

Marek Lubiński[‡]

Aktywność kredytowa banków w cyklu koniunkturalnym*

Streszczenie

W artykule potraktowano sektor finansowy jako istotny czynnik napędowy fluktuacji koniunkturalnych. Powszechnie przyjęte wyjaśnienie procykliczności systemu finansowego wyrasta z asymetrii informacji między pożyczkobiorcami i pożyczkodawcami. Minsky zaproponował teorię wiążącą kruchość rynku finansowego w toku normalnego funkcjonowania gospodarki z narastaniem baniek spekulacyjnych endogenicznych w stosunku do rynków finansowych. Jednym z wyjaśnień cykli ekonomicznych i finansowych jest także akcelerator finansowy. Stwarza on teoretyczne ramy, w których bilans pożyczkobiorców i wartość oferowanego przez nich zastawu są źródłami fluktuacji w sferze realnej. Dodatkowym materialnym źródłem procykliczności sektora finansowego jest nieadekwatna reakcja uczestników rynku finansowego na zmiany ryzyka w czasie. Zachowanie instytucji finansowych w cyklu koniunkturalnym zależy od postrzegania przez nie ryzyka. W ożywieniu nadmierny optymizm banków odnośnie do perspektyw dłużników, w połączeniu z poprawą bilansów banków w warunkach zaostrzającej się konkurencji, prowadzą do liberalnej polityki kredytowej, powodującej obniżenie standardów kredytowych.

Słowa kluczowe: cykl kredytowy, sektor finansowy, akcelerator finansowy, pamięć instytucjonalna, zachowania stadne

Kody klasyfikacji JEL: E32, E44, G01, G21

[‡] Katedra Ekonomii Rozwoju i Polityki Ekonomicznej, Szkoła Główna Handlowa

*Artykuł jest zmienioną wersją opracowania przygotowanego w ramach projektu "Banki a cykle koniunkturalne" finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/B/HS4/06216.

Marek Lubiński[±]

Banks' Lending Activity During Business Cycles

Abstract

In the article the financial system is viewed as an important driver of business cycle fluctuations. A common explanation for the procyclicality of the financial system has its roots in information asymmetries between borrowers and lenders. Minsky proposed theories linking financial market fragility, in the normal life-cycle of an economy, with speculative investment bubbles endogenous to financial markets. One of the explanation of economic and financial cycles is often known as the 'financial accelerator'. It creates theoretical framework in which the state of borrowers' balance sheets and collateral value was a source of real output fluctuations. An additional material source of financial procyclicality is inappropriate responses by financial market participants to changes in risk over time. The behaviour of lending institutions during business cycles depends on their perceptions of risk. During upturns banks' overoptimism about borrowers' future prospects, coupled with strong balance sheets and increasing competition, brings about more liberal credit policies with lower credit standards.

Keywords: credit cycle, financial sector, financial accelerator, institutional memory, herding behaviour

JEL classification: E32, E44, G01, G21

[±] Department of Development Economics and Economic Policy, Warsaw School of Economics

1. Wstęp

Recesjom, zarówno w krajach zaawansowanych jak i rozwijających się, towarzyszyły często zaburzenia na rynkach finansowych. Wspólnym rysem tych perturbacji było gwałtowne ograniczenie akcji kredytowej i znaczny spadek cen aktywów. Ostatnie tego typu zdarzenia, zainicjowane w Stanach Zjednoczonych w 2007 r., nie tylko ożywiły debatę na temat roli sektora finansowego w cyklu koniunkturalnym, ale również wprowadziły do niej nowe elementy. W sytuacji, gdy gospodarka światowa doznaje najcięższego od dziesięcioleci załamania, nie jest już dłużej konieczne odwoływanie się do wielkiego kryzysu czy doświadczeń krajów wschodzących dla uzasadnienia zainteresowania wpływem czynników finansowych na agregatowe fluktuacje produkcji.

Awans problematyki wpływu sektora finansowego na stabilność gospodarki na czołówki gazet i pierwsze miejsce wśród problemów dyskutowanych przez ekonomistów nie oznacza bynajmniej, że jest to problematyka nowa. Zależnie od miejsca i czasu eksponowano różne jej aspekty. W niniejszym tekście zostały poruszone trzy wątki.

Po pierwsze, chodziło o ustosunkowanie się do – niemającego nic wspólnego z ornitologią – sporu, czy w przypadku obecnego kryzysu mamy do czynienia z „białym” czy „czarnym łabędziem”. Istota kontrowersji sprowadza się do ustalenia, czy współczesny kryzys jest zjawiskiem wyjątkowym, czy też daje się wpisać w normalny i typowy dla gospodarki rynkowej rytm fluktuacji koniunkturalnych. Tego typu dyskurs nie jest bynajmniej zjawiskiem nowym, sięga bowiem swoimi korzeniami co najmniej niemieckiej szkoły historycznej. Od tego czasu w analizie wahań koniunkturalnych bądź akcentowano zawsze pojawiające się elementy nowe, bądź podkreślano cechy typowe. Stanowisko w tym sporze zająłem, odwołując się do następującego rozumowania. Stwierdzenie, że obecny kryzys jest „czarnym łabędziem” jest równoznaczne z zanegowaniem przydatności wcześniejszych teorii do jego objaśniania. Jeżeli natomiast „łabędź” jest „biały”, istniejące teorie z powodzeniem nadają się do interpretacji obserwowanych zjawisk. Z takiej formuły analizy wymaga pewien świadomie przyjęty jej anachronizm, bowiem warunkiem zweryfikowania przedstawionego zamysłu jest odwołanie się wyłącznie do teorii powstałych przed rokiem 2007. Oczywiście prześledzenie wszystkich teorii objaśniających niestabilność sektora finansowego nie było możliwe w ramach niniejszego referatu, dlatego odwołano się do teorii kruchości sektora finansowego, modelu akceleratora, roli kapitałów banków i koniunkturalnie zmiennej ich skłonności do podejmowania ryzyka.

Na pozór paradoksalne jest, że asumpt do zwiększonego zainteresowania wpływem sektora finansowego na przebieg cyklu dała teoria realnego cyklu koniunkturalnego. Związana była bowiem z nią trudność identyfikacji dostatecznie silnych szoków technologicznych, generujących fluktuacje o skali zbliżonej do rzeczywistej i zdolności do imitowania innych stylizowanych faktów. Z tego powodu współczesna teoria cyklu koniunkturalnego akcentuje znaczenie egzogenicznych szoków produktywności dla powstawania wahań i podkreśla rolę rynków finansowych w ich rozprzestrzenianiu (Aghion i in., 2005). Drugim celem prowadzonej analizy, w wielu elementach tożsamym z poprzednim, było przedstawienie mechanizmów, poprzez które sektor finansowy przyczynia się do wzmocnienia wahań koniunkturalnych, a przede wszystkim do ich pogłębienia.

