

Marcin Krawczyk

O PROBLEMIE SKUTECZNOŚCI POLITYKI FISKALNEJ I PIENIĘŻNEJ

Sens interwencji państwa w gospodarkę – polityce fiskalnej oraz pieniężnej nadała dopiero keynesowska teoria dochodu oraz preferencji płynności, bo poprzedzająca je ekonomia klasyczna argumentowała za nieskutecznością polityki państwa, której celem jest sterowanie aktywnością gospodarczą. Podobne wnioski przedstawiają dziś nowi ekonomiści klasyczni¹.

Z tego względu to nieklasyczne, a keynesowskie, czy nawet monetarystyczne mechanizmy opisujące przebieg skutków ekspansji fiskalnej i monetarnej określa się dziś mianem (za D. Elmendorfem i G.N. Mankiwem²) „makroekonomii konwencjonalnej”, uznając, że gospodarka najczęściej właśnie tak reaguje na te ekspansje. Nie oznacza to jednak, że te konwencjonalne mechanizmy są pewne nawet w „konwencjonalnej teorii”. Teoretycy identyfikują zjawiska, które mogą zakłócić ich przebieg i osłabić, lub nawet je unieruchomić. Artykuł dotyczy tych właśnie kwestii.

Na wstępie omówię krótko argumenty klasyków i nowych klasyków za bezzasadnością interwencji państwa w sterowanie aktywnością gospodarczą. Historycy myśli ekonomicznej określają je (te klasyczne) jako „doktrynę leseferyzmu”. Na takim tle przedstawię uznany za „konwencjonalny” właśnie (choć rzecz jasna dyskutowany) przebieg procesów dostosowawczych w gospodarce uruchomionych przez fiskalną oraz pieniężną ekspansję. Świadczy on za potrzebą wspomaganie ekspansji fiskalnej przez monetarną. Następnie omówię wspomniane zjawiska blokujące przebieg „konwencjonalnego” procesu na poszczególnych jego etapach. Niektóre z nich działają jedynie przy ekspansji fiskalnej: ricardiański teoremat ekwiwalentności, inne tylko przy pieniężnej: niewrażliwość inwestycji, pułapka płynności lub niezależnie od rodzaju ekspansji, bo przy każdej z nich: iluzja pieniężna, tobinowskie wypychanie. Ostatnie działa w warunkach jednoczesnych ekspansji, bo jest uruchamiane przez tę jednoczesność.

¹ Mam na myśli dwie ich „odmiany”, tj. również szkołę realnego cyklu koniunkturalnego.

² D. Elmendorf, G.N. Mankiw, *Government debt*, „NBER WP” 6470, 1998.

Leseferyzm (z franc. *laissez-faire*: pozwólcie działać) w ekonomii klasycznej oznaczał tyle, że państwo nie powinno nawet próbować fiskalnej czy pieniężnej ekspansji, skoro jakkolwiek wzrost zakupów państwa czy podaży pieniądza automatycznie uruchamiały mechanizmy prowadzące do dostosowań innych kategorii wydatkowych równoważących te wzrosty. Ekspansje nie dość, że nie działały, to na dodatek (o czym dalej) przynosiły złe skutki.

Takiej argumentacji służył model zbudowany z czterech dużych teoretycznych analiz dotyczących: 1) produkcji i zatrudnienia³, 2) makroekonomicznej równowagi⁴, 3) kształtowania się cen⁵ oraz 4) zagregowanej podaży⁶.

Ekspansja fiskalna nie była więc w stanie zwiększyć produkcji i zatrudnienia, bo nie była w stanie zwiększyć zagregowanych wydatków gospodarki. Działał bowiem klasyczny mechanizm pełnego wypychania wydatków prywatnych przez państwowe wydatki na zakup dóbr i usług (zakupy państwa)⁷.

W odniesieniu do nieskuteczności ekspansji monetarnej z kolei argumentowano za pomocą koncepcji neutralności pieniądza – znanego równania wymiany Fishera oraz analizy popytu na pieniądź ekonomistów „szkoły z Cambridge”. Mimo że w wyniku tej ekspansji (tj. wzrostu nominalnej wielkości podaży pieniądza) wzrasta realna wielkość zagregowanego popytu, to skoro gospodarka już wytwarza produkt potencjalny (Y), jedynym skutkiem ekspansji będzie wzrost ogólnego poziomu cen (P)⁸. Rosnące ceny przywracają dotychczasowy poziom realnej podaży pieniądza i realnych wydatków – tak więc w wyniku ekspansji monetarnej wzrosną jedynie nominalne wielkości w gospodarce (ceny); realne (wydatki, produkcja i zatrudnienie) pozostają bez zmiany⁹.

³ Gdzie, przy założeniu giętkich cen, argumentowano za zdolnością wolnokonkurencyjnej gospodarki do wytworzenia produktu potencjalnego (pełnego zatrudnienia).

