

TOMASZ KOZŁOWSKI

AKCELERATOR FINANSOWY JAKO KONCEPCJA MECHANIZMU AMPLIFIKACJI ZEWNĘTRZNYCH ZAKŁÓCEŃ GOSPODARCZYCH

WSTĘP

W ekonomii głównego nurtu przez długi czas istniała tendencja do traktowania inwestycji i decyzji dotyczących finansowania jako wzajemnie odseparowanych. Zakładano bowiem, że wszystkie rynki są kompletne, rynki kapitałowe są doskonałe, podmioty mają tę samą (kompletną) informację, a przedsiębiorstwa nie są ograniczone w zakresie płynności, nie istnieją koszty poszukiwania źródeł funduszy zewnętrznych czy koszty transakcyjne związane z zawieraniem kontraktów, a na podejmowane przez nie decyzje inwestycyjne nie wpływa struktura ich kapitału. Konsekwencją takich założeń było traktowanie sfery finansowej jako niemającej znaczenia dla gospodarki realnej.

Pogląd na rolę czynników finansowych w makroekonomii głównego nurtu zmienił się dopiero we wczesnych latach 80. ubiegłego wieku. Rozwój ekonomii informacji doprowadził do powstania teorii rynków kapitałowych, bazujących na zasadach optymalizacji, w których odrzucono twierdzenie Modiglianiego-Millera. Zmiany miały swoje źródło w teorii mikroekonomii, wskazującej na istnienie zjawiska asymetrii informacji. Wnioski płynące z ekonomii informacji znalazły swoje zastosowanie również w analizie działania rynków finansowych i roli pośredników finansowych.

W zakresie znaczenia sfery finansowej dla gospodarki współcześnie możemy wyróżnić dwa obszary badań. Pierwszy koncentruje się na określeniu znaczenia sfery finansowej dla dynamiki wzrostu gospodarczego. Drugi aspekt dotyczy natomiast związku między sferą finansową i cyklem koniunkturalnym. Przedmiotem szczególnego zainteresowania w tym względzie jest znaczenie tychże rynków dla rozprzestrzeniania i amplifikacji zewnętrznych szoków w gospodarce. Niniejsza praca ma na celu przybliżenie idei akceleratora finansowego – mechanizmu, który

jest krokiem w kierunku rozwiązania zagadki, jak relatywnie małe szoki mogą skutkować znaczącymi efektami realnymi.

ISTOTA MECHANIZMU AKCELERATORA FINANSOWEGO

Omawiana w niniejszej pracy koncepcja akceleratora finansowego odnosi się do założenia o braku doskonałej substytucyjności źródeł finansowania. Podmioty, ze względu na różnicę w zakresie kosztów, preferują bowiem finansowanie środkami wewnętrznymi. Istnienie premii związanej z finansowaniem zewnętrznym uzasadnia się kosztami transakcyjnymi oraz (częściwiej) kosztami agencji.

Kolejną istotną dla akceleratora finansowego przesłanką jest obserwacja wskazująca na odwrotną zależność pomiędzy wartością netto kredytobiorców (na którą to mogą wpływać różnego rodzaju szoki, w tym monetarne) i premią finansowania zewnętrznego. Ostatecznym ogniwem w łańcuchu zależności, który stanowi serce mechanizmu akceleratora, jest dodatkowa zmiana wydatków i produkcji przez kredytobiorców pod wpływem zmiany wartości netto i w konsekwencji premii finansowania zewnętrznego¹.

Akcelerator finansowy możemy więc zdefiniować jako mechanizm rozprzestrzeniania i amplifikacji szoków gospodarczych, poprzez wpływ na wartość zabezpieczenia kredytu i w konsekwencji na wielkość udzielonego finansowania zewnętrznego. Uwzględnia on sprzężenie zwrotne między poziomem aktywności gospodarczej i wielkością kredytowania². W odniesieniu transmisji impulsów polityki monetarnej do sfery realnej mechanizm zbliżony do akceleratora finansowego określa się mianem kanału bilansu.

