

Marek Lubiński

Polityka stabilizacyjna jako kanał transmisji impulsów koniunkturalnych

Postępująca międzynarodowa integracja gospodarcza, rozumiana nie tylko w wymiarze instytucjonalnym, ale przede wszystkim realnym, sprawia, że koniunktura w każdym kraju w coraz większej mierze zależy od czynników zewnętrznych. Oprócz tradycyjnie przynależnych do tej kategorii międzynarodowych przepływów ekonomicznych coraz większą wagę przywiązuje się do prowadzonej w innych państwach polityki ekonomicznej. Dzieje się tak, ponieważ polityka gospodarcza staje się kanałem transmisji impulsów koniunkturalnych. Jeżeli władza reaguje na zmiany koniunktury, to działania takie oprócz zamierzonych i oczekiwanych skutków wewnętrznych powodują również, nie zawsze intencjonalne, pozytywne lub negatywne następstwa dla otoczenia. Narodowe szoki specyficzne, do których należy polityka monetarna i fiskalna, poprzez wymianę towarową i przepływy kapitałowe podlegają następnie transmisji do partnerów, co implikuje rozprzestrzenianie się polityki ekonomicznej.⁴¹

Problem zewnętrznych efektów polityki ekonomicznej obecny jest w literaturze od dawna. Szczególnie duże zainteresowanie wywoływał w połowie lat 80. Wówczas polityka fiskalna w krajach rozwiniętych była niesynchronizowana, wysokie i zmienne były realne stopy procentowe, a kursy walutowe cechowały znaczne fluktuacje. Polityka podatkowa głównych krajów uprzemysłowionych, poprzez zintegrowany międzynarodowy rynek towarowy i kapitałowy, wpływała na resztę świata. Między innymi kraje dłużnicze musiały płacić wyższe odsetki od kredytów i dostosować do tego politykę budżetową.⁴²

Dodatkowego znaczenia nabrała ta problematyka współcześnie. Wynika to przede wszystkim z bezprecedensowej skali finansowanej deficytem budżetowym interwencji w gospodarkę podejmowanej przez Stany Zjednoczone w celu złagodzenia skutków

⁴¹ T. M. Andersen, M. Spange, *International Interdependencies in Fiscal Stabilization Policies*, "European Economic Review" 2006, No. 5.

⁴² J. A. Frenkel, A. Razin, *The International Transmission and Effects of Fiscal Policies*, "American Economic Review" 1986, No. 2.

globalnego kryzysu finansowego z 2007 r. Wprawdzie niniejszy tekst nie ma bezpośrednich odniesień do aktualnej sytuacji, tym niemniej rozważenie zewnętrznych konsekwencji polityki stabilizacyjnej w planie teoretycznym wydało się przedsięwzięciem godnym podjęcia.

1. Model Mundella-Fleminga

Dogodnym punktem wyjścia rozważań jest model Mundella-Fleminga. Schemat ten tradycyjnie służył do oceny skuteczności polityki stabilizacyjnej zależnie od charakteru powiązań zewnętrznych. Nie przekreśla to jego przydatności do oceny reperkusji zagranicznych narodowej polityki ekonomicznej.

Model Mundella-Fleminga, wielokrotnie modyfikowany od momentu swego powstania, w wersji kanonicznej przyjmuje klasyczne keynesowskie założenia, takie jak produkcję determinowaną przez popyt przy niepełnym wykorzystaniu czynników produkcji czy sztywność cen, nie wyłączając płac. Wynagrodzenia, określane przez warunki krajowego rynku pracy, determinują ceny wewnętrzne. Pomijany jest arbitraż na rynku dóbr oraz wpływ kursu walutowego na ceny krajowe. Zakłada się niezależność krajowego systemu monetarnego od zagranicy. Stopa procentowa jest wyznaczana przez krajową władzę monetarną, niezależnie od zagranicznych stóp procentowych i oczekiwań dotyczących kursu walutowego.

Istotnym elementem w pracach Mundella była analiza dostosowania do nierównowagi bilansu płatniczego. Tego typu analizy akcentowały wpływ cen relatywnych na strumienie handlu zagranicznego. Dodatkowo ich podstawą było podejście statyczne. W odróżnieniu od tego Mundell odwołał się do klasycznego podejścia Huma i stworzył model dynamiczny. Wykazał, jak w systemie sztywnych kursów walutowych następuje dostosowanie, ponieważ deficyt w bilansie płatniczym generuje zmiany zasobu pieniądza. Na przykład ekspansywna polityka monetarna obniża stopy procentowe i podnosi popyt wewnętrzny. Wynikający z tego deficyt bilansu handlowego generuje odpływ pieniądza, przywracając równowagę bilansu płatniczego. W miarę upływu czasu następuje dostosowanie cen i wygasają efekty realne polityki pieniężnej.⁴³

Ponadto przyjmuje się, że:

- podatki zmieniają się wraz z dochodem narodowym;

⁴³ M. Obstfeld, *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*, "NBER Working Paper" 2001, No. 8369.

- prywatne wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne są dodatnio skorelowane z dochodem i ujemnie zależne od stopy procentowej;
- ruch stóp procentowych jest zgodny ze zmianami relacji PKB do zasobu pieniądza. Jest to bezpośrednia konsekwencja funkcji popytu na pieniądz, w której popyt transakcyjny zależy od dochodu. Jeżeli rośnie on, to przy danej podaży pieniądza niższy musi być popyt spekulacyjny, co zapewniają wyższe stopy procentowe;
- bilans handlowy zmienia się odwrotnie w stosunku do PKB i zgodnie z kursem walutowym;
- bilans obrotów kapitałowych zależy od relacji stóp procentowych w kraju i zagranicą;
- pomijane są zmiany skłonności do wydawania względem, wynikających z ruchu terms of trade, zmian dochodu realnego;
- ignorowane są oczekiwania.

Istotą schematu Mundella-Fleminga jest model IS-LM uzupełniony o, odzwierciedlającą kształtowanie się bilansu płatniczego, linię FB. Na bilans płatniczy składa się bilans handlowy i bilans przepływów kapitałowych. O bilansie handlowym decyduje różnica między importem i eksportem. W wersji najprostszej import jest jednoznacznie zdeterminowany przez dochód kraju, natomiast zależny od dochodu otoczenia eksport jest względem niego autonomiczny. Przy braku mobilności kapitału linia FB jest prostopadła do osi odciętych, na której zaznaczono dochód.

Z kolei przepływy kapitałowe traktowane są jako funkcja różnicy stóp procentowych między krajem i zagranicą. Przy nieco ryzykownym założeniu, że aktywa krajowe i zagraniczne są doskonałymi substytutami, a przepływy kapitałowe nie zależą od dochodu i przy niezależności krajowych oraz zagranicznych stóp procentowych są jednoznacznie zdeterminowane przy danych krajowych stopach procentowych. W rezultacie linia FB staje się równoległa do osi odciętych.⁴⁴

Założenie doskonałej mobilności kapitału jest równie abstrakcyjne jak hipoteza o całkowitej izolacji rynku krajowego i zagranicznego. Dlatego bliższa realiów jest sytuacja pośrednia. Kryterium klasyfikacji jest wówczas kąt nachylenia krzywej FB: im jest ona bardziej płaska, tym mobilność kapitału wyższa. Niezależnie od tego z pełną świadomością, że jest to daleko idące uproszczenie, skrywające znacznie bardziej złożoną rzeczywistość, podstawą dalszych rozważań będą dwa skrajne przypadki: braku przepływów kapitałowych i doskonałej ich mobilności.

⁴⁴ Jeżeli zagraniczne stopy procentowe zależą do krajowych, a w skrajnym przypadku są im równe wówczas występuje identyczność warunków na rynkach kapitałowych, co eliminuje przepływy kapitału wynikające z różnicy stóp procentowych.

Oprócz swobody przepływu kapitału czynnikiem różnicującym warunki prowadzenia polityki stabilizacyjnej jest system kursowy, przybierający postać stałych lub elastycznych kursów, przy wielu wariantach pośrednich. W rozważaniach dotyczących współczesności jako mało realistyczny można pominąć wariant, który nie uwzględnia przepływów kapitału. Natomiast równie jednoznaczna nie jest sprawa kursu walutowego. Wprawdzie zdaje się dominować system kursów zmiennych, to jednak występują również próby jego usztywnienia chociażby w postaci izby walutowej, wspólnych obszarów walutowych czy unii walutowej. Dlatego też konieczne jest uwzględnienie obydwu tych przypadków.

Z uwag tych wynika, że charakterystyka polityki stabilizacyjnej w gospodarce otwartej wymaga uwzględnienia stopnia mobilności kapitału, reżimu kursowego i oczywiście rodzaju polityki, monetarnej lub fiskalnej o charakterze restrykcyjnym lub ekspansywnym. Ponieważ polityka restrykcyjna i powodowane przez nią konsekwencje są zwierciadlanym odbiciem ekspansywnej wystarczy omówienie jednego tylko wariantu.

Małą gospodarkę otwartą przy założeniu doskonałej mobilności kapitału opisują trzy warunki równowagi:

$$Y = G + A(Y, r, e) \quad (1)$$

$$D + R = L(Y, r) \quad (2)$$

$$r = r^* . \quad (3)$$

Zgodnie z (1) dochód narodowy (Y) określany jest przez popyt agregatowy składający się z wydatków publicznych (G) i prywatnych (A). W odróżnieniu od egzogenicznych (autonomicznych) wydatków publicznych popyt prywatny jest dodatnio skorelowany z dochodem oraz ujemnie ze stopą procentową (r). Ze względu na założenie o sztywności cen w krótkim okresie kurs walutowy, rozumiany jako cena waluty obcej w walucie zagranicznej, determinuje relację cen krajowych i zagranicznych. W konsekwencji, poprzez eksport netto, popyt krajowy jest również dodatnio uzależniony od kursu walutowego (e), rozumianego jako cena jednostki waluty obcej w walucie krajowej.

Lewa strona równania (2) określa podaż pieniądza jako sumę $D+R$, czyli sumę utrzymywanych przez bank centralny papierów skarbowych (D) i aktywów zagranicznych (R). W równowadze podaż pieniądza odpowiada prywatnemu popytowi (L), który jest dodatnio skorelowany z dochodem (popyt transakcyjny) i ujemnie sprzężony ze stopą procentową (popyt spekulacyjny).

Wymóg zachowania równości popytu i podaży na pieniądź jest tak samo istotny w gospodarce otwartej, jak i zamkniętej. Wynika z niego, że każda zmiana podaży pieniądza lub egzogeniczne zakłócenie popytu musi prowadzić do zmiany w równowadze jednej lub kilku wielkości kształtujących popyt na pieniądź. Oznacza to również, że każda zmiana polityki gospodarczej, która nie wpływa bezpośrednio na popyt na pieniądź musi spowodować dostosowanie wielkości oddziałujących na zapotrzebowanie w celu przywrócenia równowagi.

Skutki koncepcji równowagi pieniężnej dla polityki gospodarczej w systemie sztywnych kursów walutowych oddaje monetarystyczne podejście do bilansu płatniczego. Istotą tej koncepcji jest stwierdzenie, że ograniczeniem wykorzystania polityki monetarnej do stabilizowania koniunktury jest fakt, że w równowadze popyt na pieniądź w znacznej mierze zależy od czynników pozostających poza wpływem władzy monetarnej. Ekspansja komponentu kredytu krajowego podaży pieniądza okresowo podnosi ceny, zwłaszcza dóbr niehandlowych, produkcję, szczególnie w dziedzinach, które charakteryzują sztywne ceny i płace oraz zmniejsza stopę zwrotu z aktywów, zwłaszcza izolowanych od rynku światowego.

