

13. SYSTEM FINANSOWY A WZROST GOSPODARCZY – CZY INSTYTUCJE MAJĄ ZNACZENIE?

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-237-5/13>

Financial system – economic growth nexus – do institutions matter?

Abstract: Financial system – economic growth nexus has been a popular subject of empirical research for three decades. Studies conducted before the Great Financial Crisis (GFC) seemed to be dominated by a widely accepted conclusion that the financial system affected positively growth and that the direction of causality was from finance to growth. Studies conducted after the GFC are less conclusive. Some of them support the previous conclusion, while others suggest the lack thereof or that interactions between the financial system and economic growth are nonlinear and may vary depending on the level of development, the structure of the economy etc. The GFC also introduced explicitly the role of institutions as moderators for the financial system–economic growth interactions. The recent decade brought some empirical support for that. This chapter surveys both strands of this literature and also shows results for Poland, both published previously and conducted by the author specifically for this study. These results support similar conclusions for Poland as those for other countries.

Keywords: financial system, economic growth, institutions.

Wstęp

Wzajemne relacje systemu finansowego i wzrostu gospodarczego są przedmiotem rozważań ekonomistów co najmniej od początków minionego wieku (Schumpeter, 1911/1960), jednak za początek bardziej zaawansowanych badań empirycznych uważa się zwykle prace Kinga i Levine’a z lat 90. XX wieku (King i Levine, 1993). Literatura poświęcona temu nurtowi badań liczy tysiące pozycji i doczekała się sporej liczby tekstów przeglądowych (na przykład Iwasaki i Ko-

Sugerowane cytowanie: Kokoszcyński, R. (2024). System finansowy a wzrost gospodarczy – czy instytucje mają znaczenie? W: Szarzec, K. i Woźniak-Jęchorek, B. (red.), *Instytucjonalne i historyczne wymiary dyskusji o ekonomii i gospodarce* (s. 181–191). Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-237-5/13>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

enda, 2024; Popov, 2017; Valickova i in., 2015; Xu, 2021), ale trudno stwierdzić, by osiągnięto w niej zgodność poglądów na temat siły wzajemnych oddziaływań i kierunku przyczynowości. Do niedawna większość autorów twierdziła i w pracach teoretycznych, i empirycznych, że system finansowy pozytywnie oddziałuje na procesy wzrostu, choć w niektórych pracach sugerowano, że to wzrost jest przyczyną rozwoju systemu finansowego. Jeszcze inni – choć mniej liczni – autorzy wskazywali na dwukierunkowy charakter tej zależności, a niektórzy sugerowali natomiast jej zupełny brak. Ostatnie dwie dekady przyniosły jeszcze inny pogląd – system finansowy działa pozytywnie na wzrost gospodarczy w sposób nieliniowy, a w szczególności po przekroczeniu pewnego progu wzrost wielkości systemu finansowego przestaje działać na wzrost gospodarczy pozytywnie, a nawet może zacząć działać negatywnie*.

Oczywiście weryfikacja powyższych hipotez w badaniach empirycznych dotyczyła różnych krajów, różnych okresów i korzystała ze zróżnicowanej metodyki badawczej. Badania te nie przyniosły jednak jednoznacznych i powszechnie akceptowanych wyników. Jednym z efektów tego braku konkluzywności, wspieranym przez coraz częstsze w makroekonomii wskazywanie na rolę instytucji w procesach wzrostu gospodarczego, było włączenie tej problematyki do badań interakcji wzrostu gospodarczego i rozwoju systemu finansowego. Kwestie te są szerzej przedstawione poniżej, w części poświęconej przeglądowi literatury.

Przypadek Polski nie jest szczególnie często rozpatrywany w całej tej literaturze jako odrębny przedmiot badań**, a w szczególności nie są mi znane studia przypadku Polski uwzględniające wymiar instytucjonalny rozważanej tutaj zależności. Jednym z celów tego tekstu jest więc – przynajmniej częściowe – uzupełnienie tej luki.

