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,042	0,117	0,098	0,069	0,026	0,352	0,257	0,095
2009	0,089	0,048	0,031	0,043	0,018	0,229	0,168	0,061
2010	0,042	0,101	0,005	0,003	0,055	0,206	0,148	0,058
2011	0,038	0,080	0,084	0,067	0,052	0,321	0,202	0,119
2012	0,035	0,075	0,101	0,077	0,044	0,332	0,211	0,121
2013	0,043	0,094	0,121	0,107	0,061	0,425	0,258	0,167
2014	0,072	0,108	0,135	0,115	0,086	0,516	0,315	0,201
2015	0,137	0,124	0,145	0,139	0,167	0,711	0,405	0,306
2016	0,063	0,136	0,153	0,097	0,048	0,496	0,351	0,145
2017	0,096	0,143	0,150	0,125	0,085	0,598	0,389	0,210
2018	0,100	0,145	0,148	0,153	0,103	0,649	0,393	0,256
2019	0,086	0,148	0,148	0,012	0,007	0,401	0,382	0,019
2020	0,087	0,156	0,136	0,092	0,063	0,534	0,378	0,156

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 14

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Litwy

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,073	0,046	0,043	0,045	0,024	0,232	0,163	0,069
2009	0,001	0,072	0,082	0,097	0,001	0,253	0,155	0,098
2010	0,032	0,065	0,113	0,098	0,058	0,366	0,209	0,157
2011	0,050	0,064	0,084	0,075	0,060	0,333	0,198	0,135
2012	0,051	0,080	0,112	0,103	0,060	0,406	0,243	0,164
2013	0,057	0,102	0,132	0,122	0,069	0,482	0,291	0,192
2014	0,060	0,117	0,150	0,140	0,074	0,541	0,327	0,215
2015	0,060	0,135	0,160	0,109	0,052	0,516	0,355	0,161
2016	0,066	0,131	0,149	0,118	0,058	0,522	0,346	0,176
2017	0,076	0,110	0,120	0,128	0,068	0,502	0,306	0,196
2018	0,078	0,126	0,132	0,127	0,067	0,529	0,336	0,194
2019	0,080	0,128	0,135	0,145	0,079	0,567	0,343	0,224
2020	0,055	0,124	0,112	0,128	0,069	0,488	0,291	0,197

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 15

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Luksemburga

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,063	0,116	0,127	0,174	0,065	0,546	0,307	0,239
2009	0,051	0,157	0,153	0,155	0,052	0,567	0,361	0,206
2010	0,083	0,133	0,126	0,154	0,082	0,579	0,343	0,237
2011	0,069	0,121	0,121	0,158	0,069	0,539	0,312	0,227
2012	0,071	0,128	0,128	0,155	0,071	0,554	0,328	0,227
2013	0,075	0,135	0,141	0,156	0,078	0,585	0,352	0,233
2014	0,073	0,145	0,153	0,157	0,074	0,602	0,371	0,231
2015	0,069	0,145	0,159	0,156	0,073	0,602	0,373	0,229
2016	0,081	0,148	0,163	0,159	0,084	0,636	0,393	0,243
2017	0,069	0,134	0,140	0,156	0,068	0,567	0,342	0,224
2018	0,071	0,134	0,147	0,163	0,071	0,587	0,353	0,235
2019	0,077	0,138	0,149	0,159	0,077	0,599	0,363	0,236
2020	0,053	0,145	0,138	0,132	0,055	0,522	0,335	0,186

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 16

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Łotwy

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,045	0,006	0,006	0,047	0,018	0,122	0,057	0,065
2009	0,002	0,056	0,087	0,118	0,004	0,267	0,145	0,122
2010	0,016	0,061	0,123	0,098	0,039	0,337	0,200	0,137
2011	0,039	0,059	0,099	0,091	0,052	0,339	0,197	0,142
2012	0,053	0,076	0,127	0,098	0,063	0,417	0,255	0,162
2013	0,051	0,110	0,149	0,104	0,051	0,465	0,310	0,155
2014	0,054	0,112	0,140	0,109	0,054	0,470	0,307	0,163
2015	0,064	0,122	0,146	0,115	0,064	0,511	0,332	0,178
2016	0,060	0,124	0,154	0,133	0,065	0,536	0,338	0,198
2017	0,066	0,108	0,123	0,127	0,067	0,492	0,298	0,194
2018	0,073	0,118	0,126	0,119	0,065	0,502	0,318	0,184
2019	0,071	0,123	0,126	0,117	0,059	0,496	0,321	0,176
2020	0,042	0,135	0,133	0,120	0,044	0,474	0,310	0,164

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 17

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Malty

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,078	0,106	0,095	0,097	0,058	0,434	0,279	0,155
2009	0,055	0,128	0,124	0,069	0,030	0,405	0,307	0,099
2010	0,081	0,126	0,126	0,083	0,051	0,467	0,333	0,134
2011	0,063	0,125	0,118	0,102	0,049	0,456	0,306	0,151
2012	0,078	0,119	0,111	0,109	0,065	0,482	0,308	0,173
2013	0,084	0,140	0,135	0,116	0,071	0,547	0,360	0,187
2014	0,095	0,145	0,140	0,148	0,098	0,625	0,379	0,246
2015	0,104	0,143	0,139	0,135	0,096	0,617	0,387	0,231
2016	0,080	0,150	0,151	0,124	0,062	0,567	0,381	0,186
2017	0,118	0,151	0,156	0,171	0,115	0,710	0,424	0,286
2018	0,096	0,149	0,146	0,168	0,094	0,652	0,390	0,262
2019	0,096	0,151	0,142	0,156	0,090	0,635	0,389	0,246
2020	0,030	0,153	0,104	0,075	0,020	0,381	0,287	0,095

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 18

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Niemiec

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,062	0,116	0,127	0,155	0,070	0,529	0,304	0,224
2009	0,036	0,140	0,138	0,141	0,041	0,495	0,314	0,181
2010	0,077	0,136	0,125	0,135	0,084	0,556	0,338	0,218
2011	0,080	0,130	0,127	0,154	0,084	0,574	0,336	0,238
2012	0,066	0,135	0,133	0,163	0,071	0,568	0,334	0,234
2013	0,066	0,142	0,139	0,160	0,069	0,576	0,347	0,230
2014	0,075	0,151	0,149	0,167	0,079	0,621	0,376	0,246
2015	0,073	0,154	0,152	0,177	0,079	0,636	0,379	0,256
2016	0,078	0,161	0,156	0,177	0,083	0,654	0,394	0,260
2017	0,081	0,149	0,143	0,174	0,083	0,630	0,374	0,257
2018	0,075	0,149	0,144	0,177	0,075	0,620	0,368	0,252
2019	0,076	0,156	0,147	0,172	0,074	0,625	0,379	0,247
2020	0,047	0,162	0,131	0,141	0,047	0,529	0,340	0,189

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 19

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Polski

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,075	0,105	0,101	0,075	0,046	0,403	0,282	0,121
2009	0,065	0,100	0,090	0,078	0,050	0,384	0,255	0,128
2010	0,063	0,103	0,100	0,072	0,049	0,387	0,267	0,120
2011	0,067	0,093	0,099	0,079	0,052	0,390	0,259	0,131
2012	0,054	0,093	0,105	0,089	0,046	0,387	0,251	0,135
2013	0,053	0,113	0,128	0,099	0,051	0,444	0,294	0,150
2014	0,065	0,128	0,137	0,097	0,056	0,482	0,329	0,153
2015	0,073	0,145	0,148	0,109	0,064	0,539	0,366	0,173
2016	0,074	0,150	0,145	0,110	0,060	0,539	0,369	0,171
2017	0,085	0,142	0,133	0,116	0,068	0,543	0,360	0,184
2018	0,092	0,152	0,142	0,115	0,066	0,568	0,387	0,182
2019	0,091	0,147	0,131	0,123	0,070	0,562	0,369	0,193
2020	0,058	0,130	0,093	0,109	0,049	0,440	0,282	0,158

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 20

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Portugalii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,058	0,115	0,114	0,051	0,025	0,363	0,288	0,075
2009	0,038	0,121	0,114	0,046	0,022	0,341	0,273	0,068
2010	0,048	0,096	0,092	0,043	0,031	0,310	0,237	0,074
2011	0,036	0,077	0,092	0,069	0,033	0,307	0,205	0,102
2012	0,023	0,064	0,103	0,093	0,035	0,319	0,191	0,128
2013	0,029	0,072	0,127	0,112	0,052	0,392	0,228	0,164
2014	0,040	0,093	0,121	0,096	0,055	0,405	0,254	0,152
2015	0,047	0,099	0,130	0,108	0,059	0,443	0,276	0,166
2016	0,053	0,109	0,140	0,122	0,062	0,486	0,301	0,185
2017	0,065	0,116	0,126	0,119	0,068	0,494	0,307	0,187
2018	0,069	0,132	0,142	0,125	0,063	0,531	0,343	0,189
2019	0,071	0,143	0,152	0,126	0,062	0,554	0,366	0,188
2020	0,026	0,144	0,128	0,097	0,022	0,417	0,299	0,118

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 21

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Rumunii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,101	0,077	0,065	0,050	0,041	0,334	0,243	0,090
2009	0,035	0,087	0,073	0,070	0,026	0,291	0,195	0,096
2010	0,040	0,080	0,076	0,074	0,029	0,299	0,196	0,103
2011	0,060	0,082	0,082	0,079	0,045	0,349	0,225	0,124
2012	0,062	0,104	0,108	0,085	0,045	0,403	0,273	0,130
2013	0,067	0,104	0,116	0,111	0,062	0,460	0,287	0,173
2014	0,068	0,121	0,136	0,117	0,064	0,505	0,324	0,181
2015	0,066	0,137	0,155	0,117	0,060	0,536	0,359	0,177
2016	0,077	0,152	0,152	0,105	0,063	0,549	0,381	0,169
2017	0,092	0,139	0,132	0,098	0,066	0,527	0,364	0,164
2018	0,083	0,115	0,105	0,089	0,053	0,446	0,303	0,142
2019	0,083	0,119	0,101	0,083	0,052	0,439	0,304	0,135
2020	0,046	0,128	0,095	0,068	0,030	0,368	0,269	0,098

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 22

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Słowacji

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,072	0,096	0,108	0,081	0,051	0,406	0,275	0,131
2009	0,029	0,103	0,110	0,079	0,028	0,348	0,242	0,106
2010	0,055	0,090	0,114	0,075	0,058	0,392	0,258	0,134
2011	0,048	0,074	0,100	0,083	0,047	0,352	0,221	0,131
2012	0,043	0,074	0,103	0,111	0,059	0,391	0,220	0,170
2013	0,041	0,086	0,128	0,122	0,059	0,436	0,255	0,181
2014	0,049	0,103	0,141	0,117	0,064	0,474	0,293	0,182
2015	0,063	0,115	0,144	0,102	0,063	0,488	0,322	0,166
2016	0,058	0,130	0,147	0,100	0,051	0,486	0,335	0,151
2017	0,067	0,124	0,137	0,109	0,057	0,494	0,328	0,166
2018	0,076	0,124	0,126	0,108	0,059	0,492	0,326	0,166
2019	0,074	0,126	0,122	0,100	0,052	0,473	0,322	0,152
2020	0,042	0,127	0,113	0,103	0,037	0,422	0,282	0,140

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 23

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Słowenii

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,082	0,106	0,097	0,090	0,049	0,423	0,285	0,138
2009	0,031	0,144	0,121	0,097	0,025	0,417	0,296	0,121
2010	0,063	0,123	0,111	0,099	0,054	0,451	0,298	0,153
2011	0,059	0,118	0,107	0,095	0,053	0,432	0,284	0,148
2012	0,044	0,108	0,112	0,115	0,045	0,424	0,264	0,160
2013	0,047	0,108	0,076	0,079	0,056	0,366	0,231	0,135
2014	0,061	0,122	0,125	0,127	0,076	0,511	0,309	0,202
2015	0,061	0,136	0,148	0,132	0,070	0,548	0,346	0,202
2016	0,068	0,138	0,147	0,142	0,077	0,572	0,354	0,218
2017	0,079	0,132	0,139	0,158	0,088	0,595	0,350	0,245
2018	0,083	0,138	0,139	0,160	0,085	0,606	0,360	0,246
2019	0,081	0,144	0,140	0,159	0,081	0,604	0,365	0,239
2020	0,047	0,160	0,121	0,126	0,050	0,504	0,327	0,176

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 24

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Szwecji

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,059	0,118	0,130	0,177	0,068	0,552	0,307	0,245
2009	0,039	0,118	0,133	0,153	0,047	0,489	0,289	0,200
2010	0,076	0,116	0,136	0,156	0,092	0,575	0,327	0,248
2011	0,068	0,125	0,140	0,153	0,079	0,564	0,333	0,231
2012	0,054	0,128	0,141	0,149	0,062	0,534	0,323	0,211
2013	0,060	0,132	0,144	0,145	0,069	0,551	0,336	0,215
2014	0,066	0,134	0,146	0,140	0,073	0,559	0,346	0,213
2015	0,075	0,133	0,148	0,142	0,078	0,575	0,356	0,219
2016	0,067	0,133	0,148	0,141	0,066	0,555	0,348	0,207
2017	0,070	0,128	0,142	0,146	0,069	0,555	0,340	0,215
2018	0,069	0,129	0,138	0,142	0,066	0,543	0,336	0,208
2019	0,067	0,128	0,140	0,157	0,074	0,566	0,336	0,230
2020	0,044	0,128	0,135	0,144	0,053	0,504	0,307	0,197

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 25

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Węgier

	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,061	0,108	0,107	0,074	0,038	0,387	0,275	0,111
2009	0,029	0,119	0,126	0,102	0,028	0,404	0,273	0,130
2010	0,052	0,083	0,095	0,108	0,057	0,394	0,230	0,165
2011	0,055	0,089	0,098	0,107	0,060	0,409	0,243	0,167
2012	0,044	0,076	0,092	0,123	0,051	0,387	0,213	0,174
2013	0,057	0,111	0,127	0,131	0,067	0,494	0,296	0,198
2014	0,074	0,140	0,141	0,119	0,070	0,544	0,355	0,189
2015	0,075	0,145	0,144	0,128	0,072	0,564	0,365	0,199
2016	0,074	0,153	0,142	0,140	0,072	0,582	0,370	0,212
2017	0,087	0,139	0,121	0,124	0,073	0,545	0,348	0,197
2018	0,093	0,137	0,118	0,116	0,071	0,536	0,348	0,188
2019	0,091	0,133	0,114	0,112	0,066	0,515	0,338	0,177
2020	0,046	0,129	0,092	0,087	0,033	0,387	0,267	0,120

