

Ewolucja postrzegania przez nauki ekonomiczne wpływu sektora finansowego na wzrost gospodarczy przed i po kryzysie finansowym

Dominika Bosek-Rak

Łukasz K. Kozłowski

Marek Muszyński

Do czasu kryzysu finansowego rozpoczętego w 2007 r. wśród ekonomistów przeważał pogląd o pozytywnym wpływie sektora finansowego na wzrost gospodarczy¹. Podkreślano takie aspekty jak mobilizacja oszczędności, zmniejszenie kosztów transakcyjnych, ograniczenie asymetrii informacji czy dywersyfikacja ryzyka. Kryzys pokazał, że jest granica pozytywnego wpływu sektora na wzrost. Nadmierny rozrost może już się odbijać negatywnie na gospodarce, a sektor finansowy jest zdolny generować niebezpieczne bańki spekulacyjne, podczas gdy akcja kredytowa sprzyja większej zmienności wzrostu, w tym zwłaszcza pogłębiając załamania gospodarcze. Po kryzysie duża liczba publikacji poświęcona została optymalnej wielkości sektora oraz temu, jak poszczególne jego elementy wpływają na wzrost gospodarczy. Celem artykułu jest przedstawienie tych zmian w postrzeganiu roli sektora finansowego w kreowaniu wzrostu gospodarczego w naukach ekonomicznych w reakcji na zjawiska oraz problemy ujawnione w konsekwencji wspomnianego kryzysu finansowego. Publikację oparto na studiach literaturowych polskich oraz zagranicznych źródeł pierwotnych.

Rola sektora finansowego w kreowaniu wzrostu gospodarczego

Współczesne badania nad wzrostem gospodarczym zostały zapoczątkowane w latach 50. XX wieku przez Roberta Solowa. Problematykę znaczenia sektora finansowego dla wzrostu gospodarczego podjęto natomiast w badaniach naukowych w latach 70. minionego wieku. Zauważono wtedy, że rozwinięty system finansowy (działający na zasadach mechanizmu rynkowego) prowadzi

¹ P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa: przesłanki, cele, instrumenty i wyzwania*, „Materiały i Studia”, nr 298, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa 2013, s. 5.

do bardziej optymalnej alokacji środków w gospodarce. W rezultacie dynamizuje on wzrost gospodarczy².

Obszerne badania na temat wpływu sektora finansowego na wzrost gospodarczy prowadził Lucas³ (w latach 80. XX wieku), który twierdził, że pośrednictwo finansowe pomaga w sprawnym organizowaniu życia gospodarczego. Ważna rola sektora finansowego wynika z niedopasowania struktury popytu i podaży w gospodarce. W związku z tym podmioty sfery realnej gospodarki muszą ponosić koszty transakcyjne związane z:

- niedopasowaniem terminów i kwot pomiędzy pożyczkodawcą i pożyczkobiorcą,
- koniecznością poświęcenia czasu i środków finansowych na zebranie informacji i przeprowadzenie transakcji.

Dodatkowy koszt transakcyjny stanowi asymetria informacji. Mishkin⁴ definiuje ją jako brak wystarczających informacji jednej strony do podjęcia właściwej decyzji w odniesieniu do drugiej strony. Asymetria informacji dotyczy:

- poszukiwań podmiotu do przeprowadzenia transakcji,
- weryfikacji oferty,
- monitorowania wykorzystania środków,
- złamania warunków umowy.

Niedopasowanie popytu i podaży jest spowodowane również ryzykiem. Potencjalne strony transakcji obawiają się ryzyka kredytowego i rynkowego. Ryzyko kredytowe dotyczy wypłacalności dłużnika, natomiast ryzyko rynkowe związane jest ze zmiennością cen instrumentów finansowych. W świetle przedstawionych badań, system finansowy, adresując powyższe problemy życia gospodarczego (koszty transakcyjne, asymetrię informacji oraz ryzyko) pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy.

W latach 80. i 90. XX wieku przeprowadzono szereg badań naukowych, w których zidentyfikowano dodatkowe funkcje sektora finansowego, które pozytywnie przyczyniają się do wzrostu gospodarczego. Wśród nich:

- mobilizowanie oszczędności ludności, poprzez kreację instrumentów oszczędnościowych o niskich nominałach, przez co możliwe jest zebranie znacznych środków, które następnie mogą zostać udostępnione podmiotom, które poszukują finansowania (w formie kredytu),

² P. Wachtel, *How much do we really know about Growth and Finance*, "Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review" 2003, s. 33-34.