Jednakże w długim okresie ekspansja monetarna prowadzi do deficytu na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W rezultacie maleje udział komponentu rezerw dewizowych podaży pieniądza, która zostaje sprowadzony do poziomu długookresowej równowagi. W przypadku kraju dużego na popyt na pieniądź w równowadze długookresowej mogą wpłynąć konsekwencje ekspansji monetarnej dla poziomu cen światowych. Ponadto, z wyjątkiem państwa posiadającego walutę rezerwową, jedynym długookresowym skutkiem polityki monetarnej jest struktura bilansu banku centralnego.

Wymóg utrzymania równowagi monetarnej ogranicza również politykę pieniężną w systemie zmiennych kursów walutowych. Zmienny kurs walutowy nie jest dodatkowym instrumentem polityki gospodarczej, ale raczej wielkością endogeniczną, pozostająca pod wpływem sił rynkowych, takich między innymi jak obecna i przyszła polityka fiskalna i monetarna. Wynika z tego, że zwłaszcza w długim okresie wzrost nominalnej podaży pieniądza podnosi wszystkie ceny, nie pomijając kursu walutowego. Jest to stwierdzenie kluczowe dla monetarystycznego podejścia do bilansu płatniczego.

Inna istotna konsekwencja takiego podejścia wynika z dynamicznych powiązań między bieżącym kursem walutowym i oczekiwaniami dotyczącymi jego poziomu, implikowanymi mobilnością aktywów finansowych denominowanych w różnych walutach narodowych. Ponieważ przyszła polityka ekonomiczna wpływa na przyszły

kurs walutowy, to zarazem przewidywania dotyczące przyszłej polityki wpływają na przyszły kurs. Zatem skutki polityki gospodarczej dla kursu walutowego i poprzez kurs walutowy wpływ na inne zmienne makroekonomiczne będzie zależał od jej konsekwencji dla oczekiwań dotyczących kursu walutowego.

Przy pełnej mobilności kapitału aktywa krajowe i zagraniczne są doskonałymi substytutami. Zgodnie z (3) arbitraż na rynku aktywów finansowych doprowadza do parytetu krajowych (r) i zagranicznych (r^*) stóp procentowych. I w końcu relacja między kursem walutowym i rezerwami zależy od reżimu kursowego. W systemie sztywnych kursów walutowych e jest określone egzogenicznie, podczas gdy R staje się endogeniczne.

1. 1. System sztywnych kursów walutowych przy doskonałej mobilności kapitału

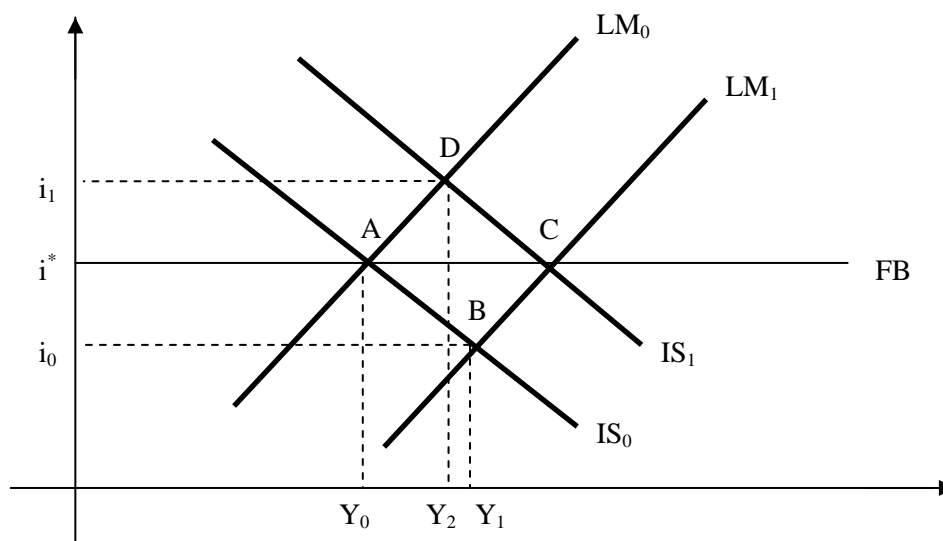
W pierwszej kolejności omówione zostaną skutki polityki stabilizacyjnej w systemie sztywnych kursów walutowych przy doskonałej mobilności kapitału. Międzynarodowe przepływy kapitałowe mają poważne implikacje dla sposobu wykorzystania polityki pieniężnej do stabilizowania koniunktury.

1.1.1. Ekspansywna polityka pieniężna

Ekspansywnej polityce pieniężnej na rys. 1 odpowiada przemieszczenie krzywej LM z położenia LM_0 do LM_1 , co obniżając stopy procentowe, zwiększa popyt wewnętrzny i import.

Pojawia się także odpływ kapitału w wyniku różnicy stóp procentowych między krajem i zagranicą. Większy import i odpływ kapitału przyczyniają się do deficytu bilansu płatniczego w skali większej niż przy braku przepływu kapitału i w stopniu zależnym od jego ruchliwości. Im większa mobilność kapitału, tym większy deficyt bilansu płatniczego. Sztywny kurs, połączony ze, spowodowaną deficytem bilansu płatniczego, presją na deprecjację, wymusza interwencję na rynku walutowym. W wyniku maleje podaż pieniądza, czemu odpowiada przesunięcie krzywej LM_1 do LM_0 , a PKB powraca do wielkości wyjściowej.

W systemie sztywnych kursów walutowych wzrost udziału komponentu kredytu krajowego w podaży pieniądza (wyższe D w równaniu 2) w małej gospodarce otwartej wprawdzie przejściowo obniża stopy procentowe, ale jednocześnie pobudza odpływ kapitału i utratę rezerw zagranicznych. W rezultacie wzrost D jest równoważony przez spadek R , co powoduje powrót podaży pieniądza do stanu wyjściowego. Ekspansywna polityka monetarna nie wpływa zatem w ostatecznym rachunku na całkowitą podaż pieniądza, a jedynie na strukturę aktywów banku centralnego.



Rysunek 1. Efekty ekspansywnej polityki monetarnej i fiskalnej w systemie sztywnych kursów walutowych przy doskonałej mobilności kapitału.

Źródło: R. A. Mundell, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Flexible Exchange rates*, "Canadian Journal of Economics and Political Science" 1963, No. 4.

Nieco bardziej skuteczna może być ekspansja monetarna w kraju dużym, który kształtuje warunki na światowym rynku kapitałowym, ponieważ krajowe stopy procentowe wpływają na światowe. Jednak nawet kraj duży stanie wobec ryzyka utraty rezerw dewizowych w stopniu odwrotnie proporcjonalnym do udziału w światowym rynku kapitałowym.⁴⁵

Przy pełnej mobilności kapitału w systemie sztywnych kursów walutowych nie ma zatem miejsca na samodzielną, zorientowaną na wymogi własnej gospodarki politykę stopy procentowej, która staje się praktycznie egzogeniczna. Polityka sterylizacyjna banku centralnego okresowo uniezależnia wewnętrzną podaż pieniądza od rezerw walutowych. Jednak w długiej perspektywie sterylizacja nie jest w stanie utrzymać, odbiegającej od równowagi, podaży pieniądza.

Zmiany w otoczeniu są zwierciadlanym odbiciem tego, co dzieje się w kraju. Wywołany ekspansywną polityką monetarną wyższy import, tożsamy z powiększeniem eksportu zagranicy, jest dla niej impulsem pro wzrostowym. Powstała w wyniku

⁴⁵ J. A. Frenkel, M. L. Mussa, *Monetary and Fiscal Policies in an Open Economy*, "NBER Working Paper" 1981, No. 575.

nadwyżka w bilansie płatniczym rodzi, wymuszającą interwencję banku centralnego, presję na aprecjację. W wyniku ingerencji, polegającej na sprzedaży waluty krajowej, dochodzi do ekspansji pieniężnej, która wzmacnia ożywienie zainicjowane wzrostem eksportu. Zatem ekspansywna polityka pieniężna powoduje ożywienie nie tylko w kraju, ale także w otoczeniu. Jednak jest to efekt przejściowy, bowiem ekspansywną zastępuje rychło polityka restrykcyjna.

W reakcji na zakłócenia monetarne realny kurs walutowy (q) dopasowuje się stopniowo do długookresowej wartości równowagi. W celu wyjaśnienia tej zależności można zaproponować model:

$$q = e + p - p^*, \quad (4)$$

gdzie:

- e- nominalny kurs walutowy,
- p- ceny krajowe,
- p^* - ceny zagraniczne.

Jeżeli jednocześnie zachodzi

$$r = r^* + e, \quad (5)$$

gdzie:

- e- oczekiwana deprecjacja nominalna.

Na tej podstawie

$$r + p = r^* + p^* + e$$

oraz

$$r - r^* = e + p^* - p.$$

Oczekiwana deprecjacja realna

$$q = r - r^*.$$

Jeżeli dodatkowo przyjąć:

$$\dot{q} = -\gamma(q - q^*),$$

gdzie:

- q - realny kurs równowagi,
- γ - współczynnik określający tempo dostosowania kursu rzeczywistego do kursu równowagi.

Wtedy:

$$\dot{q} = -\gamma(q - q^*). \quad (6)$$

Z równania (6) wynika, że jeżeli stopa procentowa w kraju jest wyższa niż za granicą to realny kurs walutowy będzie poniżej długookresowej równowagi. Innymi słowy dodatnia różnica stóp procentowych implikuje realną aprecjację. Jej skala zależy od tempa dostosowania w gospodarce. Współczynnik γ jest średnim opóźnieniem,

które przy założeniu racjonalnych oczekiwań jest uwzględniane w parametrach strukturalnych modelu. Jeżeli średnie opóźnienie wynosi 3 lata, wówczas równa 3 punktom procentowym różnica realnych stóp procentowych implikuje odchylenie kursu walutowego od długookresowej równowagi o 9%.⁴⁶

1. 1. 2. Ekspansywna polityka fiskalna

Ekspansywna polityka fiskalna to wyższe wydatki budżetowe lub niższe podatki. Wyższe wydatki oznaczają zmniejszenie eksportu netto oraz wzrost stopy procentowej. Jeżeli kapitał jest dostatecznie mobilny deficyt w bilansie handlowym jest z nadwyżką równoważony przez, wywołane wyższymi stopami procentowymi, dodatnie saldo obrotów kapitałowych.

Ukształtowany w efekcie dodatni bilans płatniczy, powodujący presję aprecjacyjną, zmusza władze monetarne do zakupu waluty zagranicznej za krajową. Formalnie Y wynika z równania 1, podczas gdy r jest zdeterminowane przez warunki rynku światowego, a e przez zobowiązania kursowe. Oznacza to, że podaż pieniądza dostosowuje się do popytu poprzez interwencje banku centralnego na rynku walutowym. R zmienia się w celu stabilizowania kursu walutowego. Przy danym D , R jest wyznaczone z równania 2. Zwiększa to podaż pieniądza i zgodnie z rys. 1 przesuwają krzywą LM_0 do LM_1 , co sprzyja dalszemu ożywieniu. Skutki ekspansywnej polityki fiskalnej ulegają wzmocnieniu w wyniku dodatkowych efektów monetarnych. W ostatecznym rachunku nowa równowaga ustala się w punkcie C .