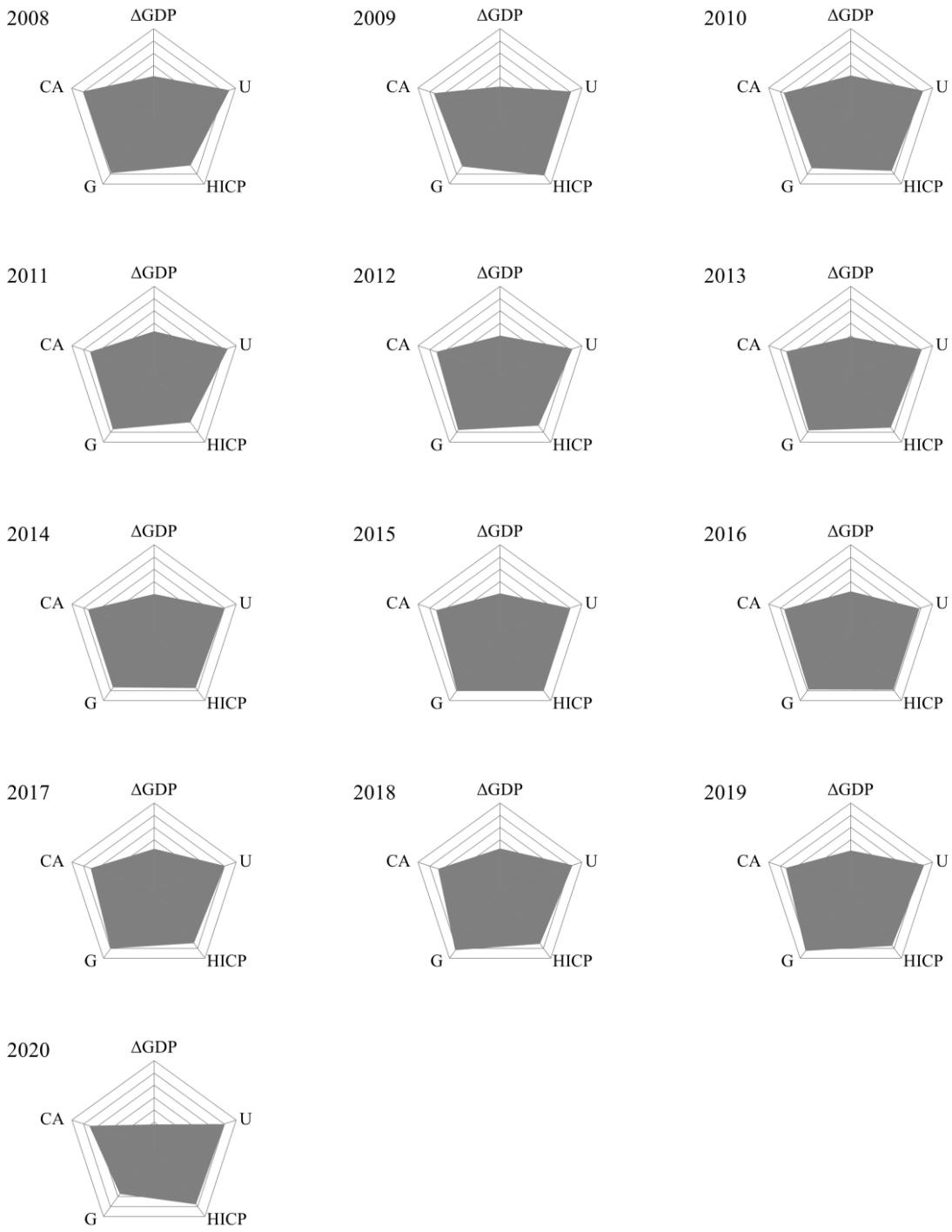
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

Tabela 26

Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Włoch

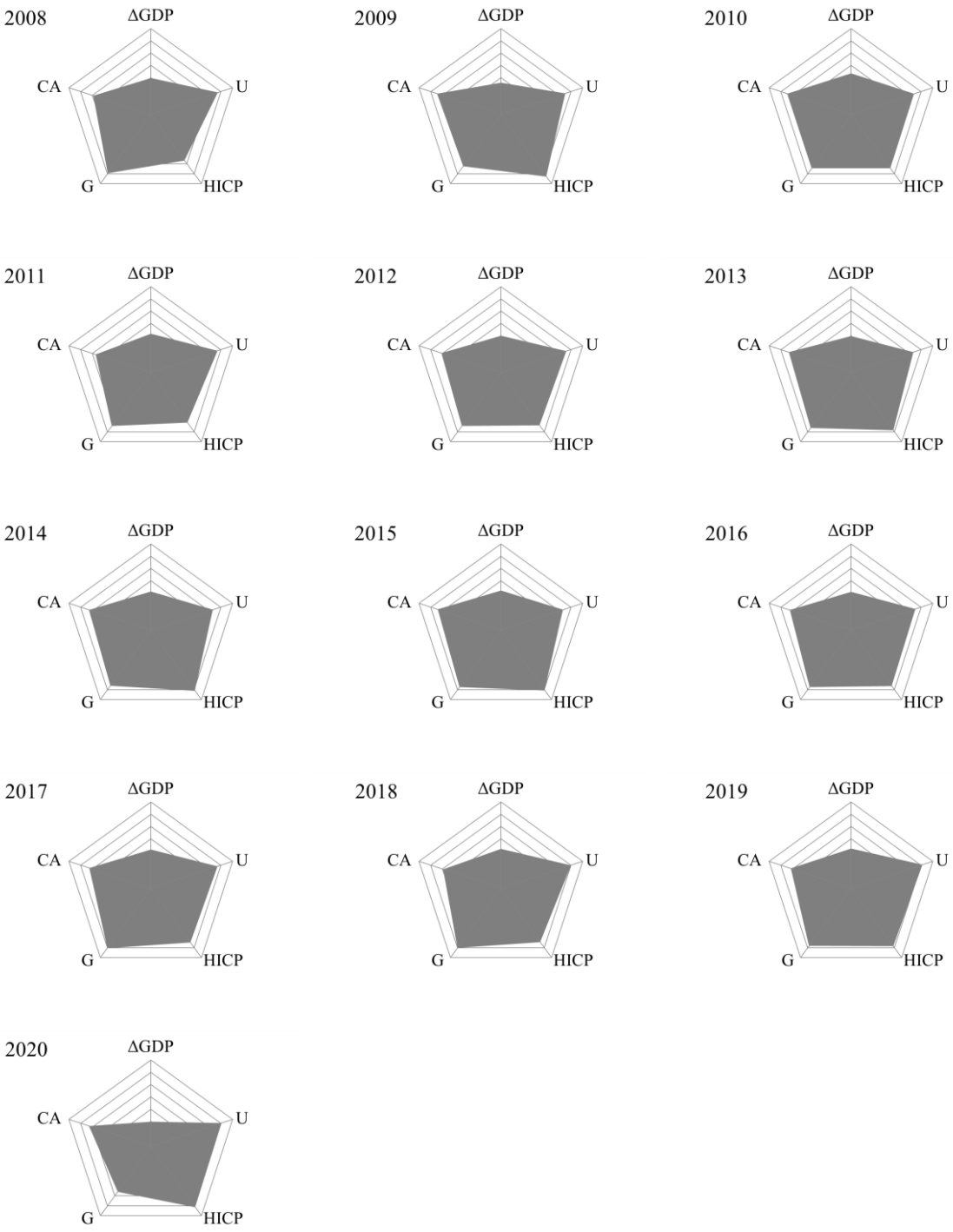
	A	B	C	D	E	PSM	PSM1	PSM2
2008	0,056	0,114	0,111	0,099	0,042	0,422	0,281	0,141
2009	0,037	0,131	0,124	0,095	0,031	0,417	0,291	0,126
2010	0,061	0,120	0,121	0,091	0,049	0,443	0,302	0,141
2011	0,057	0,109	0,113	0,096	0,047	0,422	0,279	0,143
2012	0,038	0,093	0,112	0,111	0,041	0,396	0,243	0,153
2013	0,039	0,099	0,130	0,118	0,048	0,434	0,268	0,166
2014	0,042	0,102	0,139	0,122	0,056	0,461	0,283	0,178
2015	0,047	0,109	0,141	0,121	0,058	0,476	0,297	0,179
2016	0,050	0,112	0,144	0,128	0,063	0,497	0,306	0,191
2017	0,052	0,105	0,132	0,128	0,065	0,481	0,289	0,192
2018	0,052	0,110	0,133	0,128	0,061	0,485	0,295	0,189
2019	0,053	0,119	0,142	0,135	0,061	0,510	0,314	0,196
2020	0,021	0,129	0,110	0,102	0,024	0,387	0,260	0,127

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu



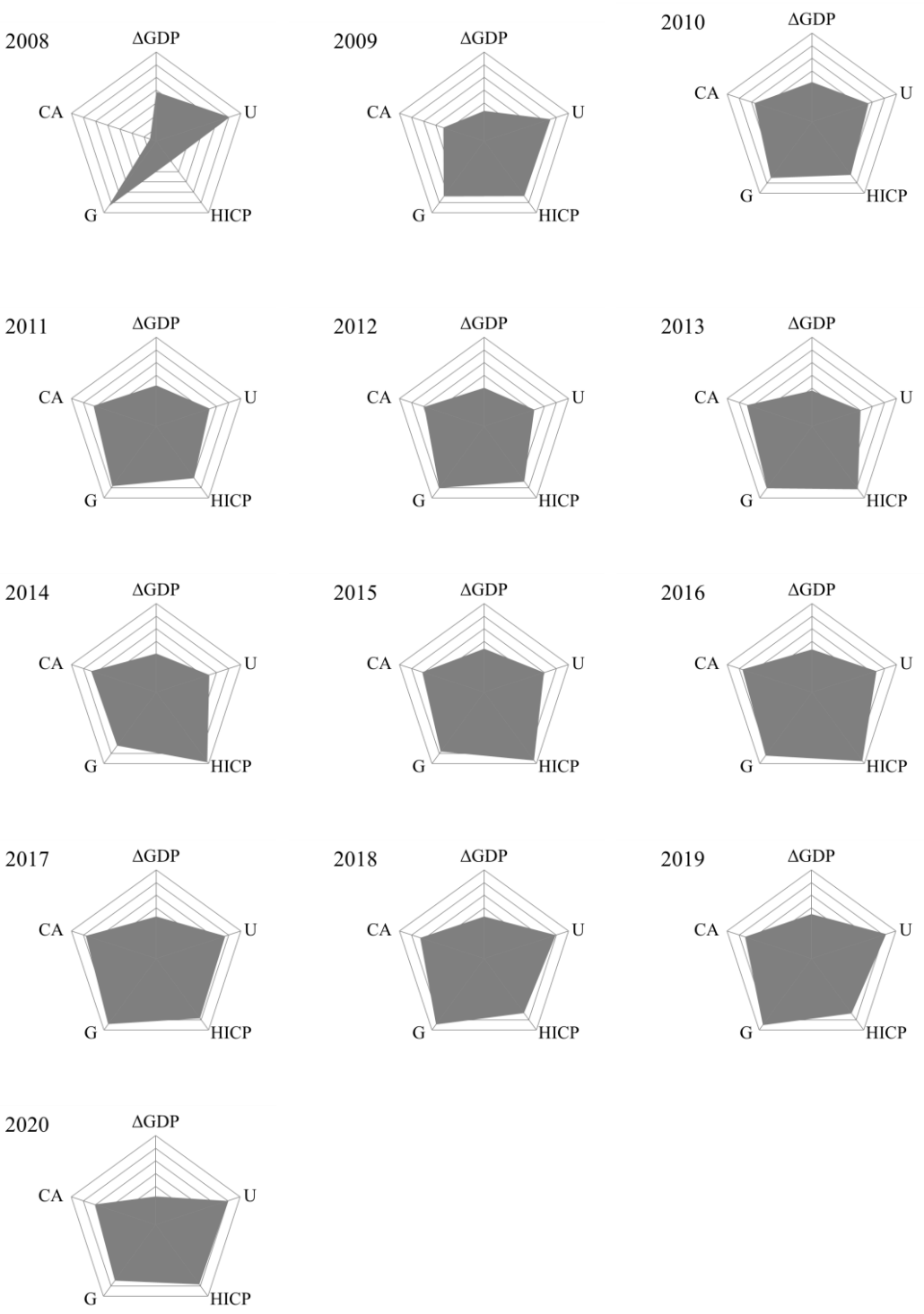
Rys. 1. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Austrii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



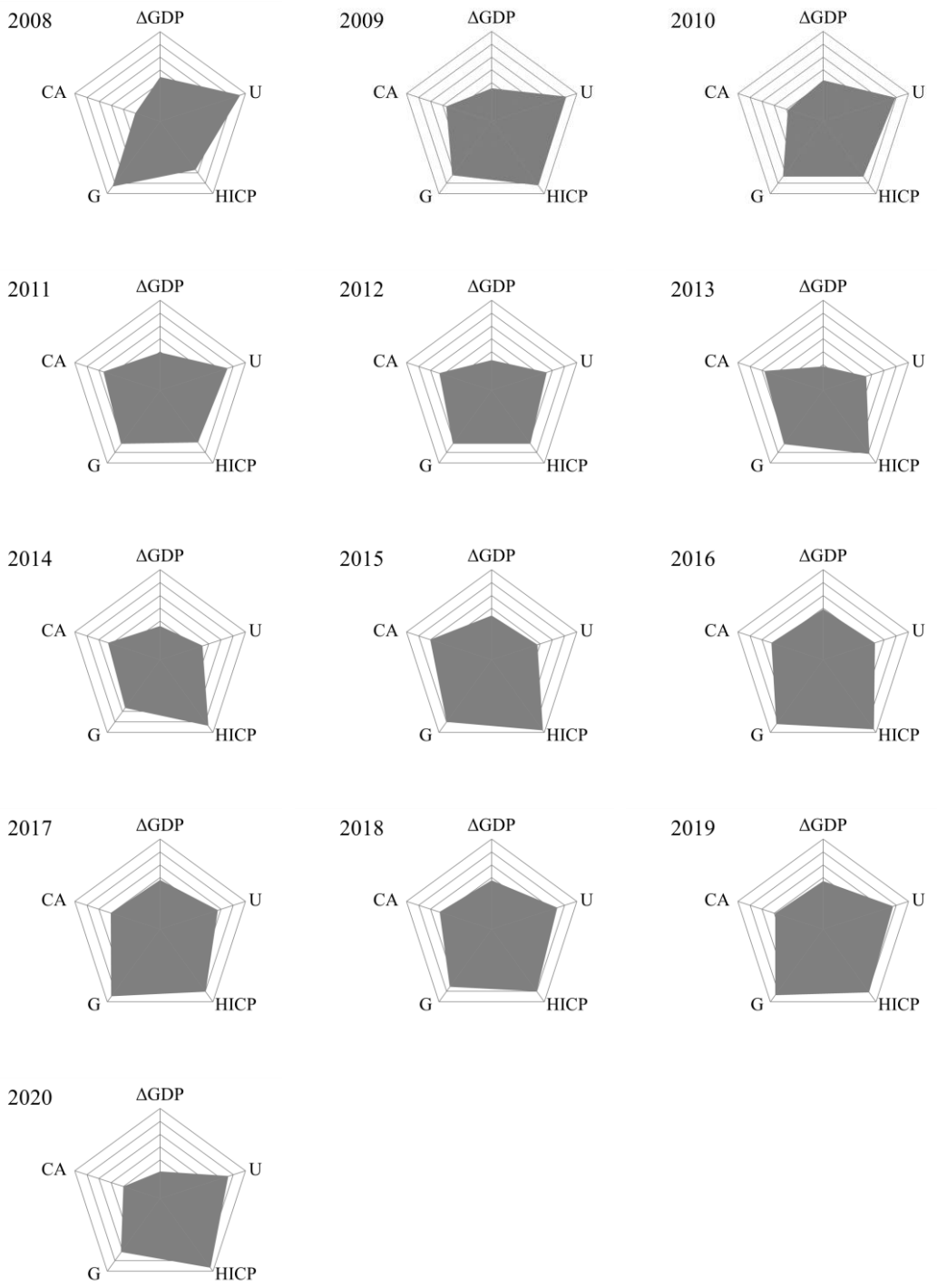
Rys. 2. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Belgii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