³ R. Lucas, *On the mechanics of economic development*, „Journal of Monetary Economics” 1988, s. 3-42.

⁴ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 69-70.

- tworzenie rynków finansowych, gdzie podmioty mające nadwyżki finansowe mogą udostępniać je podmiotom, które mają niedobory; pozwala to na sprawniejsze zarządzanie płynnością,
- zbieranie oraz przetwarzanie informacji, co prowadzi do bardziej optymalnej alokacji zasobów,
- współuczestniczenie w dokonywaniu transakcji, co przyczynia się do obniżenia jej kosztów,
- ograniczanie ryzyka specyficznego (właściwego dla pojedynczych inwestycji) poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego, a w rezultacie zapewnienie finansowania również projektom o wysokim stopniu ryzyka i wysokich potencjalnych zyskach⁵.

Wpływ sektora finansowego na wzrost gospodarczy w świetle badań empirycznych prowadzonych do 2007 r.

Badania empiryczne związku sektora finansowego ze wzrostem gospodarczym wykorzystują szereg wskaźników, opisujących system finansowy. Ich wyjątkowo szczegółową klasyfikację zaproponowali w 1999 r. Beck, Demirguc-Kunt i Levine⁶, dzieląc wskaźniki na te związane z:

- wielkością podmiotów (wskaźniki oparte o np. aktywa banku, pasywa banku itd.),
- aktywnością podmiotów (np. wielkość udzielonych kredytów w odniesieniu do PKB),
- efektywnością banków komercyjnych (np. marża odsetkowa, koszty operacyjne),
- strukturą rynkową sektora bankowego (np. koncentracja sektora, udział podmiotów zagranicznych, udział podmiotów prywatnych),
- wielkością i aktywnością innych instytucji finansowych (dotyczy wskaźników dla ubezpieczycieli – np. zebrane składki w odniesieniu do PKB),
- rynkami papierów wartościowych (np. kapitalizacja giełdy w odniesieniu do PKB, płynność giełdy).

Przed kryzysem finansowym z 2007 r., znaczna część badań naukowych wskazywała na pozytywny związek pomiędzy działalnością sektora finansowego a wzrostem gospodarczym. Były to badania analityczne dotyczące poszczególnych branż, rynków oraz badania porównawcze. King i Levine w 1993 r. argumentowali, że sprawnie działający sektor finansowy nie tylko prowadzi do obniżenia kosztów transakcyjnych oraz asymetrii informacji, ale również zapewnia finansowanie najbardziej obiecującym projektom inwestycyjnym, mobilizuje oszczędności, organizuje handel

⁵ P. Karaś, *Ewolucja postrzegania roli systemu finansowego w badaniach wzrostu gospodarczego*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, UMCS, Lublin 2007, s. 30-37.

⁶ T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *A new database on financial development and structure*, World Bank 1999, s. 2-19.

papierami wartościowymi, umożliwia dywersyfikację ryzyka, a także wzmacnia dobre praktyki ładu korporacyjnego⁷.

W latach 90. XX wieku i na początku XXI wieku przeprowadzono też szereg badań ilościowych, skupiających się na szukaniu korelacji pomiędzy poziomem rozwoju sektora finansowego a wzrostem gospodarczym. W 1999 r. Demirguc-Kunt i Levine⁸, tworząc model ekonometryczny, na podstawie danych dla 150 krajów wykazali pozytywną korelację pomiędzy rozwojem gospodarczym, a wielkością (aktywa i pasywa) i efektywnością (marża odsetkowa i koszty administracyjne) sektora finansowego. Podobne badania przeprowadzili w 2003 r. Hannson i Jonung⁹ w Szwecji, udowadniając, że wpływ wysokości kredytów na mieszkańca w stosunku do PKB oraz inwestycji na mieszkańca nie jest stały i różni się w określonych przedziałach czasowych. Takie wnioski były możliwe dzięki długiemu szeregowi czasowemu (1834 – 1991). Beck, Demirguc-Kunt i Levine¹⁰ przeprowadzili w 1999 r. najobszerniejsze badania - dla 150 krajów i stwierdzili istotne zależności pomiędzy sektorem finansowym a wzrostem gospodarczym. Według nich, wyższy poziom rozwoju gospodarczego jest skorelowany:

- negatywnie z rolą banku centralnego w porównaniu z bankami komercyjnymi,
- pozytywnie z efektywnością banków komercyjnych,
- negatywnie ze stopniem skoncentrowania sektora bankowego,
- negatywnie z udziałem banków zagranicznych w sektorze,
- pozytywnie z udziałem banków prywatnych w sektorze,
- pozytywnie ze wzrostem znaczenia niebankowych instytucji finansowych (ubezpieczyciele),
- pozytywnie ze stopniem rozwoju rynków finansowych.

Podsumowanie badań w opisywanym temacie przygotowali Khan i Senhadji¹¹ w 2000 r., którzy przeanalizowali dotychczasowe wyniki badań empirycznych w zakresie zależności rozwoju sektora finansowego i wzrostu gospodarczego i uznali, że sektor finansowy pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy, ale siła tego oddziaływania zależy do wyboru wskaźników, badanych krajów, metod estymacji oraz wybranych lat.

⁷ R. King, R. Levine, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, „Quarterly Journal of Economics” 1993, s. 717-737.

⁸ A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross country comparisons*, World Bank 1999.

⁹ P. Hannson, L. Jonung, *Finance and economics growth: the case of Sweden 1834-1991*, „Research in Economics” 2003, s. 275-301.

¹⁰ T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, op.cit.

¹¹ M. Khan, A. Senhadji, *Financial development and economic growth: an overview*, IMF Working Paper 2000.

Rozwój teorii opisujących wpływ sektora finansowego na wzrost gospodarczy po kryzysie finansowym

W toku rozwoju nauk ekonomicznych powstawały również koncepcje teoretyczne sygnalizujące możliwość negatywnego oddziaływania sektora finansowego na wzrost gospodarczy – po kryzysie finansowym z 2007 r. zaczęły one zyskiwać coraz większą popularność. Najczęściej zakładały one, że w sytuacji, gdy sektor finansowy ulegał nadmiernemu rozrostowi, niekorzystne efekty jego funkcjonowania zaczynały przeważać nad pozytywnymi aspektami. Jak wskazywali w 2012 r. Cecchetti i Kharroubi, każda nienaturalnie szybko rozwijająca się branża wysysa zasoby, takie jak kapitał rzeczowy i kapitał ludzki, z reszty gospodarki¹². Krańcowa produktywność przerośniętego sektora finansowego jest w takiej sytuacji niższa niż w przypadku wielu przedsiębiorstw niefinansowych. Przekierowanie zbyt dużych zasobów do instytucji finansowych ograniczyłaby zatem potencjał wzrostowy gospodarki. Wystąpienie takiego procesu w wyniku działania mechanizmów rynkowych świadczyłoby o ich nieefektywności, wynikającej m.in. z zachowań stadnych inwestorów, angażujących zbyt duże środki w tym sektorze. Oznaczałoby to również nieuchronność wystąpienia kryzysu w przyszłości, w wyniku którego zostałyby przywrócone właściwe proporcje pomiędzy rozmiarem sektora finansowego a pozostałych sektorów.

Innym problemem, sygnalizowanym m.in. przez Carletti w 2008 r., jest powstawanie zależności agent-pryncypała pomiędzy bankiem a deponentami. Instytucje te mogą bowiem lokować powierzone im środki w sposób niezgodny z oczekiwaniami ich klientów, np. podejmując nadmierne ryzyko¹³. Wynika to z asymetrii informacyjnej powstającej pomiędzy tymi dwoma grupami podmiotów¹⁴, a także występującej do pewnego stopnia rozbieżności ich interesów. Pryncypał (deponent) oczekuje bowiem określonej z góry stopy zwrotu, równej oprocentowaniu depozytu, na jakie umówił się z bankiem. Zasadniczo, klient nie ma możliwości uzyskania większego zysku – jest on jedynie wystawiony na ryzyko utraty części lub całości środków w razie upadłości depozytariusza (zakładając brak lub jedynie częściową gwarancję depozytów). Tymczasem agent (instytucja finansowa) znajduje się w innej sytuacji – jego zysk lub stratę stanowi różnica pomiędzy kwotą odsetek wypłacanych deponentowi a kwotą odsetek uzyskiwanych z tytułu udzielonych kredytów. Bank podejmujący większe ryzyko, niż pierwotnie zakładano, może więc stać się bardziej zyskowny, nie tylko nie przynosząc dodatkowych korzyści swoim klientom, lecz zarazem jeszcze bardziej

¹² S.G. Cecchetti, E. Kharroubi, *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Paper No. 381, 2012, s. 1-2.