Trzeci cel analizy także bezpośrednio nawiązuje do teorii realnego cyklu koniunkturalnego, która traktuje jak wspomniano szoki podażowe, w tym technologiczne, jako główne źródło wahań koniunkturalnych. Nie ma jednak żadnych dobrych powodów ku temu, aby szoki technologiczne wiązać wyłącznie ze sferą produkcji materialnej, bowiem w planie najbardziej ogólnym są one definiowane jako wszelkie zakłócenia, nie wyłączając zmian prawnych i regulacyjnych, które wpływają na zdolności produkcyjne przedsiębiorstw i ich możliwości generowania zysków. Z takiej perspektywy źródłem innowacji może być również sektor finansowy. I ta właśnie kwestia jest jednym z wątków prowadzonej analizy.

2. Minsky'ego wizja sektora finansowego

Istotny i oryginalny wkład do myślenia na temat roli sektora finansowego w powstawaniu i przebiegu wahań koniunkturalnych wniósł Minsky¹. Patrzył on na gospodarkę jak na złożony system finansowy, którego niestabilność rośnie w miarę wydłużania się fazy wzrostowej w wyniku odwoływania się podmiotów gospodarujących do coraz bardziej ryzykownych form finansowania działalności. Wprawdzie, jego zdaniem, rynek pozwala na osiągnięcie równowagi między zagregowanym popytem i zagregowaną podażą, jednak w gospodarkach rozwiniętych pod względem finansowym nie da się tej równowagi utrzymać nieskończenie długo. Niestabilność ma źródła w rynkach finansowych, gdzie dominują spekulacja i domysły, dla których typowe są fale paniki i euforii.

¹ W artykule wykorzystano podstawowe prace Minsky'ego wymienione w spisie literatury. Ponieważ zarazem w wielu jego tekstach powtarzają się główne myśli, zrezygnowano ze szczegółowych cytowań.

Minsky zaoferował również spojrzenie na banki jak na przedsiębiorstwa, które, podobnie jak we wszystkich innych dziedzinach gospodarki, charakteryzuje pogoń za zyskiem możliwym do osiągnięcia dzięki innowacjom. Produkty standardowe, wytwarzane przez rosnący krąg dostawców, przynoszą coraz mniejsze profity, stąd też tendencja do zastępowania ich nowymi. Nowe produkty finansowe, podobnie jak wytwory innych dziedzin gospodarki, trafiają początkowo – zgodnie z koncepcją cyklu życia – do stosunkowo wąskiego kręgu odbiorców, co sprawia, że rynek jest relatywnie płytki.

Niezależnie od tego podobieństwa, między innowacjami finansowymi i produktowymi występują różnice. Po pierwsze, innowacje finansowe, w odróżnieniu od większości produktów, nie mogą być poddane próbom w niewielkiej skali. Jedynym i ostatecznym ich weryfikatorem jest rynek. Sytuacja niewyobrazalna w przemyśle samochodowym, aby do sprzedaży trafił pojazd, który mimo najstaranniejszego zaprojektowania nie został poddany odpowiednim sprawdzianom jest typowa dla innowacji finansowych. Po drugie, w związku z powyższym, nowe produkty są oceniane na podstawie doświadczeń przeszłych przy wykorzystaniu znanych z historii metod, co bywa zawodne, zwłaszcza w przypadku produktów hybrydowych, takich jak fundusz inwestycyjny z polisą na życie. Po trzecie, nowe produkty finansowe dostosowywane są często do potrzeb określonego użytkownika lub grupy odbiorców. Ze względu na związane z tym koszty i obawę przed imitacją zarówno dostawca jak i nabywcy nie są zainteresowani ujawnianiem wszystkich jego cech. Po czwarte, nowe produkty finansowe stają się coraz bardziej złożone, co utrudnia ich ocenę nie tylko laikom, co zrozumiałe, ale niejednokrotnie również fachowcom. I w końcu nie można wykluczyć, że innowacje finansowe są znacznie bardziej radykalne niż ich produktowe odpowiedniki. W tym ostatnim przypadku często udoskonalenia są czysto kosmetyczne, niezmieniające podstawowych cech produktu. W rezultacie rynek na nowe produkty jest stosunkowo płytki, ich wycena ułomna, a obroty dokują się na ograniczonym pod względem zasięgu rynku pozagiełdowym. Wszystko to trwa do momentu, dopóki innowacje finansowe nie zostaną zweryfikowane przez rynek. Na ile ta konfrontacja może być bolesna, wskazują doświadczenia ostatniego kryzysu.

Kreowanie innowacji finansowych, po części autonomiczne, może również wykazywać związek z ruchem koniunktury. Załączkiem całego procesu jest rosnące zapotrzebowanie zgłaszane przez inwestorów na dostępne na rynku papiery wartościowe, co przy danej podaży powoduje wzrost cen. W odpowiedzi na zwiększone zapotrzebowanie i rosnące ceny

instytucje finansowe wprowadzają na rynek nowe papiery wartościowe, „wykrawane” niejako z dotychczas istniejących i tym samym bardziej ryzykowne. Wbrew temu są one traktowane przez inwestorów i niejednokrotnie samych emitentów jako doskonały substytut tradycyjnych instrumentów i dlatego są dostarczane i nabywane w coraz większych ilościach. Trwa to do momentu, dopóki nie pojawią się pogłoski, że nowe instrumenty są podatne na niedostrzegane wcześniej ryzyko i tym samym są gorszym substytutem starych. Skutkuje to preferowaniem bezpieczeństwa, polegającym na sprzedaży nowych i zakupie starych, dobrze znanych papierów wartościowych (Gennaioli, Shleifer i Vishny, 2010).

Typowa dla sektora finansowego w każdych warunkach pogoń za innowacjami w celu maksymalizacji zysku ulega wzmocnieniu przez specyficzne okoliczności. U progu XXI w. czynnikami takimi były w Stanach Zjednoczonych stabilne ceny oraz niskie stopy procentowe, utrzymywane po pęknięciu bańki internetowej. Niewykluczone również, że fala innowacji finansowych była spóźnionym pokłosiem wcześniejszej liberalizacji.

3. Akcelerator finansowy

Jednym z problemów o szczególnym znaczeniu w kontekście obecnego kryzysu finansowego jest koniunkturalnie zmienna skłonności banków do udzielania kredytów. Obserwacja, że wielkość kredytu zależy od stanu gospodarki nie jest bynajmniej nowa, stąd też wielość oferowanych przez teorię interpretacji tego zjawiska. Jedną z najważniejszych takich koncepcji jest idea akceleratora finansowego i jej rozwinięcie, polegające na uwzględnieniu wpływu wielkości kapitałów banków na zdolność do udzielania kredytów.

Bernanke, Gertler i Gilchrist (1998) zaproponowali model, w którym endogeniczny rozwój sektora finansowego kreuje i wzmacnia mechanizm rozprzestrzeniania się szoków w gospodarce. Niewypłacalność i bankructwa, wzrost realnego ciężaru długu, spadek cen aktywów oraz upadłości banków są nie tyle biernym odzwierciedleniem zmian w sferze realnej gospodarki, ile wynikiem endogenicznego rozwoju rynku kredytowego.