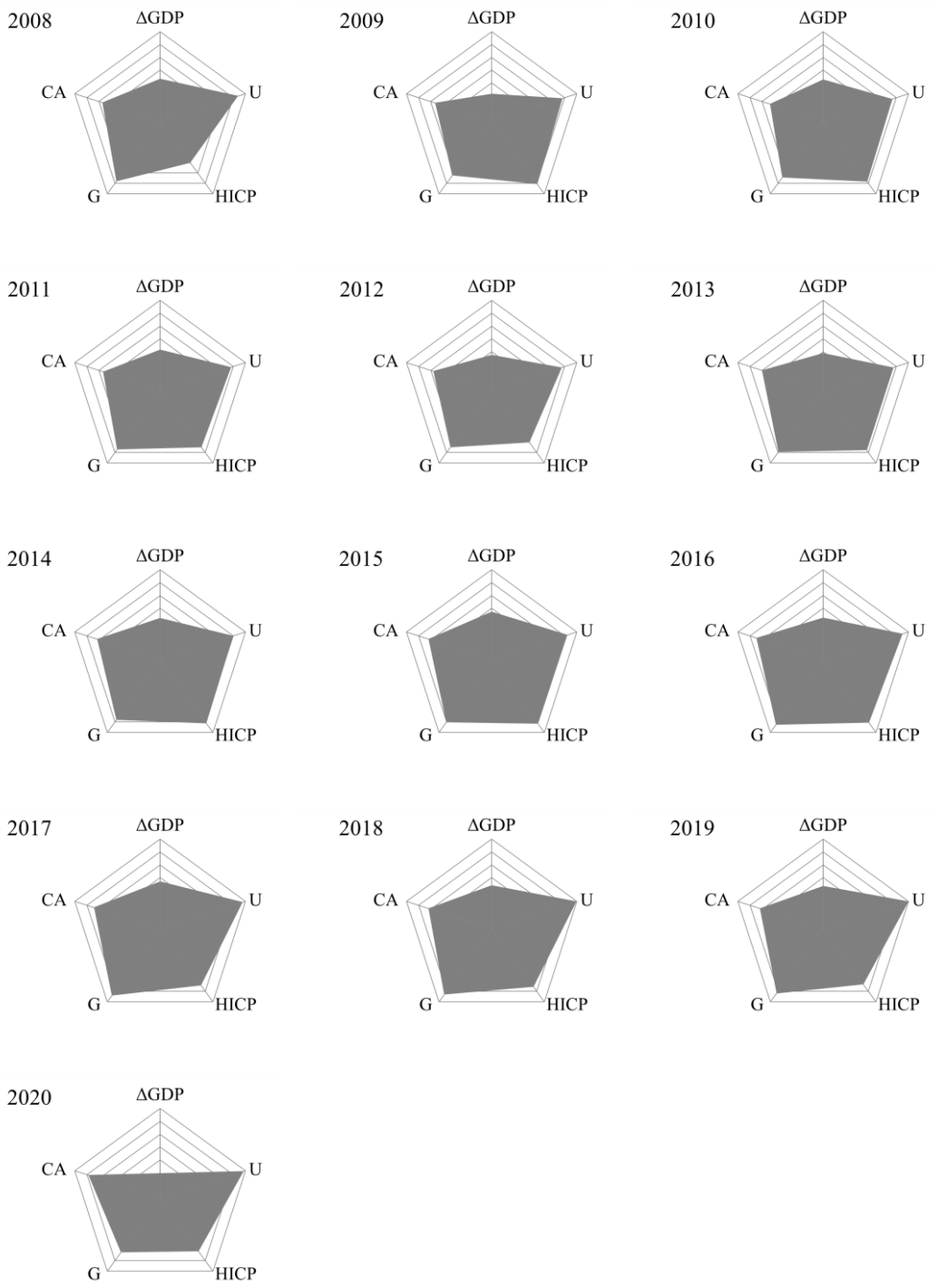
Rys. 3. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Bułgarii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



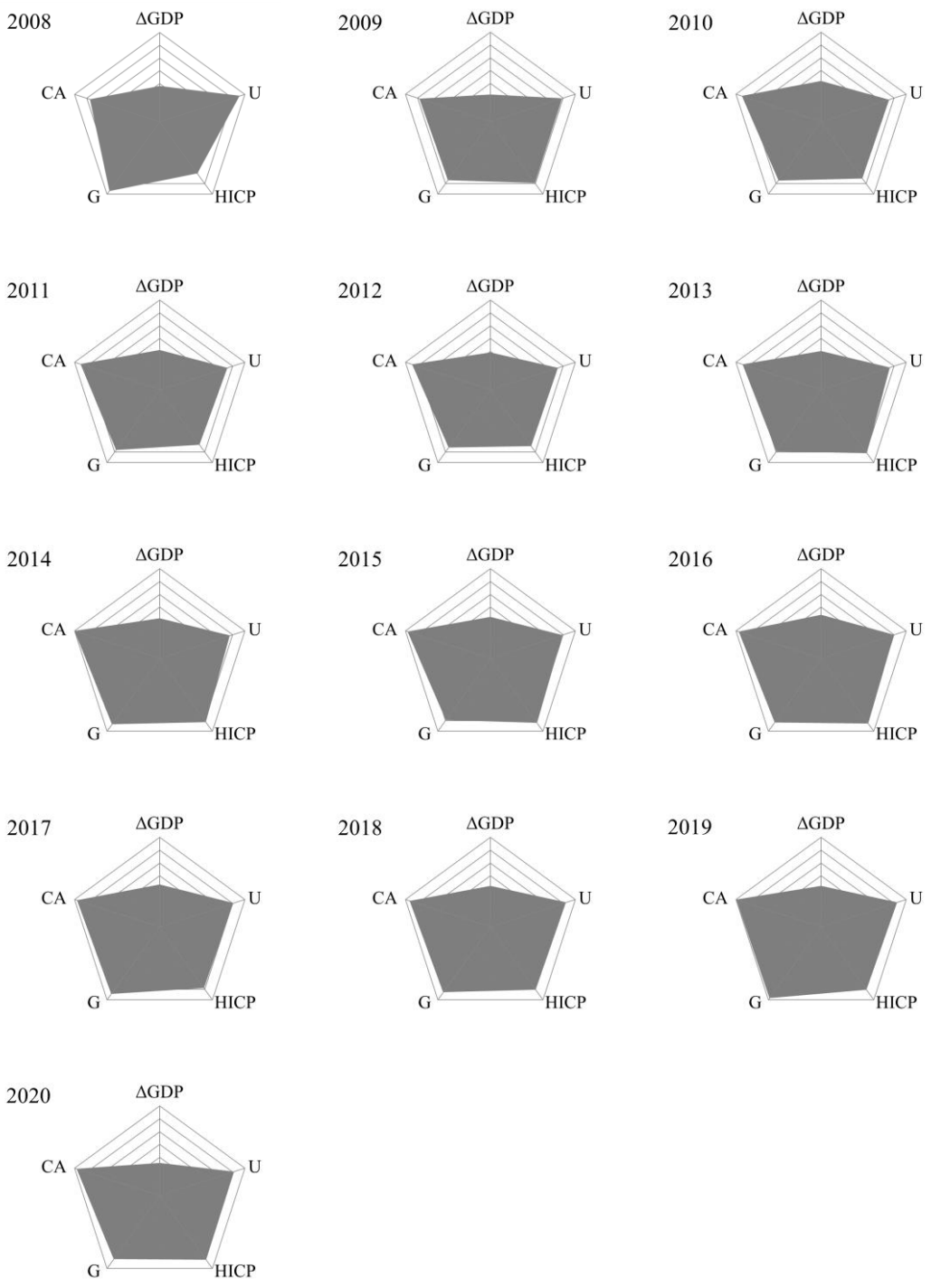
Rys. 4. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Cypru w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



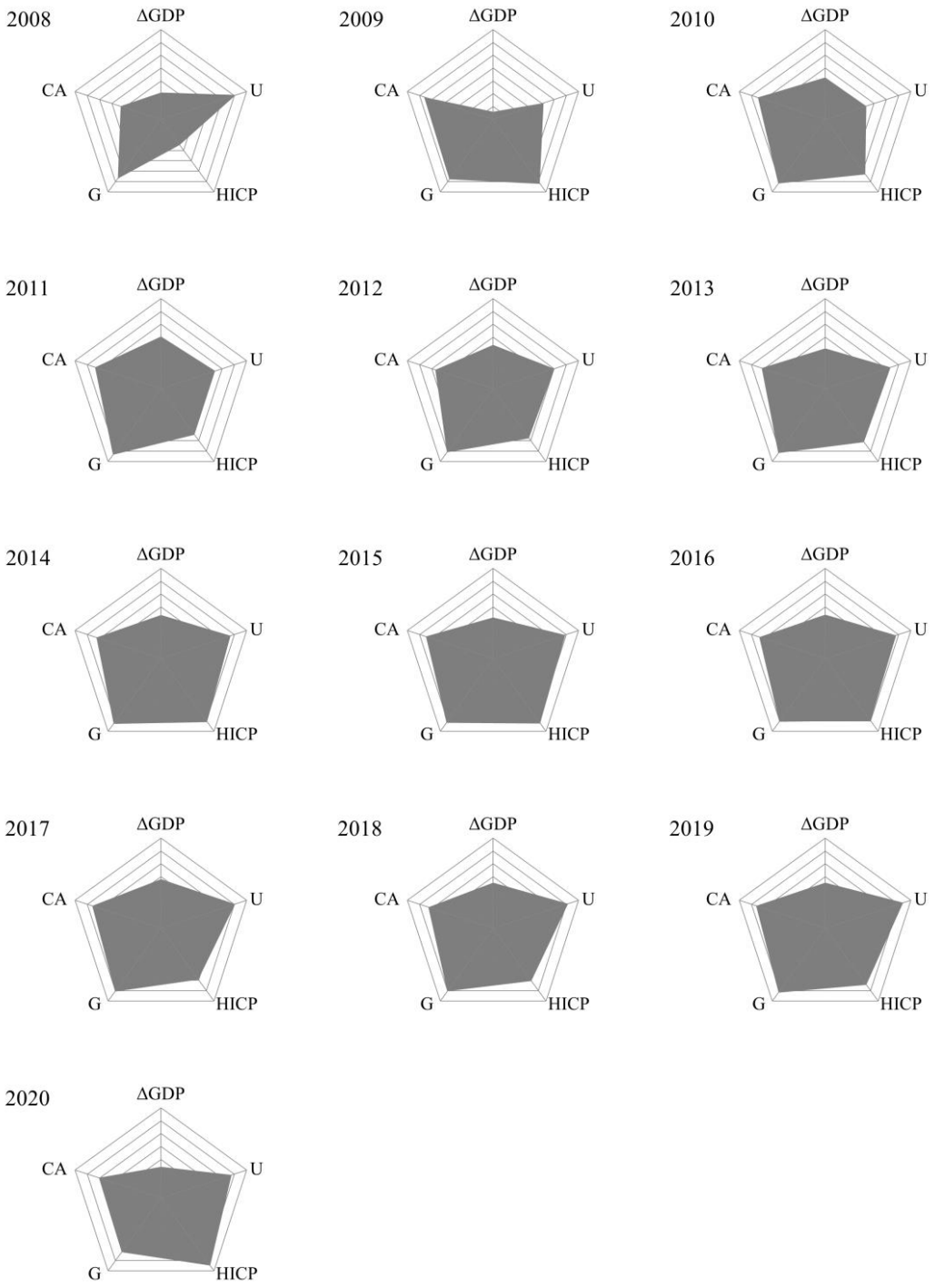
Rys. 5. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Czech w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



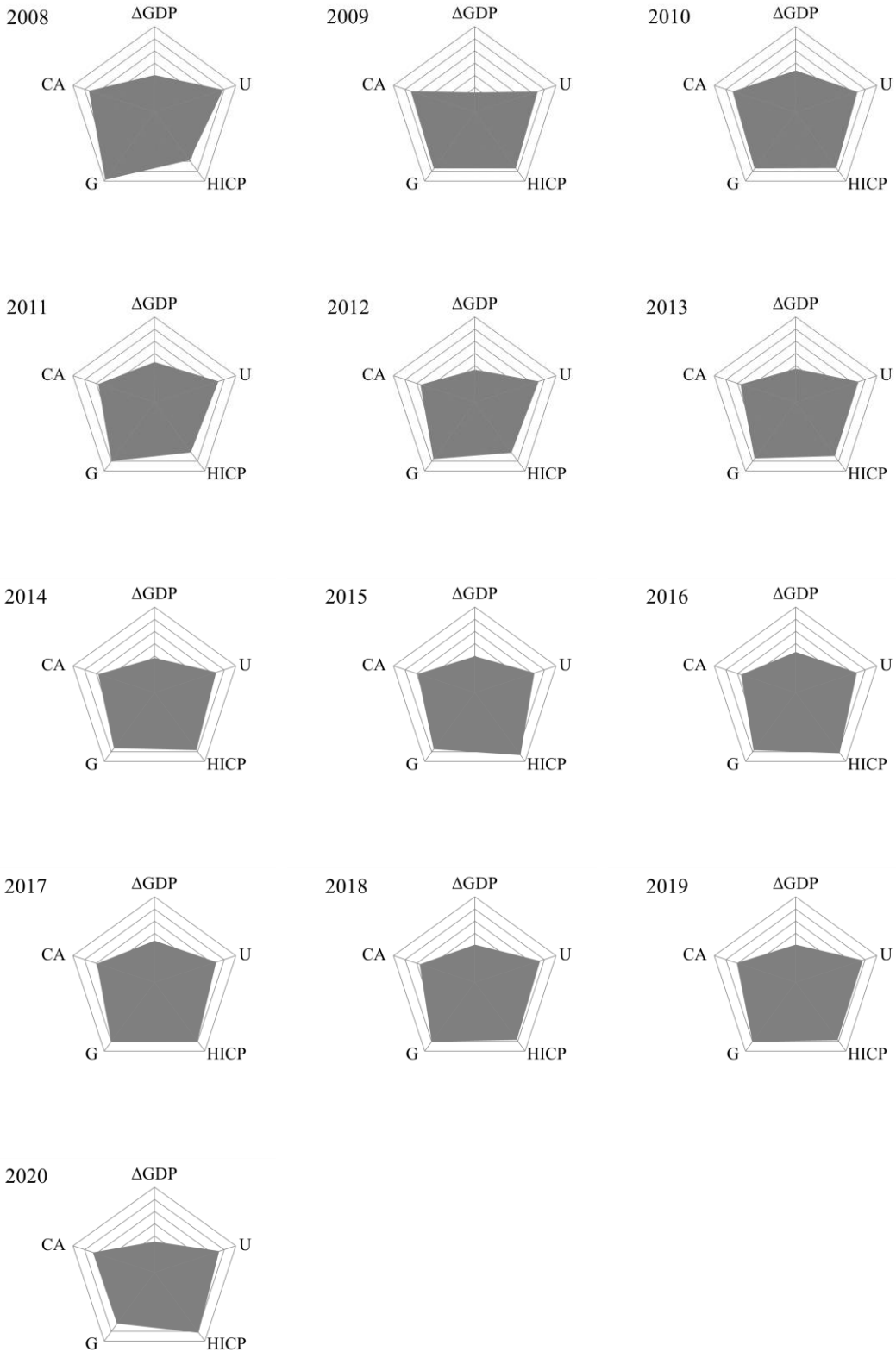
Rys. 6. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Danii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