Struktura tego rozdziału jest następująca. Kolejną po wstępie jego częścią jest syntetyczny przegląd bardziej tradycyjnej literatury przedmiotu ze szczególnym uwzględnieniem pozycji poświęconych badaniu współzależności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego dla Polski. Następna część poświęcona zostanie krótkiej prezentacji wyników badań tych współzależności uwzględniających w jawny sposób możliwy wpływ na nie instytucji. W przedostatniej części przedstawię wyniki swojego badania empirycznego dla Polski obejmującego również kwestie instytucjonalne. Rozdział zakończą podsumowanie i wnioski.

* Bardzo szeroki przegląd tej problematyki można znaleźć w literaturze polskiej w książce (Pietrucha, 2021).

** W pracach korzystających z dużych zestawów danych panelowych Polska jest zazwyczaj obecna, ale trudno interpretować wyniki takich badań jako jednakowo dobrą indywidualną charakterystykę wszystkich krajów nimi objętych.

13.1. Syntetyczny przegląd literatury – rozważania teoretyczne oraz badania empiryczne dla większej liczby krajów

Historia badań zależności wzrostu gospodarczego i systemu finansowego w swym początkowym etapie zdominowana jest wyraźnie przez studia wskazujące na pozytywny wkład systemu finansowego, a w szczególności banków, na rozwój gospodarczy. Najwcześniejsze, jak się wydaje, prace pisane w tym duchu są autorstwa Bagehota (1873) i Schumpetera (1911/1960); później podobne wątki pojawiają się u Camerona i in. (1967), Gerschenkrona (1962) czy Goldsmitha (1969). Argumenty w nich przytaczane mają zwykle postać wywodów logicznych lub historycznych, lub stosunkowo prostych analiz statystycznych.

Pogląd o istotnym wpływie systemu finansowego na wzrost gospodarczy wyraził w skrajnej formie noblista Merton Miller, który stwierdził, że „[to], że rynki finansowe przyczyniają się do wzrostu gospodarczego, jest zbyt oczywiste, by o tym na poważnie dyskutować” (Miller, 1988, s. 14). Nie był to jednak pogląd podzielany przez wszystkich. Joan Robinson była przekonana, że kierunek przyczynowości przebiega odwrotnie: od wzrostu gospodarczego do rozwoju systemu finansowego. Wyraziła to skrótowo, pisząc: „gdzie prowadzi przedsiębiorstwo, tam podążają finanse” (Robinson, 1952, s. 20). Jeszcze inne stanowisko zajmował Robert Lucas, który uważał, że kładzie się „nadmierny nacisk” na kwestię wpływu systemu finansowego na wzrost gospodarczy (Lucas, 1988, s. 6).

Z dzisiejszej jednak perspektywy najważniejszy dla dyskusji o wzajemnych wpływach rozwoju systemu finansowego i wzrostu gospodarczego wydaje się nurt empirycznych badań tej problematyki. Przyjmuje się, że nurt ten we współczesnej wersji został zapoczątkowany pracą Kinga i Levine’a (1993), której autorzy, posługując się metodyką typową dla modelowych badań determinantów wzrostu na danych przekrojowych, badali powiązania systemu finansowego ze wzrostem gospodarczym na podstawie danych panelowych dla ponad 80 krajów w okresie 30 lat. Wnioski z tego badania były następujące: wyższy poziom rozwoju finansowego (mierzony kilkoma wskaźnikami) był dodatnio powiązany z szybszym tempem wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału rzeczowego i poprawy efektywności ekonomicznej, zarówno w krótkim, jak i w długim horyzoncie (King i Levine, 1993, s. 719).