¹³ E. Carletti, *Competition and Regulation in Banking*, w: *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, red. A.V. Thakor, A.W.A. Boot, Elsevier 2008, s. 450-451.

¹⁴ T. Beck, *Finance and Growth – Lessons from the Literature and the Recent Crisis*, LSE Growth Commission 2012, s. 3.

narażając ich na utratę zdeponowanych środków¹⁵. Powstająca w ten sposób skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka może przyczyniać się do występowania kryzysów bankowych. Upadłość instytucji finansowych wywołuje natomiast znaczące negatywne efekty zewnętrzne¹⁶. Problemy sektora finansowego bowiem relatywnie szybko przenoszą się na pozostałe branże, wywołując falę bankructw przedsiębiorstw oraz prowadząc do recesji. Podatność gospodarki na kryzysy finansowe oraz potencjalna skala strat przez nich powodowanych zależy zaś również od rozmiarów sektora finansowego. Gdy jest on lepiej rozwinięty, szkody mogą być większe¹⁷. Przerost sektora może również powodować zwiększenie częstotliwości występowania kryzysów – Bordo et al. Wskazują na to, że po 1973 r. były one dwukrotnie częstsze niż we wcześniejszym okresie, kiedy to sektor finansowy odgrywał mniejszą rolę¹⁸. Zbyt duże spowodowane w ten sposób wahania dynamiki wzrostu gospodarczego mogą natomiast niekorzystnie wpływać na długookresowe perspektywy rozwoju¹⁹.

Badania empiryczne po 2007 r.

Wyniki badań empirycznych prowadzonych po 2007 r. częściej wskazują na to, że dalsza ekspansja sektora finansowego ma negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Szacunki OECD dokonane dla grupy 34 wysoko rozwiniętych krajów wykazały ujemną zależność pomiędzy rozmiarem sektora finansowego a tempem wzrostu PKB. Podkreślenia wymaga jednak fakt, iż jest to jedynie efekt krańcowy będący konsekwencją nadmiernego rozrostu sektora, a nie jego bezwzględnej szkodliwości dla gospodarki. Ze wspomnianych badań wynika, że jedynie dalsze zwiększenie roli rynku kapitałowego przyniosłoby korzyści ekonomiczne, co nie musi świadczyć o przewadze modelu sektora finansowego opartego na giełdzie nad tym, w którym dominują banki, lecz może jedynie stanowić miarę nasycenia rynku kredytami oraz papierami wartościowymi. Na potrzeby opisanego badania przyjęto specyfikację zależności pomiędzy określoną miarą rozwoju sektora finansowego a dynamiką PKB, w której błędy standardowe są zagregowane na poziomie kraju w celu uwzględnienia heteroskedastyczności oraz autokorelacji reszt w odniesieniu do poszczególnych obserwacji dla danego kraju. Ponadto w celach kontrolnych uwzględniono pozostałe determinanty wzrostu gospodarczego występujące standardowo w modelu Solowa z kapitałem ludzkim, wykorzystującym

¹⁵ E. Carletti, *Competition and Regulation...*, op. cit., s. 457-458.

¹⁶ T. Beck, *Finance and Growth...*, op. cit., s. 3.

¹⁷ D. Klingebiel, R.S. Kroszner, L. Laevenb, *Banking crises, financial dependence, and growth*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 84, No. 1, 2007, s. 221.