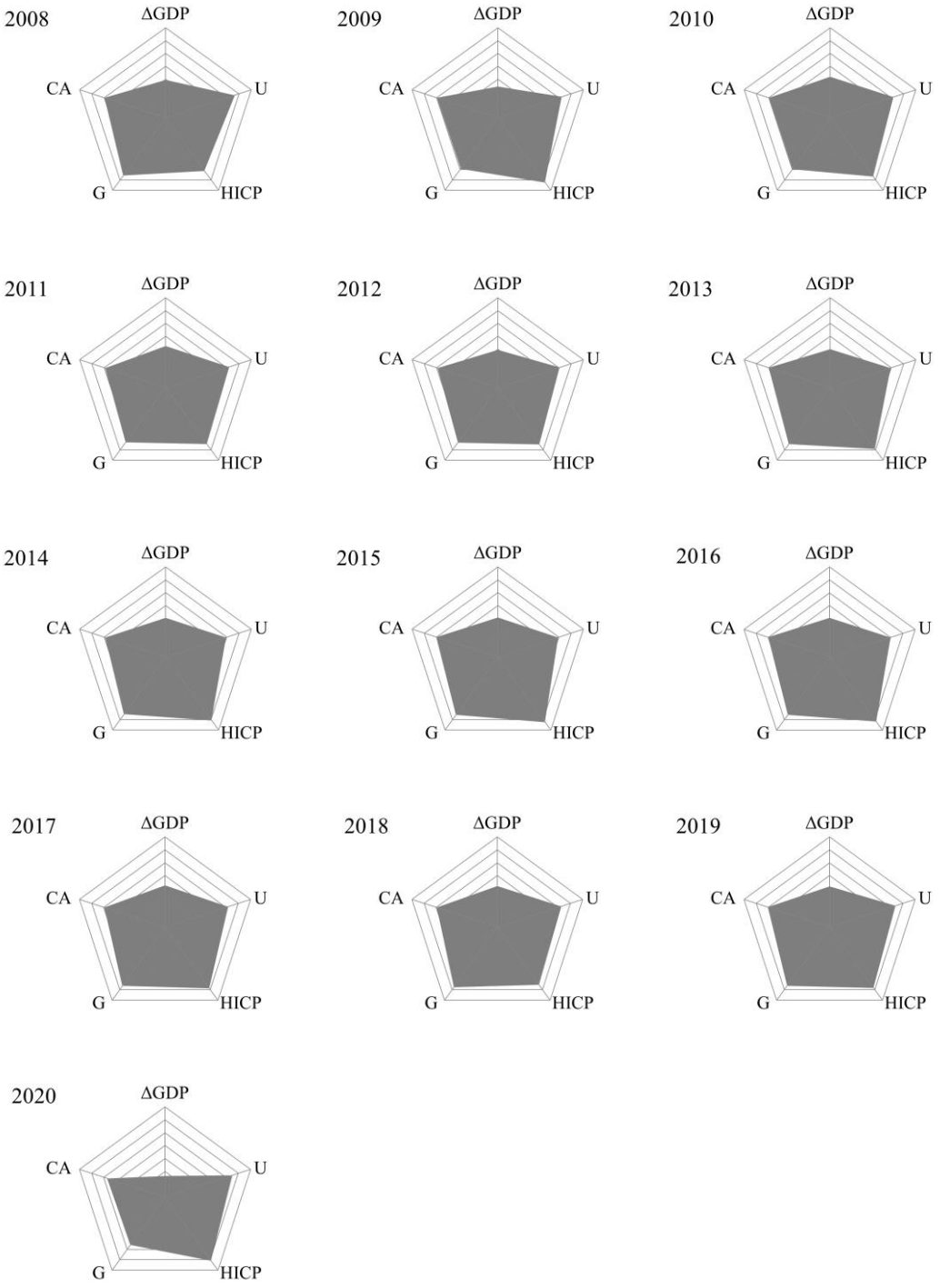
Rys. 7. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Estonii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



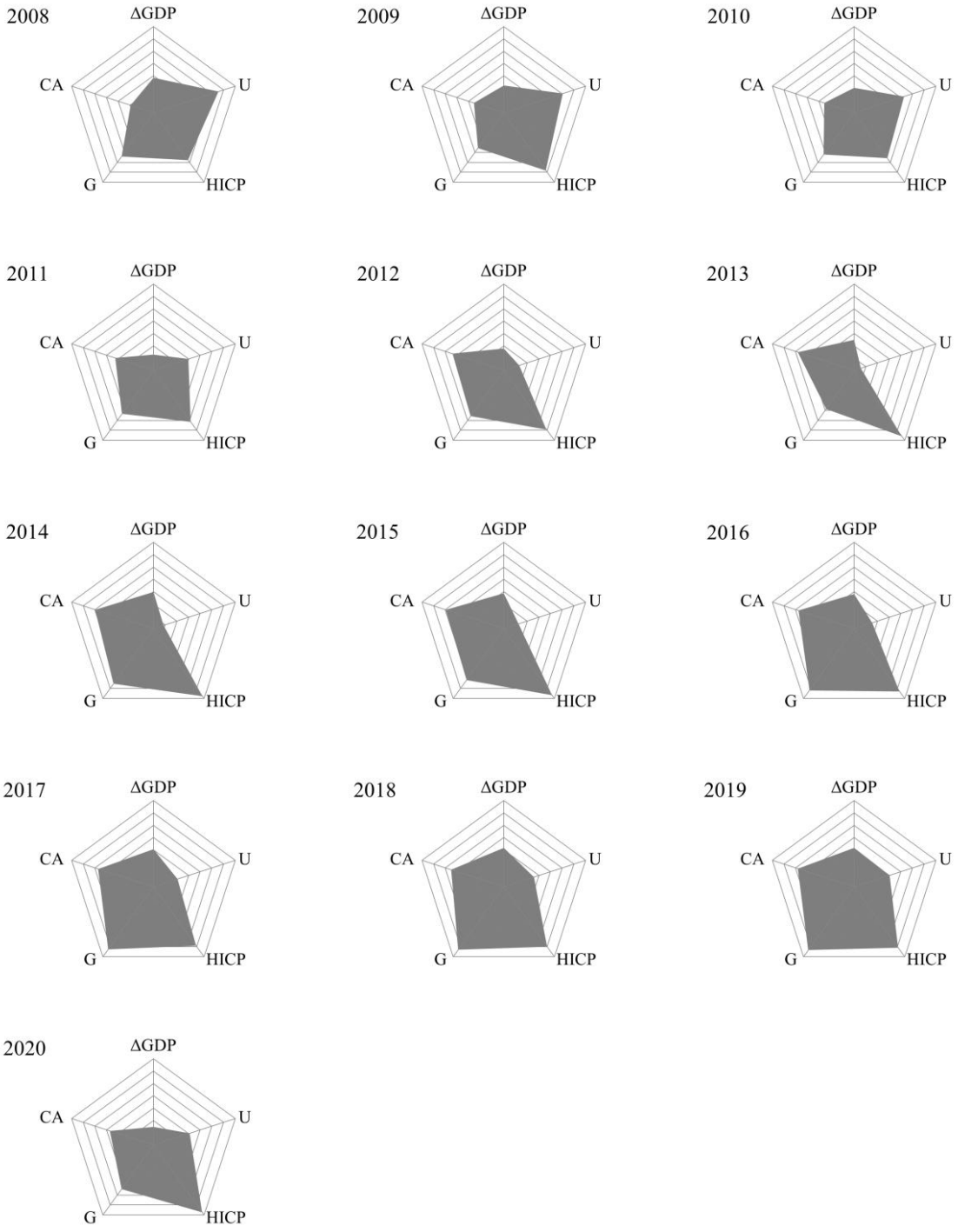
Rys. 8. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Finlandii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



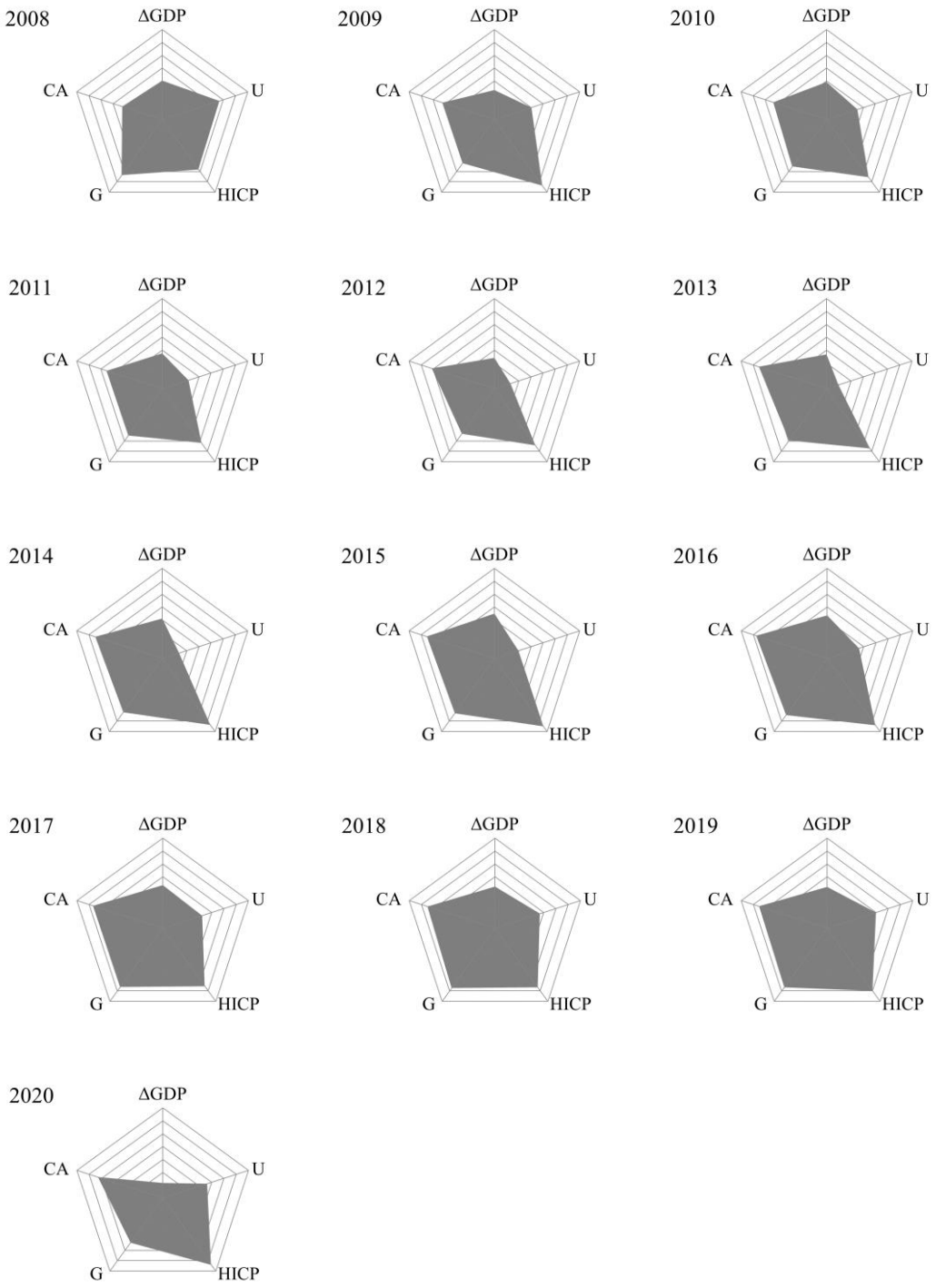
Rys. 9. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Francji w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



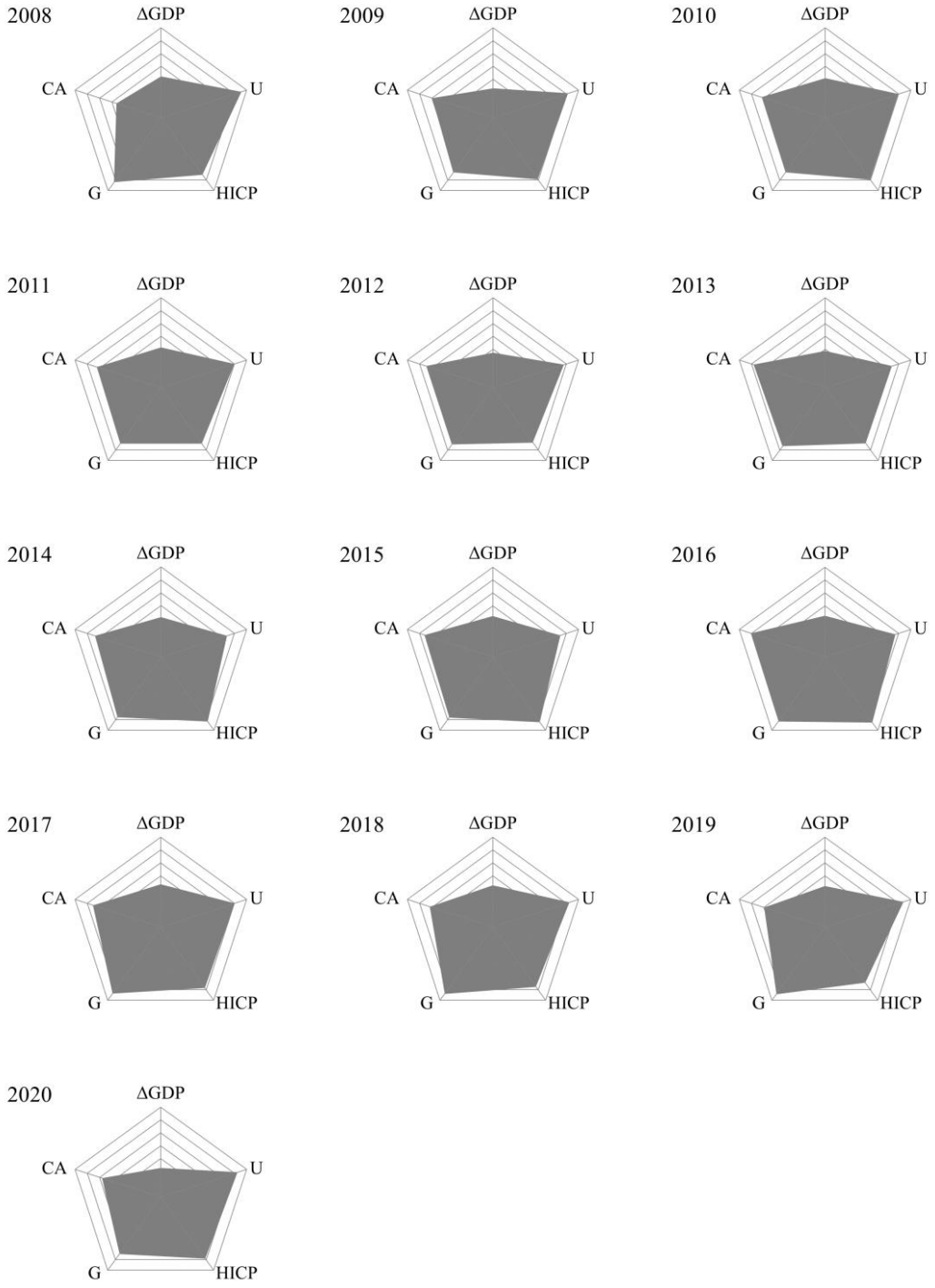
Rys. 10. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Grecji w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



