

## 5. UNIA RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Iwo Augustyński

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

### Wstęp

Unia rynków kapitałowych to unijna inicjatywa, która ma pogłębić i bardziej zintegrować rynki kapitałowe 28 państw członkowskich UE. Unia rynków kapitałowych ma za cel:

- zapewnić przedsiębiorstwom, zwłaszcza małym i średnim, nowe źródła finansowania,
- zredukować koszty pozyskiwania kapitału,
- poszerzyć ofertę dla oszczędzających w UE,
- ułatwić inwestycje transgraniczne oraz przyciągnąć do UE więcej inwestycji zagranicznych,
- wspierać projekty długoterminowe,
- nadać stabilność, odporność i konkurencyjność unijnemu systemowi finansowemu.

Aby cele te osiągnąć, Komisja Europejska przedstawiła plan działania, w którym zaproponowała sukcesywne tworzenie unii rynków kapitałowych – do 2019 r. Większość zaproponowanych działań koncentruje się na przesuwaniu pośrednictwa finansowego ku rynkom kapitałowym i na eliminowaniu barier utrudniających inwestycje transgraniczne. Przewidziane działania są różnorakie: od unijnych aktów prawnych po wspieranie oddolnych inicjatyw branżowych. Pomysł unii rynków kapitałowych stanowi wsparcie i uzupełnienie „*Planu inwestycyjnego dla Europy*”, który ma pobudzać inwestycje w UE.<sup>110</sup>

Inicjatywa ta oznacza, iż przyjęto kilka niewyartykułowanych założeń dotyczących funkcjonowania i obecnych problemów Unii Europejskiej. Koncentracja na przesuwaniu pośrednictwa finansowego stanowi uzupełnienie projektu unii bankowej i oznacza uznanie, że sektor bankowy odgrywa zbyt dużą rolę w gospodarce UE. Uznano również, że główną przyczyną słabego wzrostu gospodarczego są trudności z pozyskaniem kapitału przez firmy, a nie na przykład zbyt mały popyt generowany przez gospodarstwa domowe. Zakłada się również, iż oszczędności generują inwestycje w gospodarce.<sup>111</sup> Przyjęto także, iż większa transgraniczna mobilność kapitału oznacza większą stabilność i odporność unijnego systemu finansowego.

W dalszej części rozdziału założenia te zostaną zweryfikowane i na tej podstawie zostanie dokonana ocena całej inicjatywy unii rynków kapitałowych.

---

<sup>110</sup> <http://www.consilium.europa.eu/pl/policies/capital-markets-union>

<sup>111</sup> Ujmując to inaczej: do udzielania kredytów banki potrzebują środków pochodzących z depozytów.

## 5.1. Rola rynków kapitałowych w gospodarce - wyjaśnienie teoretyczne

Przed przystąpieniem do analizy proponowanych i wprowadzanych w życie przepisów należy naświetlić warunki ekonomiczne, w których funkcjonują kraje członkowskie UE, jak i cała organizacja.

W tym celu wpierv przedstawiona zostanie rola rynków kapitałowych oraz banków w tworzeniu nowych inwestycji oraz wzrostu gospodarczego w gospodarce otwartej. Pozwoli to przedstawić specyfikę tych sektorów oraz ich ograniczenia.

### Ujęcie makroekonomiczne

Najważniejszym celem polityki wysokiego (pełnego) zatrudnienia jest niewątpliwie wspieranie inwestycji prywatnych. Służą temu takie narzędzia polityki monetarnej jak niska stopa procentowa i dogodna polityka kredytowa oraz instrumenty polityki fiskalnej jak ulgi podatkowe, przyspieszona amortyzacja itp.

Środki na inwestycje prywatne pochodzą z następujących źródeł:

- oszczędności prywatnych,
- własnych przedsiębiorstw,
- obcych,
- kredytu bankowego.

Z rachunku bilansów sektorowych wynika<sup>112</sup>, iż oszczędności prywatne równe są sumie inwestycji prywatnych, deficytu budżetowego oraz deficytu zagranicy (inaczej nadwyżki eksportowej danego kraju). Jeśli założymy, że eksport równy jest importowi, czyli bilans handlu zagranicznego wynosi zero, to oszczędności oznaczają po prostu niewydane w danym roku dochody gospodarstw domowych i firm. Ponieważ oszczędności, czyli aktywa, jednych stanowią zawsze zobowiązania innych, to dłużnikami stają się inne przedsiębiorstwa oraz państwo. Najlepiej przedstawić to jako okrężny ruch pieniądza endogenicznego w gospodarce.<sup>113</sup>

Tabela 1. Zmiany w bilansie sektora bankowego: kredyty dla firm i ich depozyty. Gospodarka otwarta

Etap	Należności	Zobowiązania
1.	Nowe kredyty dla firm: $Q_1$	Nowe depozyty firm: $Q_1$
2.	Nowe kredyty dla firm: $Q_1$	Nowe depozyty gospodarstw domowych: $Q_1 + Q_2$
3.	Nowe kredyty dla firm: $Q$	Nowe depozyty firm: $Q_1 - (S_{1H} + S_{2H})$
		Nowe depozyty gospodarstw domowych: $S_H = S_{1H} + S_{2H}$
4.	Wzrost zadłużenia firm: $S_H$	Nowe depozyty gospodarstw domowych: $S_H = S_{1H} + S_{2H}$
5.	Wzrost zadłużenia firm: $M_H$	Wzrost depozytów gospodarstw domowych: $M_H = (S_{1H} + S_{2H}) - (F_{1H} + F_{2H})$

Źródło: Opracowanie własne

<sup>112</sup> Szersze wyjaśnienie dostępne jest na stronie [iwoaugustynski.ue.wroc.pl/apps/bilanse](http://iwoaugustynski.ue.wroc.pl/apps/bilanse)

<sup>113</sup> Za: K. Łaski, *Wykłady z makroekonomii. Gospodarka kapitalistyczna bez bezrobocia*, [w:]

J. Osiatyński (red.), PTE, Warszawa 2015, s. 186-187. Dla uproszczenia pominięto sektor publiczny.

- Etap 1 – przedsiębiorstwa planują wielkość produkcji oraz inwestycji i zaciągają odpowiednie kredyty. Na tym etapie pojawia się pieniądź tworzony przez banki *ex nihilo* w zamian za zobowiązania sektora przedsiębiorstw.
- Etap 2 – sektor przedsiębiorstw przekazuje swe depozyty gospodarstwom domowym w kraju, oraz poprzez zamówienia w firmach zagranicznych, również gospodarstwom domowym za granicą w formie ich dochodów.
- Etap 3 – gospodarstwa domowe wydają większość swoich dochodów na zakup dóbr i usług, resztę zaś zaoszczędzają. (Zakładamy dla uproszczenia, że firmy nie oszczędzają. Uproszczenie to ma wpływ tylko na wysokość oszczędności gospodarstw domowych).
- Etap 4 – ponieważ nie wszystkie wydatki sektora przedsiębiorstw wróciły do niego w postaci dochodów ze sprzedaży nie jest on w stanie spłacić w pełni swojego zadłużenia. Luka ta równa jest oszczędnościom gospodarstw domowych krajowych i zagranicznych.
- Etap 5 – część oszczędności wraca do sektora firm, gdyż jest inwestowana przez gospodarstwa domowe w aktywa finansowe emitowane przez ten sektor w wysokości  $F_H = F_{1H} + F_{2H}$ . Natomiast pozostałą część pieniędzy gospodarstwa domowe nadal będą trzymały w formie depozytów w systemie bankowym  $M_H = M_{1H} + M_{2H}$ .