Badania tego typu, tzn. korzystające z podobnego kształtu modeli szacowanych na względnie dużych zestawach danych panelowych, stały się bardzo popularne w następnych dekadach. Literatura ta stała się tak obfita, że pojawiły się dość liczne przeglądy wyłącznie jej poświęcone (Levine, 2005; Po-

pov, 2017; Valickova i in., 2015). Wnioski z przeglądów badań korzystających z danych przekrojowych lub panelowych dla dużych grup krajów generalnie sugerują, że rozwój systemu finansowego jest dodatnio powiązany ze wzrostem gospodarczym, a późniejsze badania korzystające z bardziej zaawansowanych technik ekonometrycznych i danych mikroekonomicznych prowadzą dodatkowo do wniosku, że powiązanie to ma charakter przyczynowo-skutkowy.

Poważnym problemem dla tych wniosków stał się wielki kryzys finansowy 2008 roku. Zakłócenia w funkcjonowaniu systemów finansowych w wielu krajach wywarły silny negatywny wpływ na funkcjonowanie sfery realnej ich gospodarek. Sugestie, że system finansowy może negatywnie wpływać na wzrost, pojawiały się wprawdzie w literaturze i wcześniej (Luintel i Khan, 1999), ale zdarzało się to bardzo rzadko. Badania prowadzone po kryzysie, nawet według tradycyjnej metodyki, coraz częściej wskazywały na zanikanie pozytywnego wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy lub na nieliniowy charakter tego wpływu. Wiele prac publikowanych w ostatnich 10 latach* wskazuje na to, że krzywa obrazująca wpływ finansów na wzrost ma kształt odwróconej litery U, a więc po przekroczeniu pewnego progu dalszy wzrost systemu finansowego może oddziaływać na wzrost gospodarczy nawet ujemnie. Wprawdzie szacunki poziomu tego progu są bardzo różne, jednak teza mówiąca, że mamy „za dużo finansów”, stała się popularna w dyskursie publicznym.

Nie są to jednak wnioski powszechnie akceptowane – niedawno opublikowana praca (Luintel i in., 2023) pokazuje dla wielu możliwych zestawów danych i specyfikacji modelu, jak słabe są argumenty za trzema rozważanymi przez nich hipotezami, tj. za odwróconym U jako kształtem zależności między finansami a wzrostem, istotnym wpływem finansów na wzrost i zanikającą dla późniejszego okresu istotnością tego wpływu. Autorzy tej pracy nie twierdzą jednak, że wielkość i struktura systemu finansowego są zupełnie nieistotne dla wzrostu gospodarczego. Sądzą oni natomiast, że badania tej zależności lepiej byłoby prowadzić, korzystając nie ze zagregowanych danych dla dużych grup krajów, ale z danych bardziej zdezagregowanych, pokazujących powiązania między aktywnością gospodarczą a źródłami jej finansowania na poziomie sektorów lub przedsiębiorstw.

Podsumowując ten nurt badań empirycznych, można więc stwierdzić, że większość ekonomistów zgadza się z tezą, że generalnie mamy do czynienia z pozytywnym wpływem rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy, choć może być on zmienny i różny w zależności od poziomu rozwoju gospodarczego kraju i innych jego charakterystyk (struktura systemu finansowego, mierniki

* Ich szersze omówienie i dane bibliograficzne można znaleźć w: (Popov, 2017, s. 42 i n.; Luintel i in., 2023, s. 2 i n.).

jego wielkości) oraz od przyjętego w badaniu okresu (por. Valickova i in., 2015; Xu, 2022). W mniejszości znajdują się prace negujące istnienie jakiegokolwiek takiego wpływu (Luintel i in., 2023).

13.2. Zmienne instytucjonalne w badaniach współzależności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego

Taka postać wniosków z głównego nurtu badań empirycznych doprowadziła do pojawiania się wśród zmiennych stosowanych w modelach wykorzystywanych w tych badaniach nie tylko standardowych zmiennych kontrolnych o charakterze makroekonomicznym (inwestycje, oszczędności, otwartość handlowa, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, wydatki i dochody podatkowe rządu) i społeczno-demograficznym (współczynniki scholaryzacji na różnym poziomie edukacji, liczba ludności i jej struktura wiekowa), lecz także zmiennych instytucjonalnych (rządy prawa, jakość regulacji, stabilność polityczna itp.). Uwzględnianie zmiennych instytucjonalnych wydaje się w niektórych przypadkach decyzją podejmowaną praktycznie *ad hoc*, niekiedy jednak jest uzasadniane rozważaniami teoretycznymi. Podstawowa linia rozumowania wskazuje tutaj na to, że jakość instytucji politycznych i prawnych wspomaga w istotny sposób efektywne funkcjonowanie instytucji finansowych*.