W literaturze można zidentyfikować dwa związane z akceleratorem finansowym zasadnicze kanały transmisji: kanał przepływów gotówkowych oraz kanał cen aktywów i wartości zabezpieczenia. W pierwszym przypadku nieoczekiwany wzrost stóp procentowych bądź negatywny szok w zakresie produktywności, redukując bieżącą produkcję, obniża przepływy gotówkowe i podnosi niezbędny udział funduszy zewnętrznych w finansowaniu danego projektu inwestycyjnego. Skutkiem tego jest wzrost kosztów agencji, premii finansowania zewnętrznego

¹ Na temat przesłanek leżących u podstaw mechanizmu akceleratora finansowego zob. B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The Financial Accelerator and the Flight to Quality*, „Review of Economics and Statistics” 1996, vol. 78, no. 1, s. 2.

² Por. ibidem, s. 1; S. Eickmeier, B. Hofmann, A. Worms, *Macroeconomic fluctuations and bank lending—evidence for Germany and the euro area*, „Discussion Paper Series 1: Economic Studies”, no. 34, Deutsche Bundesbank 2006, s. 2.

i w konsekwencji redukcja inwestycji, produkcji, dochodów i przepływów gotówkowych³.

Za pracę, która położyła podwaliny pod koncepcję „akceleratora finansowego” w wersji odnoszącej się do przepływów gotówkowych w literaturze, uznaje się publikację Bernanke i Gertlera⁴. Autorzy prezentują model realnego cyklu koniunkturalnego, którego charakterystycznym elementem jest wprowadzenie asymetrii informacji do technologii inwestycji. Kredytobiorcy z wymagającymi finansowania projektami inwestycyjnymi doświadczają problemu kosztownej weryfikacji stanu (ang. *costly state verification*). Centralną rolę w tym modelu odgrywa więc proces endogenicznej zmiany wartości netto kredytobiorców w dynamicznym procesie makroekonomicznym. Istotnym wnioskiem płynącym z modelu jest teoretyczna możliwość wzmocnienia szoków w zakresie produktywności przez koszty agencji. Autorzy pokazują, jak problem kosztownej weryfikacji stanu może prowadzić do premii finansowania zewnętrznego, ujemnie zależnej od przepływów pieniężnych pożyczkobiorcy⁵.

Drugi kanał odnosi się do zmian cen aktywów i wartości zabezpieczenia. Pracą, która położyła fundament pod omawiany kanał, jest artykuł Kiyotakiego i Moore’a⁶. Autorzy rozwinęli dynamiczny model równowagi, w którym endogeniczne, procykliczne wahania cen realnych i finansowych aktywów są podstawowym źródłem zmian wartości netto, dostępnego kredytu i wydatków. Autorzy nawiązali do koncepcji Fishera (1933) odnoszącej się do zmian w wartości aktywów jako zasadniczego środka, poprzez który czynniki finansowe działają w kierunku propagacji wahań gospodarczych. W modelu tym kredytodawcy nie mogą wymusić na kredytobiorcach spłaty długów, jeśli te nie są zabezpieczone. Aktywa pożyczkobiorców (w celu zobrazowania działania mechanizmu autorzy posługują się przykładem ziemi) obok czynnika produkcji spełniają więc również funkcję zabezpieczenia kredytu. W modelowej gospodarce tymczasowy szok (np. w produktywności) redukuje wartość istniejącego zabezpieczenia, co nasila ograniczenia kredytowe i powoduje spadek wydatków. Jego skutkiem jest dalsze zmniejszenie wartości istniejących aktywów, powodujące kolejną rundę zredukowanego pożyczania i wydatków. Początkowy szok jest więc w efekcie propagowany w czasie.

³ S. Hall, *Financial accelerator effects in UK business cycles*, „Working Paper”, no. 150, Bank of England 2001, s. 18–19.

⁴ B. Bernanke, M. Gertler, *Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations*, „American Economic Review” 1989, vol. 79, no. 1.

⁵ Por. B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, „NBER Working Paper” 1998, no. 6445, s. 40–41; S. Hall, A. Vila Wetherlit, *The role of corporate balance sheets and bank lending policies in a financial accelerator framework*, „Working Paper”, no. 166, Bank of England 2002, s. 12; S. Kaufmann, M. T. Valderamma, *Modeling Credit Aggregates*, „Working Paper”, no. 90, Oesterreichische Nationalbank 2004, s. 4.