Z omówionymi efektami związane jest tak zwane „przestrzelenie”, polegające na tym, że produkt jest wyższy niż oczekiwany. Jeżeli władze uznają za pożądane Y_1 , to dodatkowe efekty monetarne prowadzą do nadmiernej ekspansji ze wszystkimi tego negatywnymi następstwami, chociażby w postaci groźby inflacji. Teoretycznie komplikacje te są do uniknięcia, dzięki uwzględnieniu w polityce fiskalnej reperkusji zagranicznych. Jednak w praktyce wzięcie ich pod uwagę oraz ocena łącznych efektów jest bardzo trudna lub wręcz nierealna. Wynika to z generalnych problemów z szacowaniem efektów polityki ekonomicznej. Jeżeli jednak jest taka szansa, to przed władzą pojawia się dodatkowa okazja wykorzystania powiązań z otoczeniem do realizacji celów narodowych.

Podobnie jak poprzednio powstaje pytanie o reperkusje zagraniczne. Zgodnie z elementarną logiką modelu Mundella-Fleminga wzrost wydatków budżetowych należy do kategorii zakłóceń realnych, które w wyniku wzrostu dochodów i wydatków

⁴⁶ R. Dornbusch, S. Fischer, *The Open Economy Implications for Monetary and Fiscal Policy*, “NBER Working Paper” 1987, No. 1422.

oraz popytu importowego prowadzą do deficytu bilansu handlowego. Zatem otoczenie początkowo otrzymuje impuls korzystny za sprawą większego eksportu netto.

W dalszej kolejności wywołana ekspansją fiskalną utrata rezerw wymusza restrykcyjną politykę pieniężną, niwecząc jej efekty. W przypadku doskonałej mobilności kapitału ekspansja budżetowa, podnosząc stopy procentowe, powoduje napływ kapitału. Pobudza to wzrost dochodu w kraju i hamuje za granicą. Wynika z tego, że mobilność kapitału w systemie sztywnych kursów walutowych wzmacnia transmisję do otoczenia impulsów monetarnych i łagodzi przekazywanie za granicę krajowych zakłóceń realnych.⁴⁷

Z opóźnieniem następuje w otoczeniu odpływ kapitału, co stwarza presję w kierunku, wymuszającej interwencję na rynku walutowym, deprecjacji. Zakup pieniądza krajowego za walutę zagraniczną jest równoznaczny z restrykcyjną polityką monetarną. Oznacza to, że za sprawą ekspansywnej polityki fiskalnej otoczenie otrzymuje początkowo bodźce korzystne (wzrost eksportu netto) i później negatywne (konieczność zacieśnienia polityki monetarnej). Ostateczny, trudny do jednoznacznego przewidzenia, efekt będzie wypadkową tych dwóch czynników. Niezależnie od trudności znalezienia wyraźnego rozstrzygnięcia istotne jest, że ekspansywna polityka fiskalna może skutkować ujemną transmisją. Dla przykładu Laursen i Metzler wykazali, że w modelu bez przepływów kapitałowych wzrost autonomicznych wydatków państwa przyczynia się do wzrostu produkcji krajowej i jednoczesnego jej spadku w otoczeniu, tak więc ma miejsce negatywna transmisja.⁴⁸

Wpływ polityki fiskalnej na produkcję w kraju i zagranicą badany był empirycznie na przykładzie USA i Kanady. Na tej podstawie stwierdzono, że wzrost wydatków budżetowych początkowo zwiększa produkcję w USA. Ten wzrost podlega następnie transmisji za pośrednictwem przepływu towarów i kapitału oraz poprzez kanał stóp procentowych i kursów walutowych. W Kanadzie realna stopa procentowa, podobnie jak realny kurs walutowy, rośnie. W rezultacie spada PKB w tym kraju. Obserwowany jest zatem efekt zubożania sąsiada., polegający na tym, że wzrostowi PKB w USA odpowiada jego spadek w Kanadzie.⁴⁹

Dla danej ścieżki zmian wydatków budżetowych deficyt podnosi światowe stopy procentowe i zamożność w kraju, obniżając ją zagranicą. Oznacza to, że deficyt

⁴⁷ R. Dornbusch, S. Fischer, *The Open Economy Implications*op.cit.

⁴⁸ S. Laursen, L. A. Metzler, *Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment*, "Review of Economics and Statistics" 1950, November.

⁴⁹ K. Peren Arin, F. Koray, *International Transmission of Fiscal Shocks: An Empirical Investigation*, Louisiana State University Department of Economics Working Paper No. 2006-03.

podlega negatywnej transmisji do otoczenia. Kanałem transmisji jest światowy rynek kapitałowy i dokonuje się ona za pośrednictwem wyższych stóp procentowych. Przejściowy wzrost bieżących wydatków państwa podnosi stopy procentowe oraz obniża zamożność w kraju i zagranicą.⁵⁰

Analiza efektów ekspansji fiskalnej jest niekompletna, ponieważ nie uwzględniała dotąd komplikacji wynikających z finansowania deficytem w krótkim okresie, a w ostatecznym rachunku koniecznego wzrostu podatków w celu obsługi wyższego długu w dłuższej perspektywie. Pominięte zostały również skutki trwałe, prowadzącej do niekorzystnej dla kraju przeżywanego ekspansję redystrybucji bogactwa, nierównowagi w bilansach płatniczych. Powstaje pytanie jakie są implikacje tych dodatkowych czynników.

Redystrybucja bogactwa w wyniku nierównowagi bilansów płatniczych wpływa na rynek dóbr, ponieważ różni się wzorzec wydatków krańcowych między krajami. Ponadto popyt na dobra kraju przeżywanego ekspansję spada w miarę upływu czasu w wyniku redystrybucji, co tłumi konieczność realnej aprecjacji. Ale ten efekt jest częściowo równoważony przez konsekwencje finansowania deficytem.

Nierozwiązanym problemem w połączeniu z finansowaniem deficytem pozostają skutki efektu portfelowego. Odejście od założenia o doskonałej substytucyjności aktywów wymaga uznania znaczenia sposobu funkcjonowania rynku aktywów dla finansowania deficytu. Efekty te ujawniają się poprzez dwa kanały.

Pierwszym z nich jest bezpośredni wpływ deficytu na rosnącą względną podaż aktywów. Posiadacze aktywów, utrzymujący rosnącą część zasobów w aktywach kraju przeżywanego ekspansję muszą uzyskiwać rekompensatę w postaci rosnącej różnicy nominalnych stóp procentowych lub antycypowanej inflacji. Jest także możliwe, że deprecjacja waluty kraju przeżywanego ekspansję obniża wartość długu wyrażonego w walucie zagranicznej i tym sposobem redukuje jego udział w portfelu, eliminując potrzebę podniesienia stóp procentowych lub aprecjacji.

Rezultaty dyskusji bierze pod uwagę równanie, przedstawiające relacje stóp procentowych przy uwzględnieniu, wynikającej z niedoskonałej substytucji, premii za ryzyko. Różnica nominalnych stóp procentowych jest równa spodziewanej skali deprecjacji powiększonej o premię za ryzyko K zależnej od względnej podaży krajowego długu w relacji do światowego bogactwa i udziału w nim danego kraju, czyli

$$i = i^* + e + K(B/eV^*, V/eV^*), K_1 > 0, K_2 < 0; \quad (7)$$

⁵⁰ J. A. Frenkel, A. Razin, *Budget Deficit and Rates of Interest in the World Economy*, "NBER Working Paper" 1984, No. 1354.

gdzie V jest wyrażonym w walucie zagranicznej światowym bogactwem, (i) to wysokość stopy procentowej, (e) kurs walutowy, natomiast (B) emisja papierów skarbowych. Równanie (7) wskazuje, że kurs walutowy lub skala deprecjacji muszą się dostosować, aby utrzymać równowagę portfela wobec rosnącej krajowej podaży papierów skarbowych przy danych stopach procentowych.

Efekty portfelowe polityki fiskalnej powstają jedynie przy założeniu, że deficyt budżetowy jest finansowany emisją papierów skarbowych w walucie kraju przeżywającego ekspansję. Efektu premii za ryzyko można uniknąć poprzez finansowanie zadłużenia w sposób, który utrzymuje strukturę walutową aktywów światowych bez zmian. W realiach współczesnych oznaczałoby to na przykład finansowanie deficytu USA papierami skarbowymi emitowanymi w markach lub jenach.

Międzynarodowa mobilność kapitału wiąże oprocentowanie aktywów w różnych walutach poprzez parytet stóp procentowych. Parytet ten wymaga, aby oprocentowanie tych aktywów było jednakowe, po uwzględnieniu przewidywanych zmian kursu walutowego. Międzynarodowe przepływy kapitałowe pozwalają także na wyrównywanie deficytu na rachunku obrotów bieżących i stają się poważnym kanałem transmisji zakłóceń makroekonomicznych.⁵¹

Inna sytuacja ma miejsce, gdy kapitał jest mniej mobilny. Wówczas wynikającego z ekspansji fiskalnej deficytu w bilansie handlowym nie rekompensuje w całości napływ kapitałów. Konieczność uniknięcia deprecjacji limituje podaż pieniądza. Monetarna kontrakcja w wyniku ekspansji fiskalnej ogranicza przyrost PKB.

Inne będą również konsekwencje dla otoczenia. Ograniczony tylko odpływ kapitału nie wymusza w takiej jak poprzednio skali interwencji na rynku walutowym, a tym samym polityka monetarna jest bardziej ekspansywna. Zwiększa to prawdopodobieństwo dodatniej transmisji ekspansywnej polityki fiskalnej.

1. 2. System elastycznych kursów walutowych przy swobodzie przepływu kapitałów

W systemie zmiennych kursów walutowych wyodrębnić można trzy kanały transmisji polityki za granicę:

1. Celem wewnętrznej polityki ekonomicznej jest przede wszystkim oddziaływanie na popyt. Część zmian zapotrzebowania przekłada się na import ze skutkami dla partnerów handlowych.

⁵¹ J. A. Frenkel, M. L. Mussa, *Monetary and Fiscal ...op. cit.*

2. Decyzje polityczne lub dotyczące ich oczekiwania wpływają na stopy procentowe i ceny aktywów, z uwzględnieniem kursów walutowych. Ekspansja fiskalna w jednym kraju, zgodnie ze schematem IS-LM, podnosi stopy procentowe, przyciąga kapitał zagraniczny i kreuje popyt na aktywa denominowane w walucie krajowej. Prowadzi to do jej aprecjacji i poprzez drenaż kapitału z zagranicy do wzrostu stóp procentowych w otoczeniu. Podobnie skutki powoduje kontrakcja pieniężna.
3. Ruch stóp procentowych i kursów walutowych powoli przekłada się na wielkości realne. Deprecjacja poprzez krzywą J początkowo pogarsza bilans handlowy wyrażony w walucie krajowej⁵². Około dwóch lat zabiera poprawa bilansu handlowego i poprzez eksport netto ujawnienie się efektów ekspansyjnych w gospodarce krajowej. Zgodnie z tym samym nurtem myślenia odroczone w czasie są skutki deprecjacji i wpływ stóp procentowych na inwestycje.

