

Paweł Kawa

Katedra Makroekonomii

Rozwój finansowy a wzrost gospodarczy – ujęcie teoretyczne i wyniki badań empirycznych. Implikacje dla polityki ekonomicznej

1. Wprowadzenie

Wśród problemów współczesnej ekonomii szczególne miejsce zajmują zagadnienia długookresowego wzrostu gospodarczego. Do końca lat 70. w obrębie nurtów badawczych w makroekonomii dominowało zainteresowanie analizą krótko- i średniookresową, a więc wzrostem w ramach cyklu koniunkturalnego. Z uwagi na znaczny stopień formalizacji teoria wzrostu długookresowego stawała się coraz bardziej hermetyczna i traciła stopniowo kontakt z danymi empirycznymi. Ponadto coraz większego znaczenia nabierała ekonomia rozwoju ukierunkowana na rozwiązywanie praktycznych, bieżących problemów, przez co teorie wzrostu znalazły się poza obszarem badań teoretycznych i empirycznych. Na przełomie lat 70. i 80. zwiększyło się zainteresowanie wzrostem długookresowym. Problematyka wzrostu stała się jednym z najdynamiczniej rozwijających się obszarów ekonomii, a krytyczna analiza modeli neoklasycznych dała początek nowym nurtom badawczym (teorii realnego cyklu koniunkturalnego i teoriom wzrostu endogenicznego), w obrębie których nastąpiła formalizacja modeli wzrostu.

Renesans badań teoretycznych i empirycznych nad wzrostem gospodarczym dotyczył również kwestii wyboru właściwej polityki ekonomicznej. Zamierzeniem twórców nowych teorii wzrostu było bowiem sformułowanie odpowiednich zaleceń pod adresem polityki gospodarczej; w efekcie cechą charakterystyczną tych modeli jest to, że mają nie tylko charakter teoretycz-

nych rozważań, ale również charakter aplikacyjny. Oznacza to, że na gruncie nowych teorii wzrostu gospodarczego szczególnego znaczenia nabiera analiza zależności pomiędzy wzrostem gospodarczym a polityką ekonomiczną.

Celem prezentowanego artykułu jest próba zidentyfikowania zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym na gruncie teorii wzrostu, a następnie sformułowanie na tej podstawie rekomendacji pod adresem polityki ekonomicznej.

2. Rozwój finansowy a wzrost gospodarczy – ujęcie teoretyczne

Pojęcie rozwoju finansowego może być różnorodnie rozumiane i interpretowane. W wąskim ujęciu przez rozwój finansowy rozumie się redukcję kosztów transakcyjnych (suma kosztów faktycznie poniesionych i czasu zużytego na zawarcie transakcji finansowej) konwersji aktywów niepiłynnych w aktywa płynne¹. Strony uczestniczące w transakcji odnoszą korzyści, których źródłem jest przede wszystkim wzrost stopy procentowej dla pożyczającego fundusze przy równoczesnym jej spadku dla korzystającego z nich oraz z tytułu powiększenia wolumenu transakcji. Ze względu na tematykę artykułu, celowe wydaje się szerokie ujęcie rozwoju finansowego, oznaczającego długotrwały proces wzrostu i doskonalenia rynków, instytucji i instrumentów finansowych skierowanych na zwiększenie efektywności ich funkcjonowania lub stosowania oraz powiększanie wolumenu transakcji finansowych.

W literaturze przedmiotu spotyka się wiele prób ujęcia zależności pomiędzy rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym. Koncentrują się one wokół zagadnień liberalizacji i restrykcji finansowych, wpływu pośrednictwa finansowego na przebieg procesów inwestycyjnych i procesów wzrostu, efektywności rynku finansowego oraz czynników oddziałujących na poziomie mikroekonomicznym.

R. McKinnon i E. Shaw przedstawiają dowody przemawiające za tym, że restrykcje finansowe (utożsamiane zazwyczaj z występowaniem niskich bądź nawet ujemnych realnych stóp procentowych) hamują wzrost gospodarczy poprzez obniżanie poziomu oszczędności i powodowanie nieefektywnej alokacji zasobów².