⁴ Gdzie za pomocą tzw. prymitywnej i udoskonalonej postaci prawa Saya argumentowano za zdolnością gospodarki do utrzymania pełnego zatrudnienia.

⁵ Gdzie zostało ono uzależnione jedynie od zmian podaży pieniądza.

⁶ Która łączyła trzy poprzednie, wskazując na charakter zależności między wielkością produkcji a poziomem cen i stąd właśnie na nieskuteczność ekspansji.

⁷ Działał przez klasyczny (Fishera) rynek oszczędności (udoskonaloną postać prawa Saya), gdzie zmiany oszczędności automatycznie przekładały się na proporcjonalne zmiany inwestycji za pośrednictwem rynkowej stopy procentowej, czy (Robertsona-Ohlina) kapitału płynnego (funduszy pożyczkowych), gdzie w ten fisherowski mechanizm wplecione zostały kwestie pieniężne oraz ceny dóbr i usług – powstał mechanizm tzw. wicksellowskich dostosowań.

⁸ Dodajmy, bo odwołam się później do tego, że rosnąca (w wyniku ekspansji monetarnej) wielkość podaży pieniądza (M) „wylewa się” na rynek dóbr i usług, a nie kapitałowy (gdzie mogłaby zmienić – jak u Keynesa – stopę procentową i inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw). Wynika to z tego, że w tej analizie popyt na pieniądź jest motywowany jedynie transakcyjnymi względami (jest stabilny i stabilna jest prędkość jego obiegu).

⁹ Taką kolejność zdarzeń opisuje się dokładniej pod postacią tzw. Patinkina efektu zasobów realnych: wzrost nominalnej podaży pieniądza → wzrost nominalnej i realnej (bo jeszcze dane ceny) wartości majątku

Ma więc miejsce niezależność sfery realnej i pieniężnej gospodarki określona mianem klasycznej dychotomii. To ją właśnie mamy na myśli, mówiąc o neutralności pieniądza¹⁰.

Z powyższych względów „klasyczne państwo” powinno „jedynie” tworzyć dobre warunki dla działalności gospodarczej: chronić giętkość i relatywną stabilność (relacji) cen, bo to one gwarantują sprawne działanie mechanizmów (cenowych) zapewniających pełne wykorzystanie dostępnych czynników wytwórczych, czyli wytworzenie produktu potencjalnego – państwo powinno być, jak pisał Adam Smith, nocnym stróżem gospodarki.

W tym kontekście należy zauważyć, że ekspansje nie dość, że nie działają, to mają złe skutki. Fiskalna wypycha prywatne wydatki inwestycyjne, zmniejsza więc tempo budowania kapitału trwałego gospodarki¹¹. Monetarna podnosi ogólny poziom cen, więc i nieprzewidywalnie zmienia ich relacje, co uniemożliwia podejmowanie optymalnych decyzji przez podmioty gospodarcze i skutkuje wytworzeniem produktu niższego niż potencjalny.

Nowi klasycy wyciągają podobne wnioski, bo i oni, tak jak klasyczni ekonomiści, opisują gospodarkę funkcjonującą przy pełnym zatrudnieniu, przy poziomie produkcji równej potencjalnej.

Wnioski są podobne, choć analizy, z których pomocą je tłumaczą, są odmienne. Budują je na podstawie trzech niezależnych i potem łączonych ze sobą koncepcji czy twierdzeń:

- 1) twierdzenia o ciągłym, nieprzerwanym oczyszczaniu się rynków (*continuous market clearing*), wynikającym z giętkości cen¹²,
- 2) twierdzenia o racjonalnych oczekiwaniach podmiotów¹³ oraz
- 3) hipotezy zagregowanej podaży.

Dwa pierwsze twierdzenia gwarantują stabilne kształtowanie się produkcji na potencjalnym jej poziomie. To przez nie ekspansywna polityka gospodarcza generalnie nie zmienia produkcji i zatrudnienia ani w długim, ani nawet w krótkim okresie. Piszę generalnie, bo nowi klasycy dopuszczają jednak, lecz jedynie krótkotrwałe efekty pobudzenia koniunktury, nawet gdy racjonalne oczekiwania podmiotów dają zawsze pionową krzywą Phillipsa. Dzieje się to tylko wtedy, gdy (dyskrecjonalna)

podmiotów → wzrost ich nominalnych i realnych wydatków → wzrost cen → spadek realnej wartości majątku → spadek realnych wydatków.

¹⁰ Mówiąc o superneutralności, teoretycy mają na myśli takie same skutki, lecz wywoływane przez zmianę tempa przyrostu podaży pieniądza lub też – jak nowi klasycy – neutralność zarówno w długim, jak i w krótkim okresie.

¹¹ Produkt potencjalny wzrasta wolniej niż mógłby.

¹² To założenie jest silniejsze niż u klasyków, bo ci dopuszczali jednak zaburzenia kształtowania się cen.

