

UNIwersytet Warmiński-Mazurski w Olsztynie
Wydział Nauk Ekonomicznych



Aleksandra Ostrowska

**Stabilność makroekonomiczna i wzrost gospodarczy
w warunkach finansyzacji gospodarki**

Koncepcja rozprawy doktorskiej

Opiekun naukowy:
dr hab. Bogdan Włodarczyk

Olsztyn 2019

Spis treści

1. Wprowadzenie, uzasadnienie tematu	3
2. Założenia metodyczne badań	5
2.1. Cel badań	5
2.2. Hipotezy badawcze	6
2.3. Przedmiot i zakres badań	6
2.4. Metody zastosowane w badaniach	8
3. Wybrane wyniki badań	12
4. Podsumowanie	18
5. Plan pracy	19
Bibliografia	21

1. Wprowadzenie, uzasadnienie tematu

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 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, sferze publicznej, jak i całej gospodarce (GOŁĘBIEWSKI 2017, s. 109; SZCZEPANKOWSKI 2017, s. 287; ADAMSKA, GŁÓWKA, SOBIECKI, 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 funkcjonujących 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, KIM, 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, FROUD, JOHAL, LEAVER, WILLIAMS, 2008, s.174; SŁODOWA-HELPA 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 roku 2008 (FREEMAN 2010, s. 163; MITRĘGA-NIESTRÓJ 2012, s. 159; RATAJCZAK 2017 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, GUEVARA, PIERROS, 2016, s. 2). Aktualnie jest to zjawisko obserwowane 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 ostatniego kryzysu finansowego (GOŁĘBIEWSKI, SZCZEPANKOWSKI 2015, s. 198; RATAJCZAK 2017, s. 24-25).

Badania zagadnienia procesu finansyzacji skupiają się przede wszystkim na weryfikacji jego przyczyn, skali oraz konsekwencji w postaci wpływu na efektywność gospodarowania, rozwój oraz stabilność światowej gospodarki (GOŁĘBIEWSKI, SZCZEPANKOWSKI, WIŚNIEWSKA, 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 (GOŁĘBIEWSKI, SZCZEPANKOWSKI, 2015, s. 202). Proces finansyzacji skutkuje osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego oraz większą podatnością gospodarek na kryzysy finansowe (MARSZAŁEK 2013, s. 227). W rezultacie proces finansyzacji prowadzi do zniekształceń przebiegu tradycyjnego cyklu koniunkturalnego (SZUNKE 2014, s. 101; MAŁECKI 2016, s. 49). Do cech współczesnego cyklu koniunkturalnego zalicza 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 finansowym oraz gospodarczym. Zróżnicowanie to wynika przede wszystkim z różnych etapów 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 oraz procesów wdrażania gospodarki opartej na wiedzy. 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 rozprawie doktorskiej.

2. Założenia metodyczne badań

2.1. Cel badań

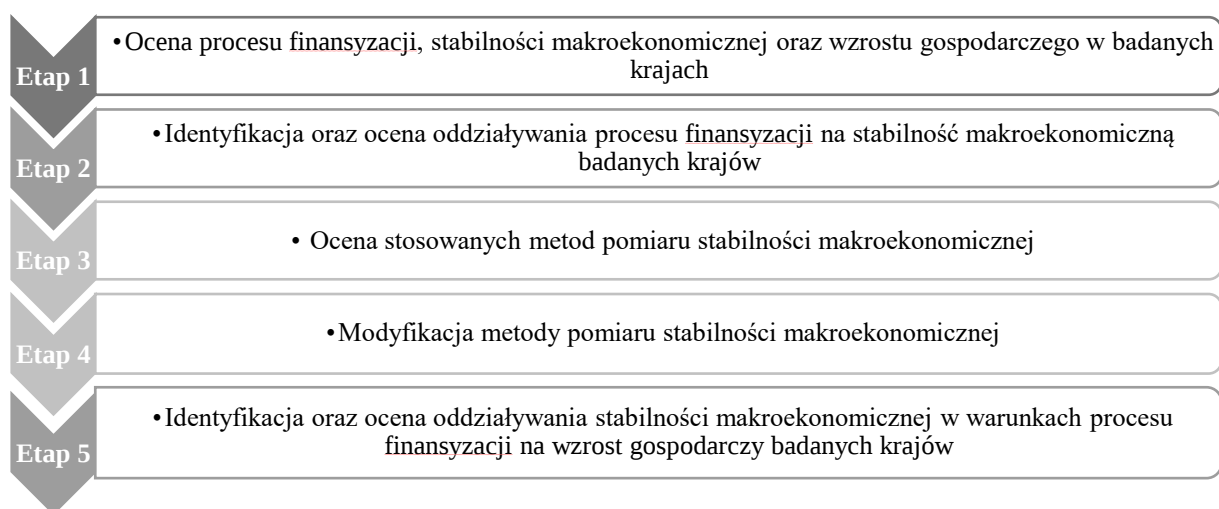
Celem badań jest identyfikacja oraz ocena oddziaływania finansyzacji na stabilność makroekonomiczną oraz wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej.

Do powyższego celu głównego sformułowano następujące cele szczegółowe:

1. Ocena procesu finansyzacji, stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego w badanych krajach.
2. Ocena oddziaływania procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną badanych krajów.
3. Ocena oddziaływania stabilności makroekonomicznej w warunkach procesu finansyzacji na wzrost gospodarczy badanych krajów.

Celem empirycznym badań jest ocena dotychczas stosowanych metod pomiaru stabilności makroekonomicznej.

Celem aplikacyjnym badań jest modyfikacja metody pomiaru stabilności makroekonomicznej oraz próba sformułowania rekomendacji dla polityki pieniężnej oraz nadzoru finansowego.



Rys. 1. Schemat badań

Źródło: opracowanie własne

2.2. Hipotezy badawcze

H1: Niezależnie od faktu przyjęcia waluty euro badane kraje charakteryzują się zróżnicowaniem procesu finansyzacji, stabilności makroekonomicznej oraz tempa wzrostu gospodarczego.

H2: Proces finansyzacji w znacznym stopniu oddziałuje na stabilność makroekonomiczną krajów strefy euro, natomiast, w krajach spoza unii walutowej oddziaływanie to jest słabsze.

H3: W krajach charakteryzujących się szybszym rozwojem procesu finansyzacji oddziaływanie stabilności makroekonomicznej na wzrost gospodarczy jest silniejsze.