A. Gelb formułuje wniosek, że restrykcje fiskalne obniżają poziom oszczędności i mogą powodować albo nieprodukcyjny nawis inflacyjny albo zwiększone zainteresowanie aktywami zagranicznymi³.

¹ N. Roubini, X. Sala-I-Martin, *Financial Repression and Economic Growth*, Journal of Development Economics, vol. 39, 1992.

² R. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institutions, Washington 1973; E. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York 1973.

³ A. Gelb, *A Cross-Section Analysis of Financial Policies, Efficiency and Growth*, Financial Policy Division, The World Bank, 1989.

W ramach nowszych badań analizuje się raczej nie tyle sam związek pomiędzy oszczędnościami i stopą procentową oraz wzrostem i stopą procentową⁴, lecz zachowanie się podmiotów gospodarczych w warunkach istniejących ograniczeń finansowych.

Na gruncie modelu Greenwooda i Jovanovica – w którym zarówno wzrost gospodarczy, jak i system finansowy mają charakter endogeniczny – rozbudowany system pośrednictwa finansowego obniża koszty, a zatem zwiększa stopę zysku z kapitału, co przyczynia się do zwiększenia inwestycji i przyspieszenia wzrostu⁵.

R.G. King i R. Levine podkreślają wpływ systemu finansowego na wzrost poprzez oddziaływanie na czynnik przedsiębiorczości. Wyróżniają oni cztery kanały tego oddziaływania:

- system finansowy ocenia potencjalnych przedsiębiorców i dokonuje selekcji najbardziej obiecujących projektów inwestycyjnych;
- systemy finansowe mobilizują zasoby do finansowania obiecujących projektów;
- systemy finansowe umożliwiają inwestorom dywersyfikację ryzyka związanego z działalnością innowacyjną;
- systemy finansowe ujawniają potencjalne korzyści z działalności innowacyjnej w porównaniu z wytwarzaniem dotychczasowych produktów za pomocą obecnej technologii. Ogólnie rzecz biorąc, bardziej dojrzałe systemy finansowe zwiększają prawdopodobieństwo tego, że wprowadzenie innowacji zakończy się sukcesem. Przemieszczając zasoby do najbardziej obiecujących przedsięwzięć, efektywne systemy finansowe przyspieszają tempo wzrostu wydajności pracy i dochodu narodowego *per capita*.

W świetle badań B. Greenwalda i J. Stiglitz oraz B. Greenwalda, M. Salinger i J. Stiglitz, „niedoskonałości” rynku prowadzą do spowolnienia wzrostu. Autorzy wprawdzie niezbyt jasno przedstawiają uzasadnienie swojego poglądu, ale wydaje się, że spowolnienie wzrostu jest wynikiem większego ryzyka charakteryzującego projekty nowatorskie technologicznie niż projekty wykorzystujące dotychczasową technikę, w efekcie czego brakuje bodźców do inwestowania w sferę R&D, a bez tego trudno mówić o wzroście gospodarczym⁶.

Formułuje się też argument, że restrykcje finansowe wiąże się z istnieniem racjonowania kapitału⁷. Racjonowanie może prowadzić do arbitralnej alokacji

⁴ Istnieją przekonujące wyniki badań empirycznych pozwalające przyjąć, że zachodzi dodatnia korelacja pomiędzy wzrostem gospodarczym a realnymi stopami oprocentowania depozytów, choć nie zostało wyjaśnione zagadnienie kierunkowości tej zależności.

⁵ J. Greenwood, B. Jovanovic, *Financial Development, Growth and the Distribution of Income*, NBER, Working Papers 3189, NBER 1989.

⁶ B. Greenwald, J. Stiglitz, *Financial Market Imperfections and Productivity Growth*, NBER Working Papers 2945, NBER 1989; B. Greenwald, J. Stiglitz, M. Salinger, *Imperfect Capital Markets and Productivity Growth*, NBER, 1990.

⁷ Racjonowanie kapitału występuje wówczas, gdy z powodu ograniczeń finansowych (zewnętrznych, czyli wynikających z zasad rządzących rynkami finansowymi lub wewnętrznych, czyli

nakładów inwestycyjnych pomiędzy poszczególne sektory gospodarki i do obniżenia ogólnej produktywności kapitału⁸.