¹³ Które znajduje zastosowanie w ich analizie koncepcji zależności Phillipsa.

polityka gospodarcza zaskoczy podmioty. Nowi klasycy wahania koniunktury tłumaczą za pomocą szoków popytowych¹⁴.

Tłumaczą je w ramach trzeciego twierdzenia i na dwa sposoby¹⁵ za pomocą błędów, które popełniają gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa w ocenie stopy inflacji:

- Za pomocą błędów, które przedsiębiorcy popełniają w ocenie zmiany struktury cen. Popełnią więc oni błąd, jeśli wzrost ogólnego poziomu cen zinterpretują jako wzrost cen tylko na swoje produkty i na tej podstawie zdecydują o zwiększeniu swojej produkcji. Zła interpretacja jest powodowana niespodziewanym wzrostem popytu (szokiem popytowym właśnie, bo on skutkuje niespodziewanym przyspieszeniem inflacji) i wynika z błędnego wyłuskiwania (ekstrakcji) istotnej informacji o relacjach cen z informacyjnego „szumu”, który dociera do przedsiębiorcy: przedsiębiorstwo zna bieżące kształtowanie swoich cen, jednak zmianę ogólnego ich poziomu tylko antycypuje.
- Analogiczne skutki, powodujące krótkotrwałe wahania produkcji, mają decyzje gospodarstw domowych odnośnie do oferowanej wielkości podaży pracy. Opierają się one na ocenie poziomu rynkowej realnej stawki płacy, którą gospodarstwa odnoszą do pewnego normalnego, pożądanego przez nie jej poziomu. Dokończają wtedy tzw. międzyokresowej substytucji pracy (i czasu wolnego) między okresami, w których rynkowa stawka jest wyższa oraz niższa od tej normalnej.

Skuteczność gospodarczej polityki państwa jest krótkotrwała, bo po szybkim zidentyfikowaniu tych błędów podmioty zmieniają swoje decyzje, a skutkiem będzie powrót produkcji do poprzedniego jej poziomu – naturalnego poziomu.

Podkreślę, że te wahania koniunktury są charakterystyczne dla nowych klasyków, ponieważ (inaczej niż u keynesistów czy nawet klasyków i monetarystów) są związane z wahaniami potencjalnego (równowagowego) poziomu jej produkcji (wokół tego naturalnego), za którym szybko podąża faktyczny (rynkowy natychmiast oczyszczają się), a nie wahaniami faktycznej produkcji wokół stanu równowagi (potencjalnego u klasyków i monetarystów, a niższego niż u keynesistów).

Z teorii dochodu Keynesa oraz preferencji płynności płyną zupełnie inne wnioski. Odnoszą się one, zaprzeczając im, do wniosków czterech filarów klasycznego modelu:

- 1) Ceny nie są giętkie, a oszczędności nie w pełni reinwestowane (czyli wykorzystywane przez przedsiębiorstwa do budowania kapitału trwałego) i dlatego popyt jest niedostateczny, a produkcja niższa od potencjalnej.

¹⁴ Ta ich analiza dotyczyła ekspansji pieniężnej, bo była tworzona na tle debaty o realnych skutkach monetarnej polityki antyinflacyjnej lat 70. Dziś często jednak jej wnioski rozciąga się (w podręcznikach) również na ekspansję fiskalną.

¹⁵ Pierwszy sposób jest znany jako lucasowska podaż (*surprise supplyfunction*), a drugi jako podaż Lucasa–Rappinga.

- 2) Popyt na pieniądź jest niestabilny, więc pieniądź nie może być neutralny.
- 3) I dlatego model keynesowski „działa” w przedziale wielkości produkcji poniżej potencjalnego produktu gospodarki – w obszarze keynesowskiej depresji; przy niedostatecznym popycie – tam jest poziom produkcji zapewniający makroekonomiczną równowagę.

Państwo powinno więc sterować zagregowanym popytem, bo: w gospodarce nie istnieją klasyczne mechanizmy samoczynnie utrzymujące go na poziomie zapewniającym pełne zatrudnienie; tym bardziej że ekspansja fiskalna i pieniężna oddziałują jednak na zagregowany popyt, a więc również na wielkości realne: produkcję i zatrudnienie.

W myśl keynesowskiej teorii dochodu ekspansywna polityka fiskalna zwiększa wielkość zagregowanego popytu. Nie istnieje bowiem taki, jak klasyczny rynek oszczędności i nie są one stabilnie związane z inwestycjami za pośrednictwem stopy procentowej. Wtedy zmiany oszczędności nie muszą przekładać się na tak samo silne zmiany inwestycji: nie ma klasycznego wypychania. „U Keynesa” oszczędności nie zależą bowiem od stopy procentowej, a od bieżącego dochodu oraz wydatków konsumpcyjnych. Inwestycje natomiast – od oczekiwań podmiotów i podlegają zjawiskom irracjonalnego optymizmu/pesymizmu oraz zachowań stadnych.