Struktura podziału oszczędności gospodarstw domowych między depozyty a aktywa finansowe zależy od wysokości stóp procentowych, a dokładniej różnicy między oprocentowaniem (stopą zwrotu) między tymi dwoma rodzajami oszczędzania.

Z opisanego powyżej cyklu wynika, że sektor przedsiębiorstw jest stale zadłużony i że to zadłużenie rośnie, jeśli depozyty gospodarstw domowych nie maleją. Cały ten proces może trwać, gdyż rośnie również wartość majątku trwałego firm, który jest zabezpieczeniem zaciąganych zobowiązań wobec banków.<sup>114</sup> Oznacza to również, iż przy danych inwestycjach zyski (czyli oszczędności wewnętrzne firm) są tym mniejsze, im większe są oszczędności  $S_H$ .

W modelu zamkniętym oszczędzanie znaczy po prostu, że część dochodu uzyskanego w danym roku przez gospodarstwa domowe nie zostaje w tym okresie wydana, wobec czego przekształca się w należności. W skali makroekonomicznej ta decyzja może być zrealizowana wyłącznie wtedy, kiedy firmy prywatne w celu inwestowania i/lub państwo w celu sfinansowania swoich wydatków się zadłużają. Przyrost oszczędności pozostaje naturalnie w danym kraju.

W gospodarce otwartej natomiast przyrost oszczędności rozdziela się między kraj 1  $\Delta S_1$  i zagranicę 2  $\Delta S_2$ .

W ten sposób na końcu cyklu pojawiają się oszczędności krajowe i zagraniczne będące efektem początkowej inwestycji firm. Wysokość oszczędności zagranicznych

---

<sup>114</sup> W przedstawionych rozważaniach pominięty został sektor państwowy. Nie zmienia to bowiem wniosków, gdyż z jednej strony wydatki publiczne stanowią dodatkowe dochody firm, a z drugiej dług publiczny jest dodatkową formą lokowania oszczędności gospodarstw domowych.

zależy od importochłonności inwestycji początkowej oraz średniej skłonności do oszczędzania zagranicznych gospodarstw domowych. Część tych oszczędności wraca do kraju poprzez zakup papierów wartościowych emitowanych przez sektor przedsiębiorstw.

Naturalnie w rzeczywistości mamy do czynienia z dużą liczbą krajów (np. 28 w przypadku UE), w których taka cyrkulacja następuje jednocześnie. W każdym z tych krajów poszczególne przedsiębiorstwa rozpoczynają cykl w różnym czasie. Nie zmienia to faktu, iż powyższy model dobrze przedstawia mechanizm funkcjonowania współczesnych gospodarek takich jak kraje Unii Europejskiej.

Wnioski płynące z niego są następujące: przepływ oszczędności  $F_{2H}$ , który nazywany jest powszechnie importem oszczędności, nie tylko nie jest importem czegoś, co istniało wcześniej w kraju 2 (czyli za granicą), ale wręcz przeciwnie, jest tworzony przez inwestycje w kraju 1 i poprzez wyciek popytu trafia za granicę a następnie częściowo wraca do kraju 1.

### Ujęcie mikroekonomiczne

Przedstawiony model pokazuje, iż firmy w swojej działalności natrafiają na barierę finansowania. Bariere tę lepiej jednak przedstawić na poziomie mikroekonomicznym jako związek między zatrzymanym zyskiem firm a ich możliwościami uzyskania kredytu. Związek ten przedstawił M. Kalecki jako zasadę rosnącego ryzyka.<sup>115</sup> Zakładając, iż inwestycje finansowane są zarówno ze środków własnych firm (zatrzymanych zysków) oraz ze środków zewnętrznych to *“Śluszne jest założenie, że krańcowe ryzyko rośnie wraz z wielkością zainwestowanego kapitału. Im większe są bowiem rozmiary inwestycji, tym bardziej maleje dochód przedsiębiorcy od jego własnego kapitału, gdy przeciętna stopa zysku spada poniżej stopy procentowej. [...] Jeżeli przedsiębiorca nie jest wystarczająco ostrożny w swojej działalności inwestycyjnej, to funkcję tę spełni kredytodawca, który na kalkulację przedsiębiorcy narzuca koszty rosnącego ryzyka, obciążając kolejne części udzielonego kredytu, powyżej pewnego pułapu, rosnącą stopą procentową. [...] Teraz możemy łatwo wyjaśnić zróżnicowanie rozmiarów przedsiębiorstw uruchamianych jednocześnie w tej samej gałęzi. Im mniejszy jest prywatny kapitał przedsiębiorcy inwestującego, tym większe ryzyko uszczuplenia jego dochodu. Im mniejszy jest zatem prywatny kapitał przedsiębiorcy, [...] tym mniejsze są rozmiary inwestycji. Przedsiębiorstwa uruchamiane w tej samej gałęzi w tym samym czasie nie mają jednakowych rozmiarów, ponieważ prywatny kapitał różnych przedsiębiorców nie jest taki sam.”*

Oznacza to, że kapitały własne przedsiębiorstw nie są substytucyjne, a komplementarne do finansowania zewnętrznego, zarówno bankowego, jaki i kapitałowego.<sup>116</sup> Co więcej, aby zdobyć środki zewnętrzne, firmy muszą udowodnić swoją zdolność do generowania zysków. W efekcie zarówno banki, jaki i instytucje

---

<sup>115</sup> M. Kalecki, *Dziela zebrane, Tom 2. Kapitalizm. Koniunktura i zatrudnienie*, W. Osiatyński [red.], Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1971, s. 274 – 283.

<sup>116</sup> Jest to zgodne z potocznym spostrzeżeniem, że banki najchętniej udzielają kredytów tym, którzy najmniej ich potrzebują.

finansowe bardzo niechętnie udzielają wsparcia nowopowstałym przedsiębiorstwom. Wynika to z faktu, że istniejące firmy pokazują, iż są w stanie skutecznie realizować projekty i generować zyski. Niepewna przyszłość oraz brak wiedzy “wewnętrznej” na temat funkcjonowania firm zmusza inwestorów i kredytodawców do polegania na ich historycznych osiągnięciach.<sup>117</sup>

Podsumowując, firmy muszą zdobyć finansowanie zewnętrzne w wysokości zależnej od ich oszczędności wewnętrznych pochodzących z zatrzymanych zysków. Pula dostępnych środków jest ograniczona właśnie wysokością ich oszczędności wewnętrznych. Struktura finansowania zewnętrznego zależy od skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania oraz ich decyzji co do formy lokowania ich oszczędności (depozyty lub inwestycje kapitałowe), a to z kolei zależy do różnic w stopach procentowych (stopach zwrotu) między tymi formami.