R. Levine przedstawia model, w którym funkcjonowanie rynku papierów wartościowych wpływa na kształtowanie się stopy wzrostu i postępu technologicznego. Ważną konsekwencją wynikającą z modelu jest to, że opodatkowanie transakcji przeprowadzanych na rynkach finansowych obniża tempo wzrostu gospodarczego⁹.

U.R. Bencivenga i B.D. Smith prezentują model, w którym efektywny system pośrednictwa finansowego stymuluje wzrost gospodarczy poprzez większe nagromadzenie oszczędności aktywów produkcyjnych, kosztem bardziej płynnych aktywów nieprodukcyjnych¹⁰.

Na rolę systemu finansowego wskazuje też Hoenig, który omawiając długo-okresowe perspektywy rozwoju gospodarki amerykańskiej wprowadza pojęcie „kluczy do rozwoju” i zalicza do nich:

- zobowiązanie się do utrzymywania otwartego charakteru międzynarodowego rynku towarów i usług,
- stworzenia pozytywnego klimatu do oszczędzania i inwestowania,
- utrzymanie silnego i dynamicznego systemu finansowego,
- zagwarantowanie stabilności cen.

R. Dornbusch i A. Reynoso wskazują, że restrykcje finansowe tylko wtedy wpływają na wzrost gospodarczy, gdy prowadzą do znacznej niestabilności¹¹, mówiąc ściślej, przyczyną obniżenia wzrostu gospodarczego są nie restrykcje finansowe, ale niestabilność systemu finansowego, która zwiększa zmienność stopy zysku z kapitału i hamuje działalność inwestycyjną.

Jak wynika z przedstawionych powyżej uwag, generalnie istnieje zgodność poglądów co do zależności między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym, choć kontrowersyjny jest charakter tej zależności, jej kierunkowość oraz kanały transmisji bodźców. Próba wyrażenia tej zgodności – nie tylko jeśli chodzi o rolę systemu finansowego, ale także o szerszy zakres warunków wzrostu gospodarczego – jest tzw. *consensus* waszyngtoński¹², opracowany i spopularyzowany przez J. Williamsona z Institute for International Economics, który zakłada m.in. liberalizację systemu finansowego zmierzającą do zniesienia

wynikających z polityki inwestora) nie można realizować wszystkich opłacalnych inwestycji. Szerzej na ten temat por.: P. Kawa, S. Wydymus, *Metodologia oceny efektywności projektów inwestycyjnych według standardów Unii Europejskiej*, Kraków 1998.

⁸ Por. W. Easterly, D. Wetzel, *Policy Determinants of Growth. Survey of Theory and Evidence*, Policy, Planning and Research Working Papers, WPS 343, The World Bank, 1989.

⁹ R. Levine, *Stock Markets, Growth and Policy*, Federal Reserve IFDP 374, 1990.

¹⁰ V.R. Bencivenga, B.D. Smith, *Financial Intermediation and Endogenous Growth*, Rochester Center for Economic Research, Working Papers 159, 1988.

¹¹ R. Dornbusch, A. Reynoso, *Financial Factors in Economic Development*, NBER Working Papers 2889, NBER, Cambridge 1989.

¹² Por.: A. Wojtyna, *Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, „Gospodarka Narodowa” 1995, nr 6.

preferencyjnych stóp procentowych dla uprzywilejowanych kredytobiorców i ustanowienie umiarkowanie dodatnich realnych stóp procentowych.

3. Empiryczna weryfikacja zależności pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym

W celu empirycznej weryfikacji analizowanej zależności konieczne staje się skonstruowanie mierników rozwoju finansowego. W literaturze przedmiotu spotyka się wiele propozycji w tym zakresie. Poniżej przedstawiono cztery mierniki, które zdaniem autora mają największą wartość poznawczą.

LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB; zobowiązania płynne obejmują gotówkę poza sektorem bankowym plus depozyty na żądanie (*a vista*) oraz depozyty terminowe zdeponowane w bankach i nie-bankowych instytucjach finansowych¹³. Miernik LLY określa więc rozmiar sfery finansowej. Ponieważ sam rozmiar pośrednictwa finansowego nie odzwierciedla zakresu usług finansowych, takich jak np. zarządzanie ryzykiem czy przetwarzanie informacji, wykorzystuje się inny miernik rozwoju finansowego obrazujący względne znaczenie określonych instytucji finansowych, w szczególności banków depozytowych, które świadczą szerszy zakres usług finansowych (np. wspomniane już zarządzanie ryzykiem i usługi związane z gromadzeniem i przetwarzaniem informacji).

BANK – miernik obrazujący relację między aktywnością banków depozytowych i banku centralnego¹⁴. Miernik ten wyraża stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, czyli do krajowych aktywów banków depozytowych powiększonych o krajowe aktywa banku centralnego¹⁵.

Kolejne mierniki rozwoju finansowego opierają się na kryterium beneficjenta alokacji kredytów. Jeśli bowiem kredyty udzielane są rządowi, agendom rządowym albo przedsiębiorstwom państwowym, to wówczas system finansowy nie pełni swoich funkcji w zakresie oceny przedsiębiorców, selekcji projektów inwestycyjnych, dywersyfikacji ryzyka i świadczenia innych usług w takim

¹³ Zobowiązania płynne oznaczają – według nomenklatury International Financial Statistics (IFS) – agregat pieniężny M3. W wypadku braku danych o wartości agregatu M3 stosuje się miernik wyrażony przy użyciu agregatu M2.

¹⁴ Również ten miernik nie jest doskonały i posiada pewne wady: banki pełnią często o wiele szerszy zakres usług aniżeli tradycyjne pośrednictwo finansowe, w wielu krajach władze państwowe oddziałują często na banki depozytowe przez co zaciera się rozróżnienie pomiędzy bankami depozytowymi a bankiem centralnym, miernik BANK nie określa komu udzielane są kredyty (beneficjenta alokacji kredytów). Mimo to miernik BANK – opierający się na wydzieleniu pewnego segmentu sektora finansowego, który jest bardziej aktywny, jeśli chodzi o świadczenie usług finansowych – jest cennym uzupełnieniem wniosków wyciągniętych przy wykorzystaniu miernika sfery finansowej LLY.

¹⁵ Krajowe aktywa banku centralnego to suma pozycji 12a–12f według IFS, krajowe aktywa banków depozytowych to suma pozycji 22a–22.

stopniu, jak ma to miejsce w wypadku kredytów udzielanych na rzecz sektora prywatnego. Kierując się kryterium beneficjenta alokacji kredytów, skonstruować można następujące mierniki rozwoju finansowego:

PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem¹⁶,

PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB.

Tabela 1. Analiza korelacji pomiędzy miernikami rozwoju finansowego

Miernik rozwoju finansowego	LLY	BANK	PRIVATE	PRIVY
LLY		0,58	0,44	0,83
BANK			0,79	0,62
PRIVATE				0,66

Zmienne: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB.

Źródło: opracowanie własne oraz R.G. King, R. Levine, *Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right*, Policy Research Working Papers 1083, The World Bank, 1993, s. 25.

Wyniki formalnej analizy zależności pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym, przeprowadzonej przy wykorzystaniu powyższych mierników oraz danych przekrojowych za lata 1960–1989 dla blisko 80 państw przedstawiono poniżej. Badanie obejmuje:

- określenie zależności pomiędzy poszczególnymi miernikami rozwoju finansowego (por. tabela 1),
- określenie zależności pomiędzy miernikami rozwoju finansowego a wzrostem gospodarczym (rozumianym jako przeciętne roczne tempo wzrostu PKB *per capita*) i czynnikami wzrostu (por. tabela 2–6).

Na podstawie danych zawartych w tabelach 1–6 sformułować można następujące wnioski:

- istnieje dodatnia zależność pomiędzy skonstruowanymi miernikami rozwoju finansowego, co oznacza, że mierniki te wzajemnie się uzupełniają, a łączne ich uwzględnienie pozwala na uzyskanie możliwie pełnego obrazu występujących prawidłowości,
- występuje dodatnia zależność pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym mierzonym jako roczne tempo wzrostu PKB *per capita*,

¹⁶ Kredyty dla niefinansowego sektora prywatnego stanowią pozycję 32d IFS, a krajowe kredyty ogółem są sumą pozycji 32a do 32f (bez pozycji 32e).