Istotą keynesowskiej ekspansji fiskalnej jest uruchomienie ilościowego¹⁶ mnożnikowego¹⁷ procesu tworzenia dodatkowego produktu i dochodu, a wraz z nimi zatrudnienia. Analiza tego procesu pozwala nam wyciągnąć pewne wnioski.

- Po pierwsze, daje argument za prowadzeniem ekspansji fiskalnej przez zwiększanie wydatków (na dobra i usługi), a nie przez obniżanie podatków. Mnożnik wydatkowy jest bowiem silniejszy niż podatkowy (w grę wchodzi krańcowa skłonność do konsumpcji).
- Po drugie, skoro oszczędności nie są reinwestowane, a świadczy o tym niedostateczny popyt, to decydując o zwiększeniu swoich wydatków, państwo powinno je wykorzystać. Przejmowanie w ten sposób niewykorzystanych oszczędności nie wypchnie prywatnych wydatków inwestycyjnych, skoro przedsiębiorcy nie korzystają z oszczędności¹⁸. Swoje wydatki powinno więc finansować z deficytu; przez emisję długu, a nie z dodatkowych podatków, tj. przy zrównoważonym budżecie.

¹⁶ Bo produkcja kształtuje się poniżej swojego potencjalnego poziomu, więc zasoby są niewykorzystywane.

¹⁷ Mnożnikowego, tzn. takiego, w którym wzrost produkcji i dochodu jest silniejszy niż wywołujący go autonomiczny wzrost zagregowanego popytu, czyli ten bezpośrednio spowodowany fiskalną ekspansją.

¹⁸ Poza tym przecież, przypomnijmy, nie istnieje klasyczny związek między decyzjami o oszczędnościach a decyzjami o inwestycjach – rynek oszczędności (czy funduszy pożyczkowych).

Poza tym finansowanie z deficytu daje silniejszy efekt popytowy niż z podatków¹⁹. I taką właśnie ekspansję będę mieć na myśli w dalszej części artykułu.

- Po trzecie, rosnąca aktywność gospodarcza zachęca przedsiębiorców do inwestowania – działa keynesowski „irracjonalny optymizm”. Pobudzone inwestycje uruchamiają swój proces mnożnikowy i wzrost gospodarczy utrwała się²⁰.

Podobnie jak fiskalna skuteczna jest również ekspansywna polityka pieniężna. Argumentacja jest następująca.

Podmioty potrzebują pieniądza nie tylko do nabywania dóbr i usług, lecz również do nabywania oprocentowanych aktywów finansowych będących alternatywą dla utrzymywania pieniądza²¹. Ale oprocentowane aktywa finansowe dają nie tylko odsetkowy dochód. Ich posiadanie umożliwia otrzymanie zysków kapitałowych, które wynikają z różnicy ceny ich zakupu i sprzedaży. I to właśnie sprawia, że w oczekiwaniu zmian cen tych aktywów w keynesowskim makroekonomicznym portfelu podmiotów może znajdować się więcej pieniądza niż w klasycznym. Obok klasycznego, stabilnego transakcyjnego popytu na pieniądź tutaj istnieje również spekulacyjny motyw jego utrzymywania²².

Oznacza to, że popyt na pieniądź jest związany z popytem na oprocentowane aktywa finansowe, a ich ceny decydują (odwrotnie) o stopach dochodowości z nich. Te natomiast są związane (jednokierunkową zależnością) z rynkowymi stopami procentowymi²³.

Tak więc zmiany nominalnej podaży pieniądza oddziałując na wielkość popytu na te aktywa oraz na wielkość popytu na pieniądź, muszą (wiemy, że niestabilnie) przełożyć się w dalszej kolejności na rynkowe stopy procentowe. Konstatujemy, że rosnąca (w wyniku skutecznej monetarnej ekspansji) wielkość podaży pieniądza będzie raczej wylewać się na rynek kapitałowy niż – jak u klasyków – na rynek dóbr oraz usług i będzie obniżać rynkową stopę procentową²⁴.

¹⁹ Takie ich finansowanie uruchamia bowiem dwa procesy mnożnikowe. Działają one w przeciwne strony. Rosnące wydatki podnoszą dochód, podczas gdy rosnące podatki, choć słabiej, obniżają go. W takich warunkach mnożnik, tzw. mnożnik budżetu zrównoważonego przyjmuje wartość 1, a to oznacza, że nie ma *ex post* procesu mnożnikowego – dochód wzrasta jedynie o tyle, o ile zwiększyły się państwowe zakupy. Należy jeszcze nadmienić, że proces mnożnikowy uruchomiony przez ekspansję fiskalną finansowaną z deficytu powoduje wzrost oszczędności równy wzrostowi państwowych zakupów. Dlatego mówimy, że te państwowe wydatki same sfinansują się (*ex post* nie zużyją oszczędności; stworzą je sobie), a deficyt budżetowy będzie (wraz z rosnącym dochodem) „zmierzać” w kierunku nadwyżki.