Zmienne instytucjonalne w badaniach modelowych uwzględniane są na ogół w dwojaki sposób. Pierwszy z nich polega na tym, że jedną lub więcej zmiennych instytucjonalnych (bądź indeks skonstruowany z kilku z nich) uwzględnia się wprost w specyfikacji modelu regresji, gdzie zmienną objaśnianą jest pewna miara wzrostu gospodarczego, a wśród zmiennych objaśniających najważniejszą rolę grają charakterystyki systemu finansowego. Oczekujemy wtedy istotnego i dodatniego oszacowania parametru stojącego przy zmiennej instytucjonalnej. Przykładem może tu być badanie przeprowadzone przez Alexiou i in. (2018) dla 34 krajów z Europy i WNP dla okresu 1998–2014, w którym posłużono się sześcioma zmiennymi instytucjonalnymi (*Voice and Accountability*, *Political Stability*, *Government Effectiveness*, *Regulatory Quality*, *Rule of Law* i *Control of Corruption*). W zależności od metody estymacji istotne statystycznie parametry i właściwy znak uzyskano dla jednej, dwóch lub czterech zmiennych, co pozwala uznać zastosowanie tych zmiennych za uzasadnione.

* Szerszą prezentację tej kwestii wraz z przykładami jej rozwiązania w literaturze można znaleźć w: (Haini i in., 2023, s. 1900 i n.).

Bardziej jednak właściwe i spójniejsze z przedstawioną wyżej argumentacją teoretyczną przemawiającą za uwzględnieniem zmiennych instytucjonalnych jest dołączenie do specyfikacji modelu zmiennej interakcyjnej mającej zwykle postać iloczynu zmiennej instytucjonalnej i zmiennej reprezentującej system finansowy. W tym przypadku najważniejszym wynikiem są krańcowe wpływy zmiennej instytucjonalnej. Przykładem takiego badania może być praca Asante i in. (2023), gdzie w równaniu opisującym zależność między rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym zmienne instytucjonalne (*Regulatory Quality, Rule of Law i Political Stability*) występują zarówno wprost, jak i w interakcji ze zmienną mierzącą rozwój systemu finansowego. W specyfikacji, w której zmienne instytucjonalne występowały tylko pojedynczo, wszystkie one były istotne statystycznie, ale znak oszacowania parametru przy Rule of Law jest ujemny. Oszacowanie krańcowego wpływu zmiennych instytucjonalnych na relację między rozwojem systemu finansowego i wzrostem gospodarczym pokazuje, że ten krańcowy wpływ zmienia nawet swój znak. Jest on mianowicie ujemny dla pierwszego kwartyla rozkładów wartości zmiennych instytucjonalnych, a dodatni i dość silny dla trzeciego i czwartego kwartyla. Pozwala to na lepsze zrozumienie zróżnicowania wyników dla modeli nieuwzględniających interakcji zmiennych instytucjonalnych i zmiennych mierzących rozwój systemu finansowego.

13.3. Syntetyczny przegląd literatury – badania empiryczne dla Polski

W badaniach empirycznych powiązań systemu finansowego i wzrostu gospodarczego od samego początku dominowało podejście nakierowane na korzystanie z danych panelowych opisujących stosunkowo liczne grupy krajów i obejmujące w wymiarze czasowym zwykle kilka dekad. Badania dla pojedynczych krajów były jednak zawsze obecne w tej literaturze, choć liczba poświęconych im publikacji jest wyraźnie mniejsza. Klarowne uzasadnienie potrzeby prowadzenia badań osobno dla poszczególnych krajów wynika w istotnej mierze z wyników badań panelowych. Pokazywane przez nie zależności siły związków systemu finansowego i wzrostu gospodarczego od pewnych charakterystyk rozpatrywanych gospodarek wskazują wyraźnie na heterogeniczność prób składających się z dużych grup krajów i wskazują na potrzebę badań skupiających się na pojedynczych gospodarkach (por. Capolupo, 2018; Xu, 2022).