⁶ N. Kiyotaki, B. Moore, *Credit Cycles*, „Journal of Political Economy” 1997, vol. 105, no. 2.

KIERUNKI BADAŃ I DOWODY EMPIRYCZNE

Na łańcuch powiązań mechanizmu akceleratora finansowego składa się szereg elementów. W pierwszym rzędzie należy wskazać na związek pomiędzy kondycją i wiarygodnością finansową podmiotów a dostępnością źródeł finansowania. Wśród wyników empirycznych wskazuje się mianowicie na stosunkowo większe znaczenie ograniczeń kredytowych dla małych niż dużych podmiotów⁷. Do podobnego wniosku prowadzą badania wskazujące na obserwowany w okresach recesji znaczący spadek prywatnych emisji obligacji (wiązanym z mniejszymi, mniej rozpoznawalnymi podmiotami) w porównaniu z emisjami publicznymi⁸.

Bogata literatura skupiła swą uwagę na analizie znaczenia kosztów agencji dla realnej aktywności gospodarczej. Swego rodzaju wzorem dla tego typu prac jest artykuł Fazzariego, Hubbarda i Petersena⁹, w którym strategia badawcza oparta jest na przewidywanych różnicach pomiędzy poszczególnymi klasami firm. Otóż podmioty, które nie wypłacają dywidendy, w porównaniu z tymi, które ją wypłacają, są *a priori* postrzegane jako cechujące się większymi problemami związanymi z asymetrią informacji i w konsekwencji większymi ograniczeniami kredytowymi. Autorzy wskazują na większą wrażliwość inwestycji na zmiany przepływów gotówkowych w pierwszej grupie. Wyniki autorów zostały potwierdzone w wielu pracach, m.in. dla USA, Kanady, Wielkiej Brytanii, Japonii czy Niemiec¹⁰.

W części prac jako kryterium finansowej wrażliwości przyjęto inne, niż wypłata dywidendy bądź jej brak, charakterystyki, np. rozmiar firmy, fakt przynależności do grupy przemysłowej, zależność od finansowania bankowego, notowanie na giełdzie, możliwość handlu insiderskiego, struktura własności. Obok wpływu na inwestycje, w literaturze badano znaczenie ograniczeń kredytowych dla produkcji, zatrudnienia, wydatków na badania i rozwój, inwestycji w zapasy i sprzedaży¹¹.

O ile wyniki większości badań dotyczą pojedynczych krajów, o tyle część prac ma charakter porównawczy zarówno na poziomie krajowym, jak i międzysektorowym. Przykładem jest praca Brauna i Larraina (2004). Wyniki otrzymane dla

⁷ Zob. np. M. Gertler, S. Gilchrist, *Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms*, „The Quarterly Journal of Economics” 1994, vol. 109, no. 2.

⁸ Zob. np. M. Carey, S. Prowse, J. Rea, G. F. Udell, *The Economics of the Private Placement Market*, „Staff Study” December, Board of Governors of the Federal Reserve System 1993.

⁹ S. Fazzari, R. G. Hubbard, B. C. Petersen, *Financing Constraints and Corporate Investment*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1988, no. 1.

¹⁰ R. S. Chirinko, U. von Kalckreuth, *Further Evidence On The Relationship Between Firm Investment And Financial Status*, „Discussion Paper”, no. 28, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank 2002.

¹¹ Przeglądu literatury dotyczącej znaczenia kosztów agencji dla realnej aktywności gospodarczej dokonano w B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The Financial Accelerator and the Flight...*, s. 9, oraz M. Braun, B. Larrain, *Finance and the Business Cycle: International Inter-Industry Evidence*, <http://econwp.wustl.edu> 2004, s. 8.

28 gałęzi przemysłu w ponad 100 krajach w okresie od 1963 do 1999 roku wskazują na stosunkowo większą dotkliwość recesji w gałęziach wysoce zależnych od finansowania zewnętrznego. Ponadto jest ona większa w krajach i gałęziach, które charakteryzują się większymi frykcjami rynku finansowego¹².