²⁰ I taka reakcja inwestycji ma świadczyć o tym, że deficyt budżetowy powinien być cykliczny.

²¹ Pieniądź, choć jest płynny, nie daje odsetkowego dochodu.

²² Ponieważ oczekiwania zmian cen oprocentowanych aktywów są bardzo niestabilne, więc niestabilny musi być też spekulacyjny popyt na pieniądź.

²³ Oprocentowane aktywa finansowe i lokaty bankowe są przecież możliwościami do wyboru dla podmiotu, który oszczędza.

²⁴ W analizie J.M. Keynesa stopa procentowa jest więc związana z popytem na pieniądź, a nie z oszczędnościami – jest „nagrodą” za zrzeczenie się płynności, a nie konsumpcji.

Malejące stopy procentowe powinny²⁵ pobudzać inwestycje przedsiębiorstw, czyli zwiększać zagregowane wydatki, i uruchamiając proces mnożnikowy – pobudzać aktywność gospodarczą (produkcję i zatrudnienie).

Ponieważ ceny nie wzrosną, bo należy tego oczekiwać przy istnieniu niepełnego zatrudnienia, przeto ekspansja monetarna przyniesie (odmiennie niż u klasyków) zmiany wielkości realnych: pieniądź nie jest neutralny²⁶.

Keynesowska ekspansja fiskalna działa, bo – jak napisałem – nie ma takiego jak klasyczny efekt wypychania i działa, mimo że pojawia się keynesowski efekt wypychania. Keynesowski efekt wypychania dokonuje się, podobnie jak klasyczny, przez wzrost stopy procentowej, ale uruchamia się dopiero w przebiegu procesu mnożnikowego, ma więc inną przyczynę i charakter. On hamuje już rosnące inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw i dlatego jedynie osłabia, a nie neutralizuje fiskalną ekspansję państwa²⁷.

W analizie keynesowskiej stopa procentowa nie wzrasta, jak u klasyków, z tego powodu, że deficyt budżetowy przejmują krajowe oszczędności wykorzystywane przez przedsiębiorstwa (bo nie przejmują, skoro są niewykorzystywane)²⁸. Tutaj stopa procentowa wzrasta, bo w przebiegu procesu mnożnikowego rosnący dochód sprawia, że rośnie popyt na pieniądź: popyt motywowany transakcyjnymi względami (im więcej transakcji, gdy dochód jest wyższy, tym więcej zasobu pieniądza – środków płatniczych potrzeba, by je obsłużyć). Ważne jest to, że wzrost rynkowej stopy procentowej może, ale nie musi wypchnąć prywatnych inwestycji. Przyjmuje się, że keynesowski efekt wypychania jest słabszy niż klasyczny – nie jest pełny.

A więc klasycznemu wypychaniu nie można zapobiec, lecz można zapobiec keynesowskiemu. Ma temu służyć ekspansywna polityka pieniężna. W jej wyniku zostałaby zlikwidowana wspomniana presja na stopę procentową (powodowana przez rosnący transakcyjny popyt na pieniądź). Dzięki temu proces mnożnikowego tworzenia dochodu wywołany przez ekspansję fiskalną mógłby trwać nieosłabiany: byłby tak silny, jak wynika to z siły mnożnika państwowych zakupów. I dlatego właśnie ekonomia keynesowska zaleca wspomaganie ekspansji fiskalnej przez monetarną – zaleca monetarną akomodację fiskalnej ekspansji.

²⁵ Bo są pewne zastrzeżenia nawet w samej teorii keynesowskiej określane jako „niewrażliwość inwestycji względem stopy procentowej”. Jest ona powodowana owymi niestabilnymi oczekiwaniami – niepewnością.

²⁶ Opisany proces ma charakter tzw. kredytowego mechanizmu transmisji. Chcę nadmienić, lecz nie rozwijać tego wątku, że w teorii ekonomii obok kredytowego (z trzema podejściami: płynnych zasobów, dostępności kredytu oraz subiektywnej płynności) istnieją jeszcze dwa typy mechanizmów transmisji: majątkowy (friedmanowski) oraz portfelowy (tobinowski).

²⁷ Wraz z rosnącymi stopami procentowymi napływa kapitał zagraniczny, a więc aprecjonuje się kurs krajowej waluty. To powoduje dodatkowo, że eksport netto zmierza w kierunku deficytu.

²⁸ No i nie ma klasycznego rynku oszczędności.