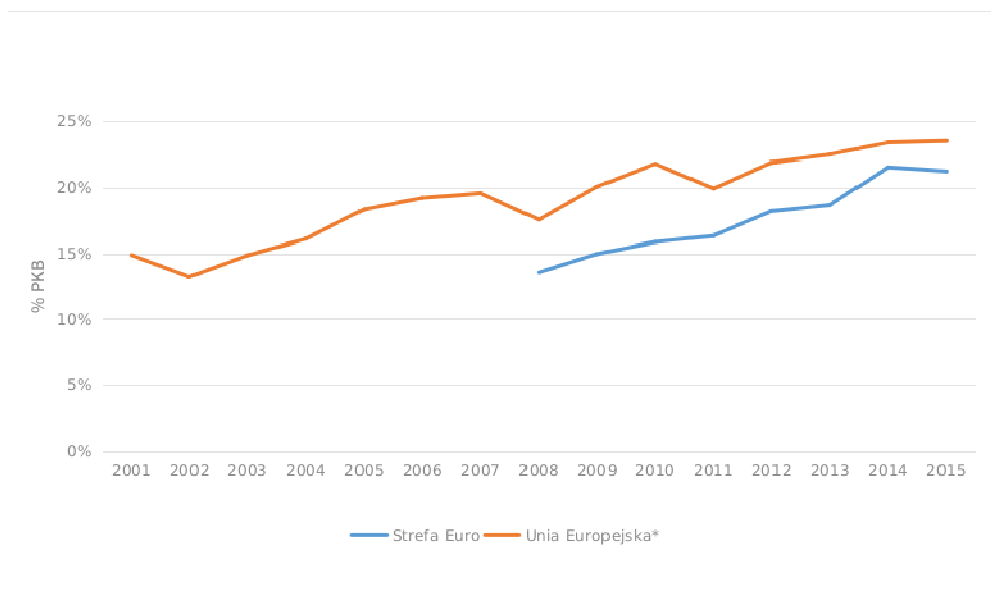
### **System emerytalny**

Prywatne fundusze emerytalne zaczęły powstawać w latach 70 jako alternatywa dla państwowego systemu emerytalnego. Od początku swego istnienia odnotowywały bardzo szybki wzrost. I tak o ile w 1960 r. większość akcji zwykłych na giełdzie w Londynie było w posiadaniu osób prywatnych, o tyle w latach 90-tych większość z nich była w posiadaniu funduszy emerytalnych i instytucji ubezpieczeniowych. Także w USA w połowie lat 90. większość akcji była już własnością tychże funduszy.<sup>118</sup> Znaczenie prywatnych funduszy emerytalnych rośnie w całej Unii Europejskiej (rys. 1) i dysponują one obecnie aktywami o wartości prawie 25% PKB całego ugrupowania.

---

<sup>117</sup> M. Lavoie, *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton 2014.

<sup>118</sup> J. Toporowski, *The end of finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge, London 2000, s. 59.



\* Dane nie uwzględniają Bułgarii, Chorwacji, Cypru, Litwy, Malty oraz Rumunii.

Rys. 1: Aktywa funduszy emerytalnych w UE i strefie euro

Źródło: Opracowanie własne na podstawie

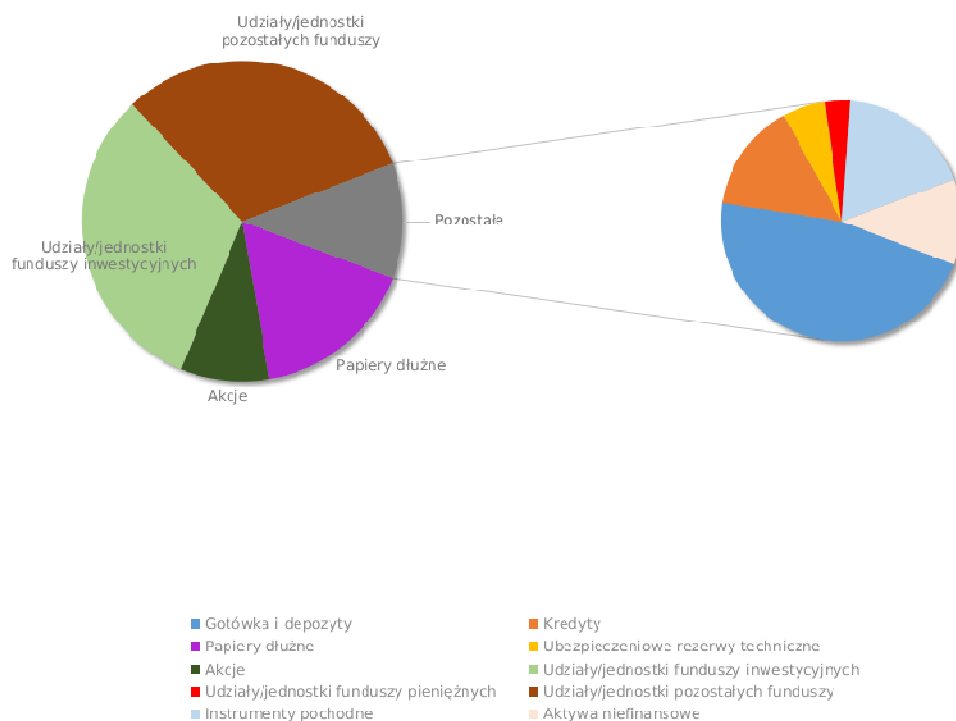
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=240.ICPF.A.U2.N.V.LE.N\\_F.S1252.A1.S.1.N.E.Z](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=240.ICPF.A.U2.N.V.LE.N_F.S1252.A1.S.1.N.E.Z) oraz OECD

Konieczność ulokowania z określonym zyskiem tak ogromnych środków oznacza fundamentalną zmianę w ich funkcjonowaniu. Gdy w rękach funduszy znajdują się mniejszościowe udziały, to mogą one inwestować lub sprzedawać akcje bez istotnej zmiany ich cen lub płynności na rynku. Natomiast obecnie, gdy są głównym graczem na rynkach kapitałowych, wycofanie środków bez skutków w postaci spadku cen papierów wartościowych staje się niemożliwe. M.in. dlatego wciąż przeszło 70% inwestycji funduszy emerytalnych w Europie ma formę obligacji skarbowych,<sup>119</sup> gdyż charakteryzują się one największą płynnością.

Napływ nowych środków oraz presja na osiągnięcie określonych stóp zwrotu z inwestycji bez względu na sytuację makroekonomiczną powoduje konieczność dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszy (rys. 2) i to zarówno jeśli chodzi o dobór instrumentów finansowych, jak i o strukturę geograficzną.

Trzeba jednak nadmienić, iż z makroekonomicznego punktu widzenia nie ma większej różnicy między prywatnymi a publicznymi systemami emerytalnymi. W obu przypadkach wszystko sprowadza się do podziału produktu krajowego między osoby w wieku przedemerytalnym i emerytami. Czy podział ten następuje poprzez decyzje polityczne, czy rynkowe ma drugorzędne znaczenie.

<sup>119</sup> *Economic mid term review ...*, op. cit., s. 63.