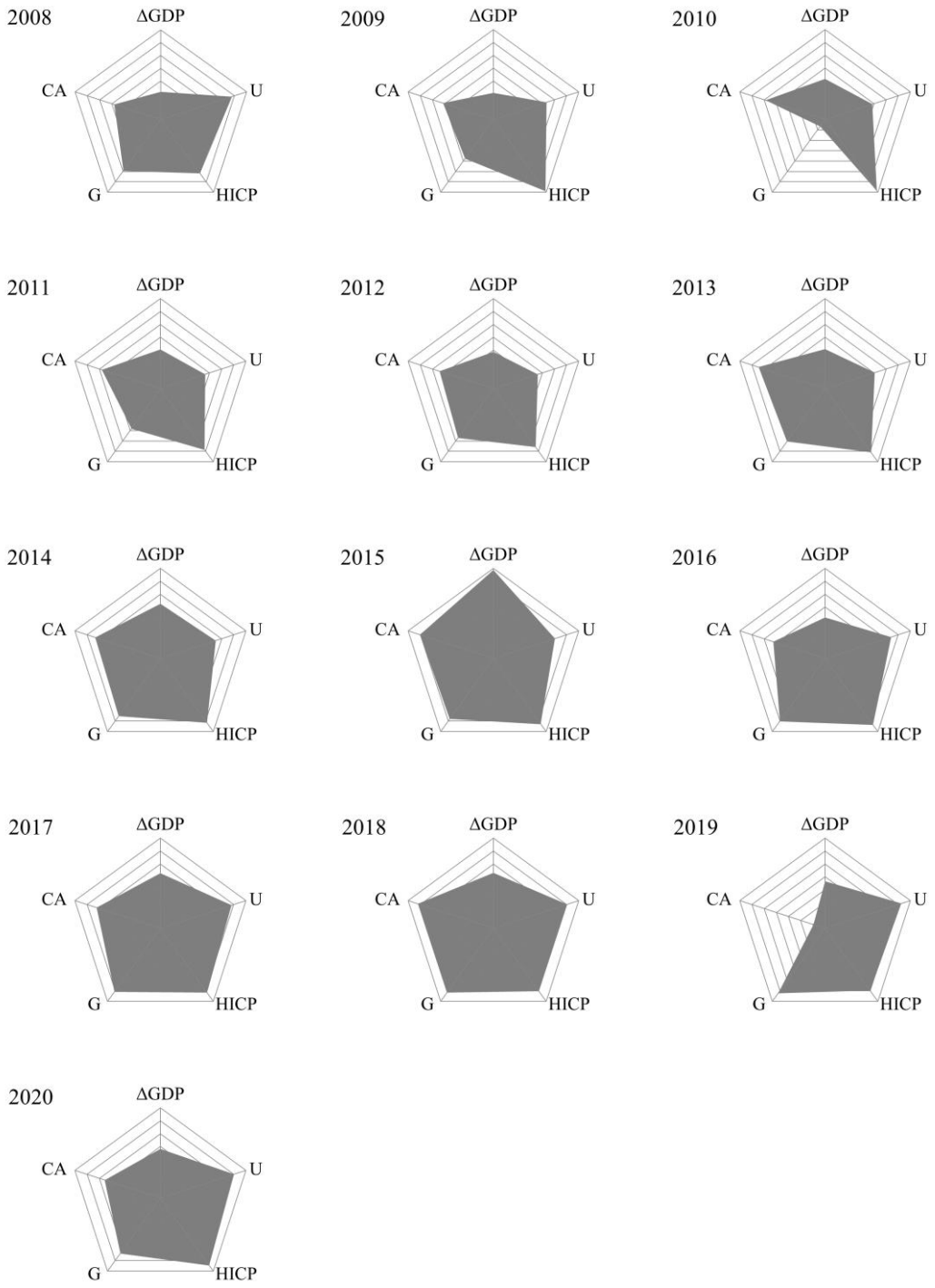
Rys. 11. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Hiszpanii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



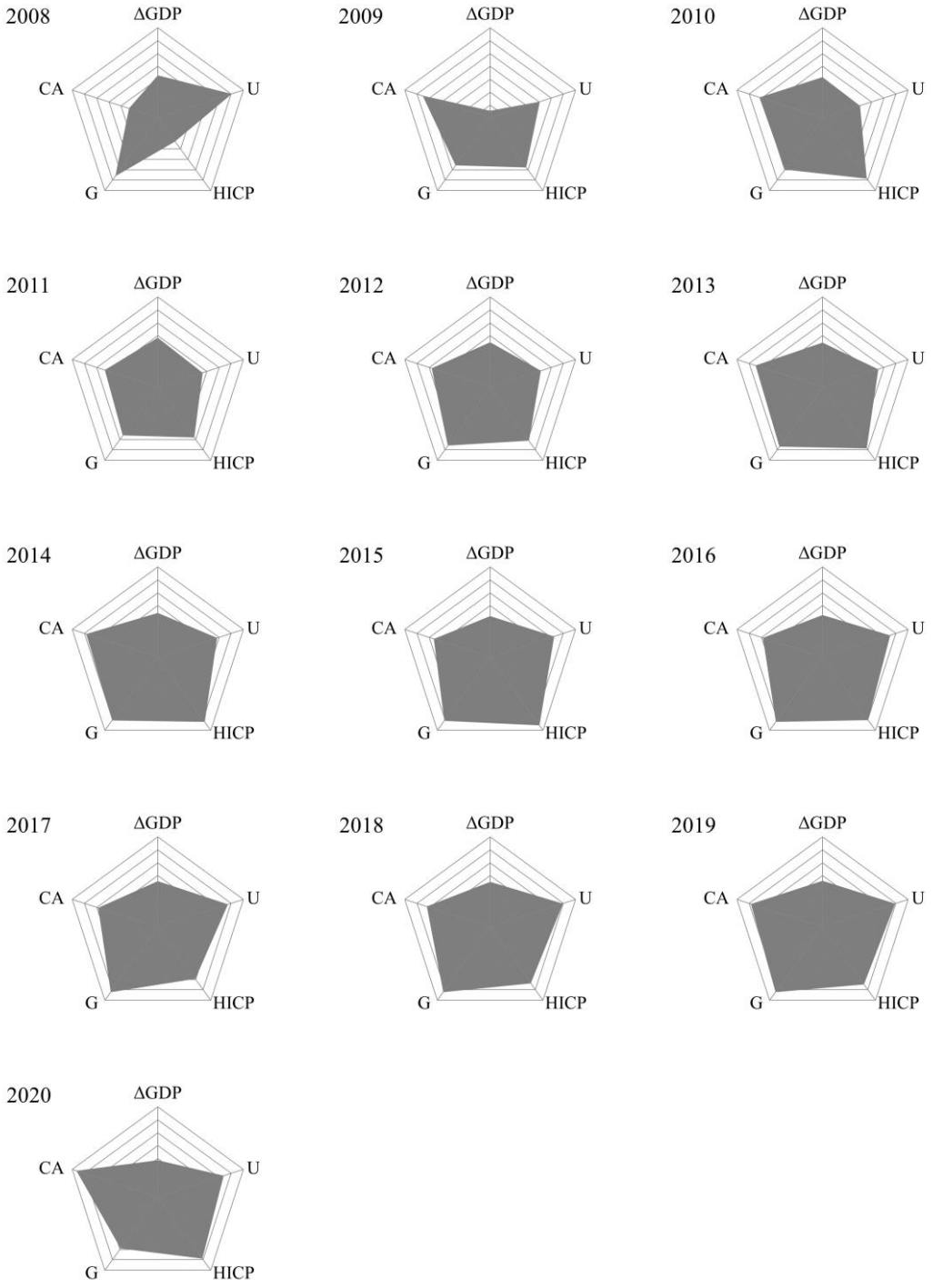
Rys. 12. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Holandii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



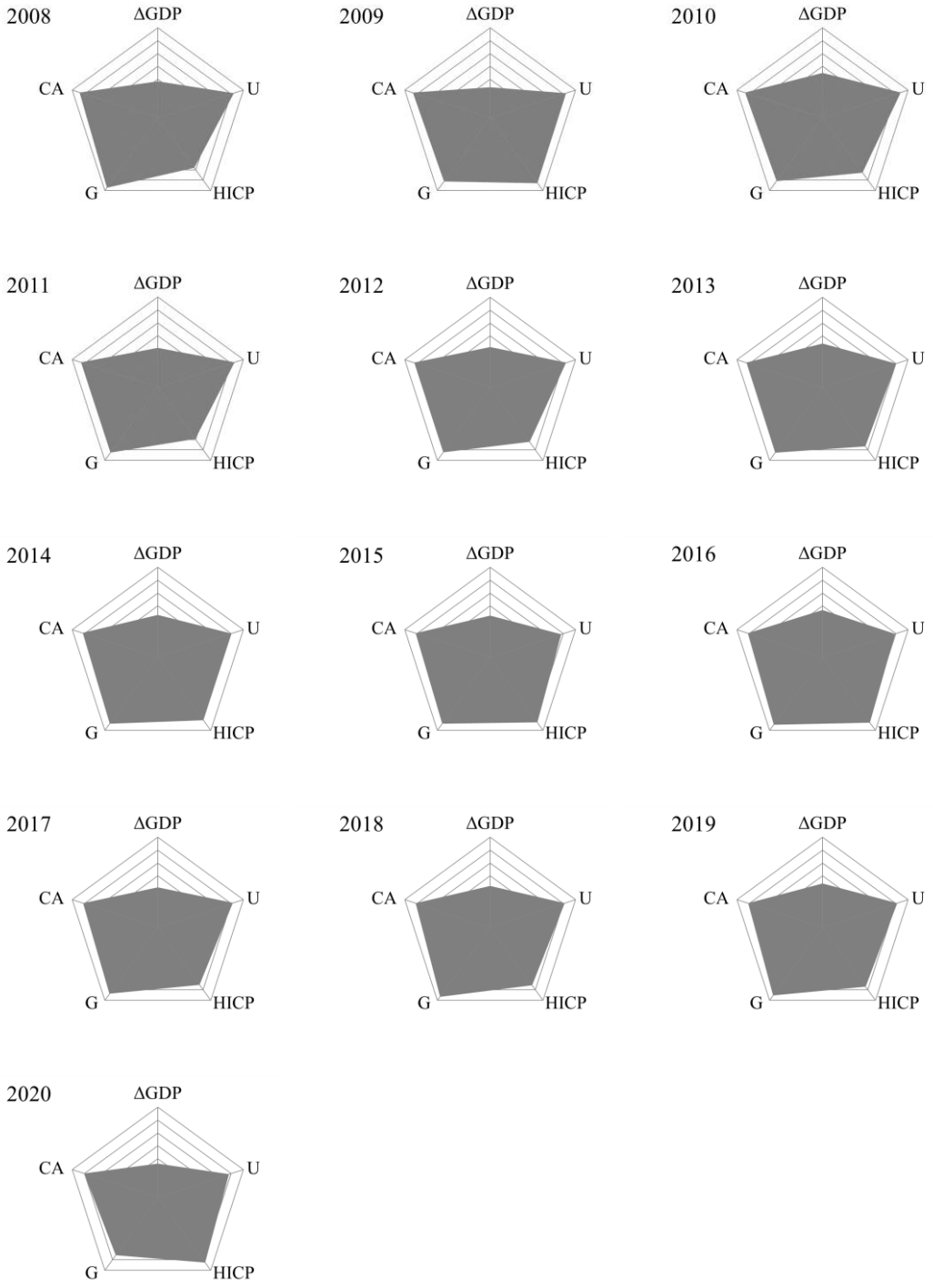
Rys. 13. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Irlandii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



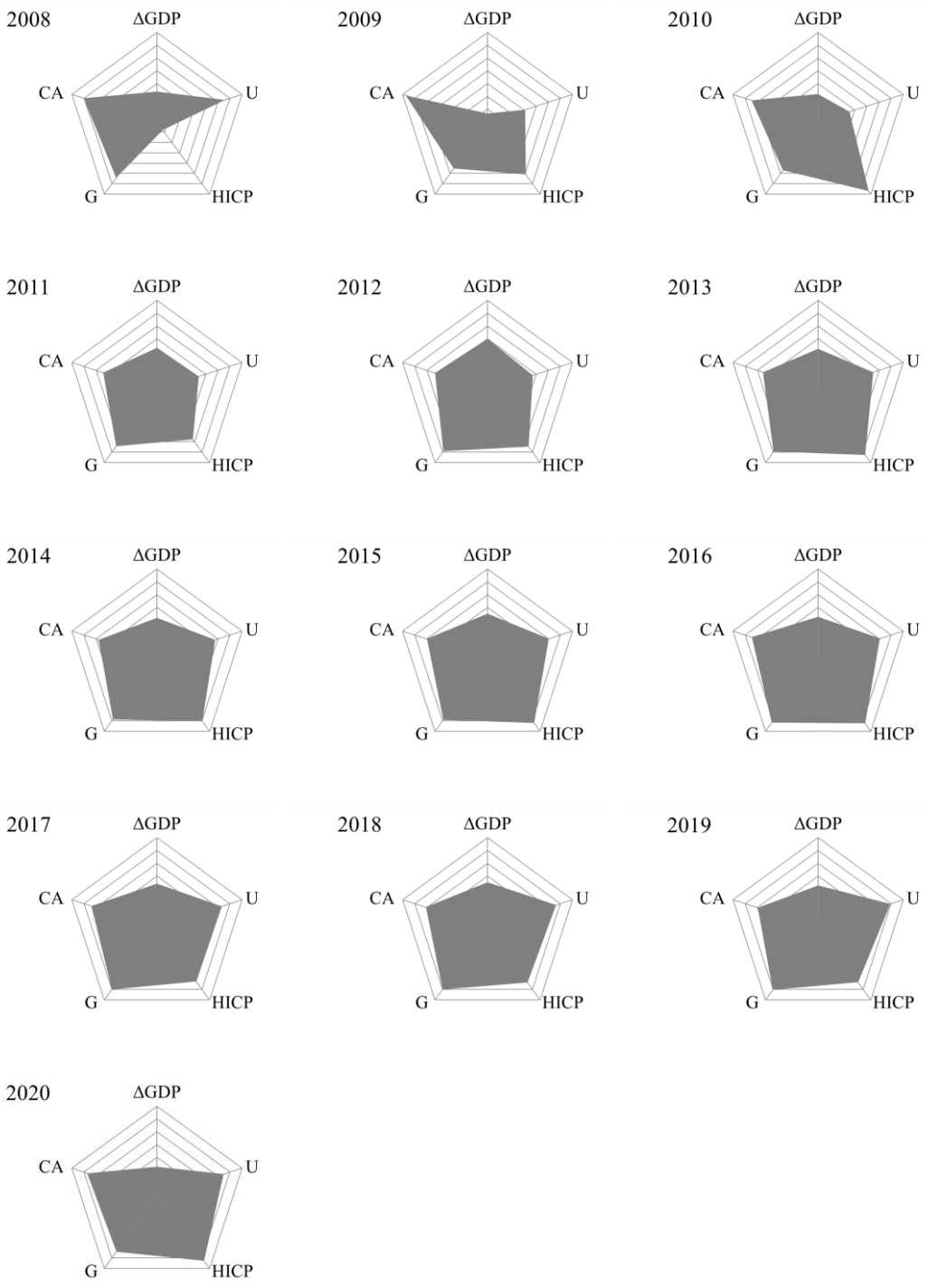
Rys. 14. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Litwy w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