Niestety, skuteczność pobudzania aktywności gospodarczej zarówno za pomocą ekspansji fiskalnej, jak i monetarnej czy obu jednoczesnych ekspansji nie jest zawsze pewna. Istnieje wiele zjawisk, które mogą osłabić ich siłę lub zupełnie je zatrzymać. Tych zjawisk, choć są odstępstwami od uznawanej „normy”, tj. makroekonomii konwencjonalnej, nie należy oczywiście traktować jako incydentalnych przypadków, lecz jako alternatywne scenariusze zdarzeń.

(1)

Ekspansja fiskalna może więc być zagrożona przez zjawisko nazwane ricardiańskim teorematem ekwiwalentności. Dotyczy ono takiej ekspansji, która polega na finansowaniu deficytem obniżki podatków.

W makroekonomii konwencjonalnej przyjmuje się, że część tej obniżki podmioty będą wydatkować, bo (w myśl analizy Keynesa) reagują wydatkami konsumpcyjnymi na bieżące zmiany dochodu. Wtedy wzrośnie zagregowany popyt i uruchomi się proces mnożnikowy.

Można jednak argumentować, że ten dodatkowy dochód będzie wydatkowany tylko wtedy, gdy jego wzrost zostanie przez podmioty uznany za trwały, gdy podmioty sądzą, że w wyniku obniżki obciążeń podatkowych wzrósł ich dochód permanentny²⁹, bo przyrost uznany za tymczasowy zostanie w całości zaoszczędzony, więc wydatki konsumpcyjne nie wzrosną³⁰.

Inaczej argumentuje Robert Barro³¹ i to jego argumentację dziś mamy na myśli, mówiąc (w ślad za Jamesem Buchananem) o ricardiańskim teoremacie ekwiwalentności. Odwołuje się on do majątku podmiotów (innej determinanty ich wydatków) i nawiązuje do rozważań Davida Ricardo (stąd teoremat jest ricardiański).

Na tej podstawie stwierdza, że finansowana deficytem obniżka podatków zostanie zaoszczędzona (w formie papierów skarbowych), bo nie zostanie potraktowana przez podmioty jako przyrost majątku. Podmioty spodziewają się przecież, że aby spłacić dług (wykupić papiery skarbowe od podmiotów), państwo zwiększy w przyszłości obciążenia podatkowe, a wtedy ich majątek zmaleje. Barro argumentował

²⁹ I nie obniżą go inne czynniki.

³⁰ Poza tym, mimo wzrostu oszczędności nie wzrosną również inwestycje, bo finansowaną deficytem obniżkę podatków podmioty oszczędzają przecież w formie niedostępnej dla przedsiębiorstw – za dodatkowy dochód nabywają papiery skarbu państwa.

³¹ R. Barro, *Are government bonds net wealth?*, „Journal of Political Economy” Vol. 82(6), 1974, s. 1095–1117.

(budując model nakładających się pokoleń opierający się na mikroekonomicznej teorii wyboru), że bieżąca wartość tego przyszłego spadku jest równa wartości bieżącego wzrostu majątku tak, że międzyokresowy majątek podmiotów nie zmienia się w wyniku finansowanej deficytem obniżki podatków. Powiemy więc, że obligacje skarbowe nie są majątkiem netto dla podmiotów. I nie ma znaczenia, że przyszły wzrost podatków może dotyczyć kolejnego pokolenia podmiotów.

Jak widać, niezależnie od argumentacji ricardiański teoremat ekwiwalentności sprawia, że taka fiskalna ekspansja państwa nie zwiększa zagregowanego popytu – proces pobudzenia koniunktury zatrzymuje się już na początku.

Pomysł R. Barro znalazł wielu krytyków. Niemniej są i zwolennicy. Rozwinęli go oni, bo „zbudowali” mechanizm, przez który również monetarna ekspansja nie oddziałuje na wydatki podmiotów. Działa on za pośrednictwem „uruchamianych” wtedy inflacyjnych oczekiwań podmiotów gospodarczych.

(2)

Kolejnym zjawiskiem jest tzw. friedmanowska iluzja pieniężna, a właściwie jej brak jest problemem dla skuteczności ekspansji fiskalnej (i monetarnej). Działa ono na rynku pracy tymczasowo, zmieniając wielkość produkcji gospodarki i zatrudnienie.

Rozpocznijmy od odwołania się do Richarda Lipseya³², który na gruncie teorii keynesowskiej wyjaśnił zjawisko zaobserwowane przez Albana Williama Phillipsa. Chodzi o tzw. wymiennosc inflacji oraz bezrobocia: więcej inflacji za mniej bezrobocia, i odwrotnie.

Według R. Lipseya wynika ono z istnienia dwóch zależności: jednokierunkowej i liniowej między nadmiernym popytem na pracę a presją na nominalne płace oraz odwrotnej i nieliniowej między nadmiernym popytem na pracę a stopą bezrobocia.

Połączenie tych zależności daje wniosek, że rosnąca presja na płace i ich wzrost idą w parze ze spadkiem stopy bezrobocia. Wiemy również, że presja na nominalne płace przeradza się (przy danej wydajności pracy) w przyspieszenie tempa inflacji.

