

Czy ekspansja fiskalna jest skutecznym lekarstwem na globalne spowolnienie?

Leszek Balcerowicz

Andrzej Rzońca



KATEDRA MIĘDZYNARODOWYCH
STUDIÓW PORÓWNAWCZYCH



Plan wystąpienia

- **Zarysowanie problemu**
- **Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach**
- **Mnożniki fiskalne – podstawowe wnioski z literatury**
- **Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej**
- **Doświadczenia wybranych krajów**
- **(Skutki długofalowe)**

Zarysowanie problemu

Według szacunków MFW z listopada 2008 roku (które teraz niektórzy jego przedstawiciela oceniają jako być może zbyt optymistyczne), tempo wzrostu gospodarki światowej ma spaść z 5,0 proc. w 2007 roku i 3,7 proc. w 2008 r. do 2,2 proc. w 2009 roku. Bieżący rok będzie pierwszym od półwiecza, w którym gospodarki krajów wysoko rozwiniętych się skurczą

Tabela 1. Tempo wzrostu PKB w gospodarce światowej

	2007	2008	2009
Gospodarka światowa	5,0	3,7	2,2
Kraje rozwinięte	2,6	1,4	-0,3
Kraje rozwijające się, w tym	8,0	6,6	5,1
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej	5,7	4,2	2,5

Źródło – MFW (2008c)

Zarysowanie problemu

- **Wraz z rozlewaniem się skutków zaburzeń na rynkach finansowych na światową gospodarkę, coraz głośniejsze stają się postulaty pobudzenia gospodarki poprzez zwiększenie deficytu budżetu.**
- **Np. Międzynarodowy Fundusz Walutowy widzi potrzebę stymulacji fiskalnej o rozmiarach około 2 proc. światowego PKB oraz dalsze jej zwiększenie w przypadku, gdyby okazała się nieskuteczna**



**John Lipsky,
I Wiceszef MFW**

„Fiscal expansion will be needed in many economies to help in sustaining domestic demand. An effective fiscal stimulus program should support demand for a meaningful period. Our research suggests that a total stimulus of around 2 percent of global GDP—perhaps accompanied by a firm commitment to do more if the situation deteriorates further—would seem to be commensurate with the depth of the current downturn and the risks of even worse outcomes than foreseen in the baseline. In providing such stimulus, however, policymakers will need to safeguard medium-term fiscal sustainability” [10 grudnia 2008]

Zarysowanie problemu

- **Jednym z argumentów zwolenników zwiększenia deficytu budżetu, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, jest niski poziom stóp procentowych, który nie pozwala na ich dalsze głębokie redukowanie. Twierdzą oni, że skoro polityka pieniężna ma ograniczone pole manewru, to zadanie pobudzenia łącznego popytu powinna przejąć polityka fiskalna.**
- **Osoby posługujące się tym argumentem wydają się nie brać pod uwagę, że od interwencji podjętych do tej pory musi upłynąć pewien czas, aby ich efekty uwidoczniły się w gospodarce.**
- **W przypadku Japonii, w której stopy procentowe od połowy lat dziewięćdziesiątych były nawet niższe niż obecnie w Stanach Zjednoczonych, te same osoby często wyrażały duże wątpliwości co do skuteczności ekspansji fiskalnej (zob. np. Krugman, 1999).**

Zarysowanie problemu

Paul Krugman (1998)

„I have doubts about fiscal policy’s effectiveness on its own, for three reasons. First, if Japanese consumers really do exhibit something like a Ricardian equivalence, there will be no multiplier effects from government spending. (...) The true implication there is that current consumption is completely unresponsive to current government spending (...), so that public works projects will increase spending by exactly the amount the government spends - no more. Which brings us to the second point: Japan’s long-term financial position is a bit worrisome, so keeping the economy afloat with year after year of massive deficits is a problem. And absent powerful multiplier effects, it will take massive deficits to keep the economy from slipping ever deeper into recession, unless a one-time fiscal push has a long-term effect. And that is the third point. Although serious discussion of the long-term implications of fiscal stimulus is rare, most people probably have in mind some idea about a pump-priming. (Actually, very few people either in the United States or in Japan have any idea what that means. A jump-start is probably a more useful metaphor). The idea is that once the economy is moving again, confidence will return and spending will no longer need to be supported. Now this might be true, but there is not much evidence for it.”

Paul Krugman (2008)

The key thing, when you're in a situation like this, is realizing that normal rules don't apply. Ordinarily we'd welcome an increase in private saving; right now we're living in a world subject to the "paradox of thrift," in which private virtue is public vice. Normally we want to be careful that public funds are spent wisely; right now the crucial thing is that they be spent fast. (John Maynard Keynes once suggested burying bottles of cash in coal mines and letting the private sector dig them up -- not as a real proposal, but as a way of emphasizing the priority of supporting demand.)