– występuje dodatnia zależność pomiędzy rozwojem finansowym a czynnikami wzrostu gospodarczego, takimi jak wzrost zasobu kapitału, zwiększenie się poziomu inwestycji oraz poprawa efektywności.

Tabela 2. Przeciętny poziom rozwoju finansowego a tempo wzrostu realnego PKB *per capita*

Miernik rozwoju finansowego	Tempo wzrostu PKB*				Korelacja rozwój finansowy – wzrost	Wartość P
	bardzo wysokie	wysokie	niskie	bardzo niskie		
LLY	0,60	0,38	0,29	0,22	0,55	(0,001)
BANK	0,81	0,73	0,71	0,6	0,44	(0,001)
PRIVATE	0,70	0,56	0,61	0,51	0,37	(0,001)
PRIVY	0,35	0,27	0,20	0,13	0,50	(0,001)
GROWTH	4,5%	2,6%	1,4%	-0,5%		

*Tempo wzrostu: bardzo wysokie – stopa wzrostu powyżej 3%, wysokie – stopa wzrostu pomiędzy 2% a 3%, niskie – stopa wzrostu pomiędzy 0,5% a 2%, bardzo niskie – stopa wzrostu poniżej 0,5%. Zmienne: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB, GROWTH – przeciętne roczne tempo wzrostu PKB *per capita*.

Źródło: opracowanie własne oraz R. G. King, R. Levine, *op. cit.*, s. 21.

Tabela 3. Przeciętny poziom rozwoju finansowego a stopa wzrostu zasobu kapitału

Miernik rozwoju finansowego	Stopa wzrostu kapitału*				Korelacja rozwój finansowy – wzrost kapitału	Wartość P
	bardzo wysoka	wysoka	niska	bardzo niska		
LLY	0,65	0,38	0,24	0,21	0,69	(0,001)
BANK	0,88	0,75	0,64	0,60	0,57	(0,001)
PRIVATE	0,73	0,62	0,54	0,50	0,50	(0,001)
PRIVY	0,43	0,23	0,16	0,14	0,65	(0,001)
GK	0,014	0,001	-0,007	-0,021		

*Stopa wzrostu kapitału: bardzo wysoka – powyżej 0,0072, wysoka – pomiędzy (-0,0022) a 0,0072, niska – pomiędzy (-0,0126) a (-0,0022), bardzo niska – poniżej (-0,0126).

Zmienne: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB, GK – przeciętne roczne tempo wzrostu zasobu kapitału *per capita*.

Źródło: opracowanie własne oraz R.G. King, R. Levine, *op. cit.*, s. 22.

Tabela 4. Przeciętny poziom rozwoju finansowego a poziom inwestycji

Miernik rozwoju finansowego	Poziom inwestycji*				Korelacja rozwój finansowy – inwestycje	Wartość P
	bardzo wysoki	wysoki	niski	bardzo niski		
LLY	0,58	0,42	0,29	0,22	0,54	(0,001)
BANK	0,83	0,76	0,67	0,56	0,58	(0,001)
PRIVATE	0,37	0,28	0,17	0,14	0,48	(0,001)
PRIVY	0,37	0,28	0,17	0,14	0,48	(0,001)
INV	0,273	0,225	0,193	0,130		

*Poziom inwestycji: bardzo wysoki – powyżej 0,243, wysoki – pomiędzy 0,205 a 0,243, niski – pomiędzy 0,167 a 0,205, bardzo niski – poniżej 0,167.

Zmienne: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB, INV – przeciętny udział inwestycji w PKB

Źródło: opracowanie własne oraz R.G. King, R. Levine, *op. cit.*, s. 23.