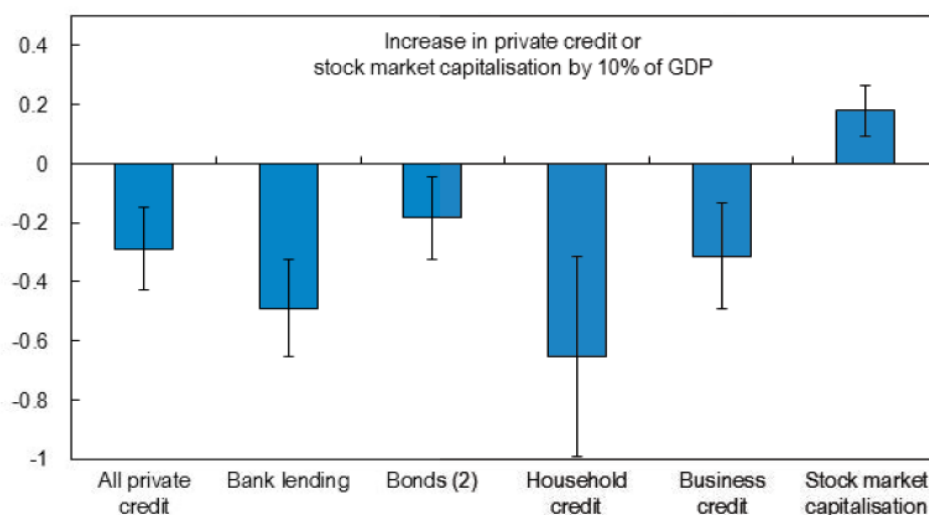
¹⁸ M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M.S. Martinez-Peria, *Is the crisis problem growing more severe?*, „Economic Policy”, Vol. 16, No. 32, 2001, s. 51.

¹⁹ F. Allen, E. Carletti, J. Qian, P. Valenzuela, *Does Finance Accelerate or Retard Growth? Theory and Evidence*, Global Citizen Foundation, Working Paper 4, 2013, s. 36.

funkcję produkcji Cobba-Douglasa²⁰. Także badanie Bańbuły z 2013 r. pokazuje brak związku z rozwojem rynku kapitałowego ze wzrostem gospodarczym. Sugeruje on, że to nie wielkość sektora finansowego miała zatem wpływ na wzrost, ale przede wszystkim zadłużenie²¹.

Arcand, Berkes i Panizza w 2012 r. pokazali z kolei, że gdy prywatne zadłużenie przekracza 100% PKB dalsze zwiększenie jego poziomu ma negatywny wpływ na wzrost. Poziom ten jednak może się zmieniać w zależności od otoczenia instytucjonalnego. Badacze podali dwa powody takiego stanu rzeczy. Po pierwsze jest to związane z większą zmiennością i wyższym prawdopodobieństwem występowania załamań gospodarczych. Po drugie tak duże zadłużenie może prowadzić błędnej alokacji zasobów²². Taka sytuacja miała miejsce podczas kryzysu, gdy zarządzający największymi bankami podejmowali ogromne ryzyko, licząc na pomoc podatnika w przypadku niepowodzenia. Zwiększali oni skalę działalności, udzielając kredytów coraz mniej zamożnym kredytobiorcom. I jak się okazało mieli rację – po upadku Lehmann Brothers i AIG amerykański rząd uznał, że nie może pozwolić na kolejne bankructwa, gdyż skala powiązań w sektorze finansowym jest zbyt duża i mogłoby to doprowadzić do efektu domina. Badanie to zostało oparte na estymacji modeli regresji przekrojowej oraz regresji panelowej.

Rysunek 1. Szacowany wpływ wzrostu wartości udzielonych kredytów, wyemitowanych obligacji lub kapitalizacji rynku akcji o 10 proc. PKB na dynamikę wzrostu gospodarczego (w pkt proc.)*



*słupki błęd przedstawiają 90-procentowy przedział ufności

Źródło: How to restore a healthy financial sector that supports long-lasting, inclusive growth?, OECD Economics Department Policy Note No. 27, June 2015

²⁰ B. Cournède, O. Denk, *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*, OECD Economics Department Working Paper No. 1223, 2015, s. 13-14.

²¹ P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa...*, op. cit., s. 23-24

²² J-L Arcand, E. Berkes, U. Panizza, *Too Much Finance?*, IMF Working Paper WP12/161, June 2012, s. 23.