Zarysowanie problemu

- **Ostatni cytat z Krugmana prowadzi nas do kolejnego twierdzenia, jakie pojawia się w dyskusji nad sposobami wyjścia z kryzysu. W warunkach kryzysu ekspansja fiskalna miałaby być bardziej skuteczna niż w spokojnych czasach. Wydatki publiczne miałyby nie wypychać wydatków prywatnych, a rosnący w ich wyniku deficyt miałby nie pogarszać nastrojów konsumentów itp. Te nastroje miałyby się wręcz poprawić na skutek ekspansji fiskalnej, podnosząc skłonność gospodarstw domowych do wydania dodatkowych środków. Im bardziej rządy zwiększałyby deficyt budżetu, tym silniej miałyby owa skłonność wzrastać.**
- **Nie wyjaśnia się jednak, w jaki sposób taki pożądaný skutek miałby wystąpić.**
- **Tymczasem, zarówno zdrowy rozsądek, jak i badania wskazują, że ludzie nie powinni być traktowani jak psy Pawłowa. Nie reagują oni odruchowo na stymulację fiskalną.**

Zarysowanie problemu

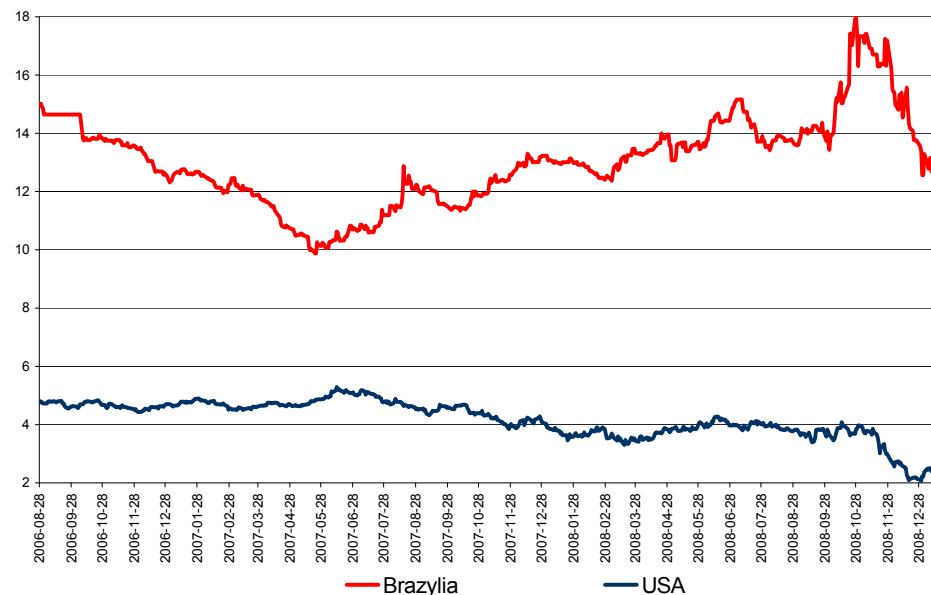
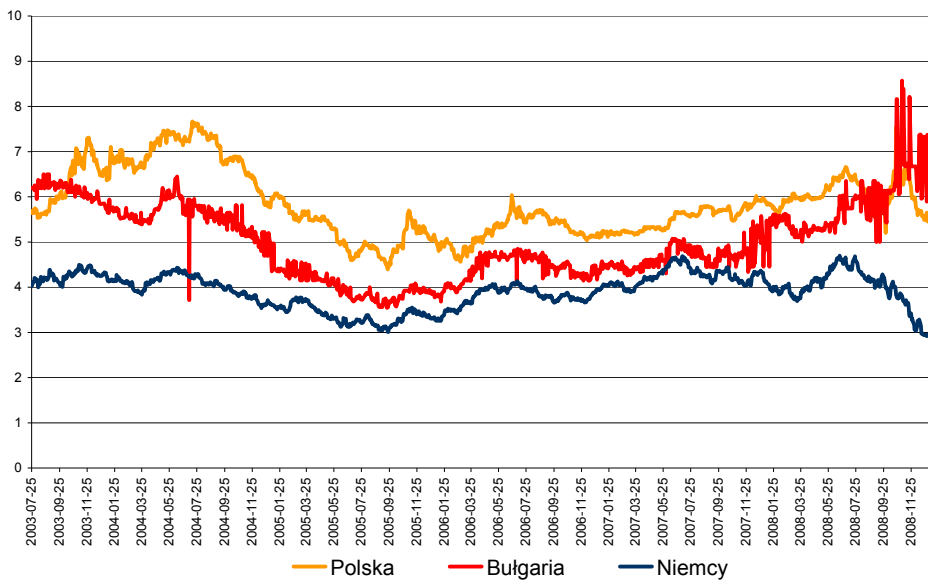
- **Jeżeli w ogóle próbuje się przedstawiać wyjaśnienie, w jaki sposób stymulacja fiskalna miałaby przywrócić wysoką aktywność gospodarczą, to zazwyczaj opiera się je na 2 podstawach:**
 - **niepełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych na skutek osłabienia prywatnego popytu w warunkach sztywnych cen;**
 - **barierze płynności, na którą napotykają gospodarstwa domowe o najniższych dochodach, tj. te gospodarstwa, które charakteryzują się największą skłonnością do wydawania (najmniejszą skłonnością do oszczędzania).**
- **Zbyt mało uwagi (jeżeli w ogóle jakkolwiek) poświęca się natomiast 2 innym kwestiom:**
 - **nie tylko gospodarstwa domowe, ale i rząd napotyka na barierę płynności;**
 - **stymulacja fiskalna, łagodząc barierę płynności jednym gospodarstwom domowym (beneficjentom wydatków publicznych i obniżek podatków), może nasilać ją w przypadku innych gospodarstw domowych oraz firm (korzystających z kredytu).**
- **Te 2 kwestie mogą nabierać znaczenia w warunkach zawirowań na rynkach finansowych, skutkujących zmniejszeniem ich głębokości.**
 - **Jedną z przyczyn zahamowania akcji kredytowej przez banki są ich niedostateczne kapitały – zmniejszone przez odpisy na nietrafione inwestycje. Wedle szacunków MFW (2008b), banki muszą uzupełnić te kapitały o 700 mld dolarów i to przy założeniu ograniczenia przez nie akcji kredytowej (w dalszej części prezentacji szerzej przedstawiamy ograniczenia skuteczności ekspansji fiskalnej).**

Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

- Na ekspansję fiskalną decydują się głównie kraje wysoko rozwinięte.
- Większość krajów rozwijających się nie może sobie pozwolić na ekspansję fiskalną, bo koszt, po którym zaciągają one długi, mógłby stać się prohibicyjnie wysoki (zob. też następny slajd).

Wykres 1. Rentowności 10-letnich obligacji w Bułgarii i Polsce w porównaniu do rentowności obligacji niemieckich

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich w Brazylii w porównaniu do rentowności obligacji amerykańskich



Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

- **Kraje rozwijające się są wypychane z globalnych rynków finansowych przez kraje wysoko rozwinięte. Duże kraje wysoko rozwinięte mają wyemitować w przyszłym roku skarbowe papiery wartościowe na sumę około 3 bln dolarów, tj. 3 razy większą niż w 2008 roku.**

- **Dzieje się to w sytuacji, w której kraje rozwijające (rządy i przedsiębiorstwa) muszą w br. pozyskać na spłatę swoich zobowiązań kapitał w wysokości około 6,9 bln dolarów.**

Źródło - Oakley, „Financial Times” (29 grudnia 2008)

Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

Spośród krajów wysoko rozwiniętych programy stymulacji fiskalnej jako pierwsze ogłosiły te, w których najszybciej uwidoczniła się skala negatywnych skutków zawirowań na rynkach finansowych dla realnej sfery gospodarki.

Tabela 2. Saldo fiskalne vs. saldo strukturalne w wybranych krajach

	Saldo fiskalne			Saldo strukturalne		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Hiszpania	2,2	-1,6	-2,9	2,0	-1,1	-1,9
Irlandia	0,2	-5,5	-6,8	-0,9	-4,9	-5,6
Wielka Brytania	-2,8	-4,2	-5,6	-3,5	-4,6	-5,0
Memo: UE	-0,9	-1,6	-2,3	-1,5	-2,0	-1,9

Źródło – Komisja Europejska, 2008

Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

W odpowiedzi na obserwowane spowolnienie i rewizję w dół prognoz, coraz więcej krajów wysoko rozwiniętych wprowadza programy ekspansji fiskalnej lub powiększa jej rozmiary. Np.:

- **Nowo wybrany prezydent Stanów Zjednoczonych zapowiedział program stymulacji fiskalnej o wartości 775 mld dolarów**
- **I bez tego programu deficyt w Stanach Zjednoczonych w roku fiskalnym 2009 miał być najwyższy od końca II wojny światowej i wynieść 1,2 bln dolarów, tj. 8,3 proc. PKB**