W części prac wykorzystano metodę kalibracji w celu określenia empirycznego znaczenia mechanizmu akceleratora finansowego poprzez jego włączenie do modelu gospodarki. Należy w tym miejscu w pierwszym rzędzie wymienić pracę Bernanke, Gertlera i Gilchrista¹³. Autorzy dokonali w proponowanym modelu syntezy podejścia przepływów gotówkowych i podejścia wyceny aktywów, wykorzystując akcelerator finansowy zaproponowany przez autorów w pracy z 1996 roku¹⁴. Kluczowy mechanizm oparty jest na elementach stanowiących zasadniczy składnik mechanizmu akceleratora finansowego, czyli na premii finansowania zewnętrznego i wartości netto potencjalnych kredytobiorców.

Kluczowa nowość omawianego modelu dotyczy obszaru inwestycji. Koszt ich finansowania (koszt kapitału) jest zwiększony przez klin (premię finansowania zewnętrznego), który jest tym większy, im większe są ogólne potrzeby finansowe w relacji do całkowitych wewnętrznych funduszy przedsiębiorstwa (wartości netto). Gdy znaczna część inwestycji jest finansowana funduszami wewnętrznymi, premia finansowania zewnętrznego jest niska (z tendencją zmierzającą do zera dla inwestycji, które są w pełni finansowane lub zabezpieczone wewnątrznie). Gdy inwestycje przedsiębiorstw są głównie finansowane środkami zewnętrznymi, premia jest wysoka. Element ten stanowi czynnik istnienia większej amplitudy wahań jako efektu szoków oraz wzajemnych relacji pomiędzy realnymi i finansowymi zmiennymi, które nie są obserwowane w wielu modelach standardowych. Przedstawione przez autorów symulacje modelu wskazują na istotne znaczenie mechanizmu akceleratora w amplifikacji szoków technologicznych, popytowych, majątkowych czy związanych z polityką pieniężną¹⁵.

O ile większość wyników badań empirycznych świadczących o znaczeniu akceleratora finansowego ma charakter mikroekonomiczny, o tyle stosunkowo niewiele badań w tym względzie podejmuje się na poziomie makroekonomicznym. Wśród nowszych prac przykładem badania na poziomie makroekonomicznym

¹² W celu określenia wielkości frykcji finansowych w krajach i poszczególnych gałęziach autorzy jako kryterium podziału wykorzystują dane dotyczące odpowiednio jakości standardów rachunkowości i istnienie bądź brak tzw. twardych, namacalnych aktywów.

¹³ B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The Financial Accelerator in a Quantitative...*

¹⁴ Ibidem, *The Financial Accelerator and the Flight...*

¹⁵ Szerzej na temat symulacji zob. iidem, *The Financial Accelerator in a Quantitative...*, s. 32–40. Niniejszy model stanowił bazę dla kolejnych prac empirycznych. Zob. np. I. Christensen, A. Dib, *The Financial Accelerator in an Estimated New Keynesian Model*, „Review of Economic Dynamics” 2008, vol. 11; S. Hall, op. cit.; H. Fuchi, I. Muto, H. Ugai, *A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy*, „Bank of Japan Working Paper Series” 2008.

jest praca Kakesa i Ullersmy; z wykorzystaniem zagregowanych danych z lat 1970–2002 dla 20 uprzemysłowionych gospodarek autorzy znajdują potwierdzenie empirycznego znaczenia akceleratora finansowego na poziomie makroekonomicznym. Po pierwsze, premia finansowania zewnętrznego wzrasta wraz z załamaniem rynku akcji. Po drugie, wyższa aktywność realna i wzrost kredytu zwiększają prawdopodobieństwo takiego załamania. Po trzecie, autorzy znajdują potwierdzenie dla znaczenia w tym względzie ekspansywnej polityki monetarnej. Wreszcie akcelerator finansowy wzmacnia wpływ załamania rynku akcji na kryzysy innego typu¹⁶.

Podstawowy model akceleratora odnosi się do wahań cen aktywów, których przyczyny wynikają ze zmian fundamentów. W literaturze rozszerzono podstawowy model również o niefundamentalne czynniki kształtujące ceny aktywów. Efektem jest możliwość pojawienia się tzw. bąbli cen aktywów. Podstawowy wniosek płynący z modelu wskazuje na istnienie potencjalnie dużego ryzyka ostrej korekty rynkowej z przeciwnymi efektami w zakresie produkcji i aktywności realnej¹⁷.