Zasadnicza różnica w porównaniu z omawianym poprzednio przypadkiem sztywnych kursów walutowych polega na zachowaniu się krzywej FB, która staje się między innymi funkcją kursu walutowego i przemieszcza się w prawo przy deprecjacji i w lewo przy aprecjacji. W konwencjonalnych modelach makroekonomicznych w duchu Mundella-Fleminga wartość importu jest wyznaczana w cenach producenta oraz w odniesieniu do dóbr handlowych działa prawo jednej ceny. Kurs walutowy znajduje pełne i natychmiastowe przełożenie na ceny. Na przykład w przypadku deprecjacji ceny importowe rosną bezzwłocznie, stosownie do jej skali. Ceny relatywne wpływają na udział w zaspokojeniu dóbr krajowych i zagranicznych.⁵³

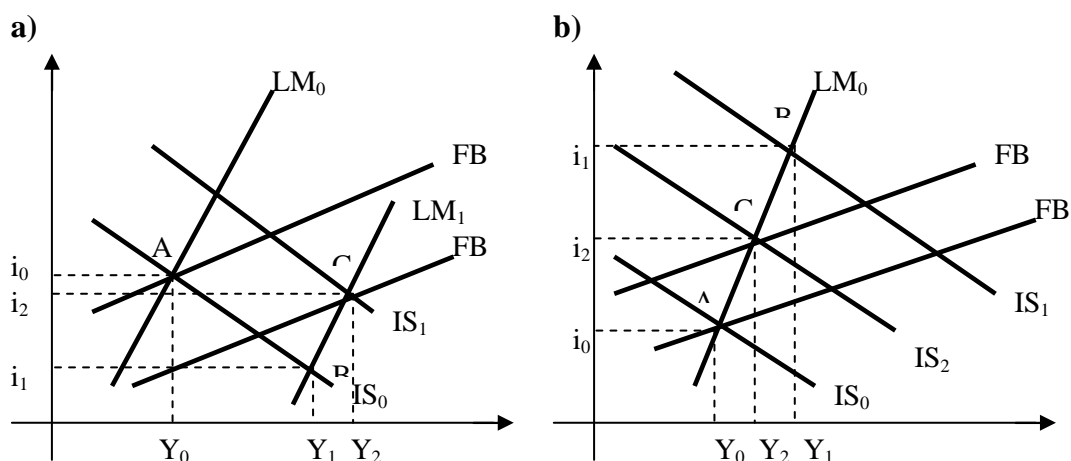
1. 2. 1. *Ekspansywna polityka monetarna*

W pierwszym rządzie ekspansywna polityka monetarna prowadzi do obniżenia stopy procentowej, co pobudza wewnętrzną aktywność gospodarczą i powoduje deficyt w bilansie handlowym, bowiem wzrost popytu w części kierowany jest na import. Jednak tym razem zamiast interwencji na rynku walutowym zostaje uruchomiony mechanizm kursowy. W przypadku kursów płynnych, kształtowanych przez swobodną grę sił rynkowych, bank powstrzymuje się od interwencji. Od strony formalnej R w

⁵² Krzywa J pokazuje kształtowanie się bilansu handlowego po dewaluacji. Początkowo niższy kurs oznacza tańszy eksport i droższy import, prowadząc przy niezmiennym wolumenie obrotów do pogorszenia bilansu handlowego. Jednak po pewnym czasie wolumen eksportu zaczyna rosnąć w wyniku niższych cen dla odbiorców zagranicznych, a nabywcy krajowi obniżają zakupy droższych dóbr importowanych. W rezultacie bilans handlowy poprawia się w relacji do stanu bezpośrednio po dewaluacji.

⁵³ M. Duarte, M. Obstfeld, *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: The Case for Exchange Rate Flexibility Restored*, "Journal of International Money and Finance" 2008, No. 6.

równaniu (2) i (3) staje się zmienną egzogeniczną, podczas gdy (e) jest wyznaczone z modelu. Spowodowana tym deprecjacja stymuluje eksport i hamuje import, prowadząc do nadwyżki w wymianie towarowej, czemu na rysunku 2a odpowiada przesunięcie IS_0 i FB_0 do IS_1 oraz FB_1 . PKB w nowym punkcie równowagi Y_2 jest większy niż Y_1 .



Rysunek 2. Efekty ekspansywnej polityki: a) monetarnej, b) fiskalnej w systemie elastycznych kursów walutowych przy swobodzie przepływu kapitału

Źródło: T. F. Dernburg, *Macroeconomics*, New York 1989, s. 253.

Dzieje się tak, ponieważ polityka monetarna zyskała wzmocnienie w postaci nadwyżki w bilansie handlowym. Dostosowania kursów walutowych, dokonujące się gwałtownie w reakcji na zmiany polityki monetarnej, mogą prowadzić do raptownego dopasowania cen i płac krajowych, ograniczając wpływ polityki monetarnej na produkcję i zatrudnienie. Zatem w systemie elastycznych kursów walutowych dzięki ekspansywnej polityce pieniężnej, nawet przy braku mobilności kapitału, osiągalne jest trwałe zwiększenie PKB. Polityka pieniężna staje się skutecznym narzędziem wpływu na gospodarkę, ponieważ wywołany obniżeniem stóp procentowych odpływ kapitału powoduje pogorszenie kursu walutowego, co podnosi eksport netto.

W systemie płynnych kursów walutowych władza po części odzyskuje kontrolę nad nominalną podażą pieniądza. Tym niemniej przepływ kapitału nadal ogranicza efektywność polityki pieniężnej. Każdy, wynikający z obniżki stóp procentowych, wzrost popytu krajowego zwiększa zapotrzebowanie na towary importowane, których zakupy finansowane są przepływami kapitału. Dostosowania kursu walutowego w reakcji na zmiany polityki pieniężnej powodują dostrojenie cen i płac krajowych,

ograniczając tym samym oddziaływanie polityki pieniężnej na zatrudnienie i produkcję.

Powstaje pytanie o skutki zewnętrzne ekspansywnej polityki pieniężnej, która powoduje spadek stóp procentowych, odpływ kapitału i deprecjację. Deprecjacja i poprawa bilansu handlowego oznacza automatycznie jego pogorszenie i aprecjację w otoczeniu. Tak więc, gdy krzywa IS w kraju przesuwana się w prawo, to jednocześnie w otoczeniu wędruje w lewo. Proces ten trwa do momentu wyrównania bilansu handlowego. Fakt, że ekspansywna polityka pieniężna w kraju podnosi stopy procentowe za granicą sprawia, że transmisja staje się ujemna.

1. 2 .2. Ekspansywna polityka budżetowa

Ekspansywna polityka fiskalna (rys. 2b) sprawia, że punkt równowagi wewnętrznej B znajduje się w strefie nadwyżkowej, co wymusza aprecjację ze wszystkimi konsekwencjami dla bilansu handlowego. Dalsze dostosowanie polega na tym, że krzywe IS_0 i FB_0 przybierają położenie IS_1 oraz FB_1 .

Skuteczność ekspansywnej polityki fiskalnej zależy od mobilności kapitału. Aprecjacja waluty przy znacznej jego mobilności niweluje skutki ekspansywnej polityki budżetowej. Aprecjacji może zapobiec ekspansywna polityka pieniężna banku centralnego. Jeżeli bank skupuje walutę zagraniczną i kreuje w ten sposób pieniądź krajowy doprowadza do równowagi na rynku pieniężnym przy wyższym PKB i nie zmienionej stopie procentowej. Mała mobilność kapitału sprawia, że w wyniku ekspansywnej polityki fiskalnej dochodzi, do dodatkowo pobudzającej gospodarkę, deprecjacji.

W modelach keynesowskich kurs walutowy odgrywa kluczową rolę w transmisji zaburzeń fiskalnych. Ponieważ kurs walutowy reaguje szybko na informacje o przyszłych wydarzeniach staje się on istotnym kanałem transmisji zakłóceń makroekonomicznych i polityki rządu. Szczególnie nowa informacja kreująca wyższe oczekiwania inflacyjne może doprowadzić do natychmiastowej deprecjacji, która szybko przekłada się na ceny krajowe dóbr handlowych. Ponadto deprecjacja może być uznana za zachętę do wzrostu cen dóbr niehandlowych i płac.⁵⁴

Jeżeli występuje krótkookresowa sztywność cen dóbr krajowych w walucie narodowej, to dostosowania kursu zmieniają ceny relatywne. Takie przeszacowania są pożądane, jeżeli są reakcją na realne warunki gospodarowania. Elastyczny kurs walutowy ułatwia takie dostosowanie. Tym niemniej zbędne ruchy cen relatywnych w

⁵⁴ G. Corsetti, A. Meier, G. J. Muller, *International Dimensions of Fiscal Policy Transmission*, <http://www.hec.unil.ch/deep/evenements/Seminaire-papers/2007-08/Muller-oct07.pdf>.

odpowiedzi na zakłócenia o podłożu czysto monetarnym mogą powodować nadmierne koszty społeczne, których można uniknąć dzięki polityce, która nie tylko, że nie jest niezależnym źródłem zakłóceń, ale na ile to możliwe służy eliminowaniu wahań popytu na pieniądź.

Oficjalna interwencja na rynku walutowym, wpływająca tylko na podaż aktywów niemonetarnych dostępnych społeczeństwu może wywierać jedynie ograniczony wpływ na kurs walutowy poprzez efekt portfelowy. Działania takie mogą mieć natomiast istotny wpływ jako przekazywany społeczeństwu sygnał dotyczący przyszłych kierunków polityki.

I w końcu kurs walutowy może być przydatny jako wskaźnik polityki monetarnej mającej na celu łagodzenie fluktuacji popytu na pieniądź, szczególnie wtedy, kiedy szybko zmieniające się oczekiwania inflacyjne powodują, że stopa procentowa staje się mało przydatnym wskaźnikiem popytu na pieniądź. Dla przykładu połączenie rosnących nominalnych stóp procentowych i aprecjacji pieniądza krajowego może wskazywać na wzrost popytu na pieniądź krajowy, który powinien być amortyzowany wzrostem podaży.

Trwała ekspansja fiskalna przy doskonałej substytucyjności aktywów krajowych i zagranicznych w długiej perspektywie zwiększa popyt agregatowy i doprowadza do wypierania, które realizuje się dwoma kanałami. Pierwszym z nich jest realna aprecjacja w kraju przeżywającym ekspansję w wyniku względnego wzrostu popytu na dobra tego kraju. Drugim jest wzrost realnych światowych stóp procentowych. W wyniku spada produkcja w kraju i zagranicą.

W kraju małym efekt wypierania będzie działał wyłącznie poprzez realny kurs walutowy, implikując, że bilans obrotów bieżących pogorszy się o pełną wielkość ekspansji fiskalnej. Przy założeniu stałego zasobu pieniądza w wyrażeniu nominalnym i pełnym zatrudnieniu wyższa stopa procentowa powoduje niższy popyt na pieniądź w wyrażeniu realnym i wyższe ceny w każdym kraju. Problemy takie nie występują, gdy kapitał jest mniej mobilny. Wówczas deficyt w bilansie handlowym nie jest w całości rekompensowany napływem kapitałów.

Inna jest sytuacja państwa dużego, które w mniejszym stopniu podlega wpływom zagranicy, a w większej mierze kształtuje otoczenie. Ilustracją są skutki ekspansywnej polityki budżetowej. Tak jak zwykle prowadzi ona do wzrostu stóp procentowych, przyptywu kapitału i aprecjacji. W warunkach doskonałej mobilności kapitału aprecjacja inicjuje ruch krzywej IS, aż do momentu jej powrotu do położenia początkowego, co ostatecznie niweluje skutki ekspansji fiskalnej. Dzieje się tak jedynie przy założeniu, że kraj nie wpływa na światowe stopy procentowe. Jeżeli

jednak takie oddziaływanie ma miejsce stopy procentowe w kraju i zagranicą rosną w stosunku do sytuacji wyjściowej. Tym samym również PKB jest wyższy, bowiem wyższe światowe stopy procentowe osłabiają napływ kapitału do danego kraju. Tak więc w kraju dużym, mimo elastyczności kursu walutowego i mobilności kapitału, polityka fiskalna ponownie staje się skuteczna.