Rys. 2. Struktura aktywów funduszy emerytalnych w strefie euro w 1 kw. 2017 r.  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=bbn5664>

## 5.2. Projekt Unii Rynków Kapitałowych

Głównym priorytetem Komisji jest wzmocnienie gospodarki Europy i pobudzenie inwestycji w celu tworzenia nowych miejsc pracy.<sup>120</sup> Aby to osiągnąć w perspektywie długoterminowej według Komisji, potrzebne są silniejsze rynki kapitałowe. Zapewniłyby one nowe źródła finansowania dla przedsiębiorstw, przyczyniłyby się do powstania większej liczby możliwości dla oszczędzających oraz poprawiłyby odporność gospodarki. Komisja zakłada, że silniejsze rynki kapitałowe przyczynią się do:<sup>121</sup>

<sup>120</sup> *Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Bruksela, dnia 30.09.2015, COM(2015) 468 final.

<sup>121</sup> Tamże, s. 3.

- **uruchomienia większej liczby inwestycji** z UE i pozostałej części świata: unia rynków kapitałowych pomoże gromadzić kapitał w Europie i przekazywać go wszystkim przedsiębiorstwom, w tym MŚP, na realizację projektów z zakresu infrastruktury i zrównoważonych długoterminowych projektów, którym kapitał ten jest potrzebny do rozwoju i tworzenia miejsc pracy. Dzięki temu gospodarstwa domowe będą miały lepsze możliwości realizacji swoich celów oszczędnościowych związanych z emeryturami;
- **lepszego połączenia finansowania z projektami inwestycyjnymi w całej UE**: państwa członkowskie o małych rynkach i wysokim potencjale wzrostu mogą wiele zyskać dzięki poprawie przekazywania kapitału i inwestycji na realizację ich projektów. Państwa członkowskie o bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych będą czerpały korzyści z większych inwestycji transgranicznych i możliwości oszczędzania;
- **zapewnienia większej stabilności systemu finansowego**: zintegrowane rynki finansowe i kapitałowe mogą być pomocne dla państw członkowskich,
- w szczególności tych należących do strefy euro, pod względem współdzielenia wpływu wstrząsów gospodarczych. Poszerzenie źródeł finansowania pomoże w podziale ryzyka finansowego, a dzięki temu obywatele i przedsiębiorstwa UE będą w mniejszym stopniu odczuwali spadki aktywności sektora bankowego. Ponadto bardziej rozwinięte rynki akcji, w przeciwieństwie do wzrostu zadłużenia, pozwalają na dokonywanie większych inwestycji w perspektywie długoterminowej;
- **pogłębienia integracji finansowej i zwiększenia konkurencji**: bardziej transgraniczny podział ryzyka, pogłębione i płynniejsze rynki oraz zróżnicowane źródła finansowania zacieśnią integrację finansową, obniżą koszty i poprawią europejską konkurencyjność.

Czy te założenia są jednak słuszne i czy unia rynków kapitałowych ma szansę osiągnąć swoje cele? Poniżej postaram się odpowiedzieć na te pytania w świetle rozważań teoretycznych przedstawionych na początku rozdziału.

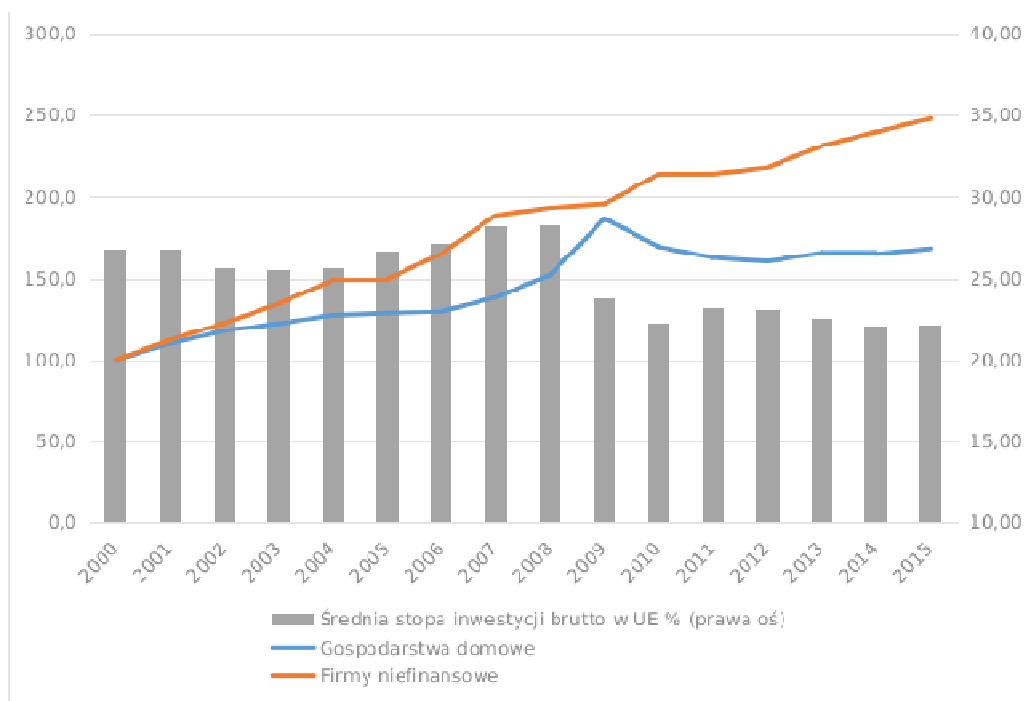
## Uruchomienie większej liczby inwestycji

Jak już wspomniano wcześniej, oszczędności są generowane przez inwestycje przedsiębiorstw, a gromadzone przez gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa (w formie zatrzymanych zysków). Oznacza to, że zwiększenie poziomu inwestycji rzeczywiście jest kluczowym warunkiem długookresowego wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej. Komisja zakłada jednak, że problem zbyt niskich inwestycji wynika z problemów w dostępie do kapitału w Europie. Okazuje się jednak, że w Unii Europejskiej oszczędza głównie sektor przedsiębiorstw (rys. 3). Co ciekawe, na oszczędzanie z dochodów z pracy mogą sobie pozwolić tylko obywatele Danii, Holandii, Finlandii, Szwecji i Luksemburga.<sup>122</sup> Zaś gospodarstwa domowe w Grecji od 2012 r. wydają więcej niż wynoszą ich dochody do dyspozycji.<sup>123</sup>

<sup>122</sup> Dane za lata 2000-2015. Źródło: Eurostat tablica "nama\_10\_gdp".

<sup>123</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/data/annual-data>





\* Dane dla: Finlandii, Słowacji, Austrii, Holandii, Hiszpanii, Belgii, Portugalii, Włoch, Francji i Niemiec. Dla firm dodatkowo: Słowenia i Grecja. Średnia stopa inwestycji dla całej UE.

Rys. 3. Zmiana realnych oszczędności sektora gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych oraz stopa inwestycji brutto jako % PKB w wybranych krajach UE\* w okresie 2000-2015.

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/data/annual-data>

Można też powiedzieć, że od wybuchu globalnego kryzysu finansowego przedsiębiorstwa niefinansowe generują oszczędności “kosztem” inwestycji w aktywa trwałe. Oznacza to, że sektor przedsiębiorstw nie ma problemów z finansowaniem.<sup>124</sup> Potwierdzają to badania przeprowadzone przez McKinsey Global Institute.<sup>125</sup> Badania ankietowe przeprowadzone wśród przeszło 2000 managerów najwyższego szczebla w sześciu krajach (Francji, Niemczech, Włoszech, Polsce, Hiszpanii oraz Wielkiej Brytanii) wskazały z jednej strony, że 51% respondentów widzi więcej możliwości inwestycyjnych niż może sfinansować, ale z drugiej strony problem z dostępem do finansowania zewnętrznego nie ma prawie żadnego znaczenia. Głównymi determinantami spodziewanego wzrostu inwestycji w UE były historyczne przepływy pieniężne (czyli zatrzymane zyski) oraz oczekiwany przyszły popyt.