Kluczową kategorią modelu jest premia za finansowanie zewnętrzne (*external finance premium*), definiowana jako różnica kosztów pozyskania środków ze źródeł zewnętrznych i kosztów alternatywnych zastosowania funduszy własnych. Różnica ta wyrasta z asymetrii informacji i kosztów agencji, przy czym pryncypałem jest w tym przypadku instytucja udzielająca kredytu, a agentem kredytobiorca, który nie zawsze musi

postępować zgodnie z warunkami kontraktu (Zhang, 2011). Wyegzekwowanie od kredytobiorcy dotrzymania umowy, jak również ocena jego wiarygodności, a także kontrola postępowania, pociągają za sobą koszty, które ma właśnie zrekompensować premia za finansowanie zewnętrzne. Można ją powiązać z czterema zmiennymi koniunkturalnie wielkościami, którymi są:

- zaangażowanie środków własnych,
- zdolność podmiotu gospodarczego do generowania przychodów,
- wartość majątku kredytobiorcy, która może być oferowana w charakterze zastawu i stanowi gwarancję zwrotu długu,
- koszty audytu.

Zaangażowanie środków własnych wpływa na zmniejszenie premii za finansowanie zewnętrzne. Jeżeli bowiem wkład własny w finansowanie projektu jest niewielki, rośnie potencjalna sprzeczność interesów między wierzycielem i dłużnikiem, implikując rosnące koszty agencji. Im więcej dłużnik jest w stanie zainwestować we własne przedsięwzięcie, tym mniej jego interesy będą odbiegały od interesów pożyczkodawcy i tym wyższe obciążające go ewentualne koszty bankructwa. Teoretycznie finansowanie długiem nie powinno rodzić konfliktu interesów między wierzycielem i dłużnikiem, bowiem kierownictwo firmy uzyskuje korzyści dopiero po spłacie zobowiązań. Jednak nawet w takiej sytuacji podział ryzyka nie jest proporcjonalny, jako że całe profity przypadają zarządowi firmy, a konsekwencje ewentualnych strat w niewspółmiernie dużym stopniu obciążają wierzyciela (Jensen i Meckling, 1976).

Wysoki udział środków własnych, który zwiększa możliwości korzystania z finansowania zewnętrznego i obniża jego koszty ma również aspekty negatywne, bowiem dłużnik może wykorzystać część kredytu do osiągnięcia korzyści prywatnych. Realizowane przez przedsiębiorców projekty różnią się pod względem weryfikowalnych strumieni kasowych i niepoddających się kontroli korzyści prywatnych, które zmniejszają wyrażoną w pieniądzu rentowność projektu. Przykładem może być modernizacja biura lub zakup samolotu służbowego. Nawet jeżeli tego typu działania poddają się obserwacji trudno jednoznacznie rozstrzygnąć, czy pozostają one w interesie menadżera czy firmy (Jensen i Meckling, 1976). Rodzi to konflikt interesów, ponieważ przedsiębiorca chce podjąć projekt generujący korzyści prywatne, nawet jeżeli obniża to strumienie kasowe. Z drugiej strony kredytodawcy angażują się tylko w projekty maksymalizujące strumienie kasowe i minimalizujące korzyści prywatne. Jeżeli przedsiębiorcy finansują znaczną część inwestycji ze środków własnych, kontrola zewnętrzna słabnie, co umożliwia podejmowanie

projektów przynoszących wysokie korzyści prywatne, które w normalnych warunkach nie przeszłyby weryfikacji. W rezultacie finansowane są coraz mniej efektywne projekty, torując drogę załamaniu (Favara, 2006).

Jeżeli w miarę łatwo można zidentyfikować powody, dla których zaangażowanie środków własnych wpływa na premię za finansowanie zewnętrzne, to znacznie trudniej określić koniunkturalne zmiany tej wielkości. Z jednej bowiem strony w ożywieniu rosną przychody przedsiębiorstw i tym samym możliwość samofinansowania, z drugiej jednak strony ze względu na wzrost produkcji i inwestycji rosną potrzeby w tym zakresie. Skoro zatem rzeczywiste zmiany są wypadkową sił przeciwstawnych, trudno określić ich wypadkową.

Zdolność podmiotu gospodarczego do generowania przychodów jest również ujemnie skorelowane z premią za finansowanie zewnętrzne. Wyjaśnienie takiej zależności nie nastęrcza specjalnych trudności. Wysokie generowane przychody dają rękojmię terminowej spłaty zobowiązań i ponadto mogą być traktowane jako pewien certyfikat wiarygodności i sprawności zarządzania przedsiębiorstwem.

Specjalnych trudności nie sprawia również rozszyfrowanie koniunkturalnego ruchu przychodów podmiotów gospodarujących. Wprawdzie z różnym nasileniem i ewentualnymi opóźnieniami czasowymi postępują one za ruchem koniunktury.

Wartość majątku kredytobiorcy jest szczególnie istotna, gdy pożyczkodawcy mają trudności z wyegzekwowaniem zobowiązań. Wówczas kwota kredytów zaciąganych przez przedsiębiorców jest ograniczona do wartości oferowanego przez nich zastawu, bowiem tylko wtedy pożyczkodawca ma gwarancję całkowitego zaspokojenia roszczeń. W rezultacie przedsiębiorcy nie mogą pożyczać tyle, ile by chcieli, zwłaszcza w złej sytuacji ekonomicznej.

Znaczenia wartości majątku nie należy sprowadzać wyłącznie do pełnionej przezeń funkcji zastawu. Wartość majątku przedsiębiorstwa wpływa również na jego skłonność do podejmowania ryzyka. Podobnie jak w przypadku zaangażowania środków własnych, znaczący majątek i groźba jego utraty zniechęcają do zachowań nieroztropnych. W załamaniu wartość netto spada, co z perspektywy przedsiębiorcy oznacza mniejsze straty w przypadku bankructwa. Skłania to do przyjmowania strategii „wóz albo przewóz”, oznaczającej, że wiele można zyskać dzięki sukcesowi i niewiele stracić w przypadku niepowodzenia. Od wartości zastawu zależą również koszty audytu. Gdyby wartość zastawu była równa długowi, koszty monitorowania i audytu spadłyby do zera.

Wartość zastawu zmienia się zgodnie z ruchem koniunktury. W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego rośnie wartość majątku trwałego i kursy akcji. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na podwójną rolę pełnioną przez elementy majątku trwałego. Na przykład nieruchomości, czy to mieszkaniowe czy komercyjne, z perspektywy ich posiadacza mają bezpośrednie walory użytkowe zgodne z ich przeznaczeniem oraz mogą pełnić funkcje zastawu. Z racji tej dwoistości funkcji są dwa motywy dokonywania zakupów, co zwiększa popyt i przyczynia się do wzrostu cen.