Tabela 5. Przeciętny poziom rozwoju finansowego a wskaźnik efektywności

Miernik rozwoju finansowego	Wskaźnik efektywności*				Korelacja rozwój finansowy – efektywność	Wartość P
	bardzo wysoki	wysoki	niski	bardzo niski		
LLY	0,55	0,40	0,31	0,22	0,46	(0,001)
BANK	0,77	0,74	0,73	0,60	0,36	(0,001)
PRIVATE	0,67	0,57	0,64	0,51	0,30	(0,001)
PRIVY	0,35	0,26	0,22	0,14	0,42	(0,001)
EFF	0,040	0,025	0,016	0,001		

*Wskaźnik efektywności: bardzo wysoki – powyżej 0,0294, wysoki – pomiędzy 0,0204 a 0,0294, niski – pomiędzy 0,0079 a 0,0204, bardzo niski – poniżej 0,0079.

Zmienne: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB, EFF – przeciętna roczna efektywność (obliczona według formuły $GROWTH - (0,3) * GK$).

Źródło: opracowanie własne oraz R.G. King, R. Levine, *op. cit.*, s. 24.

Tabela 6. Analiza korelacji pomiędzy miernikami rozwoju finansowego a stopą wzrostu PKB *per capita* – podsumowanie

Miernik rozwoju finansowego	LLY	BANK	PRIVATE	PRIVY
Stopa wzrostu PKB <i>per capita</i>	0,55	0,44	0,37	0,50

Zmiennie: LLY – stosunek zobowiązań płynnych sektora finansowego do PKB, BANK – stosunek krajowych aktywów banków depozytowych do krajowych aktywów całego sektora bankowego, PRIVATE – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do krajowych kredytów ogółem, PRIVY – stosunek kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego do PKB,

Źródło: opracowanie własne.

4. Regulacja systemu finansowego a wzrost gospodarczy – wyniki badań empirycznych

Badania teoretyczne i empiryczne prowadzone w ramach teorii wzrostu gospodarczego i ekonomii rozwoju dotyczą też określenia zależności pomiędzy stopniem liberalizacji systemu finansowego a wzrostem gospodarczym¹⁷. Poniżej przedstawiono – oszacowane przy wykorzystaniu metody najmniejszych kwadratów – parametry funkcji regresji, obrazującej zależność pomiędzy wzrostem gospodarczym a czynnikami go determinującymi (dane przekrojowe dla grupy 73 krajów za lata 1965–1988). Z punktu widzenia celu pracy szczególne znaczenie ma określenie zależności pomiędzy wzrostem gospodarczym a restrykcjami finansowymi (por. tabela 7). Zmienna FINRESTR, oznaczająca restrykcje finansowe, jest zmienną zero-jedynkową (*dummy variable*) i konstruowana jest na podstawie kształtowania się poziomu realnej stopy procentowej. Dodatnie realne stopy procentowe przyjmują wartości powyżej zera. Umiarkowanie ujemne realne stopy procentowe przyjmują wartości z przedziału (0, -5% >). Silnie ujemne realne stopy procentowe kształtują się na poziomie poniżej -5%.

Wyniki regresji sugerują, że istnienie restrykcji finansowych (utożsamianych z występowaniem silnie ujemnych realnych stóp procentowych) obniża roczną stopę wzrostu PKB o 1,7 pkt. procentowego. Ponadto wprowadzenie zmiennej oznaczającej restrykcje finansowe oraz restrykcje handlowe spowodowało, że część zmiennych stała się statystycznie nieistotna (np. wzrost liczby ludności w wieku produkcyjnym oraz zmienne zero-jedynkowe oznaczające kraje Afryki i Ameryki Łacińskiej). Oznacza to, że restrykcje finansowe i handlowe tłumaczą – przynajmniej do pewnego stopnia – zróżnicowanie krajów, jeśli chodzi o tempo wzrostu.

¹⁷ Por.: W. Easterly, D. Wetzel, *op. cit.* s. 19 i nast., K. Grier, G. Tullock, *An Empirical Analysis of Cross-National Economic Growth, 1951–1980*, Journal of Monetary Economics, 1989, nr 24; R. Kormendi, P. Meguire, *Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence*, Journal of Monetary Economics, 1985, nr 16.