Ponieważ w omawianej obecnie sytuacji dochodzi docelowo do zrównoważenia bilansu handlowego, to wewnętrzna polityka ekonomiczna nie ma, przynajmniej teoretycznie, żadnych konsekwencji zewnętrznych. Zatem system zmiennych kursów walutowych izoluje kraj od otoczenia. Stwierdzenie powyższe wynika wprawdzie z przeprowadzonej analizy, jest jednak słuszne jedynie przy założeniach upraszczających.

Od tych rygorystycznych założeń po części odstąpili Devereux i Engel, rozszerzając model ze sztywnymi cenami w duchu nowej makroekonomii w celu włączenia kwotowania cen w walucie nabywcy przez eksporterów stosujących dyskryminację cenową. Kluczową cechą modelu jest kurs walutowy w krótkim okresie nie związany z relatywnymi cenami importowymi, na które napotyka nabywca i tym samym nie występuje przestawienia popytu między dobrami krajowymi i importowanymi. W tego typu modelach zostaje wyeliminowany stabilizujący efekt zmiennego kursu walutowego.⁵⁵

2. Ponad modelem Mundella-Fleminga

W tradycyjnych modelach makroekonomicznych osadzonych w tradycji Mundella-Fleminga import jest wyceniany w walucie producenta, a ponadto w odniesieniu do dóbr handlowych obowiązuje prawo jednej ceny. Mechanizm cenotwórczy zakłada, że zmiany kursu walutowego przekładają się w całości i natychmiast na ceny towarów importowanych. Zmiany cen relatywnych powodują przestawienie popytu między krajem i zagranicą. Oznacza to zarazem stabilizującą rolę pełnioną przez zmienny kurs walutowy w obliczu narodowych szoków realnych. Jednak takie upraszczające założenia nie wytrzymują konfrontacji z faktami.⁵⁶

Rozwój teorii polegał na wyeliminowaniu podstawowych ograniczeń modelu Mundella-Fleminga, nie tylko wynikających z odwołania się do koncepcji Keynesa. Jednym z nich było pominięcie międzyokresowych zachowań optymalizacyjnych. Zakłada się, że oczekiwania mają charakter statyczny. Pomijana jest wielkość kraju,

⁵⁵ M. B. Devereux, Engel C., *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility*, "Review of Economic Studies" 2003, No. 4.

⁵⁶ M. Duarte, M. Obstfeld, *Monetary Policy in the Open Economy Revisited...op. cit.*

która jest istotnym determinantem efektywności polityki monetarnej oraz fiskalnej, i co za tym idzie reperkusji zewnętrznych. W kanonicznej wersji modelu ignorowane są konsekwencje podziału pieniądza i aktywów między krajami oraz ich wpływ na zamożność. Istotny jest również sposób finansowania wydatków budżetowych podatkami lub emisją papierów skarbowych, co wpływa na efektywność polityki fiskalnej.

W klasycznym modelu Mundella-Fleminga nie poddawano bliższej analizie charakteru polityki fiskalnej. Pomijano chociażby fakt, że ekspansja fiskalna może polegać na wzroście wydatków lub ograniczeniu podatków. Wnioski dotyczące reperkusji zewnętrznych ekspansywnej polityki fiskalnej zależą od sposobu, w jaki jest realizowana. Jeżeli wydatki budżetowe są dane, to nadwyżka (deficyt) zależy od podatków. Polityka fiskalna polega zatem na ich zmianach.

Mechanizm transmisji impulsów fiskalnych jest znacznie bardziej skomplikowany w opartych na podstawach mikroekonomicznych modelach równowagi ogólnej. Oprócz założeń modelu i ich modyfikacji wiele zależy od charakteru zakłócenia: czy jest ono przewidywane czy zaskakujące, przejściowe czy trwałe, terażniejsze czy przyszłe. Nie bez znaczenia jest również czy zaburzenia powstają po stronie popytu czy podaży, w kraju czy zagranicą. Ponadto ważne jest, czy zakłócenia realne kreowane są przez szoki popytowe czy podażowe. Rezultaty zależą także od kompletności międzynarodowych rynków aktywów, sztywności lub elastyczności podaży pracy i sposobu finansowania wydatków państwa. Przy takiej liczbie koniecznych do uwzględnienia czynników trudno jest jednoznacznie określić mechanizm transmisji i reperkusje zagraniczne w systemie płynnych kursów walutowych.

Oprócz modyfikacji modelu Mundella-Fleminga zostały zaproponowane co najmniej dwa dodatkowe kanały transmisji w systemie płynnych kursów walutowych. Jednym z nich jest prawdopodobna współzależność popytu na pieniądź poprzez bezpośrednią i pośrednią substytucję. Drugim kanałem jest związek podaży pieniądza poprzez funkcję reakcji polityki, która uwzględnia kurs walutowy i zagraniczne stopy procentowe lub poprzez efekt zapasów buforowych.

Bezpośrednia substytucja walutowa oznacza sytuację, kiedy podmioty gospodarujące zaczynają wykorzystywać do rozliczeń, z reguły w wyniku niestabilności sytuacji ekonomicznej w kraju, walutę innego państwa. Substytucja pośrednia ma miejsce, gdy podmioty gospodarcze wymieniają aktywa niepieniężne, w których utrzymują lokaty, na walutę zagraniczną.

Konsekwencje międzynarodowe ekspansywnej polityki fiskalnej realizowanej za pośrednictwem podatków zależą od tego, które z nich zostają zmieniane. W literaturze rozważano cztery przypadki obniżek podatków: podatek VAT od konsumpcji, podatek od dochodów kapitałowych, podatek od pożyczek międzynarodowych oraz podatek od dochodów z pracy. Niezależnie jednak od rodzaju obniżka podatków obecnie skutkuje deficytem oraz wzrostem podatków w przyszłości w celu przywrócenia równowagi budżetowej. Mechanizm, poprzez który deficyt budżetowy wpływa na gospodarkę światową to efekt zamożności oraz międzyokresowa substytucja.⁵⁷

Wyodrębnia się trzy kanały transmisji impulsów fiskalnych. Pierwszym z nich jest kanał cenowy, czyli wpływ krajowej polityki podatkowej na ceny równowagi dóbr i aktywów finansowych, które są przedmiotem wymiany, a nawet na ceny zagraniczne dóbr niehandlowych. Drugim jest kanał zamożności, zależny od oddziaływania konkretnych podatków na redystrybucję bogactwa między krajami, między heterogenicznymi podmiotami i między generacjami oraz strukturę rynków finansowych.

Trzecim natomiast jest kanał erozji wpływów podatkowych, który jest produktem ubocznym kanału cen i zamożności. Spadek podatków w jednym kraju powoduje napływ mobilnych czynników produkcji z otoczenia, co zmniejsza podstawę opodatkowania za granicą. Prowadzi to do erozji zagranicznych wpływów podatkowych i tym samym powoduje wzrost podatków lub redukcję wydatków w otoczeniu z konsekwencjami w postaci spadku dobrobytu.

Międzynarodowe konsekwencje reform podatkowych ujawniają się poprzez dwa efekty rozważane na przykładzie Europy i Stanów Zjednoczonych. Pierwszym jest wygładzanie, uwidocznione poprzez zagraniczne pożyczki amerykańskich gospodarstw domowych w celu międzyokresowego wyrównania poświęcenia konsumpcji i czasu wolnego w okresie przejściowym. W rezultacie Stany Zjednoczone utrzymują deficyt w bilansie handlowym i deficyt budżetowy w krótkiej perspektywie. Drugim kanałem jest redystrybucja bogactwa. Odzwierciedla on fakt, że kumulacja długu w okresie przejściowym jest finansowana przez większą nadwyżkę handlową w długiej perspektywie. Mechanizm ten transferuje część długookresowych skutków reform podatkowych za granicę.

Wyrównywanie i redystrybucja decydują o międzynarodowej transmisji krajowych reform podatkowych, poprzez dynamikę pożyczek zagranicznych i światowych stóp procentowych. Powstają więc poważne efekty zewnętrzne jako konsekwencja

⁵⁷ J. A. Frenkel, A. Razin, *Deficits with Distortionary Taxes: International Dimensions*, "NBER Working Paper" 1986, No. 2080.

jednostronnej polityki podatkowej. Dodatkowe korzyści uzyskiwane przez rezydentów amerykańskich dzięki pożyczkom międzynarodowym są równoważone przez straty Europy. Tak więc reformy podatkowe zgodnie z określeniem Lucasa nie są prawdziwym bezpłatnym obiadem.⁵⁸ W krótkiej perspektywie efekt wyrównywania zachęca europejskie gospodarstwa domowe na reorientację portfela aktywów w kierunku zastąpienia kapitału fizycznego zagranicznymi papierami skarbowymi, prowadząc do znacznego odpływu kapitału oraz niższej konsumpcji i większych nakładów pracy w celu wygenerowania nadwyżki równoważącej deficyt w USA.

Te zmiany niekorzystnie wpływają na dobrobyt w Europie i są tylko częściowo równoważone przez długookresowe efekty redystrybucji dochodu. Ten ostatni efekt prowadzi do długookresowego wzrostu konsumpcji i czasu wolnego w Europie, chociaż ma miejsce trwały spadek zasobów kapitału w Europie. Te efekty zewnętrzne zapewniają zachęty do strategicznych zachowań władz podatkowych podobnych do proponowanych w literaturze na temat światowej konkurencji podatkowej⁵⁹, chociaż dotąd nie podejmowano prób ich kwantyfikacji.⁶⁰

Finansowanie wydatków rządowych podatkami od kapitału sprawia, że jego właściciele przenoszą zasoby do kraju o korzystnym klimacie podatkowym czyli innymi słowy o niższym opodatkowaniu. Kraj doświadcza niekorzystnych skutków wynikających z opodatkowania kapitału. Jedną z konsekwencji jest wzrost kosztów krańcowych pozyskania środków dla celów publicznych, obniżając jednocześnie wydatki budżetowe do poziomu nieefektywnego.⁶¹ Skutki dla zamożności wynikające z transmisji polityki fiskalnej mogą prowadzić do dostosowania strategicznego i międzynarodowej konkurencji podatkowej.⁶²

Analizując kanał zamożności. M. Baxter ustaliła, że trwały wzrost wydatków budżetowych niekorzystnie wpływa na zamożność, obniżając dochód stały w wyniku efektów ricardiańskich i wzrostu realnych stóp procentowych. Ekspansja fiskalna podnosi stopy procentowe. Tym samym wyższa jest wartość przyszła dochodów bieżących, w tym również płacowych. Zatem wzrost realnych stóp procentowych

⁵⁸ R. E. Lucas, *Supply-Side Economics: An Analytical Review*, "Oxford Economic Papers" 1990, No. 2.

⁵⁹ T. Persson, G. Tabellini, *Double-Edged Incentives: Institutions and Policy Coordination*, w: *Handbook of International Economics* Vol. III, red. G. Grossman, K. Rogoff, North-Holland, New York 1995.

⁶⁰ E. G. Mendoza, L. L. Tesar, *The International Ramifications of Tax Reforms: Supply-Side Economics in a Global Economy*, "The American Economic Review" 1998, No. 1.

⁶¹ W. Eggert, *International Repercussions of Direct Taxes*, "Finanz Archiv" 2000, No. 1.