<sup>124</sup> Co nie oznacza naturalnie, że dotyczy to wszystkich firm. Realna jest sytuacja, gdy banki, duże firmy oraz korporacje międzynarodowe posiadają ogromne, niewykorzystane oszczędności a jednocześnie MSP i startupy borykają się z problemem dostępu do kapitału.

<sup>125</sup> J. Bughin, J. Mischke, <http://voxeu.org/article/reviving-investment-europe>

Jak już zauważono w części teoretycznej, ograniczenie finansowe rośnie wraz ze spadkiem wielkości firm. W efekcie ułatwienia w dostępie do kapitału zewnętrznego mogą być szczególnie istotne w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw w UE. Takie założenie znalazło się u podstaw unii rynków kapitałowych. Jednak wyniki ankiety przedstawionej w Rocznym Raporcie nt. europejskich MŚP<sup>126</sup> pokazują, że problem z dostępem do finansowania w 2016 r. jako najważniejszy uznało tylko 9% respondentów (spadek z 15%) i było to najmniej wskazań z możliwych. Dla jednej czwartej firm największy problem dotyczy znalezienia klientów a dla jednej piątej najgorsze są trudności ze znalezieniem odpowiednio wykształconych pracowników. Są to dwie najczęstsze odpowiedzi od 2014 r. i jedyne, które nie maleją. Oznacza to, że problem z dostępem do kapitału zewnętrznego został dość skutecznie rozwiązany przy pomocy innych narzędzi.

Propozycja Komisji zakłada również przekazanie przez państwa prerogatyw dotyczących inwestycji infrastrukturalnych do sektora prywatnego np. poprzez wsparcie partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Jest to spójne z proponowanymi w wielu dokumentach unijnych działaniami na rzecz ograniczenia wydatków publicznych. Wiąże się to jednak z dwoma rzadko omawianymi zagrożeniami.

Po pierwsze powoduje to zamianę długu publicznego na dług prywatny. O tym, jak groźny może być wysoki poziom długu prywatnego przekonało się już w historii dziesiątki państw, które stały się ofiarami kryzysu na rynku kredytów. Ostatnimi z nich są państwa Europy Zachodniej – Irlandia, Hiszpania czy Portugalia. Wszystkie one miały przed wybuchem kryzysu bardzo stabilną sytuację budżetową. W 2007 r. Irlandia miała dług publiczny na poziomie zaledwie 24% PKB i była jednym z najmniej zadłużonych państw UE. Hiszpański dług publiczny z tego roku wynosił tylko 36% PKB, a portugalski 68%, czyli był na obecnym poziomie Niemiec. Wszystkie te państwa miały jednak gigantyczny dług prywatny – Irlandia na poziomie 198% PKB, Hiszpania 191%, a Portugalia 185%.<sup>127</sup> Globalny kryzys finansowy doprowadził do tego, że gigantyczny dług prywatny przekształcił się w gigantyczny dług publiczny.

Po drugie zyski z tego typu inwestycji wypłacane (lub gwarantowane) są przez budżet państwa. Oznacza to, że stopa zwrotu uzależniona jest od wydatków budżetowych. Te zaś zależą od dochodów państwa, które związane są z kolei głównie ze wzrostem PKB. W świetle braku zaawansowanych prac nad podniesieniem podatków w krajach członkowskich, jeśli inwestorzy zażądadą wyższej stopy zwrotu niż planowany wzrost PKB, to efektem będzie zwiększone zadłużanie się państw (w porównaniu z sytuacją, gdy to państwo jest inwestorem) lub zwiększenie długu prywatnego (gdy inwestorzy prywatni zaczną bankrutować<sup>128</sup>).

---

<sup>126</sup> D. Herr, J. Juliun i in., *Annual Report on European SMEs 2016/2017. Focus on self-employment. SME Performance Review 2016/2017*, s. 23, doi: 10.2873/742338.

<sup>127</sup> <http://jagiellonski24.pl/2017/08/23/lepszy-licznik-balcerowicza-niz-dlugi-kowalskiego/>

<sup>128</sup> *Vide* sytuacja w Polsce po inwestycjach infrastrukturalnych związanych z Euro 2012.

Pozostaje jeszcze otwarte pytanie, czy prywatyzacja służby zdrowia lub edukacji to jest właściwy kierunek dla osiągnięcia długookresowego wzrostu gospodarczego i społecznego.

Z kwestią finansowania inwestycji związana jest również sprawa alokacji oszczędności gospodarstw domowych. Z makroekonomicznego punktu widzenia oszczędności te mogą być ulokowane w sektorze przedsiębiorstw, sektorze publicznym (obligacjach i bonach skarbowych, gotówce) lub za granicą (w tych samych sektorach).

Ułatwienia w dostępie do rynków kapitałowych oznaczają zatem działania zmierzające do przekierowania w większym stopniu oszczędności gospodarstw domowych do sektora przedsiębiorstw (krajowego i zagranicznego) “kosztem” sektora publicznego. Forma dostępu do tych oszczędności (emisja akcji lub obligacji) nie ma znaczenia. Jest to logiczny skutek polityki ograniczania deficytów budżetowych przy rosnących oszczędnościach prywatnych. W sytuacji braku możliwości dalszego zakupu obligacji publicznych jedyną alternatywą stają się inwestycje w sektorze prywatnym w kraju i za granicą.

Plan powiązania oszczędności emerytalnych z długoterminowymi inwestycjami w infrastrukturę i środowisko stanowi bardzo silny pozytywny punkt całej unii rynków kapitałowych. Należy jednak zwrócić tutaj uwagę, że powtarza się tutaj mechanizm przedstawiony w poprzedniej części: zyski z takich inwestycji są generowane lub gwarantowane przez budżet państwa, więc ostatecznie propozycja sprowadza się do tego, że fundusze emerytalne zamiast obligacji skarbowych lub akcji/obligacji prywatnych kupowałyby celowe (“zielone” lub infrastrukturalne) akcje/obligacje skarbu państwa.

Taka propozycja może co najwyżej skutkować wzrostem presji na zwiększenie nakładów budżetowych na inwestycje infrastrukturalne, zaniedbane ostatnio np. w Niemczech.