Źródło - Guha, Luce i Ward , Financial Times, 2009

Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

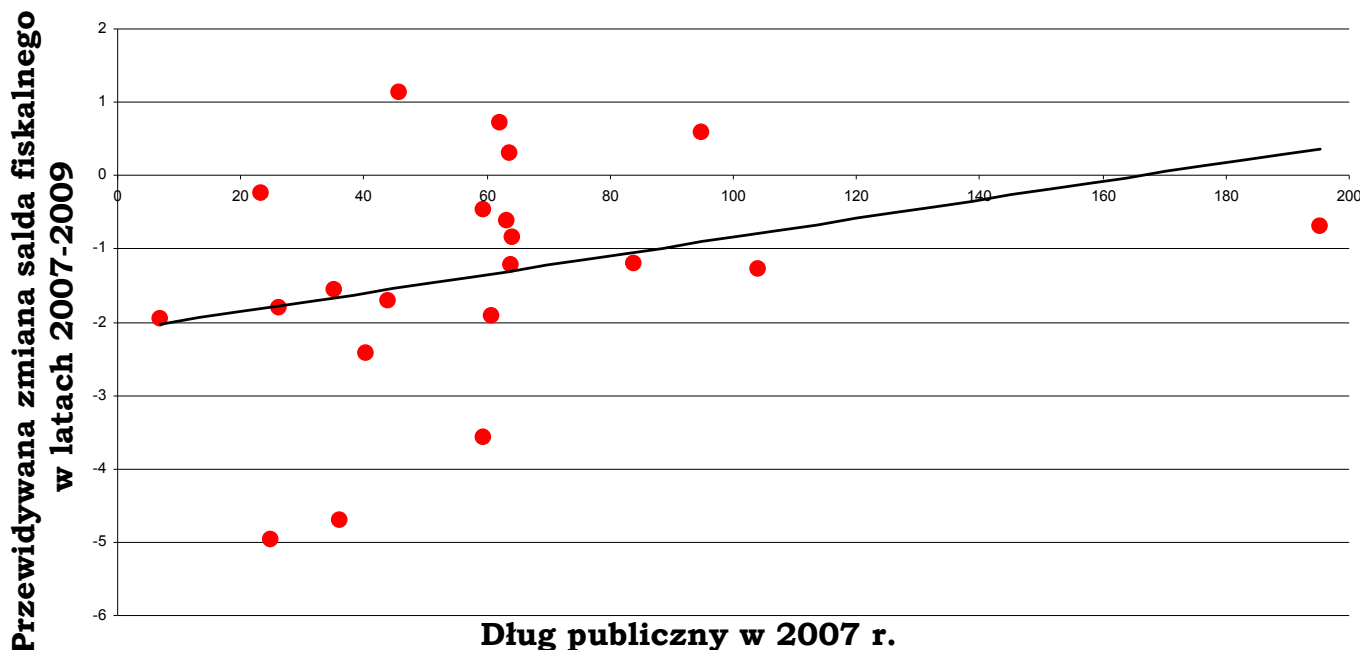
- **Francja ogłosiła plan o wartości 19 mld euro, który ma ożywić sektor budowlany i przemysł samochodowy. Kolejne 20 mld euro ma być wydane na program wsparcie małych przedsiębiorstw i sektora budowlanego.**
- **Hiszpania zapowiedziała wydatki w wysokości 40 mld euro na wsparcie inwestycji infrastrukturalnych i przemysłu samochodowego**
- **Wielka Brytania obniżyła na 2 lata VAT z 17,5 do 15 proc. (koszty dla budżetu tej obniżki są szacowane na 12,5 mld funtów), wprowadziła czasowe zwolnienia podatkowe na kwotę 3,5 mld funtów i zapowiedziała dodatkowe inwestycje w infrastrukturę o wartości 3 mld funtów**

Źródło - Spilimbergo, Symansky, Blanchard i Cottarelli, 2008

Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

- Niektóre kraje wysoko rozwinięte zapowiedziały programy stymulacji fiskalnej, które jednak nie angażują istotnych dodatkowych środków. Np. we Włoszech koszt programu o nominalnej wartości 80 mld euro ma w rzeczywistości wynieść 5 mld euro
- Uogólniając, państwa wysoko rozwinięte o dużym długu publicznym w relacji do PKB wykazują większą wstrzemięźliwość w zwiększaniu deficytu