Wpływ zwiększenia rozmiarów sektora finansowego na wzrost gospodarczy zależy również w istotnej mierze od tego, jakie obszary działalności są najbardziej rozwijane. Wzrost wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych ma szczególnie szkodliwy wpływ na tempo wzrostu PKB, bowiem może on prowadzić do powstawania baniek spekulacyjnych oraz nadmiernego zadłużenia gospodarstw domowych²³. Kredyty inwestycyjne, udzielane głównie przedsiębiorstwom, mają korzystniejszy wpływ na gospodarkę niż te, które otrzymują klienci detaliczni²⁴. Wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych, pożyczających przede wszystkim na cele konsumpcyjne, paradoksalnie przekłada się na spadek poziomu konsumpcji ze względu na to, że późniejsza recesja jest tym głębsza, im większa była wartość udzielonych kredytów tego rodzaju²⁵.

Badania empiryczne potwierdzają również tezę o możliwości drenażu zasobów z reszty gospodarki przez instytucje finansowe. Jak wykazali Cecchetti i Kharroubi w 2012 r, w oparciu o regresję panelową, przerośnięty sektor finansowy, oferując ponadprzeciętnie wysokie wynagrodzenia, skutecznie przyciąga do siebie najlepiej wykwalifikowanych pracowników, co jednak niekorzystnie wpływa na tempo wzrostu produktywności. Nadmierna koncentracja kapitału ludzkiego wysokiej jakości w jednej branży sprawia bowiem, że jego krańcowa produktywność staje się niższa niż w pozostałych sektorach, który zaczynają cierpieć na jego chroniczny niedostatek. Z drugiej jednak strony zbyt słabo rozwinięty sektor finansowy również szkodzi dynamice produktywności²⁶.

Innym kanałem, za pośrednictwem którego sektor finansowy może oddziaływać na wzrost gospodarczy są nierówności dochodowe. Wyniki badań empirycznych w tym zakresie nie są jednoznaczne. Część z nich wskazuje bowiem na pozytywne skutki rozwoju systemu finansowego za sprawą wzrostu dostępności finansowania wydatków na edukację oraz większą odporność gospodarstw domowych na zewnętrzne szoki dzięki wzrostowi poziomu ubankowienia²⁷. Z drugiej strony z badań OECD z 2015 r. wynika, że dalszy rozrost sektora finansowego – którego rozmiar mierzony jest kwotą udzielonych kredytów, kapitalizacją giełdy lub też wartością dodaną sektora w relacji do PKB – przyczyniłby się do spadku dochodów mniej zamożnych gospodarstw domowych, jednocześnie przyspieszając wzrost dochodów najbogatszych, powiększając tym samym nierówności dochodowe²⁸.

²³ B. Cournède, O. Denk, P. Hoeller, *Finance and inclusive growth*, OECD Economic Policy Paper No. 14, 2015, s. 36.

²⁴ L. Angeles, *Credit expansion and the economy*, „Applied Economics Letters”, Vol. 22, No. 13, 2015, s. 1070.

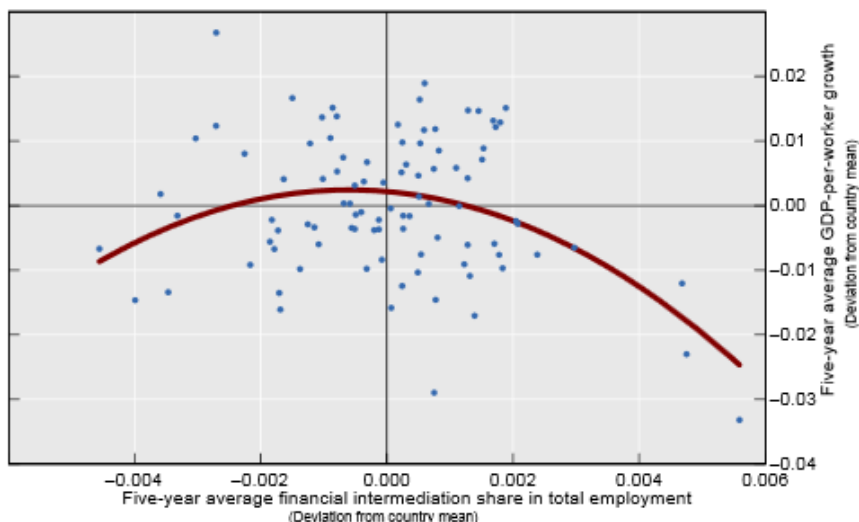
²⁵ R. Glick, K.J. Lansing, *Global Household Leverage, House Prices, and Consumption*, „FRBSF Economic Letters”, 2010-01, s. 4.