### **Lepsze połączenie finansowania z projektami inwestycyjnymi w całej UE**

Jak już wykazano w pierwszej części rozdziału to inwestycje generują nowe oszczędności w danym kraju oraz za granicą. Oznacza to, że brak oszczędności nie jest przeszkodą do inwestowania w skali makroekonomicznej. Problemem w Unii Europejskiej, a zwłaszcza w strefie euro są natomiast długotrwałe nierównowagi bilansowe między krajami członkowskimi. Przy braku możliwości zmian kursów walutowych, nie stworzono żadnego mechanizmu korekcji różnic w rozwoju gospodarczym krajów członkowskich. Nie przewidziano wspólnego budżetu (jak w USA), ani żadnego systemu gwarancyjnego. Komisja Europejska przyjmuje założenie, iż pogłębiająca się integracja finansowa wystarczy do zapewnienia stabilizacji systemu, gdyż zapewni odpowiednie transfery kapitału. Ma on płynąć do krajów biedniejszych, gdzie są większe potrzeby inwestycyjne, co ma zapewnić wyższe stopy zwrotu, a odpływać z krajów najbogatszych, tym samym zmniejszając skalę inwestycji i spowalniając ich tempo wzrostu. W efekcie kraje słabo rozwinięte w dłuższej perspektywie mają „dogonić” kraje bogate i w ten sposób problem

nierównowagi w handlu wewnętrznym, w inflacji, w wynagrodzeniach, itp. mają zniknąć.

Dane istnienia tych tendencji nie potwierdzają. Wręcz przeciwnie, proces finansjalizacji oraz swoboda przepływu kapitału przyczyniły się do zwiększenia różnic między krajami “centrum” a “peryferyjnymi” w strefie euro.<sup>129</sup> Kapitał finansowy rzeczywiście przemieszcza się z “centrum” (np. Niemiec, gdzie ogromne nadwyżki w bilansie bieżącym oznaczają wypływ oszczędności) do krajów “peryferyjnych”, takich jak Hiszpania czy Irlandia. Nie był jednak inwestowany w równomierną rozbudowę potencjału produkcyjnego ale trafiał na rynki finansowe tworząc banki spekulacyjne np. na rynku nieruchomości, które pękły wraz z globalnym kryzysem finansowym w 2008 r. Skutek był taki, że prywatny, międzynarodowy dług został przekształcony w narodowy dług publiczny w momencie podjęcia akcji ratunkowej wobec krajowego systemu bankowego w krajach “peryferyjnych”. Na operacji tej straciły głównie kraje członkowskie ale również prywatni zagraniczni wierzyciele (najlepiej oddaje to przykład Grecji). Inaczej mówiąc międzynarodowy przepływ kapitału jest silnie procykliczny. Kapitał napływa w fazie wzrostu gospodarczego dodatkowo go wzmacniając, oraz odpływa w fazie recesji również dodatkowo ją pogłębiając.

Niestety propozycje zawarte w projekcie unii rynków kapitałowych nie zawierają żadnych zabezpieczeń przed powtórzeniem tego scenariusza. Trudno byłoby je wprowadzić, gdyż oznaczałoby to ograniczenie swobody przepływu kapitału w UE.

Na poziomie mikroekonomicznym (a raczej mezoekonomicznym) z pewnością pozytywnym efektem, który pomoże osiągnąć unia rynków kapitałowych jest zmiana struktury przepływów kapitałowych w kierunku bardziej stabilnych inwestycji bezpośrednich kosztem głównie kredytów bankowych. Dane pokazują<sup>130</sup>, że międzynarodowe operacje banków strefy euro zmniejszyły się o 45% od 2007 r. Przeszło połowa tego spadku wynika ze zmniejszenia się rynku pożyczek międzybankowych w strefie euro.<sup>131</sup>Wiele banków jednocześnie ograniczyło swoją obecność na rynkach zagranicznych oraz zwiększyło aktywność na rynku krajowym. Dotyczy to przede wszystkim banków niemieckich i francuskich. Z kolei np. największe banki hiszpańskie rozwinęły działalność międzynarodową, głównie w Ameryce Łacińskiej. Trzeba pamiętać jednak, iż to ograniczenie działalności międzynarodowej wynika częściowo z nowych ograniczeń regulacyjnych w tym konieczności zwiększenia kapitałów własnych.<sup>132</sup>

W projekcie unii rynków kapitałowych widać rozróżnienie między inwestycjami portfelowymi a inwestycjami bezpośrednimi. Na siedem obszarów interwencji trzy

---

<sup>129</sup> S. Rossi, *Financialization and monetary union in Europe: the monetary-structural causes of the euro-area crisis*, “Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, no. 6(3), s. 381-400.

<sup>130</sup> Ph. Härle i in., *The new dynamics of financial globalization*, McKinsey Global Institute, August 2017.

<sup>131</sup> Tamże, s. 21.

<sup>132</sup> Por. regulacje wprowadzone przez Komitet Bazylejski, tzw. Bazylea III.

dotyczą inwestycji bezpośrednich<sup>133</sup>, jeden wzmocnienia kontroli a tylko jeden inwestycji portfelowych (wsparcie inwestorów detalicznych).

To rozróżnienie między finansowaniem inwestycji realnych przedsiębiorstw niefinansowych (MSP, start-upów itp.) a zakupem już istniejących papierów wartościowych od pośredników finansowych jest kluczowe dla osiągnięcia pozytywnych skutków unii rynków kapitałowych.

### **Zapewnienie większej stabilności systemu finansowego**

Jak już wspomniano wcześniej, główną przyczyną niestabilności w Unii, a w szczególności w strefie euro, są ogromne dysproporcje w bilansach płatniczych poszczególnych krajów członkowskich wynikające z samej konstrukcji tej organizacji. Przekłada się to w naturalny sposób na niestabilność całego systemu finansowego. Potężny strumień długu generowany przez państwa z długotrwałym deficytem płatniczym, płynący do krajów z nadwyżką bilansową, w sytuacji braku wspólnych mechanizmów fiskalnych oraz braku perspektyw na odwrócenie kierunku tego przepływu nie pozwala mówić o realnym zwiększeniu stabilności systemu finansowego w Unii Europejskiej. Należy wątpić, czy połączenie greckiego i niemieckiego systemu finansowego zwiększy ich ogólną stabilność.

Próby podziału ryzyka na większą liczbę podmiotów poprzez integrację rynków finansowych i kapitałowych jest skazana na niepowodzenie w świetle rosnącej roli prywatnych funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych oraz rosnącej koncentracji własności kapitału. Dostęp do różnych źródeł finansowania, w sytuacji gdy ostatecznie pochodzą one od jednej instytucji (patrz rys. 2) niekoniecznie prowadzi do podziału ryzyka finansowego, a tym bardziej do obarczenia tym ryzykiem podmiotów zdolnych ponieść największe straty.

Procykliczny spadek aktywności sektora bankowego w niewielkim stopniu dotyczy pojedynczych obywateli. Na przykład utrudnienia w dostępie do kredytu hipotecznego można bowiem postrzegać jako zjawisko sprzyjające stabilności finansowej. Co więcej, wysoka procykliczność wynika w dużej części z faktu, iż kredyty bankowe mają charakter w dużym stopniu krótkoterminowy, w przeciwieństwie do źródeł finansowania dostępnych na rynkach kapitałowych.

Opisany wcześniej wzrost znaczenia funduszy emerytalnych ma również destabilizujący wpływ na rynki finansowe. Kreują one m.in. dodatkowy popyt na rynkach kapitałowych (co widać bardzo dobrze, gdy się prześledzi historię OFE w Polsce). Wzrost cen akcji i obligacji zachęca do spekulacji nie tylko instytucje finansowe ale również osoby indywidualne oraz przedsiębiorstwa. Te ostatnie, mając do wyboru niepewne, długoterminowe inwestycje w kapitał trwały albo pewniejszy, krótkoterminowy zysk z inwestycji finansowych mają tendencje do ograniczania inwestycji pierwszego rodzaju.