Choć większość analiz dotyczących akceleratora finansowego odnosi się do wydatków przedsiębiorstw, analogiczne rozumowanie dotyczące powiązań w ramach kanału kredytowego można przeprowadzić dla gospodarstw domowych i ich wydatków na dobra trwałego użytku i budownictwo mieszkaniowe. Również one charakteryzują się istnieniem premii finansowania zewnętrznego, która jest tym niższa, im silniejsza jest ich pozycja finansowa. Ta z kolei zależy od ich wartości netto, dla której istotne znaczenie ma posiadanie praw własności nieruchomości, jak i jej wartość. Stanowią one o możliwościach zabezpieczenia kredytu. Jeśli więc hipoteza akceleratora finansowego jest prawidłowa, to zmiany niniejszej wartości mogą wpłynąć na akcję kredytową gospodarstw domowych i wydatki w stopniu większym niż ten, który jest sugerowany przez efekt majątkowy. Zmiany w zakresie wartości netto właścicieli domów wpływają bowiem również na ich premię finansowania zewnętrznego, a stąd na koszt kredytu. Hipoteza niniejsza niesie ze sobą kilka istotnych implikacji. Po pierwsze, efekt spadku cen domów dla zagregowanej konsumpcji będzie tym większy, im większy jest odsetek konsumentów, którzy początkowo posiadają niewielkie mienie w postaci nieruchomości. Po drugie, znaczenie będzie mieć również struktura kredytów hipotecznych. W przypadku gdy duży udział mają kredyty o zmiennym oprocentowaniu, zmiany w krótkoterminowych stopach procentowych (indukowane przez politykę pieniężną bądź jakikolwiek inny czynnik) wywierają bezpośredni

¹⁶ Na temat kierunków badań znaczenia akceleratora finansowego na poziomie makroekonomicznym oraz powyższych badań zob. J. Kakes, C. Ullersma, *Financial Acceleration of Booms and Busts*, „DNB Working Paper” 2005, no. 35, s. 6.

¹⁷ B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, „NBER Working Paper” 2000, no. 7559.

wpływ na przepływy gotówkowe gospodarstw domowych. Jeśli te z kolei mają istotne znaczenie dla dostępności kredytu, wtedy wydatki konsumpcyjne mogą reagować względnie szybko. Jak wskazuje Bernanke, wiedza na temat znaczenia na poziomie zagregowanym powyższych efektów jest znikoma i wymaga dalszych badań¹⁸. W większości prac badających znaczenie mechanizmu akceleratora dla wydatków gospodarstw domowych wykorzystano metodę kalibracji oraz zagregowane bądź regionalne lub krajowe dane panelowe. Ponadto w większości badań zakłada się, że kredytowanie bez zabezpieczenia długu jest prohibicyjnie drogie lub uwarunkowane długiem zabezpieczonym. Jeśli jednak gospodarstwa domowe mają również dostęp do finansowania bez zabezpieczenia, to wpływ zmian cen domów na finansowaną długiem konsumpcję będzie inny niż w przypadku prostego zabezpieczonego długu. Na długu niezabezpieczonym i konsumpcji gospodarstw domowych skupia swoją uwagę mniejsza część literatury. Czynnikiem, który wpływa na podaż kredytu, jest groźba niewypłacalności. Efektem zabiegu polegającego na uwzględnieniu w spektrum możliwych źródeł finansowania również długu niezabezpieczonego jest zmniejszenie amplitudy wahań wydatków konsumpcyjnych finansowanych długiem, których przyczyną są zmiany wartości aktywów gospodarstw domowych¹⁹.

W części literatury zaproponowano modele inkorporujące zewnętrzne powiązania gospodarki. Istotny wkład do analizy makroekonomicznej wniosły prace, które w modelach równowagi ogólnej dla małej otwartej gospodarki na bazie modelu Bernanke, Gertlera i Gilchrista (1998) wprowadziły efekty bilansu i ograniczeń kredytowych. Otrzymano efekty akceleratora, który w przypadku zewnętrznego szoku powodującego deprecjację kursu walutowego generuje silny cykl. Skutkiem istnienia bilansów ze znacznym walutowym niedopasowaniem byłby wzrost wartości zagranicznego długu walutowego w efekcie deprecjacji. Spowodowałoby to zmniejszenie wartości majątku netto denominowanego w walucie krajowej. Efektem tego byłby wzrost premii za ryzyko, co skutkowałoby wzrostem kosztu finansowania projektów kapitałowych i byłoby przyczyną znaczącej niestabilności makroekonomicznej²⁰.