2.3. Przedmiot i zakres badań

Zakres przedmiotowy badań obejmuje 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 w poniższej tabeli przedstawiono definicje przyjęte w badaniach (tab. 1).

Tabela 1

Definicje podstawowych pojęć przyjęte w badaniach

Pojęcie	Definicja
Rynek finansowy	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	Finansyzacja oznacza rosnące znaczenie sektora finansowego w gospodarce (DĄBROWSKI, FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA, 2018, s. 11). 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).
Stabilność makroekonomiczna	Stabilność makroekonomiczna oznacza długookresową równowagę między kluczowymi relacjami w gospodarce, tj. między popytem krajowym a produkcją, saldem płatności, dochodami oraz wydatkami budżetowymi, oszczędnościami oraz inwestycjami (OECD, THE WORLD BANK 2001). Stabilność makroekonomiczną wyznaczają konfiguracje wskaźników makroekonomicznych (niskiej inflacji, stopy bezrobocia, długu publicznego, dodatniego salda obrotów bieżących), które stanowią podstawę zrównoważonego wzrostu gospodarczego (GORYNIA, ŁAŻNIEWSKA, 2009, s. 145).
Wzrost gospodarczy	Wzrost gospodarczy stanowi mierzalną kategorię ekonomiczną, która oznacza przyrost wartości rocznej produkcji dóbr i usług w danym kraju (Roszko-Wójtowicz, Białek, 2017, s. 195).

Źródło: opracowanie własne

Zakres podmiotowy badań obejmuje 28 krajów Unii Europejskiej w podziale na kraje strefy euro oraz spoza unii walutowej. Podział ten uwarunkowany jest specyfiką etapów integracji europejskiej, na których znajdują się badane kraje. Kraje strefy euro posługują się wspólną walutą, co związane jest z brakiem autonomicznej polityki pieniężnej oraz możliwości jej oddziaływania na gospodarkę. Natomiast kraje spoza unii walutowej zachowują narodowe waluty dysponując autonomiczną polityką pieniężną umożliwiającą oddziaływanie na gospodarkę (KOZAKIEWICZ 2012, s. 14). Niezależnie od rodzaju realizowanej polityki pieniężnej, w krajach Unii Europejskiej prowadzona jest autonomiczna polityka fiskalna, koordynowana jednak przez władze europejskie (HELLER, KOTLIŃSKI, 2012, s. 227). Celem tych polityk pozostaje utrzymanie stabilności makroekonomicznej (GIŻYŃSKI 2013, s. 23).

Zakres czasowy badań obejmuje lata 2000-2018, w których wyodrębniono dwa podokresy:

1. Lata przed rozpoczęciem kryzysu 2000-2007.
2. Lata po rozpoczęciu kryzysu 2008-2018.

Podstawą wyodrębnienia powyższych podokresów była przyjęta data rozpoczęcia się ogólnoświatowego kryzysu finansowego – rok 2008, w którym upadłość ogłosił największy bank w USA Lehman Brothers (CONNERTY 2010, s. 7; MICHEL 2013, s. 1). Kryzys ten rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, a jego skutki odczuła większość krajów, głównie wysoko rozwiniętych (ADAMCZYK 2012, s. 13).

Dane statystyczne wykorzystane w badaniach pozyskano z następujących baz danych: EUROSTAT, OECD, Banku Światowego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Narodowego Banku Polskiego oraz Komisji Nadzoru Finansowego.

2.4. Metody zastosowane w badaniach

Metoda analizy oraz krytyki piśmiennictwa

W badaniach dokonano krytycznej analizy polskiego oraz światowego dorobku naukowego w obszarze zagadnień finansyzacji, stabilności makroekonomicznej oraz wzrostu gospodarczego. 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 także zdefiniowanie wymienionych pojęć oraz identyfikacja powiązań między nimi. Na jej podstawie wyodrębniono również zestaw wskaźników, które pozwoliły dokonać analizy oraz oceny kształtowania się badanych procesów oraz zjawisk w krajach Unii Europejskiej.

Analiza porównawcza

Drugą z metod wykorzystanych w badaniach była metoda porównawcza, za pomocą której wyodrębniono kraje, które charakteryzowały się szybszym rozwojem procesu finansyzacji, większą stabilnością makroekonomiczną oraz wyższym tempem wzrostu gospodarczego. Dokonane porównania miały charakter zarówno czasowy (pionowy), co pozwoliło stwierdzić, czy istnieją różnice w kształtowaniu się badanych zjawisk w krajach Unii Europejskiej w okresie przed oraz po wybuchu kryzysu, jak i przestrzenny (poziomy) w grupach krajów strefy euro oraz spoza unii walutowej.

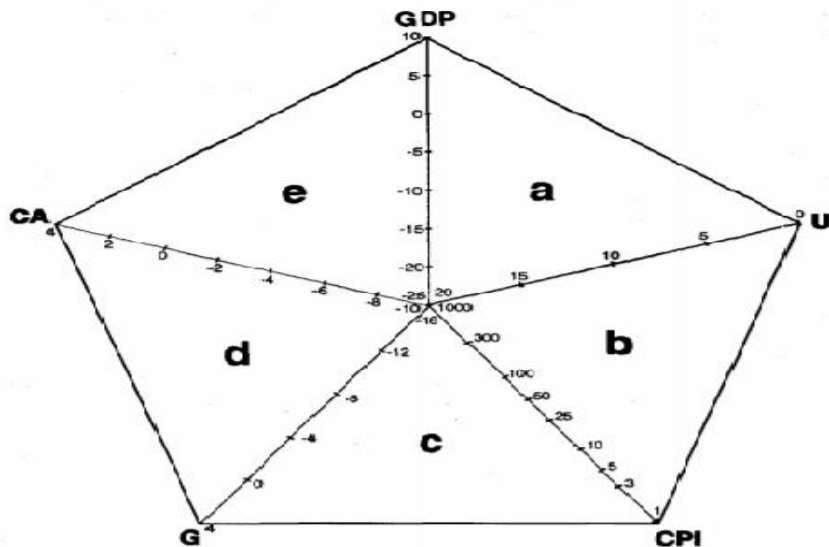
Analiza statystyczna

Analizę porównawczą oparto o wcześniej przeprowadzoną analizę statystyczną uzyskanych danych. Obliczono maksymalne oraz minimalne wartości wskaźników opisujących badane zjawiska. Posłużono się również średnimi wartościami wskaźników dla krajów strefy euro oraz spoza unii walutowej, a także w poszczególnych podokresach.