⁶² Ibidem

poprzez substytucję międzyokresową, zachęcającą do pracy dzisiaj i konsumpcji jutro, powoduje wtórny wzrost nakładów pracy. A więc trwały wzrost krajowych wydatków publicznych może spowodować wzrost podaży pracy w wyniku negatywnego wpływu efektu dochodowego na czas wolny (dodatniego na czas pracy). To z kolei zwiększa produkcję krajową.⁶³

Jeżeli wzrost stóp procentowych przenosi się za granicę również w otoczeniu rosną nakłady pracy. Większe nakłady pracy podnoszą krańcowy produkt kapitału, co z kolei pobudza inwestycje. W rezultacie wzrost zasobów pracy i kapitału prowadzi do trwałego wzrostu produkcji krajowej. W otoczeniu produkcja początkowo rośnie w wyniku wyższych nakładów pracy, ale później maleją inwestycje. Ponieważ zagranica finansuje deficyt na rachunku obrotów bieżących kraju macierzystego nakłady pracy są niższe i konsumpcja wyższa za granicą w nowym stanie równowagi.⁶⁴

Analiza udowadnia, że konsekwencje polityki fiskalnej, jak również międzynarodowa transmisja zależy zasadniczo od struktury podatków. Zwłaszcza zewnętrzne reperkusje deficytu budżetowego o określonej wielkości zależą od rodzaju podatków przyczyniających się do jego powstania. Istotne jest zwłaszcza wyodrębnienie podatków zachęcających do oszczędzania lub pożyczania. Zmiany podatków zachęcające do pożyczania przyczyniają się do wzrostu światowych stóp procentowych. W przeciwnym przypadku dochodzi do ich spadku.⁶⁵

Na mechanizm transmisji polityki fiskalnej i monetarnej można spojrzeć z perspektywy konieczności zachowania w gospodarce zależności bilansowych. Jedną z podstawowych opisuje równość, zgodnie z którą:

$$S-I = I^*-S^*$$

czyli, że różnica między inwestycjami i oszczędnościami w jednym kraju ($S-I$) musi być równoważona nadwyżką (deficytem) otoczenia (I^*-S^*).⁶⁶ W systemie równowagi ogólnej każda z tych wielkości wpływa na pozostałe. Rola polityki gospodarczej polega w tym przypadku na oddziaływaniu na poszczególne elementy składowe równości.

Z perspektywy otoczenia zasadnicze znaczenie mają krajowe inwestycje lub oszczędności, od których zależy pozycja kraju jako wierzyciela lub dłużnika, bowiem polityka gospodarcza może sprzyjać udzielaniu pożyczek lub zaciąganiu kredytów.

⁶³ M. Baxter, *International Trade and Business Cycles*. W: *Handbook of International Economics*, red. G. M. Grossman, K. Rogoff, North Holland, New York 1995.

⁶⁴ M. J. Roche, *Government Spending and the International Business Cycle*, "The Canadian Journal of Economics" 1996, No. 4.

⁶⁵ J. A. Frenkel, A. Razin, *Deficits with Distortionary Taxes*.....*op. cit.*

⁶⁶ B. Eichengreen, *The Blind Men and the Elephant*, "Issues in Economic Policy" 2006, No. 1.

Pierwsza sytuacja ma miejsce, gdy władza gospodarcza zachęca do zwiększania oszczędności (zmniejszania inwestycji). Dalsze skutki zależą od wielkości kraju i w konsekwencji jego oddziaływania na światowy rynek kredytowy. Kraj mały minimalnie wpływa na otoczenie, natomiast potrzeby pożyczkowe lub wielkość udzielanych kredytów państwa dużego kształtują światowe stopy procentowe. Ich wzrost pociąga za sobą redystrybucję bogactwa między krajami wierzycielskimi, które są beneficjentami i dłużniczymi, które na tym tracą.

Uwzględnienie substytucji międzyokresowej sprawia, że podatki mogą być klasyfikowane zależnie od tego czy pobudzają popyt na dobra teraźniejsze czy przyszłe lub alternatywnie czy skłaniają do zaciągania w okresie bieżącym pożyczek za granicą (krajowe dezoszczędności) lub udzielania kredytów otoczeniu. Polityka podatkowa pobudzająca popyt na dobra obecne przez stymulowanie teraźniejszej konsumpcji i inwestycji lub przez obniżanie bieżącego PKB w stosunku do przyszłego jest określana jako zachęcająca do zaciągania pożyczek.

Z kolei polityka prowadząca do nadwyżki podaży dóbr teraźniejszych poprzez zniechęcanie do bieżącej konsumpcji czy inwestycji lub podnosząca obecny dochód w stosunku do przyszłego jest określana jako sprzyjająca udzielaniu kredytów. Stosownie do tego polityka podatkowa może być określana mianem ekspansji podażowej lub popytowej. Deficyt wynikający z cięć podatków od kapitału lub pracy odzwierciedla politykę podażową, natomiast zmniejszenie opodatkowania konsumpcji jest przejawem polityki popytowej.⁶⁷

Wpływ deficytu budżetowego na światowe stopy procentowe zależy od tego czy cięcia podatkowe w kraju sprzyjają udzielaniu kredytów czy zachęcają do zaciągania pożyczek. Niższe opodatkowanie bieżącej konsumpcji w kraju skłania do jej zwiększania poprzez zaciąganie kredytów i tym samym stymuluje wzrost światowych stóp procentowych. Z kolei zmniejszenie opodatkowania kapitału lub pracy, zwiększając zdolności kredytowe, obniża światowe stopy procentowe.

Jeżeli polityka podatkowa sprzyja zaciąganiu pożyczek zwiększa się stopa wzrostu konsumpcji otoczenia i spadają inwestycje za granicą. Spożycie rośnie ponieważ wyższe są dochody z oszczędności typu rentierskiego. Natomiast inwestycje spadają z powodu odpływu kapitału i niższej rentowności inwestycji. Obydwa te procesy są skutkiem wzrostu stóp procentowych. Odwrotnie dzieje się, gdy polityka podatkowa w kraju sprzyja udzielaniu kredytów otoczeniu.

⁶⁷ J. A Frenkel, A. Razin, *International Effects of Tax reforms*, "The Economic Journal" 1989, Supplement.

Skutki trwałego wzrostu wydatków rządowych zależą od tego czy kraj jest pożyczkobiorcą czy kredytodawcą. Jeżeli kraj ma nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących wówczas wzrost wydatków państwa podnosi światowe stopy procentowe oraz zmniejsza zamożność kraju i otoczenia. Przeciwnie są konsekwencje w przypadku deficytu w bilansie płatniczym.⁶⁸

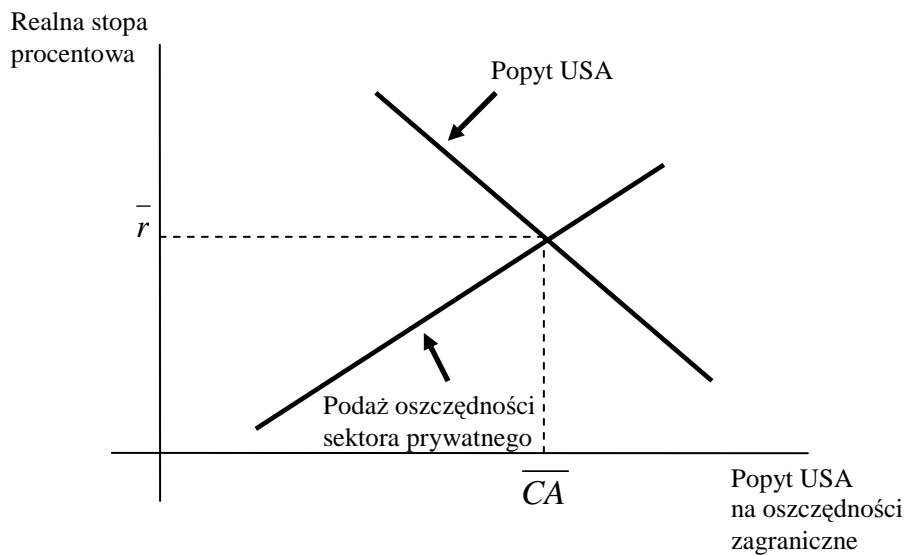
Ponieważ podatki różnie wpływają na bieżącą i przyszłą konsumpcję, inwestycje i PKB efekt netto zależy od interakcji między tymi wielkościami. Odpowiednio stopa wzrostu światowej konsumpcji rośnie, jeżeli jest nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i deficyt budżetowy rośnie w wyniku cięć podatkowych od pożyczek międzynarodowych. Dzieje się tak ponieważ zagranica zyskuje dodatkowe dochody z tytułu udzielanych pożyczek. Z drugiej strony stopa wzrostu światowej konsumpcji spada jeżeli cięcia podatkowe od pożyczek międzynarodowych pojawią się w sytuacji deficytu na rachunku obrotów bieżących lub deficyt budżetowy wynika z obniżek innych podatków.

Deficyt budżetowy wynikający z polityki podatkowej sprzyjającej zaciąganiu kredytów osłabia korelację stopy wzrostu konsumpcji między krajami. Natomiast deficyt budżetowy zachęcający do udzielania kredytów przyczynia się do jej wzmocnienia. Akcja kredytowa podnosi dochody typu rentierskiego i zwiększa możliwości finansowania konsumpcji za granicą. Korelacja jest dodatnia jeżeli deficyt wynika ze zmniejszenia opodatkowania konsumpcji lub dochodów z pracy, natomiast korelacja jest ujemna jeżeli powodem deficytu jest obniżenie podatków od pożyczek międzynarodowych i dochodów kapitałowych. Wpływ deficytu budżetowego na krajową i zagraniczną konsumpcję oraz bilans handlowy zależy od wyjściowego stanu systemu podatkowego, początkowych potrzeb pożyczkowych i międzyokresowej elastyczności substytucji.

Problem ten ilustruje po części odwołanie się do następującego rozumowania (rys. 3). Na rysunku 3 na osi rzędnych zaznaczono realną stopę procentową, zaś na osi odciętych saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego. Popyt netto ze strony krajowych inwestorów prywatnych i publicznych na oszczędności np. w Stanach Zjednoczonych z reszty świata jest, zgodnie z rys. 3, malejącą funkcją stopy procentowej. Im niższa jest stopa procentowa w USA tym mniejsza skłonność do oszczędzania i większa skłonność do inwestowania. Jeżeli istnieje długa lista rentownych inwestycji, wówczas krańcowe zmiany stopy procentowej kreują duże zmiany zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne. Przy danej realnej stopie

⁶⁸ J. A. Frenkel, A. Razin, *Budget Deficit and Rates of Interest in the World Economy*, "NBER Working Paper" 1984, No. 1354.