Koszty audytu powstają, ponieważ w wyniku asymetrii informacji sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa, jego postępowanie i stopę zwrotu z projektu bez żadnych dodatkowych kosztów mogą ocenić jedynie swoi (insiderzy), natomiast obcy (outsiderzy) muszą uciekać się do kosztownego audytu. Ponadto, ze względu na asymetrię informacji inwestorzy (insiderzy) są skłonni do udzielenia fałszywej informacji o spodziewanych efektach inwestycji. Tendencja do oferowania złego projektu jako dobry wynika z faktu, że nakłady poniesione na jego przygotowanie są kosztami utopionymi i szansę na ich zwrot daje jedynie znalezienie źródeł finansowania.

Łączne działanie wszystkich wymienionych czynników sprawia, że premia za finansowanie zewnętrzne zmienia się przeciwcyklicznie, tzn. spada w ożywieniu i rośnie w załamaniu, chociaż niesymetrycznie. Ponieważ w ożywieniu inwestycje mogą być w coraz większym stopniu finansowane środkami własnymi, a wartość zabezpieczenia rośnie, koszty agencji zmierzają do zera. Jednak żadna dalsza poprawa warunków gospodarowania nie wpływa już na ich spadek i efekt akceleracji wygasa. Natomiast w spadku nie ma żadnej naturalnej granicy wzrostu premii za finansowanie zewnętrzne (Lowe i Rohling, 1993).

Wzrost premii za finansowanie zewnętrzne w fazie spadkowej cyklu koniunkturalnego nasila negatywną selekcję. Jeżeli rentowność przedsięwzięcia i związane z nim ryzyko są dodatnio skorelowane, wzrost kosztów finansowania zewnętrznego sprawia, że na rynku pozostają wyłącznie podmioty najmniej wiarygodne. Świadomość wzrostu ryzyka kredytobiorcy skłania banki do dalszego podnoszenia stóp procentowych z opisanymi już skutkami. Proces ten w skrajnym przypadku prowadzi do całkowitego zawieszenia akcji kredytowej lub racjonowania kredytów, bowiem nie ma stopy procentowej równoważącej rynek, na który godni zaufania kredytobiorców powracają dopiero fazie wzrostowej, kiedy premia za finansowanie zewnętrzne spada.

Dotychczasowa analiza pozwala na przedstawienie schematu zmian koniunkturalnych. Początkowo przedsiębiorstwo zaciąga kredyt

w wysokości i na warunkach zależnych od oferowanego zastawu oraz zaangażowania środków własnych. W ożywieniu powszechne uciekanie się do kredytu dodatkowo pobudza gospodarkę, podnosząc wartość aktywów przedsiębiorstw i zwiększając możliwości samofinansowania. Dzięki temu rośnie ich zdolność kredytowa, co sprzyja kontynuowaniu wzrostu. W załamaniu spada wartość aktywów i przychody przedsiębiorstw, co ogranicza możliwości zaciągania kredytów i podnosi koszty pożyczek. W rezultacie kredyt dla przedsiębiorstw staje się procykliczny (Towsend, 1979).

Effekt akceleratora finansowego może ulec wzmocnieniu, jeżeli przy zakupie aktywów gracze rynkowi wykorzystują dźwignię finansową. Wzrost cen aktywów wzmacnia bilanse i powoduje spadek stopy lewarowania. Jeżeli instytucje finansowe chcą utrzymywać stałą stopę lewarowania, to na taką zmianę zareagują zwiększeniem pożyczek, przeznaczonych na zakup dodatkowych aktywów. Zatem jeżeli rosną ceny aktywów, zwiększa się jednocześnie zapotrzebowanie na nie. Większy popyt prowadzi do wzrostu cen aktywów, co powoduje efekty zwrotne polegające na kolejnym wzmocnieniu bilansów, większym popycie na aktywa, wzroście ich cen itd. Zmiany przebiegają w odwrotnym kierunku w załamaniu, kiedy wartość aktywów spada. Wywołany tym spadek stopy lewarowania powoduje sprzedaż aktywów, których ceny maleją i dodatkowo podaż jest tym wyższa, im ceny niższe. Skutkiem jest ujemne nachylenie krzywej podaży (Adrian i Shin, 2008). W rezultacie pojawia się cykl lewarowania, które staje się nadmierne w ożywieniu i zbyt niskie w załamaniu. W ożywieniu ceny aktywów są wyśrubowane, a w recesji zanadto spadają. Wykorzystywanie dźwigni finansowej pogłębia fluktuacje cen aktywów. Jak wcześniej wspomniano, od wartości aktywów zależy zdolność przedsiębiorstw do zaciągania kredytów. Z tego powodu spowodowane lewarowaniem fluktuacje cen aktywów wpływają na zdolność przedsiębiorstw do zaciągania kredytów, pogłębiając amplitudę wahań koniunkturalnych.

Sektor finansowy, ułatwiając realizację inwestycji, jednocześnie stwarza niebezpieczeństwo nadmiernej ich ekspansji. Zmiany są wypadkową dwóch sił. Z jednej strony wyższe inwestycje stymulują produkcję i zyski, podnoszące wartość netto przedsiębiorstw, a także ich wiarygodność kredytową. Rosną pożyczki służące dalszemu finansowaniu inwestycji. Jednocześnie inwestycje kreują popyt na czynniki produkcji i ich ceny w relacji do cen wyrobów gotowych rosną, jeżeli tylko podaż czynników produkcji nie jest doskonale elastyczna i efektywność wykorzystania nie rośnie wystarczająco szybko. Wzrost cen czynników

produkcji ogranicza zyski, wiarygodność kredytową, zmniejsza pożyczki i inwestycje, prowadząc do spadku produkcji. Jak tylko zostanie zapoczątkowany spadek, przebieg zdarzeń ulega odwróceniu i powstają przesłanki kolejnego ożywienia (Aghion, Bacchetta i Banerjee, 1999).

4. Znaczenie kapitałów banków

Akcelerator finansowy uzależnia wielkość kredytu w gospodarce od kapitałów przedsiębiorstw. Natomiast na stronę podażową rynku wpływają kapitały banków. Znaczenie kapitału banków wyniósł na piedestał Markovic, który w odróżnieniu od Bernanke wyeksponował nie tylko znaczenie popytu, ale także podaży na rynku kredytowym (Markovic, 2006).

Całe rozumowanie odwołuje się do tradycyjnego postrzegania banków jako instytucji depozytowo-kredytowej. Działalność banków jest związana między innymi z udzielaniem kredytów przedsiębiorcom i gromadzeniem depozytów oszczędzających gospodarstw domowych. Skalę obydwu rodzajów działalności uzależnia się od sytuacji finansowej banków, a przede wszystkim wysokości środków własnych. Dostyć oczywisty jest wpływ położenia banku na rozmiary akcji kredytowej, natomiast wytłumaczenia wymaga jego oddziaływanie na pozyskiwanie depozytów.