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, FIERLA, GRYGIEL-TOMASZEWSKA, 2018, s. 9). W opisywanych badaniach zgodnie z przyjętą definicją badaniu poddano modele systemów finansowych funkcjonujące w poszczególnych krajach Unii Europejskiej, proces finansyzacji w sektorach bankowych oraz na rynkach kapitałowych. Istotny aspekt finansyzacji stanowi także rosnące zadłużenie, co również poddano analizie statystycznej.

Określenia stopnia stabilności makroekonomicznej w krajach Unii Europejskiej dokonano w pierwszym etapie za pomocą wskaźników najczęściej stosowanych w literaturze, a następnie za pomocą modelu Pięciokąta Stabilizacji Makroekonomicznej, który został zainicjowany w 1990 r. w Instytucie Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego. Model ten bazując na danych wtórnych umożliwił określenie całościowego poziomu stabilności makroekonomicznej poszczególnych krajów Unii Europejskiej za pomocą syntetycznego wskaźnika, ale również wskaźników cząstkowych dla poszczególnych sfer, tj. fiskalnej, wewnętrznej oraz zewnętrznej w danym okresie badawczym. Do wskaźników makroekonomicznych uwzględnionych w zastosowanym modelu należą: stopa wzrostu PKB (%), stopa bezrobocia (%), stopa inflacji (%), relacja salda budżetu do PKB (%) oraz relacja salda rachunku obrotów bieżących do PKB (%) (MALINA, MIERZWA, 2017, s. 92).

Po wykonaniu obliczeń i uzyskaniu wskaźników cząstkowych, jak i syntetycznych stopnia stabilności makroekonomicznej krajów Unii Europejskiej skonstruowano pięciokąty, których wierzchołki stanowią wcześniej obliczone wskaźniki. Promienie pięciokąta poczynawszy od środka pięciokąta są odpowiednio wyskalowane na podstawie danych makroekonomicznych.



Rys. 2. Wyskalowany pięciokąt stabilizacji makroekonomicznej

Źródło: KOŁODKO G.W. 1993. *Kwadratura Pięciokąta. Od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, Poltext, Warszawa, s. 52

Na pięciokąt ten składa się pięć trójkątów (JANECKI 2017, s. 128):

- a - trójkąt sfery realnej, tj. stopy wzrostu gospodarczego i stopy bezrobocia,
- b - trójkąt stagflacji tj. stopy bezrobocia i inflacji,
- c - trójkąt budżetu i inflacji,
- d - trójkąt równowagi finansowej, tj. salda budżetu i obrotów bieżących,
- e - trójkąt sektora zewnętrznego, tj. salda obrotów bieżących i dynamiki PKB.

Analiza statystyczna wraz z analizą porównawczą pozwoliły zweryfikować pierwszą z postawionych w badaniach hipotez, która dotyczyła zróżnicowania krajów Unii Europejskiej.

Analiza ekonometryczna

Druga z postawionych hipotez dotyczyła identyfikacji oraz oceny oddziaływania procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną w poszczególnych krajach Unii Europejskiej w dwóch podokresach. W celu jej weryfikacji zastosowano model ekonometryczny, w którym przyjęto wskaźniki charakteryzujące proces finansyzacji jako zmienne niezależne oraz wskaźniki stabilności makroekonomicznej jako zmienne zależne. Dane wykorzystane w modelu mają charakter panelowy, gdyż badaniu poddano zbiorowość składającą się z 28 krajów Unii Europejskiej w poszczególnych latach. Uzyskano więc

sekwencyjne obserwacje konkretnych jednostek dla wielu okresów (MUSZYŃSKA 2006, s. 216). W badaniach wykorzystano modele panelowe z efektami ustalonymi oraz losowymi.

Ze względu na istotne oddziaływanie procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną w badanych krajach przekształcono dotychczas proponowany syntetyczny wskaźnik określający stabilność makroekonomiczną. Dokonano tego poprzez wyeliminowanie z modelu tempa wzrostu gospodarczego oraz zastąpienie go wskaźnikiem, określającym proces finansyzacji. Był to wskaźnik, który w największym stopniu oddziaływał na stabilność makroekonomiczną. Wzrost gospodarczy natomiast wyłączono z tego wskaźnika traktując go jako efekt stabilności makroekonomicznej, a nie jej część składową, co wynikało z przyjętej definicji stabilności makroekonomicznej. Uzyskane wówczas wskaźniki porównano z dotychczas proponowanymi. Pozwoliło to ustalić, czy w wyniku włączenia procesu finansyzacji do oceny stabilności makroekonomicznej, kształtuje się ona inaczej w poszczególnych krajach oraz latach.

Ostatnim etapem badań, w którym zastosowano ponownie model ekonometryczny była identyfikacja oraz ocena oddziaływania stabilności makroekonomicznej, przy ocenie której proces finansyzacji traktuje się jako nieodłączny jej element, na wzrost gospodarczy, co pozwoliło zweryfikować ostatnią z postawionych hipotez.

Wartość dodaną pracy będzie stanowiła próba sformułowania na podstawie uzyskanych wyników rekomendacji dla polityki pieniężnej oraz nadzoru finansowego, gdyż w literaturze wskazuje się, że jest to proces, który stanowi istotny problem nie tylko dla władz gospodarczych, ale również dla nadzorców finansowych (GOSTOMSKI 2014, s. 309).

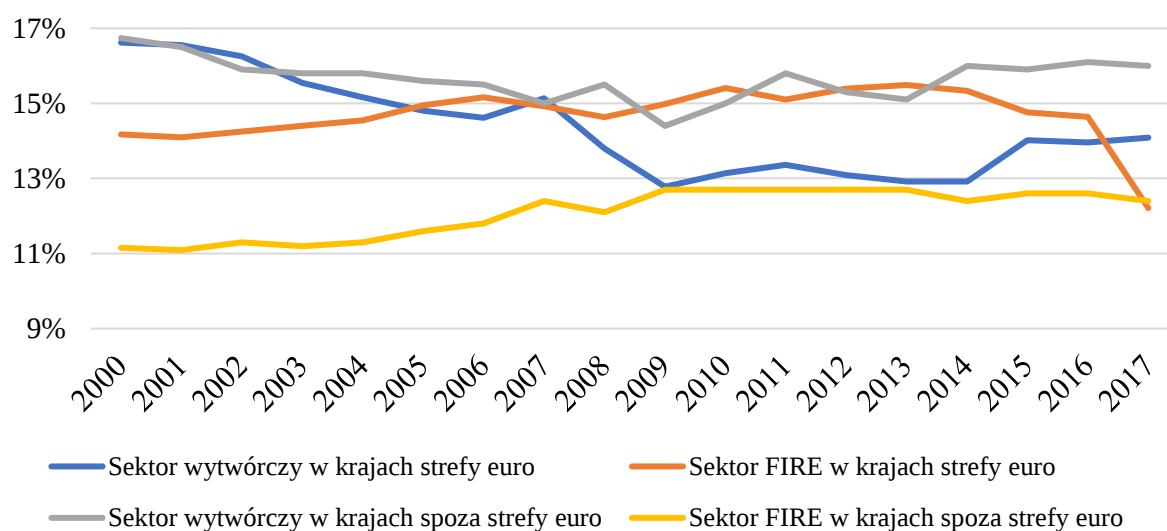
Wyniki badań przedstawiono w formie tabel, wykresów oraz opisów.