²⁶ S.G. Cecchetti, E. Kharroubi, *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Paper No. 381, 2012, s. 11-14.

²⁷ F. Allen, E. Carletti, J. Qian, P. Valenzuela, *Does Finance Accelerate or Retard Growth? Theory and Evidence*, Global Citizen Foundation, Working Paper 4, 2013, s. 11-12.

²⁸ B. Cournède, O. Denk, *Finance and income inequality in OECD countries*, OECD Economics Department Working Paper No. 1224, 2015, s. 8.

Rysunek 2. Zależność pomiędzy odchyleniami od średniej wielkości zatrudnienia w sektorze finansowym a odchyleniami od średniej dynamiki wzrostu PKB w przeliczeniu na zatrudnionego



Źródło: S.G. Cecchetti, E. Kharroubi, Reassessing the impact of finance on growth, BIS Working Paper No. 381, 2012

Modelowanie wpływu sektora finansowego na gospodarkę

W standardowych modelach wykorzystywanych współcześnie do formułowania prognoz makroekonomicznych nie uwzględnia się roli sektora finansowego, traktując go jako neutralnego pośrednika pomiędzy różnymi grupami podmiotów, koncentrując się wyłącznie na zależnościach łączących gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i sektor rządowy. Pominięcie tego obszaru wskazuje się jako jedną z przyczyn początkowego niedocenienia możliwych konsekwencji światowego kryzysu finansowego, którego pierwsze symptomy zaczęły pojawiać się w r. 2007²⁹. Uwidacznia to potrzebę uzupełnienia istniejących modeli o mechanizm tzw. „tarć finansowych” (ang. financial frictions) umożliwiający symulowanie oraz prognozowanie wpływu problemów sektora finansowego na sferę realną. Pierwsza koncepcja teoretyczna tarć finansowych została sformułowana w 1989 r. przez Bernankego oraz Gertlera³⁰. Uwzględniała ona możliwość wpływania na przebieg cyklu koniunkturalnego przez zmiany relatywnych kosztów finansowania inwestycji na skutek zmian wartości aktywów posiadanych przez pożyczkobiorców będących konsekwencją fluktuacji gospodarczych. Drugie podejście przedstawili w 1997 r. Kiyotaki i Moore – zgodnie z nim kapitał rzeczowy posiadany przez przedsiębiorstwa stanowi jednocześnie potencjalne lub faktyczne

²⁹ M. Del Negro, M.P. Giannoni, F. Schorfheide, *Inflation in the Great Recession and New Keynesian Models*, NBER Working Paper No. 20055, 2014.

³⁰ B. Bernanke, M. Gertler, *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, „The American Economic Review”, Vol. 79, No. 1, 1989, s. 14-31.

zabezpieczenie zaciąganych kredytów³¹. Wzrost wartości tych aktywów pozwala zatem na zwiększenie akcji kredytowej prowadzące do większych nakładów inwestycyjnych, a w konsekwencji szybszego wzrostu gospodarczego, podczas gdy spadek ich wartości może przyczynić się do wystąpienia kryzysu. Oba te podejścia były w kolejnych latach udoskonalane, m.in. poprzez włączenie rynku nieruchomości do modeli w 2005 r. przez Iacoviello³² oraz uwzględnienie możliwości udzielania kredytów niezabezpieczonych aktywami rzeczowymi w 2014 r. przez Carvalho, Castro i Costa³³.

Podsumowanie

Kryzys finansowy zmienił optykę ekonomistów w kwestii wpływu sektora finansowego na wzrost gospodarczy. Przede wszystkim uznano, że pozytywny wpływ występuje tylko przy odpowiednim poziomie rozwoju sektora. Gdy ten jest za mały, to wpływ nie da się zaobserwować, a gdy za duży może nieść negatywne efekty. Wśród potencjalnych przyczyn wskazuje się błędną alokację zasobów przy zbyt wielkim sektorze finansowym, narastanie baniek spekulacyjnych, zwiększoną zmienność gospodarczą, która zwiększa ryzyko dużych załamań gospodarczych, a także możliwy drenaż zasobów kadrowych z innych sektorów gospodarki.