Tabela 7. Zależność pomiędzy stopą wzrostu gospodarczego a restrykcjami finansowymi

Zmienna niezależna	Współczynnik regresji	Błąd standardowy	Wartość statystyki T
INV/GDP	0,1739718	0,0345686	5,0326492
LFORCE	0,2578677	0,3220675	0,8006636
GOVCONS/GDP	-0,1667834	0,0873915	-1,9084638
TRRESTR	-1,5575002	0,4655863	-3,3452451
FINRESTR	-1,7311805	0,4993963	-3,4665463
Wyraz wolny	3,7031913	1,4793810	2,5032032

Zmienna zależna (objaśniana): GROWTH – roczne tempo wzrostu PKB.

Zmienne niezależne (objaśniające): INV/GDP – udział krajowych inwestycji brutto w PKB, LFORCE – roczne tempo wzrostu ludności w wieku produkcyjnym (15–64 lata), GOVCONS/GDP – udział konsumpcyjnych wydatków rządowych w PKB, TRRESTR – zmienna zero-jedynkowa oznaczająca występowanie (lub nie) restrykcji handlowych, zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli wskutek prowadzonej przez dany kraj polityki ochrony rynku (mechanizmy protekcji rynku wewnętrznego, stosowanie ceł, kontyngentów, licencji i zezwoleń importowych itp.), występują zniekształcenia obrotów w handlu zagranicznym, w pozostałych przypadkach zmienna przyjmuje wartość 0, FINRESRT – zmienna zero-jedynkowa (binarna) oznaczająca występowanie (lub nie) restrykcji finansowych, zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli realne stopy procentowe są niższe niż -5%, w pozostałych przypadkach zmienna przyjmuje wartość 0.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Easterly, D. Wetzel, *op. cit.* s. 19 i nast.

5. Implikacje dla polityki ekonomicznej

Wyniki przeprowadzonych badań pozwalają na sformułowanie wniosku, że istnieje ujemna i statystycznie istotna zależność pomiędzy restrykcjami finansowymi a tempem wzrostu PKB. Polityka rządu w zakresie pobudzania wzrostu gospodarczego powinna więc polegać m.in. na ograniczaniu restrykcji finansowych i stworzenia warunków do efektywnego funkcjonowania rynku finansowego.

Powyższa konkluzja nie oznacza zapewne, że rządy i banki centralne zrezygnują z jakiegokolwiek oddziaływania regulacyjnego w stosunku do systemów finansowych. Jak podkreśla P. Honahan¹⁸, regulacja finansowa nie może być wprost utożsamiana z restrykcjami finansowymi. Konieczność ingerowania w systemy finansowe wynika chociażby z nie zawsze jeszcze pozytywnego ich oddziaływania na sferę realną oraz z niedoskonałości rynków finansowych. J. Stiglitz wymienia siedem niedoskonałości rynków finansowych¹⁹:

¹⁸ P. Honahan, *Financial Repression* [w:] *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, The Macmillan Press, London, New York 1992.

¹⁹ J. Stiglitz, *Some Lessons from the East Asian Miracle*, The World Bank Research Observer, vol. 11, 1996, nr 2, J. Stiglitz, M. Uy, *Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle*, The World Bank Research Observer, vol. 11, 1996, nr 2.

– niewystarczający monitoring instytucji finansowych pod kątem oceny ich wypłacalności oraz jakości zarządzania aktywami. Wiąże się to z ryzykiem i opłacalnością powierzania im zasobów finansowych (dalszą implikacją może być spadek wolumentu inwestycji w gospodarce);

– niezadowalające tworzenie dodatnich efektów zewnętrznych przez same rynki w zakresie monitoringu, selekcji przedsięwzięć i podmiotów je realizujących, sposobów kredytowania oraz pozostałe problemy z internalizacją efektów;

– brak mechanizmów chroniących rynki przed destrukcją systemu finansowego i zapobiegających negatywnym efektom zewnętrznym tego typu zagrożeń;

– niedostateczny rozwój rynków w sensie braku lub niewystarczającej podaży pewnych usług (np. mechanizmów dystrybucji ryzyka, oferowania kontraktów długoterminowych) oraz ich wady na tle zjawisk negatywnego wyboru, racjonowania kredytów oraz zagrożeń związanych z pokusą nadużycia (*moral hazard*);

– brak doskonałej konkurencji w sektorze bankowym;

– nieefektywność alokacji kapitału w sensie nawet ograniczonej optymalności Pareto jako wyraz asymetrii informacyjnej, braku spójności rynków oraz rozbieżności pomiędzy optymalnością społeczną i prywatną;

– rynki i instytucje finansowe mogą mieć przewagę informacyjną nad swoimi klientami, co różnicuje warunki wzajemnej gry i może się przyczynić do zmniejszenia zaufania inwestorów.