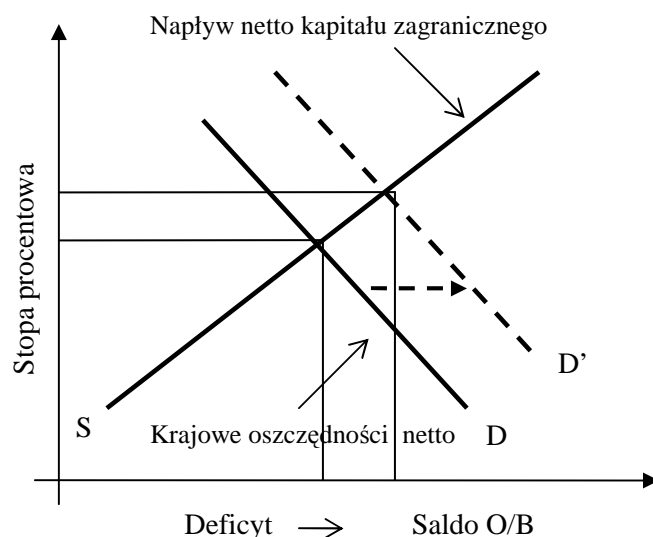
procentowej prowadzi to do deficytu na rachunku obrotów bieżących. Implikuje to dodatnie nachylenie funkcji podaży oszczędności zagranicznych, przy założeniu braku oszczędności sektora publicznego za granicą. Tym samym im wyższa stopa procentowa w USA tym większy napływ oszczędności z otoczenia. Przecięcie krzywych wyznacza realną stopę procentową w USA oraz tożsamy z nadwyżką zagranicy deficyt bilansu płatniczego.



Rysunek 3. Bilans płatniczy i stopa procentowa równowagi na rynku funduszy prywatnych.

Źródło: M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. M. Garber, *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, "NBER Working Paper" 2005, No. 11520.

Na ten schemat wpływa polityka fiskalna: ekspansywna przesuwają krzywą popytu na oszczędności zagraniczne w prawo i w górę. Prowadzi to do wzrostu stóp procentowych i wyższego deficytu na rachunku obrotów bieżących (rys. 4).

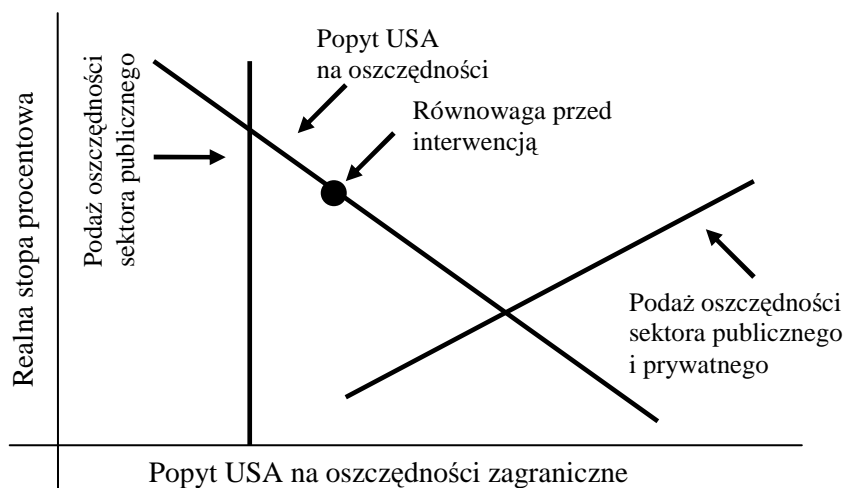


Rysunek 4. Wpływ ekspansywnej polityki fiskalnej na stopy procentowe i saldo obrotów bieżących

Źródło: M. Rubaszek, Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania, „Bank i Kredyt”, lipiec 2006.

W odróżnieniu wcześniejszych kolejny rysunek 5 został uzupełniony o linię prostopadłą do osi odciętych, obrazującą podaż oszczędności zagranicznego sektora publicznego. Jej umiejscowienie podyktowane jest postanowieniem oficjalnego decydenta, który nie kieruje się wyłącznie wąsko pojmowaną stopą zysku. Może on na przykład realizować cele rozwojowe, które zakładają eksport części oszczędności krajowych, niezależnie od wysokości determinowanej przez rynek stopy procentowej. Dodatkowa podaż oszczędności zagranicznego sektora publicznego przesuwa krzywą podaży oszczędności całkowitych w prawo i prowadzi do obniżki stóp procentowych równoważących światowy rynek oszczędności. Z rys. 5 wynika, że stopa procentowa spada wraz z narastaniem deficytu bilansu płatniczego w rezultacie napływu kapitału rządowego w skali większej niż wynosi odpływ kapitału prywatnego.⁶⁹

⁶⁹ M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. M. Garber, *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, “NBER Working Paper” 2005, No. 11520.



Rysunek 5. Wpływ sektora oficjalnego na stopy procentowe i saldo obrotów bieżących

Źródło: M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. M. Garber, *Savings Glutsop. cit.*

Jeżeli w gospodarce ma miejsce stały nieoczekiwany spadek stóp podatkowych efektem są korzystne zmiany bogactwa, wzrost realnych stóp procentowych i krańcowego produktu pracy. Większa zamożność ujemnie wpływa na podaż pracy, natomiast wzrost realnych stóp procentowych i krańcowego produktu pracy zwiększa nakłady pracy. Te dwa efekty równoważą efekt zamożności i w ostatecznym rachunku rośnie nakład pracy, produkcja i inwestycje. Nakłady pracy w otoczeniu rosną wraz ze wzrostem realnych stóp procentowych. Produkcja w otoczeniu początkowo rośnie, a następnie w miarę upływu czasu spada. Inwestycje w otoczeniu spadają w miarę jak stopniowo emigruje kapitał.⁷⁰

M. Bianconi i S. J. Turnovsky ustalili, że konsekwencje szoków fiskalnych zależą od sposobu finansowania wydatków. Wzrost zakupów rządowych finansowanych przez podatki kwotowe korzystnie wpływa na zatrudnienie i produkcję w kraju oraz ujemnie na zagranicę. Zmniejszają one bogactwo, co podnosi podaż pracy i ogranicza konsumpcję. Wyższa podaż pracy podnosi produktywność kapitału i jego zasób w kraju, a jednocześnie obniża w otoczeniu, przynajmniej w perspektywie krótkookresowej. W długim horyzoncie zasób kapitału w obydwu krajach rośnie,

⁷⁰ M. Baxter, *International Trade and Business Cycle...op. cit.*

choć w otoczeniu nadal pozostaje poniżej wyjściowej równowagi. Tak więc wydatki rządowe finansowane podatkami kwotowymi mają charakter ekspansywny w kraju i restrykcyjny za granicą⁷¹.

M. Obstfeld i K. Rogoff przedstawili koncepcję, przerzucającą pomost między dynamicznym modelem równowagi ogólnej z elastycznymi cenami i tradycyjnym modelem keynesowskim o sztywnych cenach. Ich model wyrasta z zasady dynamicznej optymalizacji, nominalnej sztywności płac i mikropodstaw agregatowej podaży. W reakcji na trwały wzrost wydatków rządu w kraju dochód w krótkiej perspektywie rośnie bardziej niż w długiej. Konsumpcja bieżąca spada w stopniu większym niż wynosi wzrost wydatków państwa. Powoduje to spadek krótkookresowych stóp procentowych. Konsumpcja krajowa maleje w relacji do zagranicznej, ponieważ rezydenci muszą finansować wydatki rządowe. Zmiany konsumpcji relatywnej obniżają wewnętrzny popyt na pieniądz, co prowadzi do deprecjacji waluty krajowej.⁷²

Dyskusja na temat zewnętrznych efektów polityki fiskalnej byłaby niepełna bez uwzględnienia jej oddziaływania na bilans płatniczy. Problemem, który jak wiele innych nie doczekał się jednoznacznego rozstrzygnięcia jest relacja między deficytem obrotów bieżących i deficytem budżetowym, znanym jako koncepcja bliźniaczych deficytów. Zgodnie z nią deficyt budżetowy przekłada się automatycznie na deficyt obrotów bieżących. Wynika to z przedstawionych zależności bilansowych. PKB jest opisane równaniem:

$$Y=C+I+G+NX,$$

zgodnie z którym PKB jest sumą konsumpcji (C), inwestycji (I), wydatków rządowych (G) i eksportu netto. Z innej perspektywy PKB można zdefiniować jako:

$$Y=C+S+T,$$

gdzie oprócz wcześniejszych symboli T oznacza podatki. Z dwóch przedstawionych równań

$$C+I+G+NX= C+S+T,$$

skąd na drodze odpowiednich przekształceń

$$G - T = (S - I) - NX$$

i dalej

$$G - T = (S - I) - (X - M).$$

⁷¹ M. Bianconi, S. J. Turnovsky, *International Effects of Government Expenditure in Interdependent Economies*, "The Canadian Journal of Economics" 1997, No. 1.

⁷² M. Obstfeld, K. Rogoff, *Exchange Rate Dynamics Redux*, "The Journal of Political Economy" 1995, No. 3.

Z tego wynika, że jeżeli PKB znajduje się na poziomie potencjalnym warunkiem zachowania zależności bilansowych przy wzroście deficytu budżetowego (G-T) jest spadek inwestycji lub zwiększenie deficytu bilansu handlowego (X-M).

Niektórzy politycy i ekonomiści odrzucają zdecydowanie koncepcję bliźniaczych deficytów. Do tej grupy należy chociażby amerykański sekretarz stanu w ekipie Busha, który wiązał narastanie amerykańskiego deficytu obrotów bieżących z dysproporcją między inwestycjami i oszczędnościami krajowymi. Wysoka stopa zwrotu wynikająca z szybkiego wzrostu wydajności w połączeniu z bezpieczeństwem przesądza o atrakcyjności inwestycji w USA.⁷³ Na przeciwstawnym biegunie mieści się opinia de Longa, który uznaje kluczową rolę deficytu budżetowego w powstawaniu deficytu bilansu handlowego.⁷⁴

Niejednoznaczność propozycji teoretycznych skłania do odwołania się do badań empirycznych w celu określenia związków między polityką fiskalną i nierównowagą zewnętrzną. Jednak również analizy empiryczne nie przynoszą rozstrzygnięcia, przy czym kontrowersje dotyczą nawet kierunku zależności. Roubini⁷⁵ i Normandin⁷⁶ stwierdzili, że deficyt budżetowy przynosi istotne pogorszenie bilansu handlowego. Dla odmiany Evans⁷⁷ oraz Bussiere i inni⁷⁸ ustalili, że wpływ ten jest znikomo mały. Natomiast zaskakujące są wyniki, które otrzymali Roubini i Kim⁷⁹. Wynika z nich bowiem, że deficyt budżetowy niesie ze sobą poprawę bilansu handlowego.

Erceg i inni skonstatowali jedynie umiarkowany wpływ deficytu budżetowego na bilans handlowy. W podstawowej wersji modelu wzrost udziału wydatków rządowych w PKB o jeden punkt procentowy podnosi udział deficytu bilansu handlowego w PKB o 0,2 punktu procentowego w perspektywie 2-3 lat. Relatywnie małe skutki dla bilansu

⁷³ J. B. Taylor, *The U.S. Current Account: Recent Trends and Policies*, U.S. Treasury Office of Public Affairs 2004, JS 2084.

⁷⁴ B. deLong, *John Taylor Blasts Off for the Gamma Quadrant*, w: *Brad De-Long's Semi-Daily Journal: A Weblog*.

http://www.j-bradforddelong.net/movable_type/2004-2_archives/000519.html

⁷⁵ N. Roubini, *Current Account and Budget Deficits in an Intertemporal Model of Consumption and Taxation Smoothing. A Solution to the "Feldstein-Horioka Puzzle"*, "NBER Working Paper" 1988, No. 2773.

⁷⁶ N. Normandin, *Budget Deficit Persistence and the Twin Deficits Hypothesis*, "Journal of International Economics" 1999, No. 1.

⁷⁷ P. Evans, *Do Budget Deficits Affect the Current Account*, Manuscript, Ohio State University 1990.

⁷⁸ M. Bussiere, M. Fratzscher, G. Muller, *Productivity Shocks, Budget Deficits and the Current Account*, "ECB Working Paper Series" 2005, No. 509.