Jedno z wyjaśnień odwołuje się do funkcji banków jako pośrednika między oszczędzającymi gospodarstwami domowymi i inwestującymi przedsiębiorcami. Gospodarstwa domowe nie udzielają pożyczek bezpośrednio, ponieważ banki mają większą zdolność obserwowania i oceniania kredytobiorców. Jednak depozytariusze zawsze mogą obawiać się, że banki w celu zmniejszenia wydatków nie będą wypełniały tego zadania z należytą starannością. Do zaniedbań może dochodzić, ponieważ banki ponoszą całość związanych z tym kosztów, natomiast konsekwencje pogorszenia jakości portfela kredytowego w znacznej części dotyczą depozytariuszy. Zagrożenie to słabnie w przypadku dobrze dokapitalizowanych banków, bowiem wówczas ryzykują one nie tylko depozytami, ale również środkami własnymi. Dlatego właśnie zasobne banki mają większe możliwości pozyskiwania depozytów po niskich kosztach i w efekcie udzielania pożyczek. Gospodarstwa domowe skłonne są powierzać pieniądze bankom o znacznych kapitałach własnych, bowiem to powinno nie tylko skłaniać do przezorności, ale ponadto gwarantować zwrot wkładów w przypadku niepowodzenia. Kapitały banku pełnią rolę analogiczną jak zastaw oferowany przez przedsiębiorstwa i uwierzytelniają go w oczach depozytariuszy.

Wprawdzie teoretycznie obserwowanie sytuacji finansowej banków jest ważne dla depozytariuszy, to jednak w praktyce z wielu powodów rzadko robią to z należytą starannością. Po pierwsze, wielkość poszczególnych indywidualnych depozytów jest stosunkowo niewielka, co czyni monitorowanie poszczególnych banków stosunkowo kosztownym przy niewielkich potencjalnych korzyściach. Po drugie, przy małej częstotliwości podejmowania decyzji o zmianie banku gospodarstwu domowemu trudno wypracować odpowiedni algorytm decyzyjny. Po trzecie, ponieważ położenie banków może się szybko zmieniać niezbędna staje się permanentna kosztowna obserwacja. Po czwarte, zakłada się, że produkty poszczególnych banków są stosunkowo mało zróżnicowane, co uprawnia do traktowania całej ich zbiorowości jako homogenicznej. Po piąte, ponieważ zbieranie informacji na temat wypłacalności poprzez monitorowanie instytucji finansowych jest kosztowne dla podmiotów indywidualnych i staje się dobrem publicznym, wydatki na ten cel są niższe niż wymagałoby tego optimum (Kaufman, 1994).

W wyniku tych uwarunkowań zdrowie całego sektora jest oceniane na podstawie spektakularnych zdarzeń takich jak bankructwo. Upadłość jednego banku skłania do opinii o złej sytuacji całego sektora i prowadzi do wycofywania depozytów. Kontrakty depozytowe kształtowane zgodnie z regułą „kto pierwszy, ten lepszy” mogą stać się samoistnym źródłem paniki bankowej, ponieważ w wyniku nieracjonalnie zachowują się nawet rozsądni i dobrze poinformowani klienci (Chen, 1999). W skrajnym przypadku pogorszenie sytuacji banków prowadzi do paniki, która jest w tej konwencji naturalnym produktem cyklu koniunkturalnego. Obserwacja, że panika bankowa nie jest zdarzeniem losowym, ale wynika z ewolucji sytuacji ekonomicznej nie jest bynajmniej nowa, bowiem już Mitchell (1951) pisał „gdy ożywienie przechodzi w kryzys, pewne jest, że dojdzie do bankructw jednak nie wiadomo, których przedsiębiorstw one dotkną. Pewne jest tylko, że banki utrzymujące papiery bankrutujących firm poniosą dotkliwie straty”. Depozytariusze mają ograniczone możliwości oddzielenia dobrych i złych banków, stąd wycofywanie depozytów staje się zjawiskiem powszechnym. Panika pojawia się we wstępnym etapie załamania lub nawet go poprzedza, wyzwalaając lub pogłębiając recesję.

Pod adresem popularnego w literaturze nurtu, podkreślającego wpływ kapitałów banków na zachowanie akcjonariuszy można zgłosić dwa zastrzeżenia. Po pierwsze, gdyby nawet gospodarstwa domowe mogły i chciały monitorować banki skutecznie, zniechęci je do tego powszechny w krajach rozwiniętych system gwarancji depozytów, obejmujących

w zasadzie całość oszczędności indywidualnych. Po drugie, w tejże grupie krajów rozwiniętych panika bankowa wywołana zachowaniem gospodarstw domowych jest zjawiskiem skrajnie rzadkim.

Z kolei sytuacja finansowa banków przynajmniej z dwóch powodów jest dodatnio skorelowana ze stanem koniunktury. Po pierwsze, spowolnienie gospodarcze wpływa niekorzystnie na zyski banków, bowiem związane jest z nieterminowymi spłatami kredytów, jak również koniecznością zwiększenia rezerw na nieściągalne kredyty, chociaż ta ostatnia wielkość może reagować z opóźnieniem. Po drugie, w recesji banki odczuwają także skutki niższych opłat maklerskich np. z tytułu bessy na giełdzie oraz mniejszej skali fuzji i przejęć. Spadek zysków banków powoduje zmniejszenie ich wartości rynkowej, co może stanowić ostrzeżenie dla depozytariuszy. Zatem negatywny szok bezpośrednio wpływa na pogorszenie portfela kredytowego i erozję kapitałów własnych banku. Kłopoty ze znalezieniem alternatywnych źródeł finansowania lub rosnące koszty pozyskania kapitału zmuszają banki do ograniczenia akcji kredytowej. Powoduje to spadek inwestycji, dalsze zmniejszenie dochodów banków i przedsiębiorstw oraz spadek ich wartości netto. To jeszcze bardziej obniża możliwości pożyczkowe banków i zdolność kredytową przedsiębiorstw. W ten sposób początkowy szok wpływający na kapitał banków przechodzi na kolejne okresy w wyniku interakcji między ograniczeniem zdolności banku do udzielania kredytów i spadku zdolności przedsiębiorstw do ich zaciągania, co łącznie kreuje pętlę sprzężeń zwrotnych, prowadzącą do ograniczenia kredytów i inwestycji (Cetorelli i Goldberg, 2008).

Znaczenie bilansów banków jest zmienne w czasie. Po pierwsze, wielkość kapitałów staje się efektywnym ograniczeniem w załamaniu. Wtedy zwiększonemu zapotrzebowaniu banku na kapitał odpowiadają rosnące koszty jego pozyskania. Po drugie, ich znaczenie rośnie, gdy jednocześnie pogarsza się kondycja banków i przedsiębiorstw sektora niefinansowego. W załamaniu maleją możliwości finansowania działalności środkami własnymi i rośnie zapotrzebowanie na pożyczki. Rosnące zapotrzebowanie na kredyt sprawia, że ograniczenia kapitałowe banków stają się wiążące, zwłaszcza w warunkach spadku ich kapitałów. Po trzecie, niezależnie od fazy cyklu koniunkturalnego znaczenie tego czynnika rośnie w wyniku incydentalnych szoków regulacyjnych lub strukturalnych, którym poddawany jest sektor bankowy (Markovic, 2006).