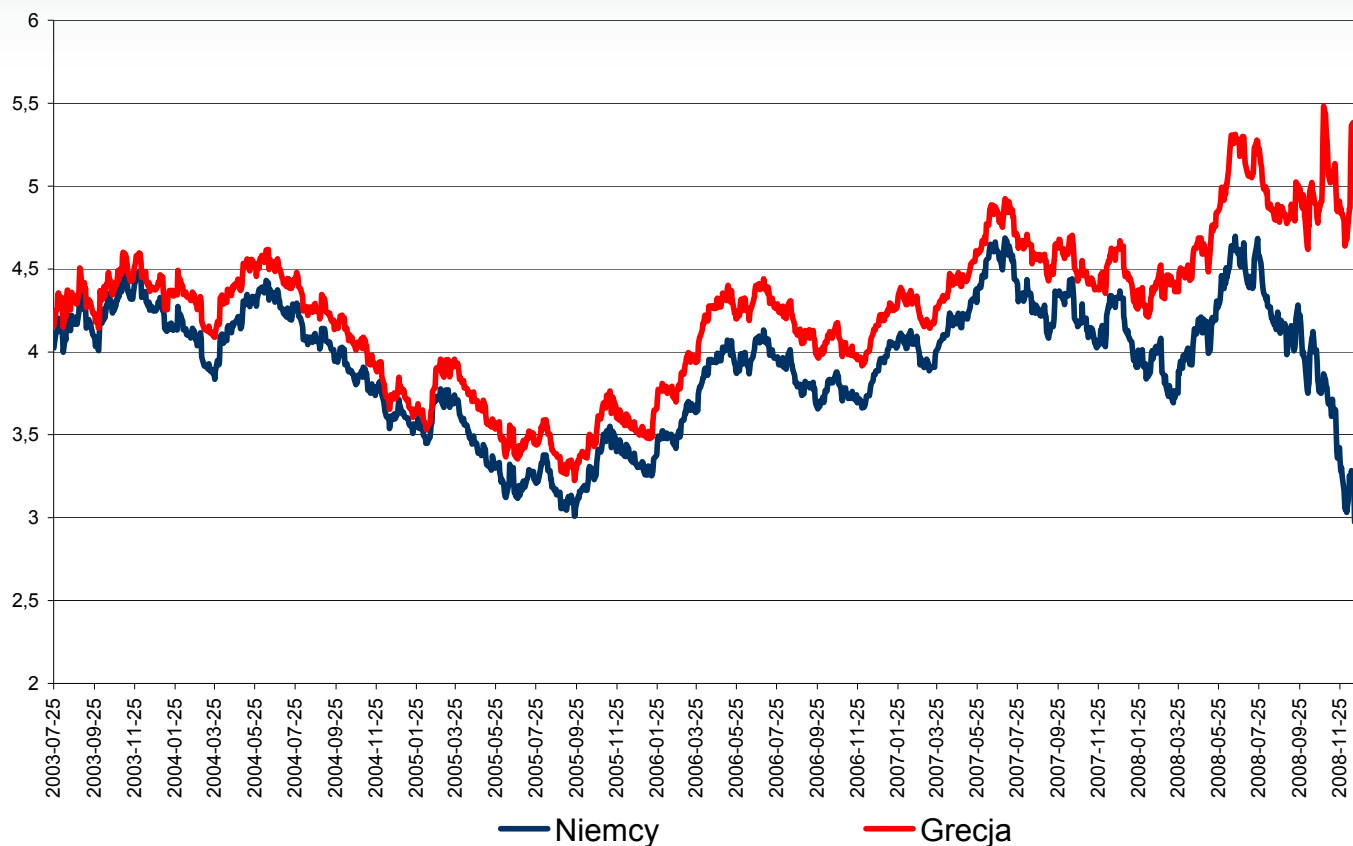
Wykres 3. Przewidywana zmiana salda fiskalnego w latach 2007-2009 w zależności od długu publicznego w 2007 roku



Programy ekspansji fiskalnej w wybranych krajach

- Uczestnicy rynków finansowych, którzy przez długi czas wydawali się nie przywiązywać istotnej wagi do różnic w zdolności poszczególnych krajów do regulowania swoich zobowiązań, ostatnio zaczęli baczniej się jej przyglądać

Wykres 4. Rentowność 10-letnich obligacji, odpowiednio, Grecji i Niemiec



Mnożniki fiskalne – podstawowe wnioski z literatury

- **Oszacowania mnożników fiskalnych wahają się - w zależności od badania - od wartości ujemnych (np. Giavazzi, Pagano 1996) do wartości silnie dodatnich (np. Perotti, 2006)**
- **Nie da się jednoznacznie określić, które mnożniki (odpowiednio, podatkowe, transferów oraz wydatków rządu na zakup dóbr) są większe**
- **Wielkość mnożników znacząco różni się między krajami w zależności m.in. od ich wyjściowej pozycji fiskalnej (np. Bhattacharya, 2000), tempa jej pogarszania (np. Giavazzi, Jappelli, Pagano, 2000), a także rozmiarów gospodarki (np. Dalsgaard i inni, 2001) oraz jej otwartości (np. Hemming, Mahfouz, Schimmelpfenning, 2002)**
- **Zdolność polityki fiskalnej do pobudzania łącznego popytu jest mniejsza niż w przeszłości (np. MFW, 2008a)**

Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej

- **Efekty wypychania (krajowe/międzynarodowe)**
- **Ujemny wpływ na pośrednictwo finansowe**
- **Spowolnienie restrukturyzacji**
- **Reakcje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, kierujących się oczekiwaniami**

Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej

- **Efekty wypychania**

- ***Wypychanie bezpośrednie.*** Ekspansja fiskalna może przyjąć formę dostarczania przez państwo dóbr prywatnych, co pozwala gospodarstwu domowemu na ograniczenie własnych wydatków na te cele. Bezpośrednie wypychanie jest tym silniejsze, im popyt na dostarczane przez państwo dobra jest bardziej sztywny. Aby ograniczyć siłę tego efektu, wydatki publiczne, jeżeli już finansują dobra prywatne, powinny zastępować konsumpcję nie w bieżącym, ale w przyszłych okresach (zob. np. Feldstein, 1982, s. 6).