Ze zrozumiałych powodów najbardziej naturalnym dla polskiego ekonomisty przedmiotem takich badań jest gospodarka polska. Liczba prac opisujących empiryczne badania współzależności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego

dla przypadku Polski jest raczej mała* i korzystają one w przeważającej mierze z bardzo podobnej metodyki. Punktem startowym jest dla większości tych prac równanie mające charakter funkcji produkcji lub regresji w stylu Barro (1991) wyjaśniającej wzrost, w którym to równaniu do standardowych zmiennych objaśniających dodawane są zmienne opisujące rozwój systemu finansowego. Najczęściej wykorzystywane w tym celu zmienne – wyrażane zwykle w relacji do PKB – to wielkość kredytu bankowego dla sektora prywatnego oraz kapitalizacja rynku akcji. Oszacowanie równań tego typu, niekiedy uzupełnionych o równania wyjaśniające kształtowanie się zmiennych dotyczących systemu finansowego, kończy badanie, a wnioski wyciągane są bezpośrednio z wyników oszacowań odpowiednich parametrów. Przykładem jest tu praca Dębskiego i Bujnowicz (2008), której wnioski sprowadzają się właściwie do tego, że zmienne opisujące system finansowy okazują się statystycznie istotne w równaniu wyjaśniającym PKB, a ich parametry mają pożądaną znak, oraz że PKB jest zmienną statystycznie istotną, a parametr przy nim stojący jest dodatni w równaniach wyjaśniających kształtowanie się zmiennych finansowych.

Podobną co do zastosowanej metodyki analizę zawiera artykuł Grabowskiego i Maciejczyk-Bujnowicz (2016), ale wyestymowane równanie wzrostu służy autorom do oszacowania prognozy, którego przekroczenie przez wielkość kredytu dla prywatnego sektora powoduje spadek tempa wzrostu gospodarczego.

Inna grupa prac skupia się bardziej na dynamicznych własnościach wykorzystywanych zmiennych – większość lub nawet wszystkie są zwykle niestacjonarne, co prowadzi do konstrukcji (wektorowego) modelu korekty błędem, pozwalającego na osobne rozważanie interesujących nas zależności w krótkim i długim okresie. Przykładami takich prac są: Kenourgios i Samitas (2007), Gurgul i Lach (2011), Skare i in. (2019) czy Pietraszewski (2020). Niekiedy modele takie są wykorzystywane przez ich autorów dodatkowo do badania przyczynowości w sensie Grangera. Przywoływane tu prace dają niekiedy nieco odmienne wyniki. Kanourgios i Samitas (2007) stwierdzają, że kredyt jest ważny dla wzrostu, ale płynność rynku akcji już nie. Skare i in. (2019) rozważają wpływ na wzrost tylko kredytu i pokazują, że dla uzyskania silnej zależności konieczne jest odrębne rozważanie kredytu dla gospodarstw domowych i dla przedsiębiorstw. Oba rodzaje kredytu wpływają silnie na wzrost w krótkim i w długim okresie, ale wzrost gospodarczy wpływa również na wzrost kredytu. Pietraszewski (2020) rozważa wyłącznie wpływ rynku akcji na wzrost – jego wyniki sugerują, że stopa zwrotu z WIG jest przyczyną – w sensie Grangera – wzrostu PKB. Podobne wyniki uzyskali Gurgul i Lach (2011), według których rynek akcji jest przyczyną wzrostu gospodarczego, natomiast wzrost gospodarczy jest przyczyną wzrostu kredytu.