Z przedstawionych niedoskonałości wyprowadza się m.in. uzasadnienia dla ingerencji administracyjnych w postaci uregulowań wyprzedzających oraz działań nadzorczych i kontrolnych sprawowanych nad instytucjami finansowymi. Istota racjonalnej polityki regulacji sprowadza się zatem do znalezienia punktu równowagi między bezpieczeństwem, solidnością i elastycznością funkcjonowania systemów finansowych a stopniem swobody i innowacyjności działalności instytucji oraz pośredników finansowych.

Literatura

- Bencivenga V.R., Smith B.D., *Financial Intermediation and Endogenous Growth*, Rochester Center for Economic Research, Working Papers 159, 1988.
- Dornbusch R., Reynoso A., *Financial Factors in Economic Development*, NBER Working Papers 2889, NBER, Cambridge 1989.
- Easterly W., Wetzel D., *Policy Determinants of Growth. Survey of Theory and Evidence. Policy, Planning and Research Working Papers*, WPS 343, The World Bank, 1989.
- Frey M., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore, London 1995.
- Gelb A., *A Cross-Section Analysis of Financial Policies, Efficiency and Growth*, Financial Policy Division, The World Bank, 1989.
- Greenwood J., Jovanovic B., *Financial Development, Growth and the Distribution of Income*, NBER Working Papers 3189, NBER, 1989.
- Greenwald B., Stiglitz J., *Financial Market Imperfections and Productivity Growth*, NBER Working Papers 2945, NBER, 1989.

- Greenwald B., Stiglitz J., Salinger M., *Imperfect Capital Markets and Productivity Growth*, NBER, 1990.
- Grier K., Tullock G., *An Empirical Analysis of Cross-National Economic Growth, 1951–1980*, *Journal of Monetary Economics*, 1989, nr 24.
- Honahan P., *Financial Repression* [w:] *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, The Macmillan Press, London, New York 1992.
- Jappelli T., Pagano M., *Saving, Growth, and Liquidity Constraints*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, 1994.
- Kawa P., Wydymus S., *Metodologia oceny efektywności projektów inwestycyjnych według standardów Unii Europejskiej*, Kraków 1998.
- King R.G., Levine R., *Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right*, Policy Research Working Papers 1083, The World Bank, 1993.
- Kormendi R., Meguire P., *Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence*, *Journal of Monetary Economics*, 1985, nr 16.
- Levine R., *Stock Markets, Growth and Policy*, Federal Reserve IFDP 374, 1990.
- McKinnon R., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institutions, Washington 1973.
- Shaw E., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York 1973.
- Toye J., *Financial Structure and Economic Development* [w:] *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, The Macmillan Press, London, New York 1992.
- Wojtyła A., *Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, „Gospodarka Narodowa” 1995, nr 6.

Financial Development and Economic Growth: Theoretical Approaches and Empirical Research Results. Implications for Economic Policy

With reference to growth theories, the aim of this paper is to attempt to define the dependence between the development of a financial system and economic growth. On this basis it attempts to formulate recommendations for economic policy.

The paper is divided into theoretical and empirical sections. The theoretical section presents different concepts of how to define financial development and describes the dependence between financial development and economic growth. It also presents an explanation of the reasons for the dependencies observed and of the influence different stimuli. The empirical section attempts first to quantify financial development. It then moves to an analysis of the dependence between financial development, economic growth (measured as annual per capita GDP) and the factors of economic growth, and an analysis of whether liberal financial systems are more conducive to growth. The paper concludes with economic policy recommendations.