Od wartości netto banków zależy możliwość udzielania kredytów, ale również zdolność do absorbowania zakłóceń. Sektor bankowy o niskiej wartości netto w okresie niekorzystnych szoków drastycznie ogranicza

kredyty, wyzwalając gwałtowny zwrot aktywności gospodarczej. W przeciwieństwie do niego, dokapitalizowane banki w mniejszym stopniu redukują kredyty, a gospodarka doświadcza słabszego spadku aktywności gospodarczej. Natomiast szoki powstające w sektorze bankowym, skutkujące niedoborem kapitałów banku, zawsze powodują gwałtowne ograniczenie pożyczek, agregatowych inwestycji i aktywności gospodarczej. Oznacza to, że rozprzestrzenianie się szoków w znacznej mierze zależy od bilansów banków.

5. Skłonność banków do ryzyka

Oprócz akceleratora finansowego do koniunkturalnej zmienności aktywności kredytowej banków przyczynia się także ich skłonność do ponoszenia ryzyka. Im bardziej banki są skłonne do zachowań ryzykownych, tym większe są rozmiary akcji kredytowej. Zachowania stają się bardziej ryzykowne w ożywieniu, natomiast w recesji dominuje ostrożność. Potwierdzają to badania empiryczne kierownictwa banków USA, z których wynika, że zaostrzają oni i łagodzą standardy kredytowe w trakcie cyklu koniunkturalnego (Lown i Morgan, 2002). Schemat ten występuje również w innych krajach (Borio, Furfine i Lowe, 2001). W ożywieniu sprzyja to gwałtownemu wzrostowi kredytu, inflacji wartości zastawu, sztucznie niskiemu *spreadowi* przy pożyczkach i otrzymywaniu przez instytucje finansowe nienaturalnie niskiego kapitału i prowizji. W recesji, kiedy ryzyko jest wysokie i znaczne prawdopodobieństwo niewypłacalności, opisane procesy zachodzą w kierunku odwrotnym.

Skłonność do podejmowania ryzyka można rozpisać na dwie składowe. Pierwszą z nich jest zdolność do oceny ryzyka, natomiast drugą sposób reagowania na te oceny.

Błędy w percepcji ryzyka wynikają między innymi z trudności przewidywania sytuacji makroekonomicznej i jej związku ze stratami kredytu oraz z trudności oszacowania korelacji między stratami kredytu u poszczególnych pożyczkobiorców, czy – bardziej ogólnie – w instytucjach systemu finansowego. Wszystko razem prowadzi do krótkowzroczności i mechanicznego ekstrapolowania bieżących warunków na przyszłość (Borio, Furfine i Lowe, 2001).

Koniunkturalnie zmienne jest również znaczenie przypisywane ocenom ryzyka. W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego nie tylko maleje ryzyko kredytowe, ale również mniejsze jest jego zróżnicowanie. W takiej sytuacji korzyści z nakładów na monitorowanie ryzyka są stosunkowo niewielkie. Natomiast w fazie spadkowej rośnie nie tylko poziom ryzyka, ale także jego zróżnicowanie. Powoduje to nie tylko wzrost

kosztów monitorowania, ale również wynikających z tego korzyści, przy czym do pewnego momentu szybciej rosną korzyści niż koszty. Po przekroczeniu tej granicy monitorowanie przestaje być opłacalne, co może skutkować zawieszeniem akcji kredytowej.

Reakcja na zmiany ryzyka może być proporcjonalna, zachodzić w stopniu większym lub mniejszym. Wiele daje się wskazywać, że banki niewspółmiernie silnie reagują na spadek ryzyka w ożywieniu, jak i na jego wzrost w załamaniu. Jednym z wyjaśnień koniunkturalnej zmienności skłonności do ryzyka jest hipoteza pamięci instytucjonalnej, która tłumaczy obniżenie zdolności banków do rozpoznawania potencjalnych problemów z pożyczkami i łagodzenie standardów kredytowych w cyklu pożyczkowym. Istnieją trzy potencjalne wyjaśnienia takiego schematu zmian.

Po pierwsze, w miarę ożywienia w gospodarce w całkowitym zatrudnieniu w bankach rośnie udział pracowników, którzy nie mają żadnych osobistych doświadczeń związanych z bumem kredytowym i następującym po nim załamaniem. Nawet ci spośród nich, którzy doznali takiego zdarzenia stopniowo tracą nabyte wówczas umiejętności i zapominają o przeszłych incydentach. Jest to bezpośrednio nawiązanie do koncepcji *learning by doing*, kiedy to w pracy zdobywane jest doświadczenie, a zarazem umiejętności niewykorzystywane zostają zapomniane. Coraz mniej przydatna umiejętność zachowania się w warunkach kryzysowych ulega zapomnieniu. Pogorszenie kapitału ludzkiego skutkuje złagodzeniem standardów kredytowych oraz trudnością zróżnicowania wiarygodnych i niesolidnych pożyczkobiorców.

Jakość kadry ma inny jeszcze aspekt. Otóż bank, który w ekspansji nie zadba o zatrudnienie do obsługi wniosków kredytowych dostatecznej liczby wykwalifikowanego personelu, może za to zapłacić w przyszłości pogorszeniem jakości portfela kredytowego. W fazie wzrostowej cyklu dochodzi również do specyficznej wymiany kadry. Funkcjonowanie we w miarę łatwych warunkach może skłaniać do zwalniania pracowników doświadczonych i zarazem wysoko opłacanych. Prowadzi to do swoistego „rozbrojenia” na wypadek kolejnego kryzysu. Niedostateczne zatrudnienie kwalifikowanych i doświadczonych pracowników może również utrudnić właściwe monitorowanie udzielonych kredytów (Clair, 1992).

Po drugie, podobne procesy jak na poziomie indywidualnym zachodzą na szczeblu instytucji, której kierownictwo postępuje coraz mniej rozważnie. W miarę spadku liczby problemowych pożyczek zmniejsza się zdolność i skłonność banku do wewnętrznego monitorowania i dyscyplinowania poszczególnych pracowników. Po trzecie, również chęć

zewnętrznych interesariuszy (wierzyciele, udziałowcy, regulatorzy i instytucje nadzoru) do oceny i kontroli kierownictwa banku słabnie w miarę upływu czasu od momentu, gdy konkretny bank lub cały sektor ostatni raz popadł w tarapaty w wyniku załamania boomu kredytowego.