---

<sup>133</sup> Jeden pośrednio - "inwestycje w długoterminowe projekty infrastrukturalne i środowiskowe" (Investment in long-term, infrastructure and sustainable investment) dotyczy co prawda wspierania inwestycji portfelowych instytucji emerytalnych i ubezpieczeniowych, ale w obszarach cieszących się małym zainteresowaniem kapitału prywatnego.

Założenie, iż bardziej rozwinięte rynki akcji, w przeciwieństwie do wzrostu zadłużenia, pozwalają na dokonywanie większych inwestycji w perspektywie długoterminowej nie znajduje potwierdzenia ani w teorii ani w faktach. Z ekonomicznego punktu widzenia nie ma różnicy między akcjami a obligacjami. Oba instrumenty przynoszą zysk inwestorowi (dywidendy albo odsetki), a dzięki możliwości rolowania obligacji żadnego z nich nie trzeba wykupić.<sup>134</sup> Oba są też formą finansowania zewnętrznego dla firm, a co za tym idzie, ich dostępność i koszt są w podobnym stopniu uzależnione od zatrzymanych zysków. Oznacza to, że łatwość emisji akcji nie ma istotnego wpływu na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Potwierdzają to dane. Współczynnik korelacji między kapitalizacją giełd a stopą inwestycji w krajach UE wyniósł -0,44%,<sup>135</sup> co sugeruje raczej odwrotną zależność. Według badań zatrzymane zyski stanowią 59,5% całkowitego kapitału przedsiębiorstw, akcje 21,3%, kredyty 17,9%, inne pożyczki (np. kredyt kupiecki) 22,4% a obligacje 6,8%.<sup>136</sup> Inne badania<sup>137</sup> wskazują, że pułap zadłużenia do aktywów własnych stanowi ok. 30% i jest stały w czasie. Jeśli odniesiemy to do danych przedstawionych na rys. 3 to okaże się, że bariera finansowania nie została osiągnięta przez sektor firm niefinansowych, a co za tym idzie zmiana struktury finansowania zewnętrznego nie ma znaczenia dla wzrostu gospodarczego.

### **Pogłębienie integracji finansowej i zwiększenie konkurencji**

Zagadnienie integracji finansowej można rozpatrywać z trzech stron: makroekonomicznej, mikroekonomicznej i prawnej. Z makroekonomicznego punktu widzenia, pogłębienie integracji finansowej w formie unii rynków kapitałowych gospodarek wysokorozwiniętych nie ma wpływu na wzrost gospodarczy. Jak wyjaśniono prawie sto lat temu<sup>138</sup>, i co jest ciągle potwierdzane w publikacjach,<sup>139</sup> banki nie potrzebują nowych depozytów aby udzielać kredytów. Relacja między kredytami a inwestycjami, a co za tym idzie wzrostem gospodarczym została przedstawiona na początku rozdziału. Oznacza to, że gospodarki krajów członkowskich UE nie potrzebują dostępu do zagranicznych rynków kapitałowych aby się rozwijać. Analizy towarzyszące projektowi unii rynków kapitałowych stoją w całkowitej sprzeczności z tymi faktami wykorzystując „wskaźnik mobilności

---

<sup>134</sup> Występują różnice podatkowe, ale nie są one istotne w makroskali.

<sup>135</sup> Współczynnik korelacji między średnią kapitalizacją notowanych spółek krajowych w okresie 2000-2016 jako % PKB oraz średnią stopą inwestycji w tym okresie jako % PKB dla Austrii, Bułgarii, Niemiec, Hiszpanii, Francji, Grecji, Chorwacji, Węgier, Irlandii, Włoch, Holandii, Polski, Portugalii, Rumunii, Słowacji, Słowenii. Źródło: obliczenia własne na podstawie Eurostat i OECD.

<sup>136</sup> Dane za okres 2011-2014, EFSIR, s. 34.

<sup>137</sup> I. Augustyński, *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na strukturę zadłużenia europejskich korporacji*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2012, nr 268.

<sup>138</sup> M. Kalecki, op.cit.

<sup>139</sup> Z. Knakiewicz, *Problemy kreacji pieniądza i regulacji obiegu pieniężnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1998, zeszyt 3,4; Z. Knakiewicz, *Teoretyczne podłoże kreacji i regulacji euro*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2004, zeszyt 4; M. McLeay i in., *Money creation in the modern economy*, „Bank of England Quarterly Bulletin” 2014, Q1.

kapitałowej”,<sup>140</sup> mający mierzyć w jakim stopniu inwestycje są ograniczane przez krajowe oszczędności. Niska wartość wskaźnika ma oznaczać łatwy dostęp do finansowania spoza danego kraju, a co za tym idzie większą integrację finansową (większą mobilność). Biorąc jednak pod uwagę prawdziwy kierunek zależności między oszczędnościami a inwestycjami interpretacja tego wskaźnika powinna być odwrotna - im wyższy tym lepiej, gdyż wtedy wzrost inwestycji przekłada się na większy wzrost oszczędności krajowych a mniejszy jest efekt “wyciekania” rezultatów inwestycji. Z punktu widzenia UE jako całości najbardziej optymalna byłaby sytuacja gdy w najwyżej rozwiniętych krajach członkowskich efekt “wyciekania” (do krajów słabszych) był wysoki, a w najmniej rozwiniętych był niski. Inaczej mówiąc mobilność ma miejsce, ale w przeciwnym kierunku.

Od strony mikroekonomicznej główną korzyścią (ale i zagrożeniem) pogłębienia integracji finansowej jest zwiększenie płynności na rynkach. Płynność rozumiana jako możliwość kupna/sprzedaży papierów wartościowych w krótkim czasie, w dużej liczbie nie wpływając na ceny, ma kluczowe znaczenie dla kosztów transakcji oraz stabilności rynku. Powszechnie wiadomo, że o kształtowaniu się kursów na takich rynkach jak polski decydują przede wszystkim inwestorzy zagraniczni z największych centrów finansowych<sup>141</sup>. Zapewniając płynność na lokalnym rynku generują oni jednak jednocześnie ryzyko kryzysu finansowego mając możliwość gwałtownego wycofania swoich środków z danego kraju. Większa integracja rynków, zwłaszcza w świetle Brexitu<sup>142</sup>, może doprowadzić do lepszego “zakotwiczenia się” inwestorów zagranicznych na mniejszych rynkach krajów członkowskich. Zmniejszy to ryzyko “zniknięcia” płynności i destabilizacji bilansu płatniczego.

Bez wątplenia pozytywnym aspektem unii rynków kapitałowych jest harmonizacja przepisów prawnych. Można ją podzielić na trzy części: dotyczące regulacji instytucji finansowych (banków, zakładów ubezpieczeniowych, funduszy typu venture capital); dotyczące opodatkowania (funduszy typu venture capital, aniołów biznes, wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania przedsiębiorstw<sup>143</sup>, ulg podatkowych); pozostałe (dotyczące np. prospektów emisyjnych, sekurytyzacji, restrukturyzacji przedsiębiorstw, własności papierów wartościowych).