⁷⁹ S. Kim, N. Roubini, *Twin Deficit or Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US*, "Journal of International Economics" 2008, No. 2.

powoduje wzrost produkcji krajowej i kontrakcja popytu krajowego wywołana wzrostem stóp procentowych i ujemnymi efektami zamożności. Wnioski takie wynikają po części z przyjęcia niskiej cenowej elastyczności popytu importowego i eksportowego.⁸⁰

Inni badacze podkreślali znacznie dalej idące konsekwencje deficytu budżetowego. Baxter wskazała, że wzrost udziału wydatków budżetowych w PKB o jeden punkt procentowy przyczynia się do pogorszenia relacji PKB/bilans handlowy o 0,5 punktu procentowego.⁸¹

* * *

Postępująca międzynarodowa integracja gospodarcza, rozumiana nie tylko w wymiarze instytucjonalnym, ale przede wszystkim realnym, sprawia, że polityka gospodarcza staje się kanałem transmisji impulsów koniunkturalnych. Narodowe szoki specyficzne, do których należy polityka monetarna i fiskalna, poprzez wymianę towarową i przepływy kapitałowe podlegają następnie transmisji do partnerów handlowych, co implikuje potencjalne efekty rozprzestrzeniania się polityki ekonomicznej. Tradycyjnie zewnętrzne efekty polityki gospodarczej rozważane były w ramach modelu Mundella-Fleminga. Na tej podstawie w miarę jednoznacznie można było określić reperkusje dla otoczenia.

Rozwój teorii polegał na wyeliminowaniu podstawowych ograniczeń modelu Mundella-Fleminga, nie tylko wynikających z odwołania się do koncepcji Keynesa. Uwzględnione zostały dodatkowe czynniki, takie jak międzyokresowa optymalizacja, wielkość kraju, konsekwencje podziału pieniądza i aktywów między krajami oraz ich wpływ na zamożność, sposób finansowania wydatków budżetowych podatkami lub emisją papierów skarbowych. Oprócz założeń modelu i ich modyfikacji wiele zależy od charakteru zakłócenia: czy jest ono przewidywane czy zaskakujące, przejściowe czy trwałe, teraźniejsze czy przyszłe. Nie bez znaczenia jest również czy zaburzenia powstają po stronie popytu czy podaży, w kraju czy zagranicą. Ponadto ważne jest, czy zakłócenia realne kreowane są przez szoki popytowe czy podażowe. Rezultaty zależą także od kompletności międzynarodowych rynków aktywów, sztywności lub elastyczności podaży pracy i sposobu finansowania wydatków państwa.

⁸⁰ Ch. J. Erceg, L. Guerrieri, Ch. Gust, *Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit*, Board of Governors of the Federal Reserve System, "International Finance Discussion Papers" 2005, No. 825.

⁸¹ M. Baxter, *International Trade and Business Cycles*.....op. cit.

Uwzględnienie tych wszystkich dodatkowych czynników sprawia, że wnioski na temat zewnętrznych skutków przestają być tak jednoznaczne jak to miało miejsce w modelu Mundella-Fleminga.

Bibliografia

- Andersen T. M., Spange M., *International Interdependencies in Fiscal Stabilization Policies*, "European Economic Review" 2006, No. 5.
- Baxter M., *International Trade and Business Cycles*. W: *Handbook of International Economics*, red. G. M Grossman, K. Rogoff, North Holland, New York 1995.
- Bianconi M., Turnovsky S. J., *International Effects of Government Expenditure in Interdependent Economies*, "The Canadian Journal of Economics" 1997, No. 1.
- Bussiere M., Fratzscher M., Muller G., *Productivity Shocks, Budget Deficits and the Current Account*, "ECB Working Paper Series" 2005, No. 509.
- Corsetti G., Meier A., Muller G. J., *International Dimensions of Fiscal Policy Transmission*, <http://www.hec.unil.ch/deep/evenements/Seminaire-papers/2007-08/Muller-oct07.pdf>.
- Devereux M. B., Engel C., *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility*, "Review of Economic Studies" 2003, No. 4.
- Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. M., *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, "NBER Working Paper" 2005, No. 11520.
- deLong B., *John Taylor Blasts Off for the Gamma Quadrant*, w: *Brad De- Long's Semi-Daily Journal: A Weblog*. <http://www.j-bradforddelong.net/movabletype/2004-2/archives/000519.html>
- Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. M., *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, "NBER Working Paper" 2005, No. 11520.
- Dornbusch R., Fischer S., *The Open Economy Implications for Monetary and Fiscal Policy*, "NBER Working Paper" 1987, No. 1422.
- Duarte M., Obstfeld M., *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: The Case for Exchange-Rate Flexibility*, "Journal of International Money and Finance" 2008, No. 6.
- Eggert W., *International Repercussions of Direct Taxes*, "Finanz Archiv" 2000, No. 1.
- Eichengreen B., *The Blind Men and the Elephant*, "Issues in Economic Policy" 2006, No. 1.
- Erceg Ch. J., Guerrieri L., Gust Ch., *Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit*, Board of Governors of the Federal Reserve System, "International Finance Discussion Papers" 2005, No. 825.
- Evans P., *Do Budget Deficits Affect the Current Account*, Manuscript, Ohio State University 1990.
- Frenkel J. A., Mussa M. L., *Monetary and Fiscal Policies in an Open Economy*, "NBER Working Paper" 1981, No. 575.

- Frenkel J. A., Razin A., *Budget Deficit and Rates of Interest in the World Economy*, “NBER Working Paper” 1984, No. 1354.
- Frenkel J. A., Razin A., *Deficits with Distortionary Taxes: International Dimensions*, “NBER Working Paper” 1986, No. 2080.
- Frenkel J. A., Razin A., *International Effects of Tax reforms*, “The Economic Journal” 1989, Supplement.
- Frenkel J. A., Razin A., *The International Transmission and Effects of Fiscal Policies*, “American Economic Review” 1986, No. 2.
- Kim S., Roubini N., *Twin Deficit or Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US*, “Journal of International Economics” 2008, No. 2.
- Laursen S., Metzler L. A., *Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment*, “Review of Economics and Statistics” 1950, November.
- Lucas R. E., *Supply-Side Economics: An Analytical Review*, “Oxford Economic Papers” 1990, No. 2.
- Mendoza E. G., Tesar L. L., *The International Ramifications of Tax Reforms: Supply-Side Economics in a Global Economy*, “The American Economic Review” 1998, No. 1.
- Mundell R. A., *Capital Mobility and Stabilization Policy under Flexible Exchange rates*, “Canadian Journal of Economics and Political Science” 1963, No. 4.
- Normandin N., *Budget Deficit Persistence and the Twin Deficits Hypothesis*, “Journal of International Economics” 1999, No. 1.
- Obstfeld M., *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*, “NBER Working Paper” 2001, No. 8369.
- Obstfeld M., Rogoff K., *Exchange Rate Dynamics Redux*, “The Journal of Political Economy” 1995, No. 3.
- Peren Arin K., Koray F., *International Transmission of Fiscal Shocks: An Empirical Investigation*, Louisiana State University Department of Economics Working Paper No. 2006-03.
- Persson T., Tabellini G., *Double-Edged Incentives: Institutions and Policy Coordination*, w: *Handbook of International Economics* Vol. III, red. G. Grossman, K. Rogoff, North-Holland, New York 1995.
- Roche M. J., *Government Spending and the International Business Cycle*, “The Canadian Journal of Economics” 1996, No. 4.
- Roubini N., *Current Account and Budget Deficits in an Intertemporal Model of Consumption and Taxation Smoothing. A Solution to the “Feldstein-Horioka Puzzle*, “NBER Working Paper” 1988, No. 2773.

M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt”, lipiec 2006.

Taylor J. B., *The U.S. Current Account: Recent Trends and Policies*, U.S. Treasury Office of Public Affairs 2004, JS 2084.

Streszczenie

Postępująca międzynarodowa integracja gospodarcza, rozumiana nie tylko w wymiarze instytucjonalnym, ale przede wszystkim realnym, sprawia, że polityka gospodarcza staje się kanałem transmisji impulsów koniunkturalnych. Narodowe szoki specyficzne, do których należy polityka monetarna i fiskalna, poprzez wymianę towarową i przepływy kapitałowe podlegają następnie transmisji do partnerów handlowych, co implikuje potencjalne efekty rozprzestrzeniania się polityki ekonomicznej. Tradycyjnie zewnętrzne efekty polityki gospodarczej rozważane były w ramach modelu Mundella-Fleminga. Na tej podstawie w miarę jednoznacznie można było określić reperkusje dla otoczenia. Rozwój teorii polegał na wyeliminowaniu podstawowych ograniczeń modelu Mundella-Fleminga, nie tylko wynikających z odwołania się do koncepcji Keynesa. Uwzględnione zostały dodatkowe czynniki, takie jak międzyokresowa optymalizacja, wielkość kraju, konsekwencje podziału pieniądza i aktywów między krajami oraz ich wpływ na zamożność, sposób finansowania wydatków budżetowych podatkami lub emisją papierów skarbowych. Oprócz założeń modelu i ich modyfikacji wiele zależy od charakteru zakłócenia: czy jest ono przewidywane czy zaskakujące, przejściowe czy trwałe, teraźniejsze czy przyszłe. Nie bez znaczenia jest również czy zaburzenia powstają po stronie popytu czy podaży, w kraju czy zagranicą. Ponadto ważne jest, czy zakłócenia realne kreowane są przez szoki popytowe czy podażowe. Rezultaty zależą także od kompletności międzynarodowych rynków aktywów, sztywności lub elastyczności podaży pracy i sposobu finansowania wydatków państwa. Uwzględnienie tych wszystkich dodatkowych czynników sprawia, że wnioski na temat zewnętrznych skutków przestają być tak jednoznaczne jak to miało miejsce w modelu Mundella-Fleminga.

Słowa kluczowe: polityka stabilizacyjna, transmisja efektów polityki stabilizacyjnej, poza modelem Mundella-Fleminga

Stabilisation Policy as Transmission Channel of Business Situation Impulses

Abstract

Advancing international economic co-operation, considered both in institutional and – first of all – real terms makes economic policy be a channel of transmission of business situation impulses. Nationwide specific shocks, included monetary and fiscal policy, through product exchange and flow of capital are subject to transmission of trading partners, which implies potential effects of economic policy proliferation. Traditional external effects of economic policy were considered within the Mundell-Fleming model, on the basis of which it was possible to almost unanimously determinate their impact on the surrounding. The development of theory consisted in eliminating fundamental impediments to the Mundell-Fleming model, not only concerning the Keynes concept. Additional factors have been considered, such as: inter-cyclical optimisation, size of country, the aftermath of money and assets division among countries and their impact on affluence as well as financing budgetary spending from taxes and treasury bonds issuance. Apart from the model assumptions and their modifications much depends on the nature of disruption: is it predicted or surprising, temporary or permanent, occurring at present or likely in the future. What should not be neglected is the fact whether the disruption occurs on demand or supply side, in a country or abroad. Moreover, it is of importance whether a real disruption is triggered by demand shock or by supply shock. The results depend also on the completeness of international assets market, rigidity or flexibility of job supply and the way of budgetary spending financing. Taking into account all the additional factors leads to a concept that conclusions concerning external factors are no longer as apparent and unanimous as they used to be in the Mundell-Fleming model.

Key words: stabilization policy, transmission of effects of stabilization policy, beyond Mundell-Fleming model