Utrata pamięci instytucjonalnej może mieć szereg negatywnych konsekwencji. Po pierwsze, wynikające z niej zmiany strategii kredytowej mogą pogłębić wahania koniunkturalne i zwiększyć ryzyko systemowe. Po drugie, procykliczne zmiany polityki pożyczkowej mogą powodować błędną alokację zasobów, jeżeli w ożywieniu zostanie udzielona znacząca liczba pożyczek dla podmiotów o ujemnej obecnej wartości netto i zarazem w recesji zostaną odrzucone wnioski podmiotów o dodatniej obecnej wartości netto (Berger i Udell, 2003). Na interesujący aspekt pamięci instytucjonalnej w planie makroekonomicznej zwraca uwagę Thurow (2007). Jego zdaniem, zmniejszenie stabilności gospodarek w latach 70-tych w porównaniu z okresem lat 50-tych i 60-tych związane było między innymi z odchodzeniem z pracy pokolenia, które zachowywało ostrożność, pomne przykrych doświadczeń wielkiego kryzysu.

Błędna ocena ryzyka może być napędzana przez zachowania nieracjonalne, które tłumaczy psychologia eksperymentalna, odwołując się koncepcji miopii nieszczęścia (*disaster myopia*) i dysonansu poznawczego. Krótkowzroczność oznacza tendencję do niedocenia szansy wystąpienia zdarzeń o niskim prawdopodobieństwie, niosących za sobą duże straty. Skutkuje to między innymi przypisywaniu dużego znaczenia wydarzeniom najnowszym, przy skłonności do bagatelizowania bardziej odległych. Z kolei dysonans poznawczy oznacza skłonność do odczytywania informacji w duchu zgodnym z oczekiwaniami. Generuje to procykliczną interpretację ryzyka. W ożywieniu zaciera się pamięć o wcześniejszych załamaniach i zarazem bieżąca informacja jest traktowana jako potwierdzenie kontynuacji trendu wzrostowego. Jeżeli nawet pojawiają się głosy rozsądku, głosiciele niepopularnych prawd są surowo karceni, dzieląc los mitycznej Kasandry. W załamaniu procesy te ulegają odwróceniu (*Financial ...*, 2009).

Dotychczasowa analiza tłumaczyła dlaczego ryzyko jest bagatelizowane w ożywieniu i przeceniane w załamaniu. Oprócz tego istnieją również czynniki, wywodzące się głównie z zachowań stadnych, które wzmacniają opisane mechanizmy, powodując utrwalenie zachowań ryzykownych. Koncepcje te odwołują się do znaczenia reputacji dla banków.

Załamanie koniunktury może stworzyć warunki, w których banki obniżą standardy udzielanych pożyczek, co czyni je bardziej ryzykownymi.

Banki mają motyw do zachowań hazardowych, kiedy wartość ich marki zaczyna być nadwerężona w recesji. Dlatego skłonność banków do ryzykownych zachowań jest większa w załamaniu niż ożywieniu (Hellmann, Murdock i Stiglitz, 2000). Będzie tak nawet jeżeli kierownictwo banku jest wprawdzie racjonalne, ale krótkowzroczne, ponieważ oprócz maksymalizacji zysków bankowi zależy na reputacji. Opinia jest o tyle ważna, że podstawą relacji między bankami i klientami jest zaufanie zależne od sytuacji banku. W rezultacie kierownictwo banków może budować reputację nie poprzez dostarczanie rzetelnej informacji, ale kształtując wyobrażenia o swoim położeniu, między innymi dzięki polityce kredytowej. Na przykład bank może przekonywać rynek o zdolności do oceny kredytów, utrzymując w tajemnicy informację o skali udzielonych złych pożyczek. Podobne efekty zapewnia również kontynuowanie liberalnej polityki kredytowej, wydłużanie terminów spłaty kredytów, udzielanie pożyczek niewypłacalnym dłużnikom czy unikanie wszczynania postępowania upadłościowego. Wszystko to kreuje zewnętrzny pozytywny obraz banku i kamufluje jego kłopoty.

Podobnie bank może próbować przekonać rynek o rentowności udzielanych pożyczek poprzez liberalną politykę kredytową, która zapewnia obecne wysokie zyski kosztem przyszłych. Bank wpada wówczas w pułapkę suboptymalnej polityki kredytowej, ponieważ oczekuje tego rynku, który jest bardziej skłonny wybaczyć złe wyniki, jeżeli dotyczą one całego sektora dotkniętego systemowym i nieprzewidywalnym negatywnym szokiem, niż indywidualne niekorzystne rezultaty. Reputacja banku jest mniej wrażliwa na złe wyniki, jeżeli dotyczą one całego sektora. Prawdopodobieństwo osiągnięcia wysokich zysków jest mniejsze, gdy cały sektor bankowy znajduje się w tarapatach, toteż zacieśnienie polityki kredytowej i spadek zysków słabiej odbijają się wówczas na reputacji banku.

Skłonność do zachowań stadnych wynika także z faktu, że kierownictwo banku, które w porównaniu z konkurentami systematycznie uzyskuje wyniki gorsze w kategoriach udziału w rynku i wzrostu zysków, naraża się na dymisję. Dlatego też ma silne motyw do zachowań takich jak konkurenci (Jimenez i Saurina, 2006).

Dla zachowania banków nie bez znaczenia jest również operowanie w warunkach niepewności. Wówczas podstawą ich postępowania są konwencje osadzone w historii relacji z klientami oraz zachowaniu innych banków. Zatem jeżeli system bankowy jako całość prowadzi ekspansję kredytową, większość banków będzie podążała tym tropem. W warunkach niepewności jest to bezpieczny sposób konkurowania, bowiem zapewnia

jednocześnie utrzymanie udziału w rynku oraz zachowanie reputacji. Ze względu na mentalność, polegającą na trzymaniu się razem na dobre i na złe, banki pogłębiają oscylacje.

Reasumując, jeżeli prawdopodobieństwo negatywnego szoku dla całego sektora finansowego jest stosunkowo niewielkie, poszczególne banki są zmuszone do kontynuowania nadmiernie liberalnej polityki kredytowej. To z kolei prowadzi do przeinwestowania i zwiększenia prawdopodobieństwa negatywnego szoku. Jeżeli tylko pogorszą się warunki funkcjonowania sektora, pojawiają się bodźce do zacieśnienia polityki kredytowej (Rajan, 1994).

Zmienną koniunkturalnie politykę kredytową banków tłumaczy także odwołanie się do klasycznego problemu agencji w relacjach między udziałowcami i kierownictwem banków. Podobnie jak przedsiębiorca, który może preferować osiąganie korzyści prywatnych kosztem stopy zysku, zarząd banku, który raz uzyskał rozsądną stopę zwrotu z akcji, może w coraz mniejszym stopniu odwoływać się do maksymalizacji wartości, a w większej mierze koncentrować się na maksymalizacji własnych celów. Jednym z nich może być nadmierna ekspansja kredytowa, która zwiększa obecność banku w społeczeństwie oraz podnosi prestiż zarządu w przeżywającej wzrost instytucji (Clair, 1992).