* Moja kwerenda doprowadziła do znalezienia około 10 takich publikacji.

Dość popularną w literaturze ostatnich lat metodą badawczą jest wykorzystanie autoregresyjnych modeli z rozłożonymi opóźnieniami (ARDL)* – jedyny znany mi przypadek takiego podejścia zastosowany do przypadku Polski to praca Afzal i in. (2023). W pracy tej system finansowy opisywany jest przez stopę monetyzacji (tj. relację szerokiego pieniądza do PKB) i kredyt bankowy dla sektora prywatnego. Wyniki oszacowania modelu wskazują na istnienie dwukierunkowej zależności między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym w krótkim okresie. W długim okresie jednak zależność ta zanika.

Jak widać z tego krótkiego przeglądu badań modelowych dla Polski, nie dają one jednolitego obrazu zależności systemu finansowego i wzrostu. Sam fakt występowania takiej zależności można uznać za potwierdzony tymi badaniami, natomiast jego kierunek, horyzont czasowy i zmienne reprezentujące system finansowy różnią się w tych badaniach znacznie. W części wynika to zapewne z różnych prób czasowych używanych w tych badaniach, w części z różnic w zastosowanych technikach ekonometrycznych, ale nie pozwala to jednak na formułowanie mocnych wniosków co do interesującej nas tutaj relacji. Można więc uznać, że stanowi to wystarczający powód dla podjęcia własnego badania zależności między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym w Polsce.

13.4. Własne badanie empiryczne zależności między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym w Polsce

Ze względu na rosnącą popularność tego podejścia w badaniach współzależności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego użyłem autoregresyjnego modelu o rozłożonych opóźnieniach, z którego można korzystać bez względu na to, czy zmienne są stacjonarne, czy też zintegrowane w stopniu pierwszym lub skointegrowane. Dane roczne wykorzystywane w badaniu – dla zachowania porównywalności wyników z literaturą – pochodziły z baz danych Banku Światowego (World Development Indicators i World Governance Indicators) i obejmowały okres od 1994 do 2022 roku (dla niektórych zmiennych dostępne dane kończyły się na 2021 roku lub zaczynały się w 1995 roku). Wzrost gospodarczy reprezentowany był przez PKP na głowę, a system finansowy – przez kredyt bankowy dla sektora prywatnego, kapitalizację giełdy i podaż szerokiego pieniądza (wszystkie w relacji do PKB). Wśród zmiennych kontrolnych były typowe zmienne makroekonomiczne (inwestycje, oszczędności, handel zagraniczny, przychody podatkowe), współczynniki skolaryzacji na poziomie szkoły średniej oraz zmienne instytucjonalne (*Regulatory*

* Przystępne wprowadzenie do praktycznego stosowania tych modeli dają Kripfganz i Schneider (2023).

Quality, Absence of Violence i Rule of Law). Model estymowany był dla zmiennych poddanych transformacji logarytmicznej, zgodnie z dominującą w literaturze tendencją. Wyniki estymacji modelu z różnymi zestawami zmiennych objaśniających pozwalają na stwierdzenie, że w modelu z samymi zmiennymi finansowymi podaż pieniądza i kredyt są istotne i mają właściwe znaki, natomiast kapitalizacja giełdy jest również istotna, ale ma ujemny znak. Dodawanie do takiego równania różnych zmiennych kontrolnych rzadko poprawiało wyniki. Najlepszy z modeli zawierał więc dwie zmienne finansowe – kredyt i podaż pieniądza – oraz oszczędności jako zmienną kontrolną. Wszystkie te zmienne były istotne i miały oczekiwany znak. Przekształcenie modelu ARDL do postaci modelu korekty błędem pozwoliło na sprawdzenie istnienia zależności długoterminowej. Niestety, odpowiednie testy wykazały, że nie ma wystarczających podstaw do odrzucenia hipotezy o braku długoterminowych powiązań między tymi zmiennymi.