Zaczęto też rozbijać sektor finansowy na poszczególne składowe, badając ich wpływ na wzrost. W następstwie tego okazało się, że o ile kredyty inwestycyjne wpływają pozytywnie na wzrost, to kredyty hipoteczne już nie. Część badań pokazuje także mniejszy negatywny wpływ szybkiego rozwoju rynku kapitałowego w przeciwieństwie do sektora bankowego.

³¹ N. Kiyotaki, J. Moore, *Credit Cycles*, „Journal of Political Economy”, Vol. 105, No. 2, 1997, s. 211-248.

³² M. Iacoviello, *House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle*, „American Economic Review”, Vol. 95, No. 3, 2005, s. 739-764.

³³ F. Carvalho, M. Castro, S. Costa, *Traditional and matter-of-fact financial frictions in a DSGE model for Brazil: the role of macroprudential instruments and monetary policy*, BIS Working Paper No 460, 2014.

O autorach

Dominika Bosek-Rak jest doktorantką w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Jej zainteresowania badawcze obejmują tematykę ładu korporacyjnego oraz działalności inwestorów instytucjonalnych w kontekście budowania wartości przedsiębiorstw. Ponadto, zajmuje się także współczesnymi wyzwaniami w bankowości – innowacyjnością, cyfryzacją i rolą tego sektora w gospodarce.

Łukasz K. Kozłowski jest doktorantem w Katedrze Ekonomii Stosowanej w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Jego zainteresowania badawcze koncentrują się wokół problematyki długookresowej stabilności finansów publicznych oraz sektora ubezpieczeń społecznych. Zajmuje się również kwestią prognozowania upadłości przedsiębiorstw oraz analizą czynników wzrostu gospodarczego.

Marek Muszyński jest doktorantem w Katedrze Ekonomii Stosowanej w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Jego zainteresowania badawcze obejmują nierówności dochodowe i majątkowe, powstawanie innowacji oraz finanse publiczne, a także wpływ powyższych na wzrost gospodarczy.

Streszczenie

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie ewolucji w postrzeganiu wpływu sektora finansowego na wzrost gospodarczy. O ile przed kryzysem finansowym z roku 2008 najbardziej wpływowe teorie opisujące te relacje skupiały się na pozytywnych aspektach finansjalizacji gospodarki, czego przejawem była efektywniejsza alokacja zasobów, ograniczenie kosztów transakcyjnych oraz tworzenie zasobów kapitałowych, w następstwie późniejszych wydarzeń coraz bardziej wpływowe zaczęły stawać się konkurencyjne teorie, kładące większy nacisk na negatywne strony tego zjawiska, takie jak zależność pryncypał-agent pomiędzy klientami a instytucjami finansowymi, pokusę nadużycia, a także potencjalne zwiększanie zakresu wahań aktywności gospodarczej w ramach cyklu koniunkturalnego. Przedstawione ponadto zostały wyniki badań empirycznych wskazujące na to, iż sektor finansowy pełni korzystną rolę w gospodarce tak długo, dopóki nie nastąpi jego nadmierny przerost. Na zakończenie zaprezentowano pokrótce metody modelowania makroekonomicznego pozwalające na uwzględnianie napięć i wstrząsów w sektorze finansowym w stosowanych modelach.

Summary

The purpose of the article is to present the evolving perception of the impact of financial sector on economic growth. While before the financial crisis of 2008 the most influential theories describing this interdependence focused primarily on positive aspects of the financialization of the economy, which yielded a more efficient allocation of resources, a reduction in transaction costs, and capital formation, as a result of later developments the competing theories have grown more influential. These theories put more emphasis on negative aspects of the process mentioned, such as principal-agent relationship between the consumers and financial institutions, as well as moral hazard, and potential exacerbation of business cycles. The results of the empirical studies showing that the financial sector positively influences the economy as long as it is not overgrown were also presented. In the final main section of the article the macroeconomic modelling techniques, which allow to include in the existing models the tensions and shocks in the financial sector, are also briefly described.