¹⁸ B. Bernanke, *The Financial Accelerator and the Credit Channel*, Speech at The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, June 15, 2007, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070615a.htm>.

¹⁹ Na temat literatury dotyczącej mechanizmu akceleratora w odniesieniu do gospodarstw domowych zob. R. Disney, S. Bridges, J. Gathergood, *Housing Wealth and Household Indebtedness – Is there a Household ‘Financial Accelerator’*, „Working Paper”, no. 12, Czech National Bank 2006, s. 3, 6–8. Autorzy w niniejszej pracy prezentują również własne wyniki empiryczne.

²⁰ Na temat przedmiotowej literatury zob. S. Elekdag, A. Justiniano, I. Tchakarov, *An Estimated Small Open Economy Model of the Financial Accelerator*, „IMF Working Paper” 2005, no. WP/05/44, s. 3–4.

Dla mechanizmu akceleratora finansowego istotne znaczenie może mieć również typ systemu finansowego. Dla przykładu, na znaczenie struktury systemu finansowego wskazuje praca Kaufmanna i Valderammy, w której otrzymane rezultaty wskazują, że w krajach z bankowo zorientowanymi systemami finansowymi (w Niemczech i Austrii) kredytowanie niefinansowych przedsiębiorstw wywiera efekty propagacyjne. Nie amplifikuje ono ani nie ogranicza aktywności gospodarczej w okresach osłabionego wzrostu lub trudności w zakresie płynności. Rezultat ten stanowi potwierdzenie dla stabilizującej roli bliskich relacji pomiędzy bankiem i klientem. W krajach reprezentujących rynkowo zorientowane systemy finansowe (w Wielkiej Brytanii i Holandii) otrzymane wyniki wskazują na istnienie efektu akceleratora finansowego w sektorze przedsiębiorstw i szczególnie w Wielkiej Brytanii na silny procykliczny efekt rynku kredytowego podczas okresu ożywienia gospodarczego. Dowody w odniesieniu do gospodarstw domowych są mniej istotne, odkąd zwiększony poziom kredytowania w latach 90. był wykorzystywany raczej do finansowania inwestycji mieszkaniowych niż konsumpcji. W bankowo zorientowanych systemach finansowych efekty szoków są wygładzane; w systemach zorientowanych rynkowo można obserwować efekty amplifikacji podczas okresów korzystnej koniunktury²¹.

Z kolei Eickmeier, Hofmann i Worms, badając gospodarkę niemiecką, nie znaleźli dowodów na poparcie hipotezy o amplifikacji transmisji wahań makroekonomicznych poprzez kredytowanie bankowe czy istnieniu „akceleratora finansowego”. Jako potencjalne wyjaśnienie otrzymanych rezultatów autorzy wskazują właśnie istnienie bliskich związków między bankami oraz bliskich, długoterminowych relacji pomiędzy kredytobiorcami i kredytodawcami, które łagodzą skutki wahań makroekonomicznych i zmniejszają znaczenie frykcji rynku kredytowego. Ponadto rosnące znaczenie rynku obligacji korporacyjnych zwiększa możliwości pozyskania funduszy przez podmioty niefinansowe i redukuje ich zależność od pożyczek bankowych. Szersze możliwości pozyskiwania funduszy przez banki w dobie dynamicznego rozwoju zjawiska sekurytyzacji w krajach strefy euro w ostatnich latach jest kolejnym, wartym wymienienia zjawiskiem, które może mieć znaczenie w omawianym kontekście. Sekurytyzacja pozwala instytucjom finansowym na transformację nie płynnych aktywów na papiery rynkowe. Stanowi ona potencjalne źródła dodatkowych funduszy, powodując mniejsze ograniczenie w tym względzie w sytuacji negatywnych szoków makroekonomicznych. W rezultacie możliwe efekty akceleratora finansowego poprzez kredytowanie bankowe z dużym prawdopodobieństwem będą tracić na znaczeniu.