Możemy więc wnioskować, że skoro przyczyną nadmiernego popytu na pracę jest rosnący popyt na dobra i usługi – skutek fiskalnej ekspansji państwa, to fiskalna ekspansja zmniejsza stopę bezrobocia, jest więc skuteczna, lecz dzieje się to „kosztem” przyspieszenia inflacji (stopy inflacji i bezrobocia są „wymienne”).

³² R. Lipsey, *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862–1957: a further analysis*, „Economica, New Series” Vol. 27(105), 1960, s. 1–31.

Wspomniana koncepcja Friedmana³³ prowadzi jednak do odmiennej konkluzji. Przyjmijmy teraz, iż gospodarstwa domowe mają świadomość, że (w wyniku ekspansji fiskalnej) za rosnącymi płacami nominalnymi pójdą w ślad (i proporcjonalnie) ceny dóbr i usług, a więc wiedzą, że mimo wzrostu nominalnych, ich realne wynagrodzenia nie wzrosną – pracownicy nie ulegają pieniężnej iluzji, tj. nie myślą wzrostu płac nominalnych ze wzrostem płac realnych. Powiemy, że w kształtowanie nominalnych płac wbudują swoje inflacyjne oczekiwania.

Wtedy nie będą odpowiadać na oferty pracy, zwiększając wielkość podaży pracy. Czyli stopa bezrobocia nie zmaleje, a produkcja nie wzrośnie. Skutkiem fiskalnej ekspansji będzie jedynie przyspieszenie tempa inflacji.

Takie są skutki w długim okresie, bo ze względu na adaptacyjny charakter oczekiwań podmiotów ekspansja fiskalna potrafi wywołać krótkookresowe wahania produkcji i zatrudnienia. Jest tak, bo pracownicy nie wiedzą, jaka będzie stopa inflacji (wywołana przez ekspansję fiskalną). Mogą więc się pomylić i niedoszacować jej. Wtedy będą sądzić, że szybsze jest tempo wzrostu nominalnych płac – wystąpi pieniężna iluzja i będą jednak odpowiadać na oferty pracy.

Inaczej jest w przypadku racjonalnych oczekiwań (koncepcji Sargenta i Wallace'a³⁴, dziś nazywanej lucasowskimi oczekiwaniami), gdzie ekspansja jest nieskuteczna nie tylko w długim, lecz nawet w krótkim okresie.

Ten efekt działa, gdy równe są tempa wzrostu nominalnych płac oraz cen (realna stawka płacy pozostaje niezmienniona). Ale przecież pracownicy nie wiedzą, jaka będzie stopa inflacji. W presję na nominalną stawkę płacy wbudujemy więc (dodatkowo) płacowe żądania pracowników wynikające z ich oczekiwań odnośnie do przyspieszenia inflacji, które zostanie wywołane przez ekspansję popytu. Może zdarzyć się, że gdy niedoszacują inflacji, będą mylić wzrost nominalnej stawki płacy z realnym, ulegając pieniężnej iluzji. Płace będą wtedy rosnać z opóźnieniem za cenami³⁵, a wielkość podaży pracy będzie wzrastać³⁶. Przystanie i zmaleje, gdy płace dogonią je, ale będzie tak dopiero w długim okresie.

Oznacza to, że pobudzających skutków fiskalnej ekspansji można się spodziewać, lecz jedynie w krótkim okresie, potrzebnym gospodarstwom domowym do zinterpretowania wydarzeń gospodarczych – tj. w krótkim okresie. Gdy już to się dokona,

³³ M. Friedman, *The role of monetary policy*, „The American Economic Review” Vol. 58(1), 1968, s. 1–17. I Edmunda Phelps (niezależnie): E. Phelps, *Phillips curves, expectations of inflation, and the optimal inflation over time*, „Econometrica” 34(135), 1967, s. 254–281.

³⁴ T. Sargent, N. Wallace, *Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule*, „The Journal of Political Economy” Vol. 83(2), 1975, s. 241–254; T. Sargent, N. Wallace, *Rational expectations and the theory of economic policy*, „Journal of Monetary Economics” 2, 1976, s. 169–183.

³⁵ Na korzyść dla pracodawców zmienia się relacja przychód–koszt.

³⁶ Pracownicy sądzą, że to nominalne płace rosną szybciej.

wówczas żądania pracowników, by waloryzować płace (a formułowane na podstawie trafnej oceny inflacji), sprawią dodatkowo (obok oddziaływania na wielkość podaży pracy), że zmniejszy się (zwiększona w wyniku fiskalnej ekspansji) wielkość popytu na pracę: ta wzrasta przecież dopóty, dopóki ceny sprzedawanych produktów rosną szybciej niż płace (koszt ich wytworzenia)³⁷.

Takie samo zagrożenie stoi przed ekspansją monetarną.