W następnym etapie do modelu – już w bardziej tradycyjnej postaci regresji wzrostu – dodawane były zmienne instytucjonalne. Dodawanie za jednym razem większej ich liczby zwykle dawało w rezultacie brak istotności dla nich wszystkich; uwzględnianie w każdej estymacji tylko pojedynczej zmiennej lub ich par pozwoliło uzyskać istotność statystyczną dla zmiennych *Absence of Violence* i *Rule of Law*, choć znak dla tej pierwszej był ujemny. Niestety, włączenie do modelowania interakcji zmiennych instytucjonalnych ze zmiennymi finansowymi również nie dało mocnych rezultatów, gdyż zmienne interakcyjne okazywały się nieistotne. Podobnie było z krańcowym wpływem zmiennych instytucjonalnych.

Można więc uznać, że wyniki mojego badania dla Polski nie odbiegają znacząco od głównego nurtu literatury – pozwalają obronić tezę o istnieniu związku zmiennych finansowych ze wzrostem gospodarczym, natomiast ich zmienność w reakcji na zmiany specyfikacji nie pozwala na formułowanie mocnych wniosków co do dokładniejszych charakterystyk tego związku.

Podsumowanie

Badania współzależności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego, nawet w tym nurcie, który ma charakter zaawansowanych badań empirycznych, mają już dość długą tradycję. W okresie przed wielkim kryzysem finansowym uznawano dość powszechnie, że system finansowy wpływa pozytywnie na wzrost gospodarczy; większość ekonomistów wydawała się również zgodna co do tego, że kierunek przyczynowości przebiega od rozwoju systemu finansowego do wzrostu gospodarczego. Pogląd ten wspierały również rozważania teoretyczne.

Wielki kryzys finansowy pokazał, jak bardzo negatywny może być wpływ zjawisk zachodzących w systemie finansowym na wzrost. Badania empiryczne

prowadzone w drugiej i trzeciej dekadzie obecnego wieku nie były więc nastawione wyłącznie na weryfikację dotychczas dominującej hipotezy o pozytywnym wpływie systemu finansowego na wzrost. Dopuszczały one, że związek ten może mieć nawet charakter nieliniowy i po przekroczeniu pewnej wielkości wpływ ten może nawet zmieniać znak. Wielki kryzys, pokazując również ważną rolę odpowiednich regulacji i sprawnie działających instytucji, przyczynił się również do tego, że zmienne instytucjonalne uznano za potencjalnie ważny czynnik wpływający na postać i siłę zależności wzrostu gospodarczego od rozwoju systemu finansowego. W badaniach empirycznych zaczęły więc coraz częściej pojawiać się prace, w których zmienne instytucjonalne były *explicite* uwzględniane w modelu.

Niestety, nie doprowadziło to do powrotu do jednego szeroko akceptowanego poglądu co do natury omawianych w tym tekście relacji. Wydaje się, że w literaturze ostatnich dwóch dekad pogląd o występowaniu pozytywnego wpływu systemu finansowego jest poglądem większości, ale opozycja wobec niego jest także wyraźnie widoczna. Skutkiem tej rozbieżności są częstsze ostatnio postulaty o konieczności analizowania tego wpływu na poziomie bardziej zdezagregowanym – pojedynczych krajów lub nawet sektorów bądź grup przedsiębiorstw. Liczba takich badań dla Polski jest na razie mała i wnioski, jakie można sformułować na ich podstawie, nie różnią się od wniosków sformułowanych dla całościowej literatury przedmiotu. Podobne, niezbyt mocne wnioski przyniosło badanie przeprowadzone przeze mnie specjalnie na potrzeby tego tekstu. Celowe więc wydaje się prowadzenie dalszych badań tej problematyki, być może korzystających z jeszcze bardziej zdezagregowanych danych.