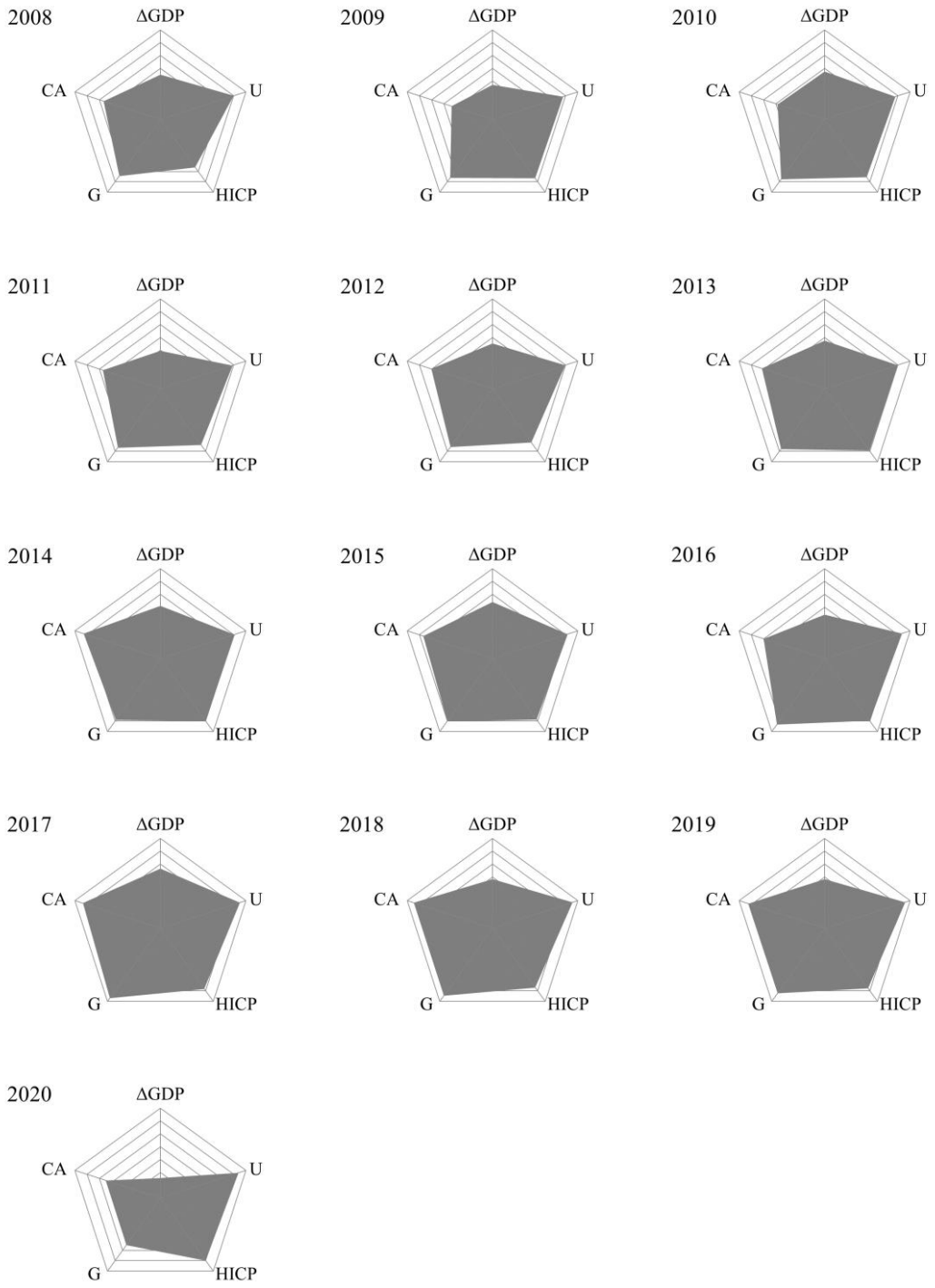
Rys. 15. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Luksemburga w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



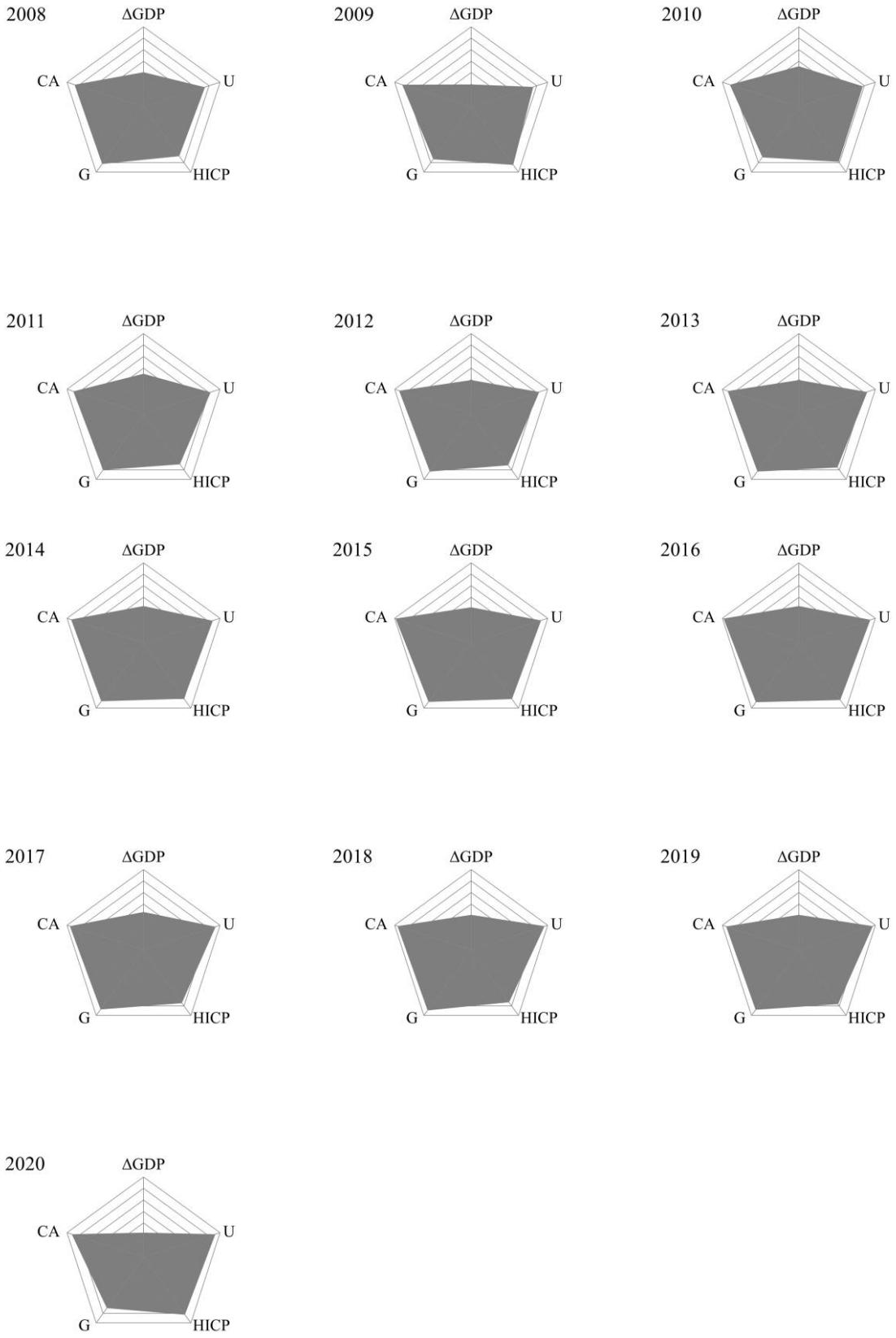
Rys. 16. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Łotwy w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



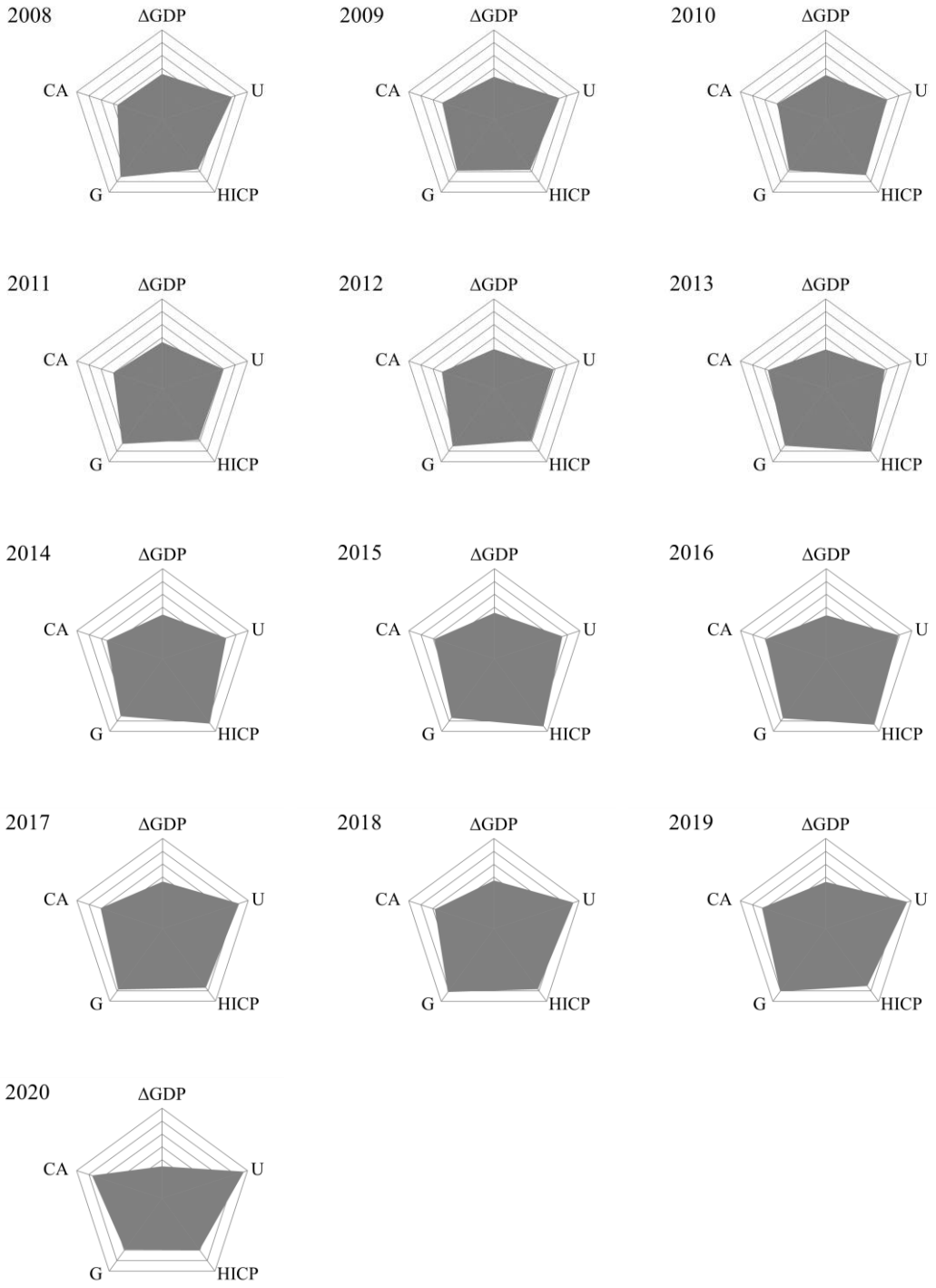
Rys. 17. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Malty w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



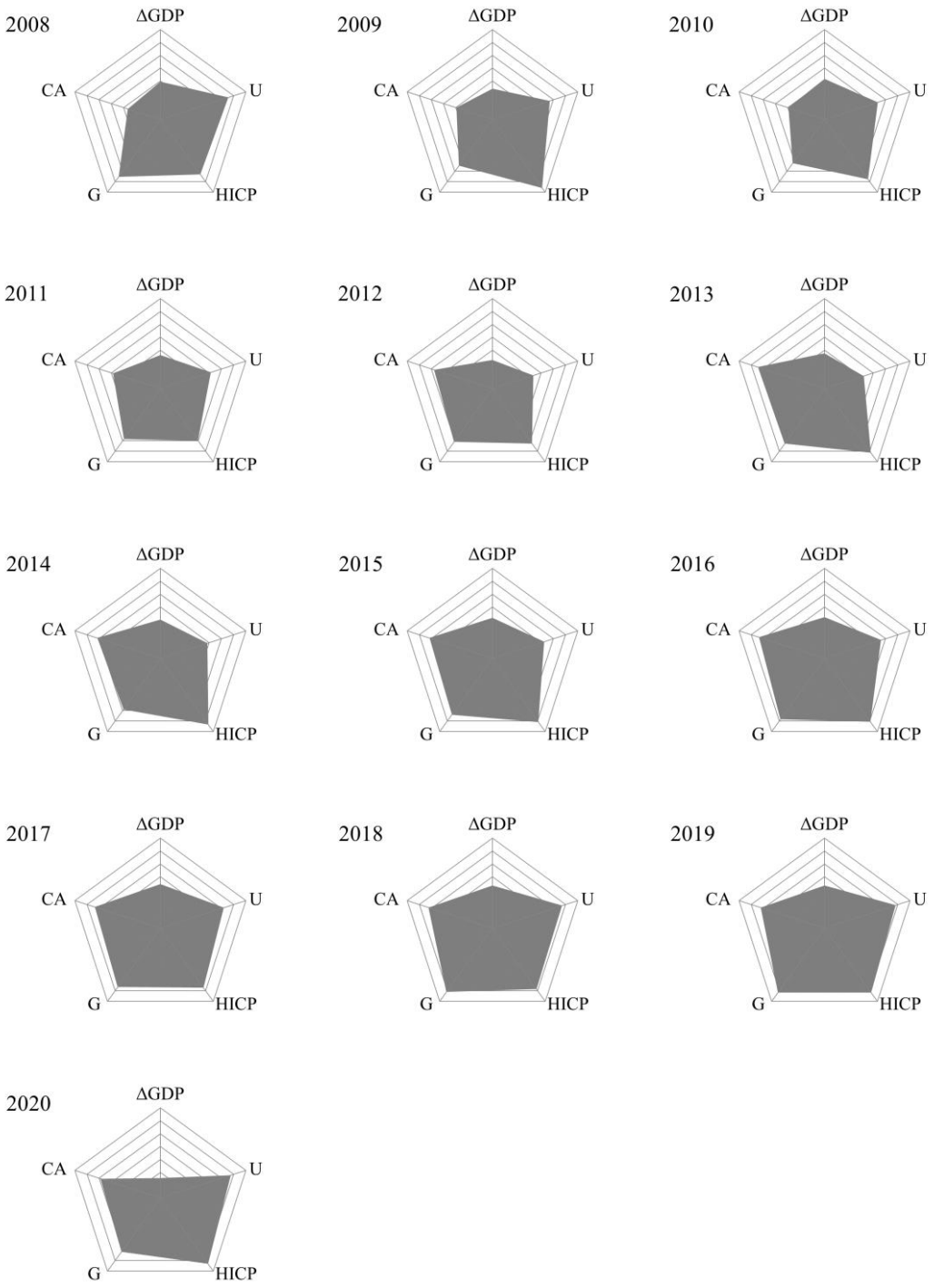
Rys. 18. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Niemiec w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