- ***Wypychanie pośrednie/transakcyjne.*** Emisja skarbowych papierów wartościowych oznacza wzrost wartości transakcji do zawarcia. Za możliwość zawierania transakcji o wyższej wartości niż przed ekspansją, podmioty gospodarujące – przy innych warunkach niezmiennych – muszą zapłacić wyższą cenę (np. Hicks, 1937). Nie we wszystkich krajach banki centralne mogą przeciwdziałać wzrostowi rynkowych stóp procentowych.

- ***Wypychanie portfelowe.*** Skarbowe papiery wartościowe stanowią konkurencję dla innych aktywów w portfelach inwestorów. Aby te aktywa nie zostały z tych portfeli wypchnięte, muszą gwarantować odpowiednią zyskowność. Ta konkurencja nasila się nawet po tym, jak deficyt przestaje rosnać, bo stały deficyt oznacza ciągłą emisję skarbowych papierów wartościowych (np. Silber, 1970, Friedman, 1978).

- ***Premia za ryzyko.*** Inwestorzy, zawierając transakcje, biorą pod uwagę ryzyko spadku wartości długu publicznego na skutek inflacji oraz ryzyko niewypłacalności lub utraty płynności przez rząd. Zwiększenie deficytu może wywołać gwałtowny wzrost premii za ryzyko waluty i ryzyko kraju (zob. np. Miller, Skidelsky, Weller, 1990)

Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej

- **Ujemny wpływ na pośrednictwo finansowe**

- **Zaciąganie dużych długów przez rządy na pokrycie deficytu może utrudniać bankom podniesienie kapitałów, od których zależy zdolność banków do udzielania nowych kredytów sektorowi prywatnemu.**

- **Emitowanie obligacji przez rządy dostarcza bankom substytutu dla kredytowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Zjawisko nasilania się w okresach recesji wypychania kredytu dla sektora prywatnego przez pożyczki dla rządu występowało dotychczas w krajach słabiej rozwiniętych. (zob. np. Caballero and Krishnamurthy, 2004). Ale zawirowania na rynkach finansowych w krajach wysoko rozwiniętych mogą okazać się na tyle silne, że podobne zjawisko wystąpi i w tych krajach.**

Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej

- **Spowolnienie restrukturyzacji**

- **Poprawa jakości aktywów banków będąca wynikiem wzrostu udziału obligacji w aktywach może osłabić ich bodźce do rozprawienia się z niesolidnymi dłużnikami. Jednocześnie, ułatwia rządowi wywieranie presji na banki, żeby udzielały kredytów przedsiębiorstwom uznawanym przez polityków za zbyt duże, aby upaść.**

- **Jeśli ekspansja fiskalna przyjmuje formę wspierania sektorów najmocniej dotkniętych kryzysem, wtedy opóźnia dostosowania w tych sektorach (np. masowe inwestycje publiczne mogą odwlec niezbędne dostosowania w budownictwie, nadmiernie rozrośniętym w niektórych krajach - np. w Hiszpanii, czy Stanach Zjednoczonych.**

Mechanizmy ograniczające skuteczność ekspansji fiskalnej

- **Obawy gospodarstw domowych i przedsiębiorstw co do rozwoju sytuacji gospodarczej**
 - **Ludzie nie są obojętni wobec stanu finansów publicznych, jeśli może on mieć znaczenie dla dochodu do ich dyspozycji w perspektywie, do której przywiązują wagę (Blanchard, 1990).**
 - **Wraz ze wzrostem długu publicznego w relacji do PKB słabnie pobudzające działanie ekspansji fiskalnej na łączny popyt, bo ludzie mają świadomość, że wkrótce przyjdzie im za ten dług zapłacić i przygotowują się na podwyżkę podatków (Sutherland, 1995).**
 - **Może ono słabnąć także po osiągnięciu przez wydatki publiczne wysokiego poziomu – gdy gospodarstwa domowe uznają, że ich wcześniejsze oczekiwania odnośnie ścieżki wydatków państwa i łącznych ciężarów podatkowych, determinujące podział dochodu między konsumpcję a oszczędności, były błędne (Bertola i Drazen, 1993).**
 - **Nawet w krajach o zdrowych finansach publicznych i niskim fiskalizmie ekspansja fiskalna (przynajmniej niektóre jej rodzaje) może okazać się nieskuteczna, jeżeli źródłem słabego popytu prywatnego nie jest bariera płynności, a wyczekiwanie ludzi na rozwój wypadków.**