3. Wybrane wyniki badań

Ocena procesu finansyzacji w krajach Unii Europejskiej

Przejawem procesu finansyzacji jest rosnący udział sektora finansowego w gospodarce przy jednoczesnym zmniejszaniu się udziału sektora wytwórczego (MĄCZYŃSKA 2011, s. 57; LEWICKI 2014, s. 128; GOŁĘBIEWSKI, SZCZEPANKOWSKI, 2017, s. 205). Jedną z miar pozwalających zweryfikować tę zależność jest udział wartości dodanej generowanej przez te sektory w wartości dodanej ogółem powstającej w poszczególnych gospodarkach.

W badaniach wstępnych, w celu porównania grupy krajów strefy euro do krajów spoza unii walutowej, obliczono wartości średnie.



Rys. 3. Średni udział wartości dodanej w PKB generowanej przez sektor wytwórczy oraz sektor FIRE¹ w krajach strefy euro oraz spoza unii walutowej w latach 2000-2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD

W początkowych latach analizy, tj. 2000-2002 średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy w krajach strefy euro oraz nienależących do strefy euro kształtował się na podobnym poziomie, ok. 17%, po czym zaczął stopniowo maleć w obu grupach krajów. Szybszy spadek zaobserwowano w krajach strefy euro, w których pod koniec 2009 r. średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy wyniósł ok. 12,7%, natomiast w pozostałych krajach 14,4%. Z kolei, średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE był wyższy w krajach strefy euro, ale ulegał stopniowemu

¹ Sektor FIRE (ang. *finance, insurance and real state*) – sektor finansów, ubezpieczeń oraz nieruchomości

wzrostowi w obu grupach krajów. W roku 2007, w krajach strefy euro, nastąpiło zrównanie się średniego udziału wartości dodanej generowanej przez omawiane sektory, po czym sektor FIRE zaczął generować wyższy udział wartości dodanej, a w latach 2016-2017 nastąpił spadek do poziomu 12,2%. Natomiast, w krajach nienależących do strefy euro średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy nadal przewyższał sektor FIRE. Jednak różnica ta ulegała zmniejszeniu.

Najwyższy udział wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE w krajach strefy euro występował w całym badanym okresie w Luksemburgu (ok. 31-32%). W kraju tym odnotowano jednocześnie największy spadek udziału wartości dodanej wytworzonej przez sektor wytwórczy (z poziomu 9,6% do 4,9%). Najniższym udziałem wartości dodanej wytworzonej przez sektor FIRE w latach 2000-2014 od ok. 9% do 13% charakteryzowała się Hiszpania, a od 2015 r., po przystąpieniu do strefy euro Litwa (ok. 8%).

Ponadto, w krajach funkcjonujących aktualnie w strefie euro można wyróżnić trzy grupy krajów. Pierwszą grupę stanowiły kraje, w których średni udział wartości dodanej sektora FIRE w całym badanym okresie przewyższał sektor wytwórczy. Do krajów tych należały: Francja, Grecja, Luksemburg, Malta, Cypr. Do drugiej grupy zaliczyć można kraje, w których nastąpiło zrównanie tych wartości, a następnie sektor FIRE wytwarzał większy udział wartości dodanej, tj. Belgia, Włochy, Łotwa, Holandia, Portugalia, Hiszpania. Do trzeciej grupy krajów należały te gospodarki, w których średni udział wartości dodanej sektora wytwórczego przewyższał sektor FIRE, tj. Austria, Finlandia, Niemcy, Irlandia, Litwa, Słowacja, Słowenia. Wyjątek stanowiła Finlandia, w której następowały fluktuacje średniego udziału wartości dodanej analizowanych sektorów, po czym sektor wytwórczy przewyższył sektor FIRE.

W większości krajów spoza strefy euro, tj. w Czechach, na Węgrzech, w Polsce, Rumunii oraz Szwecji udział wartości dodanej generowanej w sektorze wytwórczym przewyższał sektor FIRE. Wyraźną dominację sektora FIRE zidentyfikowano jedynie w Wielkiej Brytanii, a zrównanie, a następnie dominację sektora FIRE zaobserwowano w Danii oraz Chorwacji. W Bułgarii w 2017 r. nastąpiło ponowne zrównanie średniego udziału wartości dodanej sektorów, co nie daje podstaw do przypuszczeń, w którym z sektorów generowana wartość dodana będzie wyższa.

W latach 2000-2017 średni poziom wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy był wyższy w krajach nienależących do strefy euro, natomiast w krajach strefy euro - przez sektor FIRE. W badanym okresie zaobserwowano malejący średni poziom wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy we wszystkich krajach Unii

Europejskiej. Natomiast średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE we wszystkich krajach wzrósł. Zróżnicowanie procesu finansyzacji zaobserwowano również w badanych podokresach. W latach 2000-2007 w krajach strefy euro średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy przewyższał średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE, po czym, w podokresie 2008-2017 tendencje te uległy zmianie i średni udział wartości dodanej generowanej w sektorze FIRE przewyższył wartość dodaną generowaną przez sektor wytwórczy. Natomiast, w krajach poza strefy euro, niezależnie od przyjętego podokresu średni udział wartości dodanej generowanej przez sektor wytwórczy przewyższał generowaną przez sektor FIRE.

Analiza średniego poziomu wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE oraz wytwórczy w większości krajów Unii Europejskiej wskazuje na rozwój procesu finansyzacji. Większa część krajów, w których można zaobserwować szybszy rozwój tego procesu funkcjonuje w strefie euro. Najniższy poziom procesu finansyzacji odnotowano w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, których systemy finansowe są klasyfikowane jako zorientowane bankowo (GOŁĘBIEWSKI, SZCZEPANKOWSKI, 2015, s. 213-214).