Bibliografia

- Afzal, A., Firdousi, S. F. i Mahmood, K. (2023). The links between financial depth and economic variables: Evidence from Poland. *Journal of Risk Finance*, 24(4), 449–463.
- Alexiou, C., Vogiazas, S. i Nellis, J. N. (2018). Reassessing the relationship between the financial sector and economic growth: Dynamic panel evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 23(2), 155–173.
- Asante, G. N., Takyi, P. O. i Mensah, G. (2023). The impact of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. Does institutional quality matter? *Development Studies Research*, 10(1), 2156904.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard street: A description of the money market*. Henry S. King & Co.
- Barro, R. J. (1991). Economic growth in a cross section of countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407–443.
- Cameron, R., Crisp, O., Patrick, H. T., i Tilly, R. (1967). *Banking in the early stages of industrialization: A study in comparative economic history*. Oxford University Press.
- Capolupo, R. (2018). Finance, investment and growth: Evidence for Italy. *Economic Notes*, 47(1), 145–185.

- Dębski, W. i Bujnowicz, I. (2008). Model współzależności rozwoju systemu finansowego i wzrostu gospodarczego w Polsce. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 9, 9–20.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic backwardness in historical perspective*. Harvard University Press.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press.
- Grabowski, W. i Maciejczyk-Bujnowicz, I. (2016). Verification of the hypothesis of “too much finance in the Polish economy. *Central European Review of Economics & Finance*, 12(2), 41–52.
- Gurgul, H. i Lach, Ł. (2011). *Financial development and economic growth in Poland in transition: Causality analysis*. MPRA Working Paper, 38034. <https://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/38034/>
- Haini, H., Razak, L. A., Loon, P. W. i Husseini, S. (2023). Re-examining the finance–institutions–growth nexus: Does financial integration matter? *Economic Change and Restructuring*, 56(3), 1895–1924.
- Iwasaki, I. i Kocenda, E. (2024). *Quest for the general effect size of finance on growth: A large meta-analysis of worldwide studies*. *Empirical Economics*, 66, 2659–2722. <https://doi.org/10.1007/s00181-023-02528-1>
- Kenourgios, D., Samitas, A. (2007). Financial development and economic growth in a transition economy: Evidence for Poland. *Journal of Financial Decision Making*, 3(1), 35–48.
- King, R. G. i Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- Kripfganz, S. i Schneider, D. C. (2023). ardl: Estimating autoregressive distributed lag and equilibrium correction models. *The Stata Journal*, 23(4), 983–1019.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. W: P. Aghion i S. Durlauf (red.), *Handbook of economic growth* (t. 1, s. 865–934). Elsevier.
- Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3–42.
- Luintel, K. i Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: Evidence from a multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381–405.
- Luintel, K., Li, G. J. i Khan, M. (2023). *Finance and growth: The unpleasant burden of evidence*. Working Paper, E2023/8. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/284170/1/E2023_08.pdf
- Miller, M. (1988). Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 8–15.
- Pietraszewski, P. (2020). Studying the stock market – economic activity nexus in Poland with a VAR-VECM approach. *Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodziensis*, 3(348), 65–89.
- Pietrucha, J. (2021). *Rozwój finansowy a wzrost gospodarczy. Metaanaliza*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Popov, A. (2017). *Evidence on finance and economic growth*. Working Paper, 2115. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/179330/1/ecb-wp2115.en.pdf>
- Robinson, J. (1952). The generalization of the general theory. W: J. Robinson, *The rate of interest and other essays* (s. 1–76). MacMillan.
- Schumpeter J. (1911/1960). *Teoria rozwoju gospodarczego*. Państwowe Wydawnictwo Naukowe.
- Skare, M., Sinkovic, D. i Porada-Rachoń, M. (2019). Financial development and economic growth in Poland 1990–2018. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(2), 103–133.
- Valickova, P., Havranek, T. i Horvath, R. (2015). Financial development and economic growth: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 506–526.
- Xu, G. (2021). Reassessing the literature on the relationship between financial structure and economic growth. *Review of Economics*, 72(2), 149–182.
- Xu, G. (2022). From financial structure to economic growth: Theory, evidence and challenges. *Economic Notes*, 51(1), 12197.