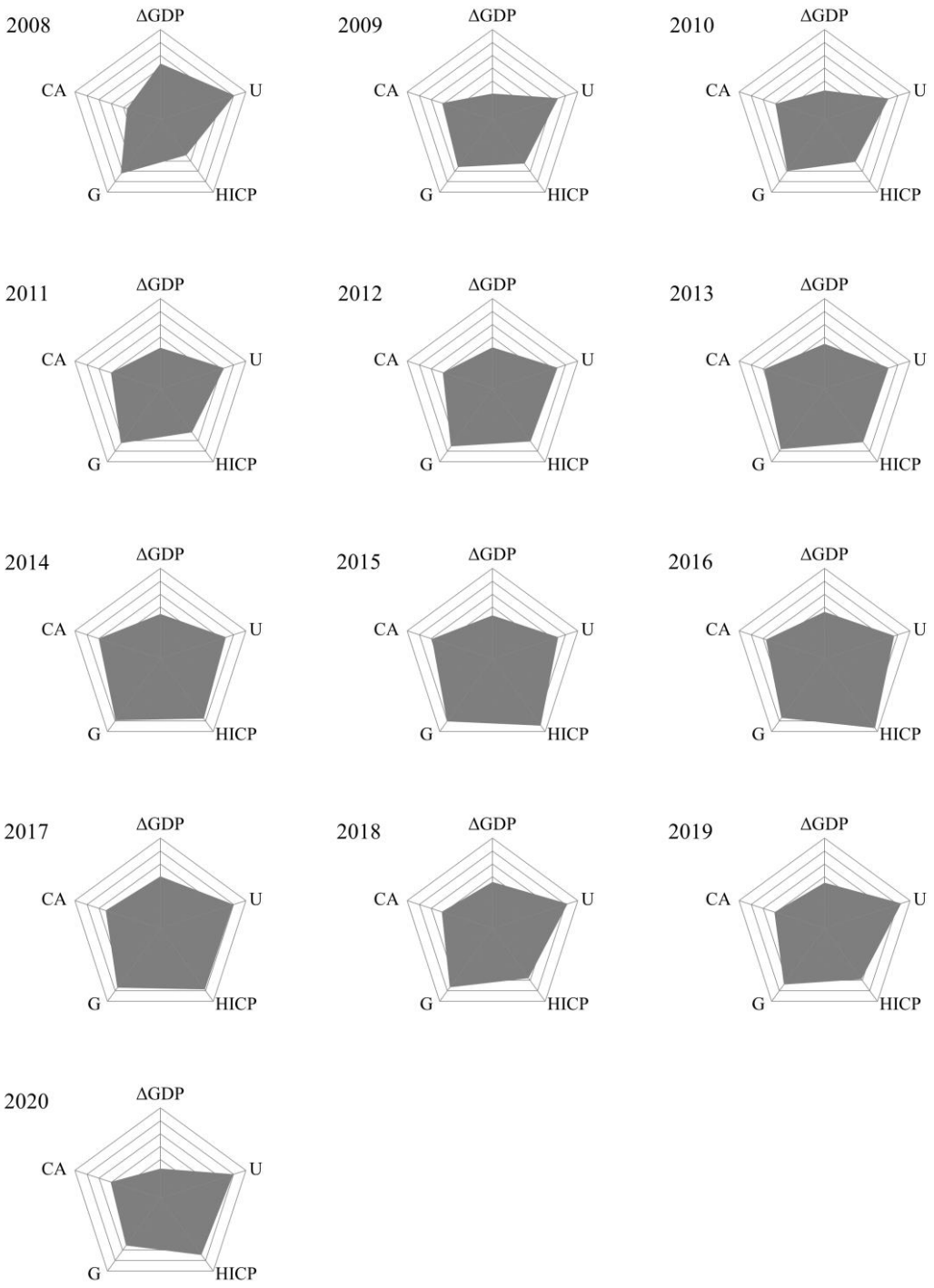
Rys. 19. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Polski w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



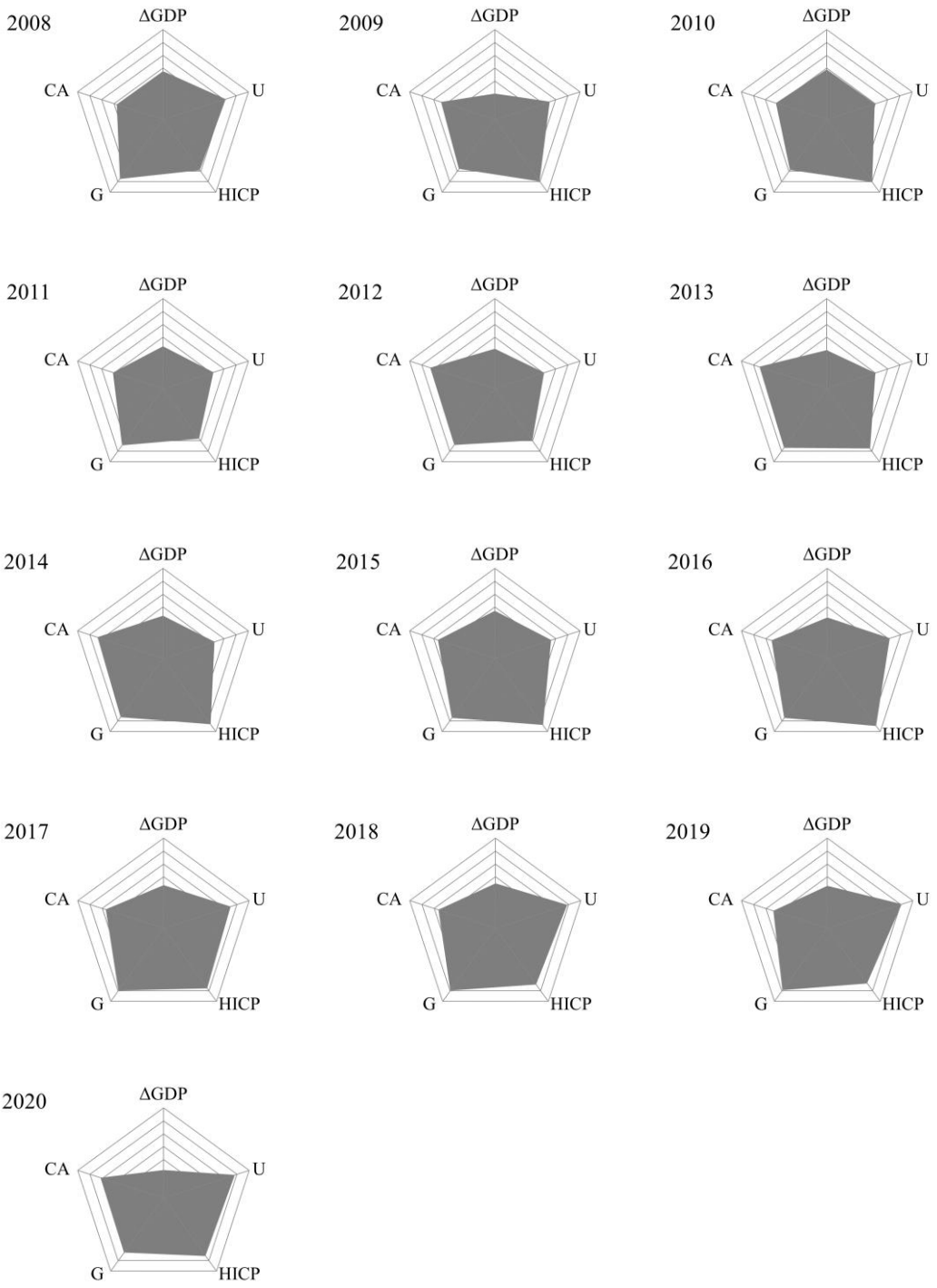
Rys. 20. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Portugalii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



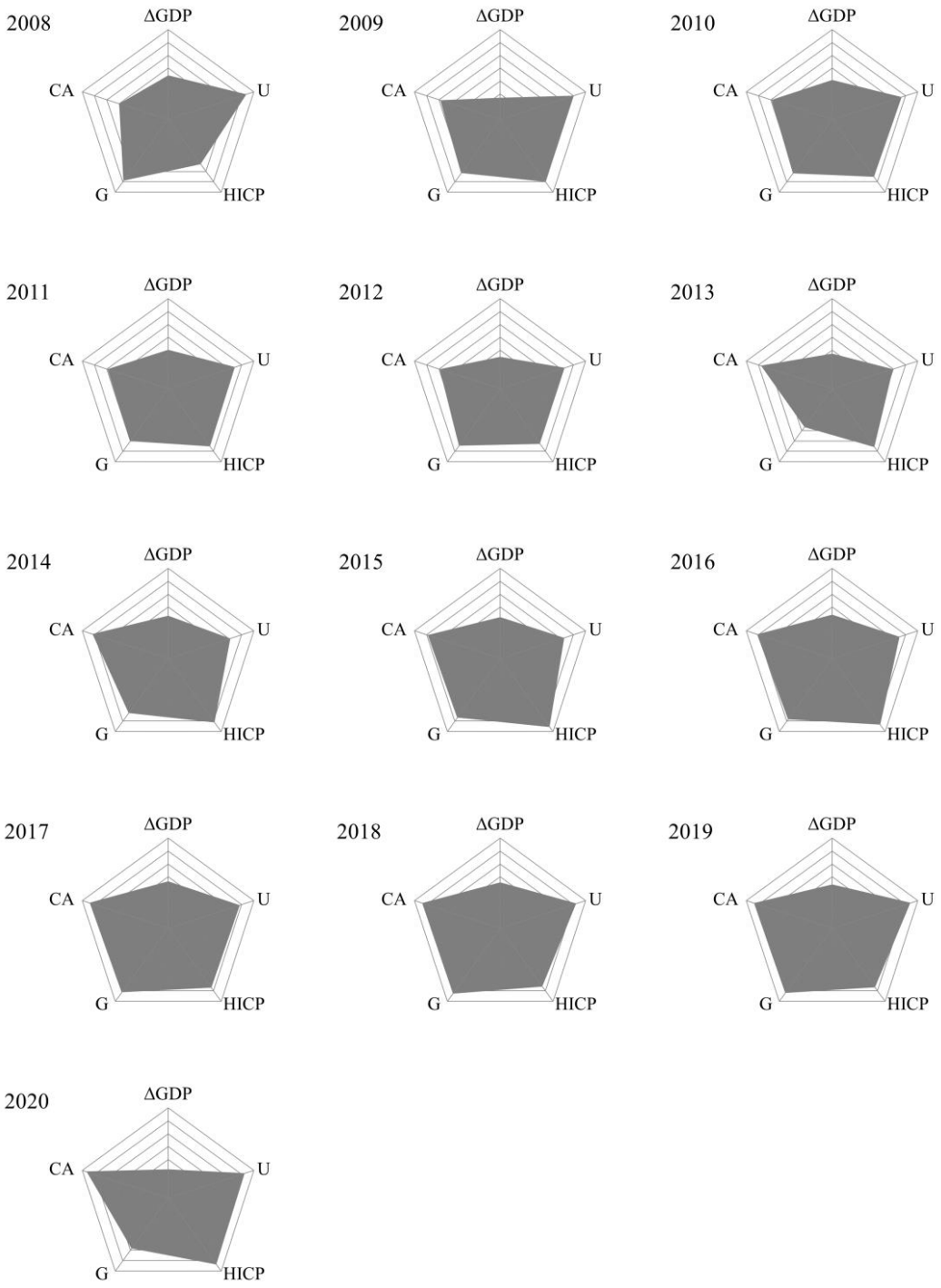
Rys. 21. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Rumunii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



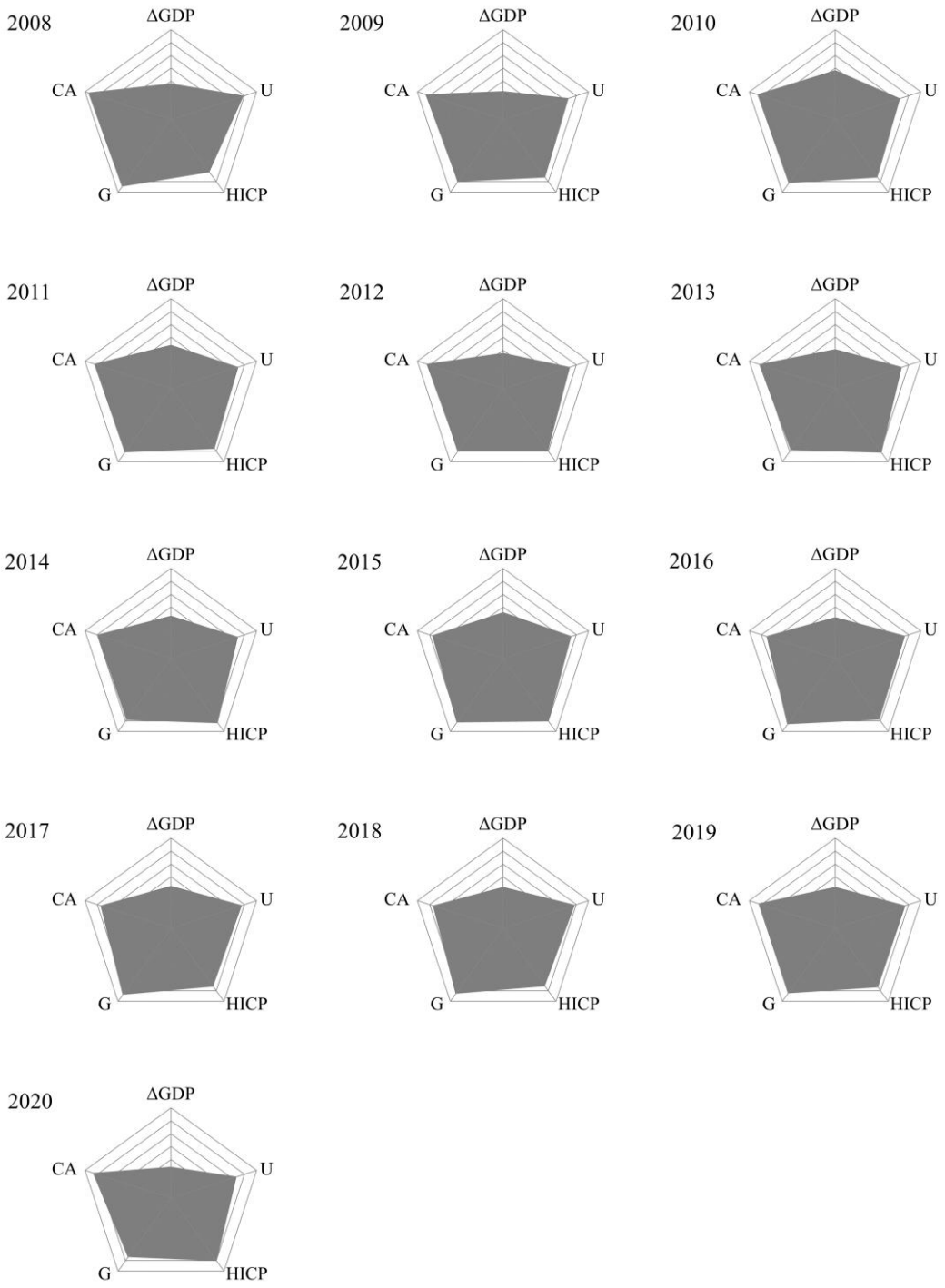
Rys. 22. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Słowacji w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



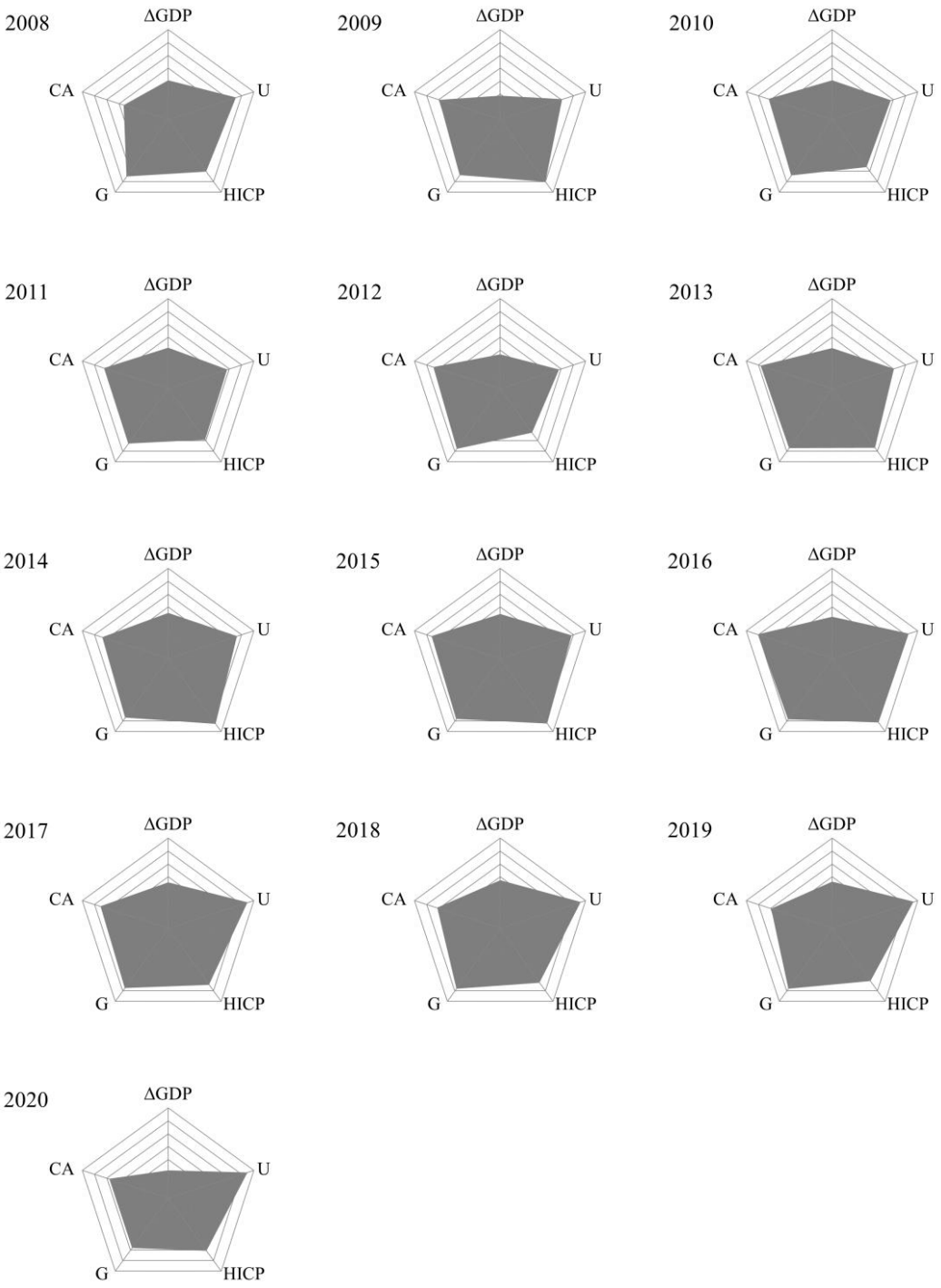
Rys. 23. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Słowenii w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