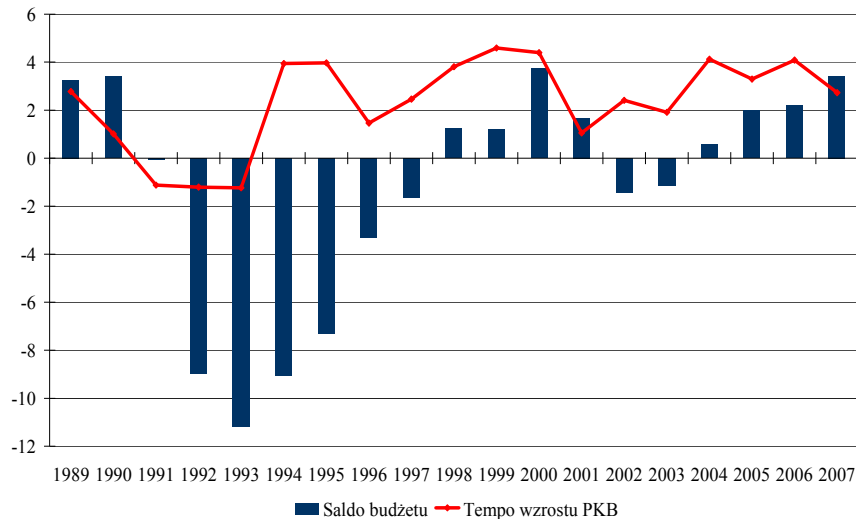
Doświadczenia wybranych krajów

- **Część zwolenników ekspansji fiskalnej dostrzega jej ograniczenia. Twierdzą oni (zob. Spilimbergo, Symansky, Blanchard i Cottarelli, 2008), że aby stymulacja fiskalna była skuteczna, powinna być:**
 - **podjęta na czas,**
 - **silna,**
 - **odpowiednio długa,**
 - **zróżnicowana pod względem struktury,**
 - **elastycznie dostosowywana do zmian w sytuacji gospodarczej,**
 - **skoordynowana i**
 - **nie podważająca stabilności finansów publicznych w dłuższej perspektywie.**
- **Ale w praktyce trudno spełnić wszystkie te warunki naraz.**

Doświadczenia wybranych krajów - Szwecja

- Saldo sektora finansów publicznych w latach 1990-1994 pogorszyło się o 14,1 proc. PKB, przy czym mniej niż jedna czwarta tego pogorszenia była wynikiem osłabienia aktywności gospodarczej.
- Ekspansja fiskalna miała olbrzymie rozmiary, ale okazała się przeciw skuteczna.

Wykres 5. Dynamika PKB i saldo fiskalne w Szwecji



Źródło – MFW

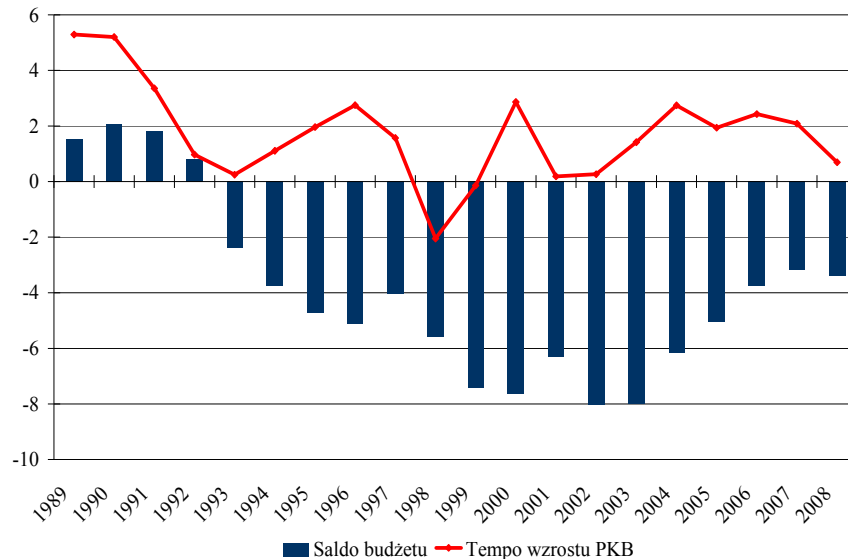
- Szybko rosnący dług publiczny nasilił pesymizm wśród konsumentów i przedsiębiorców co do przyszłości kraju, a to doprowadziło do ograniczenia przez nich wydatków.
- Ujemny wpływ na popyt prywatny miał też wzrost stóp procentowych. Premia za ryzyko, uwzględniana w oprocentowaniu pożyczek dla rządu (a w konsekwencji – także dla sektora prywatnego), wzrosła w Szwecji do takiego samego poziomu, jak we Włoszech – kraju o długiej tradycji braku dyscypliny w finansach publicznych.

Źródło – Giavazzi i Pagano, 1996

Doświadczenia wybranych krajów - Japonia

- Saldo sektora finansów publicznych w latach dziewięćdziesiątych pogorszyło się o 9,5 proc. PKB, przy czym mniej niż jedna czwarta tego pogorszenia była wynikiem osłabienia aktywności gospodarczej.
- Wydatki publiczne w relacji do PKB wzrosły o prawie jedną czwartą.
- Dług publiczny zwiększył się z 69 do 138 proc. PKB (i 178 proc. PKB obecnie).