Największy niepokój budzą propozycje dotyczące harmonizacji podatków. Komisja słusznie zauważyła preferencję podatkową dla finansowania dłużnego (uznanie odsetek od kredytu jako kosztu obniżającego dochody). Jednak proponowane działania, w tym dotyczące utworzenia zachęt podatkowych dla funduszy venture capital i aniołów biznesu idą w kierunku zmniejszenia opodatkowania operacji finansowych. Jest to po pierwsze, sprzeczne z innymi działaniami podejmowanymi w

---

<sup>140</sup> EFSIR, s. 61.

<sup>141</sup> Por. np. I. Augustyński, *Wpływ giełd światowych na główne indeksy giełdowe w Polsce*, „e-Finanse” 2011, nr 7.

<sup>142</sup> Londyńskie City jest największym centrum finansowym świata.

<sup>143</sup> Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB)

Unii Europejskiej (np. wdrożeniem podatku od transakcji finansowych) jak i problemem nadmiernego deficytu publicznego w wielu krajach członkowskich.

Dobrze, iż Komisja Europejska zdaje sobie sprawę, że zwiększanie konkurencji między sektorem bankowym a rynkami kapitałowymi wymaga zwiększonej kontroli makroostrożnościowej. Wiąże się bowiem z destabilizacją dochodów banków, szukaniem nowych, bardziej ryzykownych źródeł dochodów oraz presją na osłabienie weryfikacji dłużników. W tym ostatnim przypadku najwięcej szkód czyni popierana przez Komisję sekurytyzacja, która przenosi ryzyko z banków na ich klientów. To oderwanie weryfikacji dłużników od ponoszonego ryzyka skutkowało właśnie wybuchem globalnego kryzysu finansowego.

## **Podsumowanie**

Unia rynków kapitałowych jest jednym z flagowych projektów obecnej Komisji Europejskiej. Pokłada ona w nim ogromne nadzieje na poprawę życia mieszkańców Unii spodziewając się wzrostu inwestycji, zwiększenia stabilności całego systemu finansowego. Jak jednak pokazuje teoria, oczekiwania te są zbyt daleko idące bowiem przyczyny dziesięcioletniego okresu recesji leżą zupełnie gdzie indziej. Zjawiska obserwowane na rynkach kapitałowych stanowią jedynie objawy, a nie przyczyny niskiej stopy inwestycji i wysokiego bezrobocia w UE, a zwłaszcza w strefie euro.

Jak wykazano, brak inwestycji nie wynika z braku dostępu do kapitału. Małe i średnie przedsiębiorstwa mimo swojej liczebności odpowiadają za niewielką część inwestycji krajowych, a duże firmy nie inwestują z powodu niedostatecznego popytu ze strony gospodarstw domowych, jak i państw członkowskich realizujących różne formy polityki oszczędności.

Unia rynków kapitałowych skupiając się na optymalizacji alokacji oszczędności ignoruje fakt, że wzrost nierówności majątkowych, zwiększony przez globalny kryzys finansowy, spowodował wzrost odsetek obywateli UE niedysponujących oszczędnościami. Dobrze, że zauważono ogromną rolę prywatnych funduszy emerytalnych jako instytucji zarządzających tymi oszczędnościami. Tym bardziej zaskakuje brak analizy zagrożeń z tym związanych, nawet w dokumentach uzupełniających.

Równie poważnym zarzutem jest pominięcie relacji między stopą zwrotu z inwestycji a dochodami i wydatkami budżetu państwa, choć wsparcie długoterminowych, zrównoważonych projektów infrastrukturalnych ze środków prywatnych jest chyba najważniejszym postulatem całego tego projektu.

Historia przebiegu globalnego kryzysu finansowego w Unii Europejskiej pokazuje, iż pogłębienie integracji rynków finansowych i zwiększenie konkurencji mogą zmniejszać stabilność systemu finansowego a nie zwiększać mimo zwiększenia kontroli makroostrożnościowej. Zagrożenia te wynikają bowiem z głębszych przyczyn związanych z nierównościami w bilansach handlowych państw członkowskich. Zaskakuje tutaj też optymizm Komisji Europejskiej w sprawie możliwości kontroli sekurytyzacji, która była główną przyczyną wybuchu ostatniego kryzysu.



Jest więc bardzo prawdopodobne, że oprócz bardzo przydatnego ujednoczenia rozwiązań prawnych, unia rynków kapitałowych nie przyniesie poprawy funkcjonowania gospodarki Unii Europejskiej.

Powyższego obrazu nie zmienia wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Brexit spowoduje z pewnością wiele problemów natury prawnej związanych z dostępem pozaunijnych instytucji finansowych do wspólnego rynku, z brytyjskim systemem prawnym będącym obecnie podstawą bardzo wielu umów finansowych zawieranych w londyńskim City. W dłuższej perspektywie powinno to jednak przyczynić się do dalszej harmonizacji przepisów prawnych związanych ze swobodnym przepływem kapitału w UE. Zmniejszy się również presja polityczna na szybkie dokończenie unii.

## Literatura

- Augustyński I., *Wpływ giełd światowych na główne indeksy giełdowe w Polsce*, „e-Finanse” 2011, nr 7.
- Augustyński I., *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na strukturę zadłużenia europejskich korporacji*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2012, nr 268.
- Bughin J., Mischke J., *Reviving investment in Europe: How to explain (and overcome) continuing business reticence*, McKinsey Global Institute, <http://voxeu.org/article/reviving-investment-europe>
- Economic Analysis on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Commission Staff Working Document, SWD(2017) 225 final.
- A focus on Capital Markets Union*, European Financial Stability and Integration Review (EFSIR), Brussels, 25.4.2016, SWD(2016) 146 final.
- Härle Ph. i in., *The new dynamics of financial globalization*, McKinsey Global Insitute, August 2017
- Herr D., Juliun J. i in., *Annual Report on European SMEs 2016/2017. Focus on self-employment*. “SME Performace Review” 2016/2017, doi: 10.2873/742338.
- Kalecki M., *Dzieła zebrane, Tom 2. Kapitalizm. Koniunktura i zatrudnienie*, W. Osiatyński [red.], Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1971.
- Knakiewicz Z., *Problemy kreacji pieniądza i regulacji obiegu pieniężnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1998, zeszyt 3,4.
- Knakiewicz Z., *Teoretyczne podłoże kreacji i regulacji euro*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2004, zeszyt 4.
- Lavoie M., *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham-Northampton 2014.
- Łaski K., *Wykłady z makroekonomii. Gospodarka kapitalistyczna bez bezrobocia*, [red.] W. Osiatyński, PTE, Warszawa 2015.
- McLeay M., Radia A., Thomas R., *Money creation in the modern economy*, “Bank of England Quaterly Bulletin” 2014, Q1.
- Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Bruksela, dnia 30.09.2015, COM(2015) 468 final.
- Rossi, S., *Financialization and monetary union in Europe: the monetary-structural causes of the euro-area crisis*, “Cambridge Journal of Regions, Economy and Society” 2013, no. 6(3).

Toporowski J., *The end of finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge, London 2000.

Wójcik P., *Lepszy licznik Balcerowicza niż długi Kowalskiego*, <http://jagiellonski24.pl/2017/08/23/lepszy-licznik-balcerowicza-niz-dlugi-kowalskiego/>