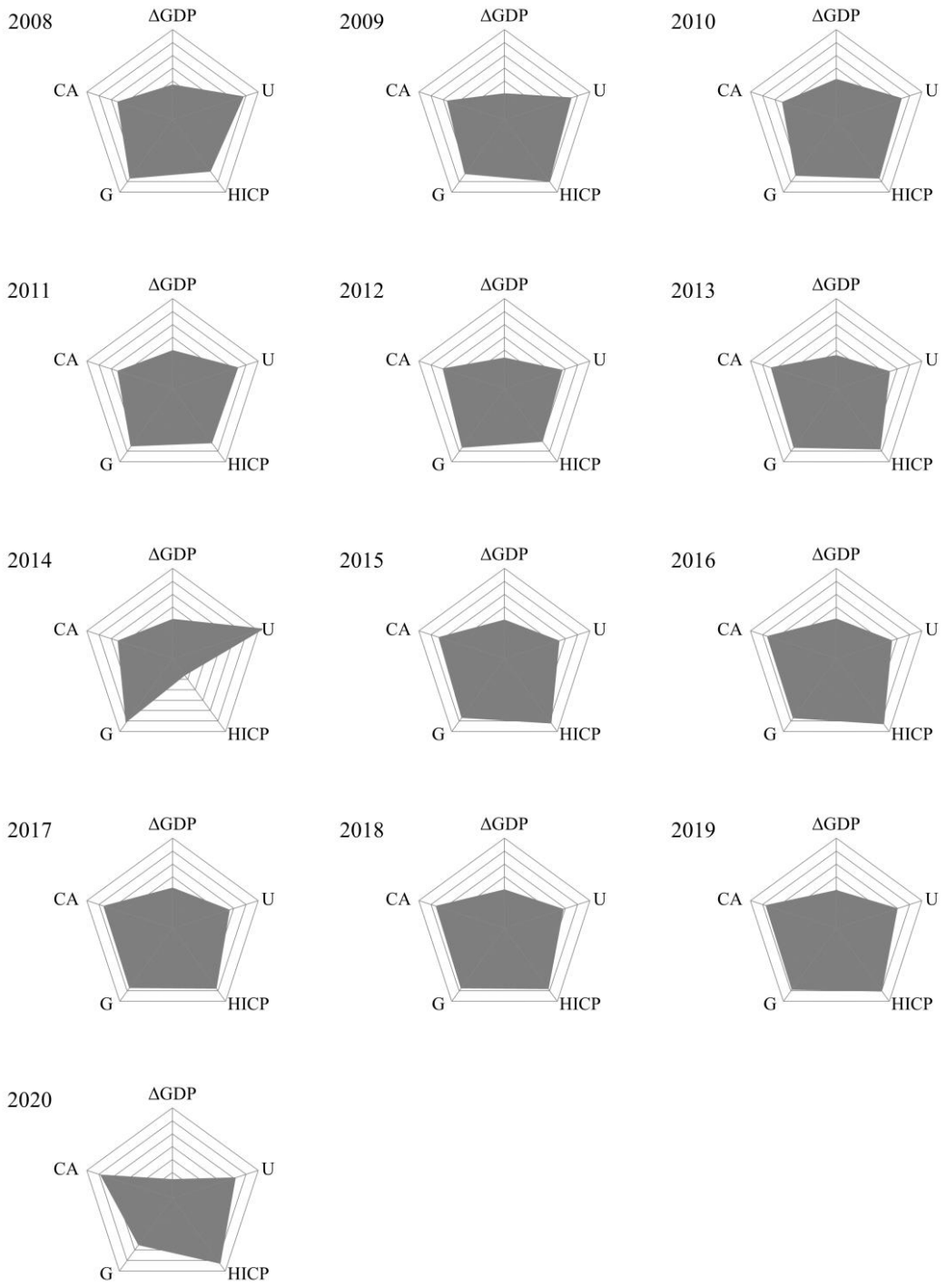
Rys. 24. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Szwecji w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



Rys. 25. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Węgier w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne



Rys. 26. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Włoch w latach 2008-2020

Źródło: opracowanie własne

Tabela 27

Wyniki testu LLC dla krajów UE-26

Zmienna	LLC	
	Wartość statystyki z	Wartość p
PSM	-8,226	0,000
PKB	-3,642	0,000
WDF	-7,142	0,000
ZF	1,966	0,975
PPI	-5,978	0,000
PDM	-11,247	0,000
WS	-4,831	0,000
GI	-6,638	0,000
CR5	-81,905	0,000
DO	-0,280	0.392
DPO	2,774	0.003
ROE	-3,436	0.000
DGD	-2,103	0.018
DPN	-2,718	0.003
DM	-12,386	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 28

Wyniki testu LLC dla krajów „starej" Unii

Zmienna	LLC	
	Wartość statystyki z	Wartość p
PSM	-6,902	0,000
PKB	-2,145	0,016
WDF	-1,498	0,068
ZF	5,266	1
PPI	-5,978	0,000
PDM	-11,247	0,000
WS	-4,831	0,000
GI	-6,638	0,000
CR5	-71,144	0,000
DO	-3,155	0,001
DPO	-2,165	0,015
ROE	-9,605	0,000
DGD	2,096	0,982
DPN	-0,040	0,484
DM	3,345	0,100

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 29

Wyniki testu LLC dla krajów „nowej" Unii

Zmienna	LLC	
	Wartość statystyki z	Wartość p
PSM	-5,202	0,000
PKB	-4,017	0,000
WDF	-9,871	0,000
ZF	-4,791	0,000
PPI	2,515	0,994
PDM	-9,588	0,000
WS	-4,123	0,000
GI	-4,747	0,000
CR5	1,825	0,966
DO	2,288	0,989
DPO	-1,710	0,044
ROE	8,146	1,000
DGD	-4,924	0,000
DPN	-3,159	0,001
DM	-14,748	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 30

Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów UE-26

Zmienna objaśniana: PSM	
Zmienna	VIF
WDF	2,16
ZF	2,16
PPI	1,40
PDM	1,27
WS	1,44
GI	1,17
CR5	1,26
DO	1,68
DPO	1,82
ROE	1,04
DGD	5,44
DPN	1,36
DM	5,65
Zmienna objaśniana: dynamika PKB	
Zmienna	VIF
WDF	2,16
ZF	2,16
PPI	1,85
PDM	1,80
WS	1,84
GI	1,16
CR5	1,26
DO	1,68
DPO	1,82
ROE	1,04
DGD	5,44
DPN	1,36
DM	5,65

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 31

Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów „starej" Unii

Zmienna objaśniana: PSM	
Zmienna	VIF
WDF	2,68
ZF	2,68
PPI	1,53
PDM	1,68
WS	1,56
GI	1,33
CR5	1,53
DO	1,91
DPO	2,22
ROE	1,09
DGD	5,85
DPN	1,12
DM	6,10
Zmienna objaśniana: dynamika PKB	
Zmienna	VIF
WDF	2,68
ZF	2,68
PPI	1,53
PDM	1,68
WS	1,56
GI	1,33
CR5	1,53
DO	1,91
DPO	2,22
ROE	1,09
DGD	5,85
DPN	1,12
DM	6,10

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 32

Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów „nowej" Unii

Zmienna objaśniana: PSM	
Zmienna	VIF
WDF	1,34
ZF	1,34
PPI	1,07
PDM	1,26
WS	1,67
GI	1,74
CR5	1,02
DO	1,33
DPO	1,30
ROE	1,04
DGD	3,18
DPN	2,77
DM	3,81
Zmienna objaśniana: dynamika PKB	
Zmienna	VIF
WDF	1,34
ZF	1,34
PPI	1,07
PDM	1,26
WS	1,67
GI	1,74
CR5	1,02
DO	1,33
DPO	1,30
ROE	1,04
DGD	3,18
DPN	2,77
DM	3,81

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 33

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test Breuscha-Pagana	chisq = 1845,1	0,000
Test CD Pesaran	z = 39,7	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 197,02	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 134,26	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	t(12) = 4,700	0,001
Heteroskedastyczność		
Test White'a	TR^2 = 4,689	0,455

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 34

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test Breuscha-Pagana	chisq = 315,11	0,000
Test CD Pesaran	z = 13,325	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 86,589	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 99,679	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	t(13) = 4,230	0,001
Heteroskedastyczność		
Test White'a	TR^2 = 16,930	0,005

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 35

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF)

Zmienna objaśniana: PSM		
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	t(11) = 22,779	0,000
Heteroskedastyczność		
Test White'a	TR^2 = 2,913	0,713
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	t(11) = 2,558	0,027
Heteroskedastyczność		
Test White'a	TR^2 = 3,593	0,609

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 36

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 37,314	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 157,42	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 237,06	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 31,644	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 83,538	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 124,07	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 37

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 16,393	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 81,057	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 133,700	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 20,336	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 66,032	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 119,420	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 38

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 18,446	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 81,338	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 89,964	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 11,599	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 32,213	0,002
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 47,797	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 39

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 28,518	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 140,54	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 107,580	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 39,954	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 114,070	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 95,425	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 40

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 14,938	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 60,938	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 120,360	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 22,844	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 64,742	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 93,832	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 41

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 16,422	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 79,361	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 17,563	0.286
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 16,230	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 70,808	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 39,814	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 42

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 34,738	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 163,900	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 109,320	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 41,753	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 123,530	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 128,820	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 43

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 18,474	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 65,896	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 90,173	0,000
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 22,112	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 66,616	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 99,415	0,000

Źródło: obliczenia własne w programie R

Tabela 44

Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM)

Zmienna objaśniana: PSM		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 14,101	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 69,283	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 21,780	0.083
Zmienna objaśniana: dynamika PKB		
Zależność przekrojowa		
	Wartość statystyki	Wartość p
Test CD Pesaran	z = 19,211	0,000
Autokorelacja		
Test Breuscha-Godfreya/Woolridge	chisq = 79,151	0,000
Heteroskedastyczność		
Test Breuscha-Pagana	BP = 27,301	0,018

Źródło: obliczenia własne w programie R

Spis rysunków w Aneksie

Rys. 1. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Austrii w latach 2008-2020 228

Rys. 2. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Belgii w latach 2008-2020 229

Rys. 3. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Bułgarii w latach 2008-2020 230

Rys. 4. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Cypru w latach 2008-2020 231

Rys. 5. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Czech w latach 2008-2020. 232

Rys. 6. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Danii w latach 2008-2020.. 233

Rys. 7. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Estonii w latach 2008-2020 234

Rys. 8. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Finlandii w latach 2008-2020 235

Rys. 9. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Francji w latach 2008-2020 236

Rys. 10. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Grecji w latach 2008-2020 237

Rys. 11. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Hiszpanii w latach 2008-2020 238

Rys. 12. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Holandii w latach 2008-2020 239

Rys. 13. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Irlandii w latach 2008-2020 240

Rys. 14. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Litwy w latach 2008-2020 241

Rys. 15. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Luksemburga w latach 2008-2020 242
Rys. 16. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Łotwy w latach 2008-2020 243
Rys. 17. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Malty w latach 2008-2020 244
Rys. 18. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Niemiec w latach 2008-2020 245
Rys. 19. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Polski w latach 2008-2020 246
Rys. 20. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Portugalii w latach 2008-2020 247
Rys. 21. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Rumunii w latach 2008-2020 248
Rys. 22. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Słowacji w latach 2008-2020 249
Rys. 23. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Słowenii w latach 2008-2020 250
Rys. 24. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Szwecji w latach 2008-2020 251
Rys. 25. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Węgier w latach 2008-2020 252
Rys. 26. Pięciokąty stabilizacji makroekonomicznej dla Włoch w latach 2008-2020 253

Spis tabel w Aneksie

Tabela 1. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Austrii 215
Tabela 2. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Belgii……...215
Tabela 3. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Bułgarii 216
Tabela 4. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Cypru……...216
Tabela 5. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Czech……...217
Tabela 6. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Daniii……217
Tabela 7. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Estonii……218
Tabela 8. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Finlandii……..218
Tabela 9. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Francji……219
Tabela 10. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Grecji……219
Tabela 11. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Hiszpanii……220
Tabela 12. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Holandii……220
Tabela 13. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Irlandii……...221
Tabela 14. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Litwy.....221
Tabela 15. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Luksemburga……222
Tabela 16. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Łotwy……222
Tabela 17. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Malty……223
Tabela 18. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Niemiec……223
Tabela 19. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Polski……224
Tabela 20. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Portugalii.....224
Tabela 21. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Rumunii……225
Tabela 22. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Słowacji……225
Tabela 23. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Słowenii 226
Tabela 24. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Szwecji.....226
Tabela 25. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Węgier……..227
Tabela 26. Oszacowane wskaźniki cząstkowe PSM dla Włoch……227
Tabela 27. Wyniki testu LLC dla krajów UE-26……...254
Tabela 28. Wyniki testu LLC dla krajów „starej" Unii……254
Tabela 29. Wyniki testu LLC dla krajów „nowej" Unii……255
Tabela 30. Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów UE-26 256
Tabela 31. Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów „starej" Unii….257
Tabela 32. Czynniki inflacji wariancji (VIF) dla modeli dla krajów „nowej" Unii.258

Tabela 33. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF) 259
Tabela 34. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF) 259
Tabela 35. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniane: WDF oraz ZF) 260
Tabela 36. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI).....260
Tabela 37. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI).....261
Tabela 38. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniające: PPI, PDM, WS, GI).....261
Tabela 39. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE) 262
Tabela 40. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE) 262
Tabela 41. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność krajów „nowej" Unii (zmienne objaśniające: CR5, DO, WPiO, ROE) 263
Tabela 42. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów UE-26 (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM) 263
Tabela 43. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „starej" Unii (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM).....264

Tabela 44. Wyniki testów na zależność przekrojową, autokorelację oraz heteroskedastyczność dla krajów „nowej” Unii (zmienne objaśniające: DGD, DPN, DM).....264