Ocena stabilności makroekonomicznej w krajach Unii Europejskiej

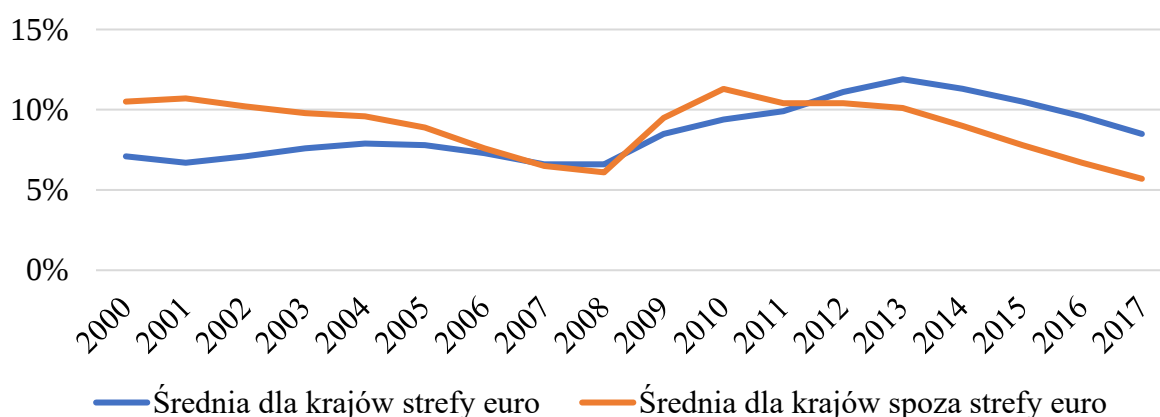
W latach 2000-2007 średni poziom stopy bezrobocia był wyższy w krajach spoza strefy euro. Do krajów, które należały w tym okresie do strefy euro, charakteryzujących się najwyższym średnim poziomem stopy bezrobocia należały Hiszpania (10,3%) i Grecja (10%), a najniższym Luksemburg (3,6%). Z kolei, w krajach spoza unii walutowej najwyższy średni poziom stopy bezrobocia wystąpił na Słowacji (16,8%) i w Polsce (16,8%), a najniższy w Danii (4,6%) oraz Wielkiej Brytanii (5,1%).

W latach 2008-2017 sytuacja uległa zmianie i kraje strefy euro odnotowywały wyższy średni poziom stopy bezrobocia. Do krajów strefy euro, które odnotowały najwyższy średni poziom stopy bezrobocia zaliczyć można ponownie Hiszpanię (20,5%) oraz Grecję (19,7%), a najniższy Austria (5,2%). Natomiast, w krajach spoza strefy euro najwyższą średnią stopą bezrobocia charakteryzowała się Chorwacja (13,4%), a najniższą Czechy (5,7%).

W latach 2007-2008 średni poziom stopy bezrobocia w krajach spoza unii walutowej przewyższył średni poziom w krajach strefy euro. Od roku 2009 średni poziom stopy bezrobocia wzrósł w większości krajów Unii Europejskiej, szybciej jednak w krajach funkcjonujących poza strefą euro. Tendencja ta utrzymywała się do roku 2011, po którym

średni poziom stopy bezrobocia w krajach strefy euro przewyższył poziom krajów spoza strefy euro.

W latach 2008-2017 najwyższym średnim poziomem stopy bezrobocia w krajach strefy euro charakteryzowała się ponownie Hiszpania (20,5%) oraz Grecja (19,7%), najniższym Austria (5,2%). W krajach spoza strefy euro najwyższy poziom średniej stopy bezrobocia wystąpił w Chorwacji (13,4%), najniższy w Czechach (5,7%).



Rys. 4. Średni poziom stopy bezrobocia (w %) w krajach strefy euro oraz spoza unii walutowej w latach 2000-2017

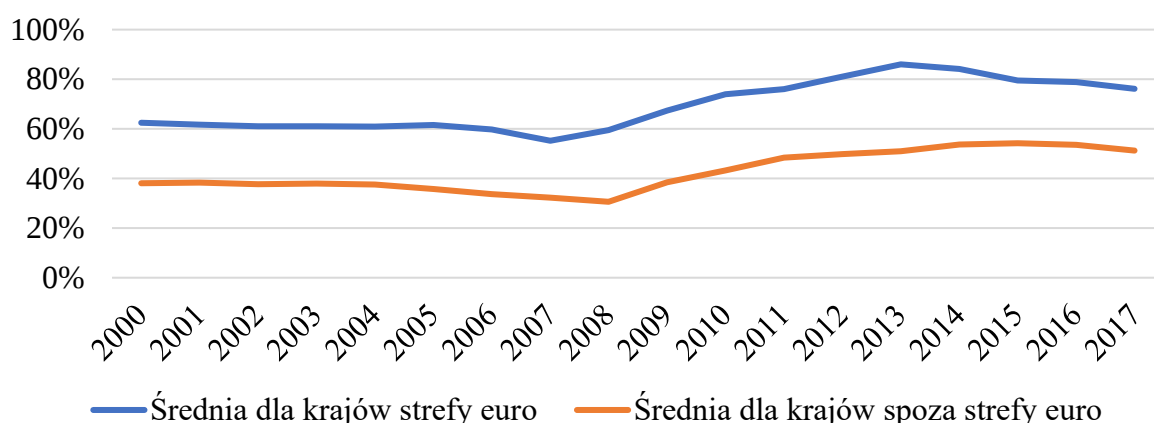
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EUROSTAT

W latach 2000-2007 średnia relacja długu publicznego do PKB utrzymywała się na stabilnym poziomie zarówno w krajach strefy euro, jak i spoza unii walutowej. Wyższy jednak jej poziom zaobserwowano w krajach strefy euro. W większości krajów strefy euro w badanym okresie nastąpił niewielki spadek długu publicznego. Wyjątek stanowiła Francja, Luksemburg, Malta, Niemcy, Portugalia, w których dług publiczny w relacji do PKB uległ wzrostowi. Największy średni poziom długu publicznego w relacji do PKB w latach 2000-2007 wystąpił w Grecji (104,4%) oraz we Włoszech (102,1%). Najniższy średni poziom odnotowano w Luksemburgu (7,3%).