Z drugiej jednak strony, często przypuszcza się, że bliskie relacje pomiędzy kredytobiorcami i kredytodawcami, które powyżej były wskazane jako potencjalne

²¹ S. Kaufmann, M. T. Valderamma, op. cit.

wyjaśnienie ograniczonej reakcji kredytowania na fluktuacje makroekonomiczne i słabe dowody istnienia akceleratora finansowego w Niemczech i strefie euro, mogą stracić na znaczeniu w przyszłości, jeśli system finansowy stanie się bardziej zorientowany rynkowo, co może częściowo skompensować bezpośrednie efekty zwiększonych możliwości pozyskiwania funduszy²².

ZAKOŃCZENIE

W przypadku polityki monetarnej mechanizm zbliżony do mechanizmu akceleratora określa się mianem kredytowego kanału transmisji. Pomimo szerokiej debaty jego znaczenie pozostaje nierozpoznane. Na poziomie koncepcyjnym istnieje szeroka zgoda co do tego, jak ten kanał mógłby operować, ale dowody na temat jego aktualnego wpływu na gospodarkę realną są nierozstrzygające. Sceptycyzm co do praktycznego znaczenia tego kanału jest następstwem dwóch podstawowych poglądów. Po pierwsze, część autorów twierdzi, że działania podejmowane w zakresie polityki monetarnej nie są skuteczne w kształtowaniu akcji kredytowej banków, czyniąc tym samym ten kanał nieoperacyjnym. Po drugie, nawet jeśli wywiera ona wpływ na kredytowanie bankowe, takie zmiany mogą nie mieć niezależnego wpływu na makroekonomię, jeśli firmy są zdolne do uzyskania kredytu ze źródeł innych niż banki²³.

Carlstrom i Fuerst wskazują jednak na potencjalne korzyści płynące z prowadzenia aktywnej polityki pieniężnej, reagującej na szoki w zakresie cen aktywów i produktywności. O ile aktywna, procykliczna polityka stóp procentowych nie może wyeliminować długookresowego wpływu barier informacyjnych, to jednak może wygładzić fluktuacje w tym względzie, co skutkuje poprawą dobrobytu²⁴. Do odmiennych wniosków dochodzą Bernanke i Gertler, stwierdzając, że polityka monetarna nie powinna bezpośrednio reagować na zmiany cen aktywów. Przyjęli oni jednak przeciwne niż Carlstrom i Fuerst założenia. Mianowicie bank kieruje się w swych działaniach regułą polityki typu Taylora, zgodnie z którą stopy procentowe reagują pozytywnie na szoki inflacyjne, a ceny charakteryzują się lepkością²⁵.

²² Na temat potencjalnych skutków ewolucji systemów finansowych dla mechanizmu akceleratora finansowego zob. szerzej S. Eickmeier, B. Hofmann, A. Worms, op. cit., s. 13–15.

²³ Por. J. Peek, E. S. Rosengren, G. M. B. Tootell, *Identifying the Macroeconomic Effect of Loan Supply Shocks*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2003, vol. 35, no. 6, s. 932.

²⁴ C. T. Carlstrom, T. S. Fuerst, *Monetary policy in a world without perfect capital markets*, „Working Paper”, no. 01-15, Federal Reserve Bank of Cleveland 2001.

²⁵ Przy takich założeniach wzrost cen aktywów będzie skutkował wzrostem ich realnej wartości, co będzie stymulująco działać na popyt i bezpośrednio na inflację. Skutkiem procykliczne-

THE FINANCIAL ACCELERATOR AS AN IDEA OF A MECHANISM OF EXTERNAL ECONOMIC DISTURBANCES AMPLIFICATION
SUMMARY

The purpose of the paper is to present the idea of a financial accelerator – the mechanism, which is a step toward resolving the puzzle of how relatively small shocks can create large effects in the real sector of the economy. The work presents the theoretical premises of this idea and related channels of external impulses transmission. The review of empirical literature indicates various methodological and subjective approaches to the problem.

go charakteru reguły Taylora jest brak potrzeby dodatkowej reakcji władz monetarnych na zmiany cen aktywów. Zob. szerzej B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary Policy...*