Wykres 6. Dynamika PKB i saldo fiskalne w Japonii



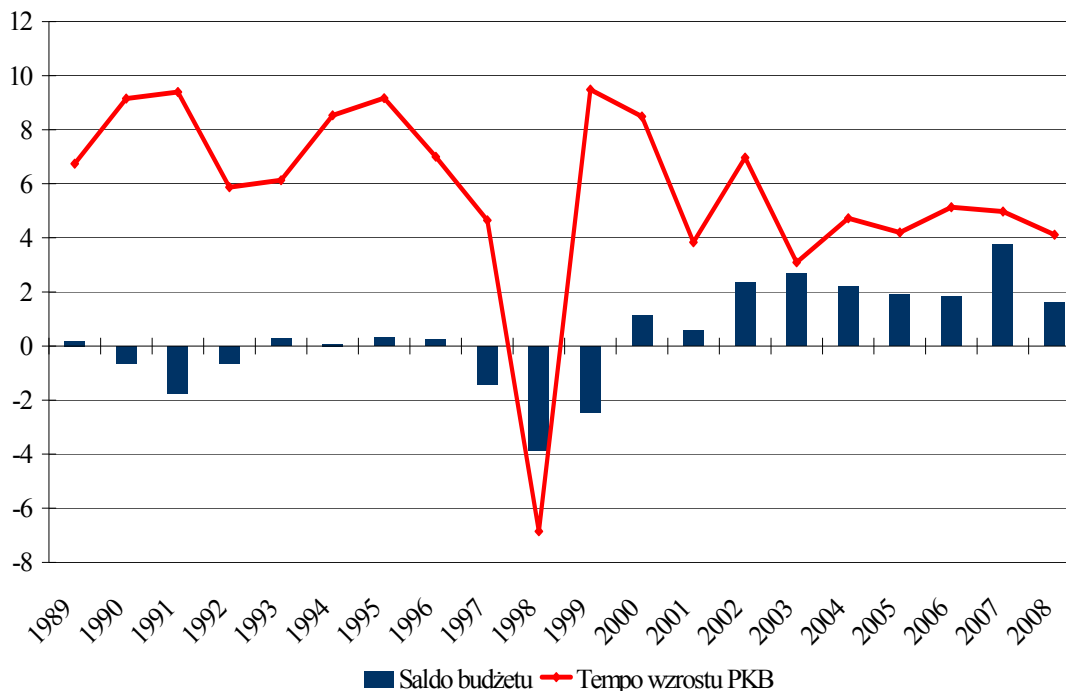
- Kredyt dla przedsiębiorstw w relacji do PKB skurczył się o prawie jedną piątą.
- Dostęp do kredytu zachowały te firmy, które miały problemy ze spłatą wcześniej zaciągniętych zobowiązań.
- Zaniżając ceny oferowanych przez siebie produktów i podbijając wynagrodzenia, obniżały zyskowność innych firm (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2006).
- Podtrzymywanie przy życiu trwale nierentownych firm podsycało niepewność na rynku ((zob. np. Kobayashi, 2000).

Źródło – MFW

Doświadczenia wybranych krajów - Korea

- Saldo sektora finansów publicznych w 1998 roku pogorszyło się o 2,5 proc. PKB. Był to jednak skutek praktycznie wyłącznie działania automatycznych stabilizatorów (saldo strukturalne pogorszyło się o 0,1 proc. PKB).
- Działania rządu skupiły się na szybkiej restrukturyzacji sektora finansowego.
- Wysokie tempo wzrostu gospodarki powróciło już w 1999 roku. Sięgnęło ono 9,5 proc. i było najwyższe od 1988 roku.

Wykres 7. Dynamika PKB i saldo fiskalne w Korei Południowej



Doświadczenia wybranych krajów

Żadnego rządu decydującego się na ekspansję fiskalną nie powinien uspokajać niski koszt, po którym dzisiaj może zaciągać długi.

•Jeżeli z tej możliwości będzie szeroko korzystał, to kosztem wielu krajów słabiej rozwiniętych, które i bez tego zaczęły mieć problemy z przyciągnięciem kapitału do siebie.

•Ponadto, nadmierne korzystanie z możliwości taniego zaciągania długów może być czynnikiem utrudniającym trwały powrót do wysokiej aktywności gospodarczej.

- Wzrost stóp procentowych, do którego w przypadku trwałego powrotu do wysokiej aktywności gospodarczej musiałoby w końcu dojść, dla posiadaczy obligacji rządowych zakupionych, kiedy stopy były niskie (w tym dla instytucji finansowych), oznaczałoby olbrzymie straty.

- Z kolei dla rządu byłby równoznaczny ze wzrostem kosztów obsługi długu publicznego (stopniowym, jeśli ekspansja fiskalna byłaby finansowana obligacjami o długim terminie pierwotnym, ale systematycznym).

Tym samym, niska dynamika PKB i towarzyszące jej niskie stopy procentowe mogłyby, pozwalając uniknąć tych kosztów, okazać się trwałym stanem.