W większości krajów nienależących do strefy euro w latach 2000-2007 zaobserwowano wzrost długu publicznego, tj. w Chorwacji, Czechach, Polsce, na Węgrzech oraz w Wielkiej Brytanii. Najwyższy średni poziom długu publicznego w krajach spoza strefy euro wystąpił na Węgrzech (58,7%), a najniższy w Rumunii (19,1%).

W podokresie 2000-2007 różnica między krajami strefy euro oraz spoza unii walutowej utrzymywała się na stałym poziomie, podczas gdy w kolejnym podokresie 2008-2017 różnica ta uległa zwiększeniu. Od roku 2014 następuje stopniowe zmniejszanie długu publicznego we wszystkich krajach, co należy ocenić pozytywnie.

W latach 2008-2017 w przypadku większości krajów strefy euro, oprócz Malty oraz Niemiec, zaobserwowano wzrost długu publicznego w relacji do PKB. Największy jego średni poziom zanotowano w Grecji (160,7%), we Włoszech (122,6%), Portugalii (113,3%) oraz w Belgii (102,6%), a najniższy w Estonii (8,3%). Podobne tendencje wystąpiły w krajach spoza unii walutowej, w której we wszystkich gospodarkach zanotowano wzrost długu publicznego w relacji do PKB. Najwyższy jego średni poziom odnotowano w Wielkiej Brytanii (79,3%) oraz na Węgrzech (76,9%), a najniższy w Bułgarii (19,8%) oraz Rumunii (32,2%).



Rys. 5. Średni poziom długu publicznego w relacji do PKB (w %) w krajach strefy euro oraz spoza unii walutowej w latach 2000-2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EUROSTAT

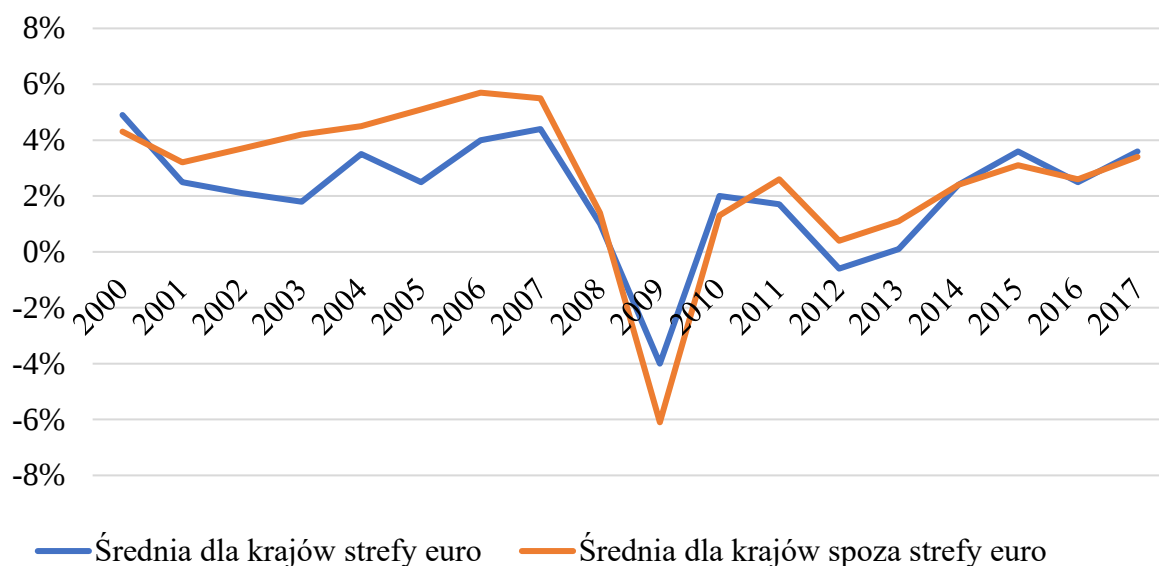
Ocena wzrostu gospodarczego

W latach 2000-2007 szybciej rozwijającymi się gospodarkami były kraje spoza strefy euro, na co wskazuje wyższe średnie tempo wzrostu PKB w porównaniu do krajów posługujących się wspólną walutą, w których ponadto odnotowywano często wahania tego wskaźnika. Najwyższym średnim przyrostem PKB w krajach funkcjonujących wówczas poza unią walutową charakteryzowała się Łotwa (8,5%) oraz Estonia (8%), a najniższym Dania (1,9%). Z kolei, w krajach strefy euro najwyższe średnie tempo przyrostu PKB odnotowano w Irlandii (6%), a najniższe we Włoszech (1,5%) oraz Niemczech (1,6%).

Od roku 2007 średnie tempo wzrostu PKB zaczęło maleć w obu badanych grupach krajów, a największy jego spadek wystąpił w roku 2009 na skutek rozpoczętego kryzysu finansowego (PIETRUCHA, ŻABIŃSKA, 2014, s. 14). Większe załamanie PKB wystąpiło w krajach spoza unii walutowej. Wśród wszystkich krajów Unii Europejskiej nastąpił spadek PKB. Wyjątek stanowiła Polska, w której utrzymano dodatnie tempo przyrostu PKB

(2,8%) (WŁODARCZYK 2016, s. 562). Po roku 2011 w krajach Unii Europejskiej nastąpiła ponownie recesja oraz wahania średniego tempa wzrostu PKB.

W latach 2008-2017 pomimo dodatniego średniego tempa wzrostu PKB, jego poziom nie powrócił już do poziomu sprzed roku 2007 w obu grupach krajów. W latach tych najwyższym średnim przyrostem PKB w krajach strefy euro charakteryzowała się Irlandia (4,5%), a najniższym Grecja (-2,8%). Natomiast, w krajach spoza strefy euro najwyższy średni wzrost PKB wystąpił w Szwecji (3,3%), a najniższy w Chorwacji (-0,2%).



Rys. 6. Średnie tempo wzrostu PKB (w %) w krajach strefy euro oraz spoza unii walutowej w latach 2000-2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EUROSTAT

4. Podsumowanie

Jednym z głównych celów funkcjonowania Unii Europejskiej jest niwelowanie różnic w poziomie rozwoju gospodarczego krajów członkowskich (MACIEJEWSKI 2017, s. 118; DOMAŃSKI, GUZIK, MISEK, 2003, s. 125). Pomimo podejmowanych działań obejmujących integrację poszczególnych polityk oraz instrumentów oddziaływania na sytuację gospodarczą, kraje Unii Europejskiej charakteryzuje zróżnicowanie, zarówno na gruncie przestrzennym, społecznym oraz gospodarczym (LOREK 2015, s. 94; KOPÍŃSKI, RÓŻAŃSKI, 2017, s. 7). Zróżnicowanie gospodarek Unii Europejskiej jest widoczne również w zakresie struktury, jak i poziomu rozwoju rynków finansowych (MIKITA 2012, s. 30).