Ekspansja dokonuje się często kosztem pogorszenia jakości portfela kredytowego. Bank, któremu zależy na wzroście udziałów w rynku, może obniżyć standardy kredytowe w celu przyciągnięcia nowych klientów. Jeżeli nawet bank stara się o utrzymanie dotychczasowych standardów, przeciętna jakość kredytów może ulec pogorszeniu w wyniku negatywnej selekcji. Na stosowane zachęty najbardziej podatni są klienci najgorsi. Z kolei konkurenci robią wszystko, aby utrzymać klientów najlepszych (Clair, 1992).

Niektóre instytucje kredytowe świadomie stosują strategię wysokiego ryzyka i szybkiego wzrostu, gdy wartość ich kapitałów własnych zbliża się do zera. W takiej sytuacji akcjonariusze nie mają wiele do stracenia i mogą podejmować nadmierne ryzyko. Jeżeli taka strategia zakończy się niepowodzeniem, jej koszty poniesie instytucja gwarant depozytów, natomiast w przypadku sukcesu całość korzyści przypadnie akcjonariuszom, którzy uzyskają dochody dostateczne, aby dokapitalizować bank i uratować go przed upadłością. Taka strategia jest możliwa tylko w przypadku istnienia gwaranta depozytów i jest klasycznym przykładem ryzyka nadużycia (Clair, 1992).

Jednocześnie wskazuje się, że znaczenia skutków błędnej oceny ryzyka nie należy przeceniać, jeżeli bowiem sektor prywatny prawidłowo

ocenia ryzyko negatywnego szoku agregatowego, to zostanie ono włączone w optymalne decyzje. Jeżeli podmioty decydują się intensywnie pożyczać w okresie buma, to oznacza to, że spodziewane zyski z dzisiejszych inwestycji rekompensują zawiązką spodziewane koszty załamania finansowego w przyszłości (Lorenzoni, 2008).

6. Podsumowanie

Wprawdzie w tekście nie zostały omówione wszystkie mechanizmy wpływające na koniunkturalne zmiany aktywności kredytowej banków, to jednak, jak się wydaje, przekonująco wykazano, że kredyty udzielane sektorowi niefinansowemu charakteryzują się wyraźną cyklicznością. Decydują o niej zarówno mechanizmy egzogeniczne, kiedy to sektor bankowy reaguje na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym, jak i endogeniczne, odzwierciedlające procesy zachodzące wewnątrz sektora. Jednak w każdym przypadku sektor bankowy, jeżeli nawet nie powoduje powstawania wahań koniunkturalnych, to z całą pewnością przyczynia się do ich zaostrzenia.

Literatura

- Adrian T., Shin H. S., *Liquidity, monetary policy and financial cycles*, „Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance”, nr 1, 2008
- Aghion P., Bacchetta P., Banerjee S., *Capital market instability of open economies*, Swiss National Bank Working Papers, nr 1, 1999
- Aghion P., Angeletos G. M., Banerjee A., Manova K., *Volatility and growth: Credit constraints and productivity-enhancing investment*, NBER Working Paper, nr 11349, 2005
- Berger A. N., Udell G. F., *The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour*, BIS Working Papers, nr 125, 2003
- Bernanke B., Gertler M., *Agency costs, collateral, and business fluctuations*, NBER Working Paper, nr 2015, 1986
- Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S., *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, NBER Working Paper, nr 6455, 1998
- Borio S., Furfine C., Lowe P., *Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options*, BIS Papers, nr 1, 2001
- Cetorelli N., Goldberg L. S., *Banking globalization, monetary transmission, and the lending channel*, NBER Working Paper, nr 14101, 2008

- Chen Y., *Banking panics: The role of the first-come, first-served rule and information externalities*, „Journal of Political Economy”, nr 5, 1999
- Clair R. T., *Loan growth and loan quality: Some preliminary evidence from Texas banks*, „Economic and Financial Policy Review Federal Reserve Bank of Dallas”, nr 3, 1992
- Favara G., *Agency problems and endogenous economic fluctuations*, National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management Working Paper, nr 395, 2006
- Financial sector procyclicality. Lessons from the crises*, Banco d'Italia Occasional Paper, nr 44, 2009
- Fry M. J., *In favour of financial liberalization*, „The Economic Journal”, 1997 (maj)
- Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Neglected risks, financial innovation, and financial fragility*, NBER Working Paper Series, nr 16068, 2010
- Hellmann T. F., Murdock K. C., Stiglitz J. E., *Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation. Are capital requirements enough?*, „American Economic Review”, nr 1, 2000
- Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm managerial behaviour, agency costs, and ownership structure*, „Journal of Financial Economics”, nr 4, 1976
- Jimenez G., Saurina J., *Credit cycles, credit risk, and prudential regulation*, „International Journal of Central Banking”, 2006 (czerwiec)
- Kaufman G. G., *Bank contagion: A review of the theory and evidence*, „Journal of Financial Services Research”, nr 2, 1994
- Kiyotaki N., Moore J., *Credit cycles*, „Journal of Political Economy”, nr 2, 1997
- Lorenzoni G., *Inefficient credit booms*, „Review of Economic Studies”, nr 3, 2008
- Lowe P., Rohling T., *Agency costs, balance sheet and the business cycle*, Economic Research Department Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper, nr 9311, 1993
- Lown C. S., Morgan D. P., *The credit cycle and the business cycle: New findings using the senior loan officer survey.*, „Journal of Money, Credit, and Banking”, nr 6, 2002
- Markovic B., *Bank capital channels in the monetary transmission mechanism*, Bank of England Working Paper, nr 313, 2006
- Meh C., Moran K., *The role of bank capital in the propagation of shocks*, Bank of Canada Working Paper, nr 36, 2008

- Minsky H. P., *The financial instability hypothesis*, The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper, nr 74, 1992
- Minsky H. P., *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, New Heaven 1986
- Mitchell W. S., *What happens during business cycles*, National Bureau of Economic Research, Nowy Jork 1951
- Rajan R. G., *Why bank credit policies fluctuate: A theory and some evidence*, „Quarterly Journal of Economics”, nr 2, 1994
- Shleifer A., Vishny R. W., *Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach*, „Journal of Finance”, nr 4, 1992
- Sunirand P., *The role of bank capital and the transmission mechanism of monetary policy*, FMG Discussion Papers, nr 433, 2002
- Towsend R., *Optimal contracts and competitive markets with costly state verification*, „Journal of Economic Theory”, 1979 (październik)
- Thurow L., *Fortuna sprzyja odważnym*, Warszawskie Wydawnictwo Literackie Muza S. A., Warszawa 2007
- Ugo A., Gambacorta L., *Bank profitability and the business cycle*, „Temi di Discussioni del Servizio Studi Banca d'Italia”, nr 601, 2006
- Zhang H., *Financial sector shocks, external finance premium and business cycle*, Cardiff Economics Working Papers, nr E2011/7, 2011