Przeprowadzone badania stanowią podstawy do pozytywnej weryfikacji hipotezy pierwszej, według której kraje Unii Europejskiej, niezależnie od faktu przyjęcia waluty euro, charakteryzują się zróżnicowaniem zarówno pod względem rozwoju procesu finansyzacji, stabilności makroekonomicznej, jak i wzrostu gospodarczego. Zróżnicowanie to jest widoczne również w ujęciu czasowym.

Analiza procesu finansyzacji na podstawie średniego udziału wartości dodanej generowanej przez sektor FIRE oraz wytwórczy wskazała na rozwój procesu finansyzacji w większości krajów Unii Europejskiej. Więcej krajów, w których można zaobserwować szybszy rozwój tego procesu funkcjonowało w strefie euro. Co więcej, najwolniejsze tempo rozwoju procesu finansyzacji odnotowano w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, których systemy finansowe są klasyfikowane jako zorientowane bankowo.

Zróżnicowanie krajów Unii Europejskiej zaobserwowano również w przypadku poziomu stabilności makroekonomicznej. W latach 2000-2007 wyższą średnią stopą bezrobocia charakteryzowały się kraje spoza unii walutowej. Natomiast w latach 2008-2017 tendencje te uległy zmianie i średni jego poziom był wyższy od roku 2011 w krajach strefy euro. Co więcej, średni poziom relacji długu publicznego do PKB w całym okresie badawczym 2000-2017 był rosnący oraz wyższy w krajach strefy euro, co może wskazywać na ich większą niestabilność makroekonomiczną.

W przypadku kształtowania się średniego tempa wzrostu PKB w podokresie 2000-2007 wyższe wartości zaobserwowano w krajach spoza unii walutowej, ale w roku 2009 jednocześnie w krajach tych nastąpiło większe ich załamanie. W latach 2016-2017 wartości te wyrównały się. Jednak szczegółowa analiza poszczególnych krajów Unii Europejskiej wskazała na jego zróżnicowanie.

5. Plan pracy

Wprowadzenie

Uzasadnienie tematu, cel badań, hipotezy badawcze

Przedmiot i zakres badań

Metody zastosowane w badaniach

1. Finansyzacja jako cecha współczesnych gospodarek

1.1. Pojęcie, istota oraz wymiary procesu finansyzacji

1.2. Przyczyny oraz mierniki finansyzacji gospodarki

1.3. Przejawy oraz konsekwencje procesu finansyzacji

1.4. Wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji

2. Stabilność makroekonomiczna – ujęcie teoretyczne

2.1. Pojęcie oraz metody pomiaru stabilności makroekonomicznej

2.2. Stabilność makroekonomiczna i finansowa

2.3. Stabilność makroekonomiczna jako podstawa wzrostu gospodarczego

2.4. Kryzysy gospodarcze a stabilność makroekonomiczna

3. Ocena wybranych aspektów procesu finansyzacji rynków finansowych w krajach Unii Europejskiej

3.1. Porównanie modeli systemów finansowych w krajach Unii Europejskiej

3.2. Przejawy finansyzacji oraz jej skutki w sektorach bankowych

3.3. Finansyzacja rynków kapitałowych

3.4. Ekspansja długu jako przejaw finansyzacji w krajach Unii Europejskiej

4. Stabilność makroekonomiczna oraz wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej

4.1. Analiza wskaźników makroekonomicznych w krajach Unii Europejskiej

4.1.1. Analiza stóp inflacji

4.1.2. Analiza stóp bezrobocia

4.1.3. Analiza długu publicznego

4.1.4. Analiza salda obrotów bieżących

4.2. PKB jako wyznacznik wzrostu gospodarczego w krajach Unii Europejskiej

5. Proces finansyzacji oraz jego oddziaływanie na stabilność makroekonomiczną w krajach Unii Europejskiej

5.1. Pomiar stabilności gospodarczej metodą pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej dla krajów Unii Europejskiej

5.2. Testowanie oddziaływania procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną w latach 2000-2007

5.3. Testowanie oddziaływania procesu finansyzacji na stabilność makroekonomiczną w latach 2008-2018

6. Oddziaływanie stabilności makroekonomicznej w warunkach procesu finansyzacji na wzrost gospodarczy

6.1. Modyfikacja wskaźnika stabilizacji makroekonomicznej dla krajów Unii Europejskiej

6.2. Porównanie wskaźników stabilizacji makroekonomicznej z nowo sformułowanymi wskaźnikami

6.3. Ocena oddziaływania zmodyfikowanych wskaźników stabilizacji makroekonomicznej na wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej

6.4. Rekomendacje dla polityki pieniężnej i nadzoru finansowego

Podsumowanie

Bibliografia

- ADAMCZYK M. 2012. *Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej*. Wyzwania gospodarki globalnej Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, nr 31.
- ADAMSKA A., GŁÓWKA G., SOBIECKI G. 2018. *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*. Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- AMES B., BROWN W., DEVARAJAN S., IZQUIERDO A., 2001. *Macroeconomic Policy and Poverty Reduction*. International Monetary Fund and the World Bank.
- ASSA J. 2012. *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*. Finance research, vol. 1, no. 1.
- CONNERTY A. 2010. *The credit crunch: the collapse of Lehman Brothers – and a Hong Kong scheme to handle Lehman claims*. Amicus Curiae Issue 83.
- DAVIS G. F., KIM S. 2015. *Financialization of the economy*. Annual Review of Sociology.
- DĄBROWSKI T. J., FIERLA A., GRYGIEL-TOMASZEWSKA A. 2018. *Pomiar finansjeryzacji Próba konceptualizacji*. Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- DOMAŃSKI B., GUZIK R., MICEK G. 2003. *Zróźnicowanie regionalne krajów Europy Środkowo-Wschodniej i jego zmiany w latach 1995-2000*. Biuletyn Komisji Przestrzennego Zagospodarowania Kraju PAN, 204.
- EPSTEIN G. 2005. *Introduction: Financialization and the world economy*. W: EPSTEIN G. ELGAR E. (red.) *Financialization and the World Economy*, Northampton-Cheltenham.
- ERTURK I., FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K. 2008. *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*, London & New York, Routledge.
- 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, No. 869.
- FIERLA A. 2017. *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*. Oficyna Wydawnicza SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- FREEMAN R.B. 2010. *It's financialization!*. International Labour Review, vol. 149, no. 2.
- GIŻYŃSKI J. 2013. *Polityka fiskalna w strefie euro*, CeDeWu, Warszawa.
- GODECHOT O. 2015. *Financialization is Marketization A Study on the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality*. MaxPo Discussion Paper 15/3.
- GOŁĘBIEWSKI G. 2017. *Finansyzacja życia codziennego*. W: ICKIEWICZ J., OSTASZEWSKI J. (red.) *Złota Księga dla Profesora Jana Konstantego Szczepańskiego*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

- GOŁĘBIEWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P. 2015. *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*. Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, z. 4.
- GOŁĘBIEWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P., WIŚNIEWSKA D. 2016. *Financialization and income inequality in selected European Countries, 2004-2013*. Financial Internet Quarterly e-Finance, vol.12/ nr 4.
- GORYNIA R., ŁĄŻNIEWSKA E. 2009. *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*. Wydawnictwo PWN, Warszawa.
- GOSTOMSKI E. 2014. *Finansyzacja w gospodarce światowej*. International Business and Global Economy, no. 33.
- HARUNA M.A. 2012. *Financialization and economic growth in Nigeria: a Granger causality test*, International Journal of Advanced in Management and Social Sciences.
- HELLER J., KOTLIŃSKI K. 2012. *Finanse publiczne w krajach UE-15 a uczestnictwo w strefie euro*. Ekonomista, nr 2.
- KARWOWSKI E., STOCKHAMMER E. 2016. *Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies*. Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper 1616.
- KOZAKIEWICZ A. 2012. *Koszty i zagrożenia związane z wprowadzeniem waluty euro w Polsce*, Współczesna Gospodarka, Vol. 3 Issue 3.
- KRIPPNER G. 2005. *The Financialization of the American Economy*. SocioEconomic Review.
- KSIĘŻYK M. 2013. *Źródła i ekonomiczne skutki kryzysów finansowych. Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, z. 30, WN UR, Rzeszów.
- KUDŁA J. 2011. *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*. Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- KUS B. 2012. *Financialisation and Income Inequality in OECD Nations: 1995-2007*. The Economic and Social Review, Vol. 43, No. 4.
- KUZNETS S. 1973. *Modern economic growth: findings and reflections*. The American Economic Review, Vol. 63, No. 3.
- LEWICKI M., 2014, „Za mała, żeby sfinansjalizować?” *Procesy finansjalizacji i polska gospodarka*. Prakseologia 155.
- LOREK P. 2015. *Wskaźniki poziomu innowacyjności dla krajów Unii Europejskiej*. Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 212.
- MACIEJEWSKI M. 2017. *Zróżnicowanie kondycji gospodarczej państw Unii Europejskiej*. Studia Ekonomiczne. Studia Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- 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, nr 50.

- MAŁECKI W. 2016. *Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej*, Gospodarka Narodowa, nr. 4.
- MARSZAŁEK P. 2013. *Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 306.
- MAĆZYŃSKA E. 2011. *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, Zeszyty naukowe nr 9, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- MICHEL N. J. 2013. *Lehman Brothers Bankruptcy and the Financial Crisis: Lessons Learned*. Issue Brief, The Heritage Foundation, Leadership for America.
- MIKITA M. 2012. *Rynek finansowy Unii Europejskiej – wyzwania*. Studia BAS Nr 3(31).
- MITRĘGA-NIESTRÓJ K. 2012. *Skutki światowego kryzysu finansowego w sferze realnej - ujęcie międzynarodowe*. Studia Ekonomiczne, Międzynarodowe stosunki gospodarcze - wybrane podmioty i procesy gospodarki światowej, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
- MUSZYŃSKA J. 2006. *Modelowanie danych panelowych*. Zeszyty Naukowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej we Włocławku. Ekonomia i Zarządzanie. T. 1.
- OSTROWSKA M. 2014. *Finansjalizacja i jej wpływ na sferę społeczną i gospodarczą*, Czasopismo Ekonomia i Zarządzanie, nr 4.
- 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. nr 525, Washington D.C.
- PERA J. 2016. *The risk of destabilisation of the European Union's integration. PIIGS group assessment in the model of macroeconomic stabilisation pentagon*. Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 271.
- PIETRUCHA J., ŻABIŃSKA J. 2014. *Zarządzanie gospodarcze w strefie euro*. Difin SA, Warszawa.
- 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, nr 94.
- PUJER K. 2017. *Integracja ekonomiczna i monetarna Proces budowania i funkcjonowania strefy euro*. W: GWÓŹDŹ-LASOŃ M., MIKLAŠEWICZ S., PUJER K. (red.) *Unia Europejska i strefa euro Doświadczenia i wyzwania ekonomiczne, techniczne, inżynierskie*, Wydawnictwo Exante, Wrocław.
- RATAJCZAK M. 2012. *Finansyzacja gospodarki*. Ekonomista, nr 3.
- RATAJCZAK M. 2017. *Wzrost gospodarczy w warunkach finansyzacji gospodarki*. Studia Oeconomic Posnaniensia, vol. 5, no. 5.

REMLEIN M. 2015. *Wpływ finansyzacji gospodarki na wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 77.

SAWYER M. C. 2014. *What is financialization?*. International Journal of Political Economy: a journal of translations, 42 (4).

SŁODOWA-HELPA M. 2015. *Interdyscyplinarna natura paradygmatu rozwoju – uwarunkowania i propozycje usprawnienia dialogu*. Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, nr 41.

SVILOKOS T., BURIN I. 2017. *Financialization and its impact on process of deindustrialization in the EU*. Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet au Rijeci 35(2).

SZUNKE A. 2014. *The role of financialization in banking sector instability*. Journal of Economics & Management, vol. 16.

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.

WŁODARCZYK B. 2016. *Makroekonomiczne skutki wprowadzenia waluty euro w wybranych krajach członkowskich Unii Europejskiej*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin-Polonia Sectio H, Vol. L., 4.

WŁODARCZYK B. 2018. *Rynek surowców a ryzyko bankowe (w ujęciu ryzyka rynkowego i kredytowego)*. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn.

ZĄBKOWICZ A. 2016. *Non-financial corporations: Changing accumulation pattern and relations with financial institutions*, Jagiellonian Journal of Management vol. 2, no. 4.