(3)

Mechanizm „wypychania tobinowskiego” dotyczy, podobnie jak klasycznego oraz keynesowskiego, inwestycyjnych wydatków przedsiębiorstw³⁸. Ważną różnicą (bo u klasyków zawsze i w pełni, a u Keynesa zawsze, choć nie w pełni) jest jednak fakt, że w tym mechanizmie inwestycje nie zawsze są wypychane. Nie potrafimy również stwierdzić, jaka będzie siła ewentualnego ich spadku – czy wypychanie, podobnie jak klasyczne, będzie pełne, czy niepełne, jak to keynesowskie.

Zacznijmy od tego, że dług państwa, z którego pomocą finansowana jest fiskalna ekspansja, trafia (pod postacią skarbowych papierów wartościowych) do portfeli finansowych aktywów podmiotów gospodarczych. W myśl tobinowskiej analizy portfela wypchnie on inne aktywa znajdujące się w tych portfelach: pieniądz lub te, których emitentami są przedsiębiorstwa. Dzieje się to w wyniku wystąpienia dwóch mikroekonomicznych efektów: substytucyjnego oraz ryzyka. Efekt substytucyjny oznacza tyle, że podmiot chce zastępować inne aktywa w portfelu przez bardziej dochodowe papiery skarbowe. Efekt ryzyka związany jest z obawą podmiotu przed trzymaniem „wszystkich jajek w jednym koszyku” – podmiot chce utrzymywać zróżnicowany portfel (efekt ryzyka będzie zawsze osłabiać siłę substytucyjnego).

³⁷ W myśl koncepcji Friedmana w swoje żądania płacowe podmioty wbudowują zaobserwowane, przeszłe wartości inflacji. Mówimy, że ich oczekiwania są adaptacyjne. I dlatego oczekiwania inflacyjne dostosowują się z opóźnieniem do faktycznej inflacji (płace podążają z opóźnieniem za cenami). Z tego powodu podmioty popełniają również regularnie błędy w ocenie przyszłej inflacji (gdy tempo inflacji nie jest stabilne) – stąd krótkookresowe wahania stopy bezrobocia i krótkookresowa skuteczność fiskalnej ekspansji. W myśl hipotezy racjonalnych oczekiwań gospodarstwa domowe nie popełniają takich błędów, jako że przyszłe tempo inflacji oceniają nie tylko na podstawie jej przeszłych wartości, lecz wszelkich dostępnych im informacji. I dlatego ekspansyjna polityka fiskalna nie przyniesie pobudzenia nawet w krótkim okresie. Jak pamiętamy, według nowych klasyków produkcja zareaguje na ekspansję fiskalną (choć tylko w krótkim okresie) jedynie wtedy, gdy podmioty gospodarcze zostaną przez nią zaskoczone – gdy nastąpi szok popytowy.

³⁸ Określenie nie funkcjonuje w teorii ekonomii, jako że to ja tak nazwałem ten mechanizm.

Kluczowe staje się to, które aktywa zostaną wypchnięte z portfeli podmiotów przez dług państwa. Otóż będą nimi te, które podmioty uznają za bliższe substytuty papierów skarbowych. A które? – nie wiemy *ex ante*.

Ekspansję fiskalną osłabi wypchnięcie papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa. Wtedy bowiem malejący popyt na nie obniży ich rynkowe ceny. Ponieważ te ceny określają rynkową wartość przedsiębiorstw, to malejący jej poziom oznacza, że potencjalny nabywca kapitału trwałego może go teraz nabyć taniej – nabywając istniejący, czyli przedsiębiorstwo.

Podjmując decyzję o rozszerzeniu swojego zasobu kapitału trwałego, nie będzie on więc budować nowego – inwestować. Dobitnie ujął to Keynes, stwierdzając: „po co budować nowe przedsiębiorstwo, skoro takie samo można taniej kupić?”, a J. Tobin na tej podstawie właśnie zbudował analizę znaną dziś jako analiza „współczynnika q ”.

Jeśli więc ekspansja fiskalna spowoduje, że z portfeli podmiotów wypchnięte zostaną papiery emitowane przez przedsiębiorstwa, to zmaleją jednocześnie ich inwestycyjne wydatki – będą wypychane przez rosnące wydatki państwa³⁹. Siła fiskalnej ekspansji zostanie zmniejszona.

Podobne skutki może przynieść ekspansja monetarna, wpychając pieniądz do portfeli podmiotów gospodarczych i wypychając papiery przedsiębiorstw, a nie państwa.

Przejdźmy teraz do zagrożeń dla ekspansji monetarnej. Dokonuje się ona przez wzrost podaży pieniądza (spowodowany przez wzrost bazy monetarnej nazywanej pieniądzem banku centralnego) oraz spadek nominalnych rynkowych stóp procentowych, a jej oddziaływanie na aktywność gospodarczą – przez wspomniane mechanizmy transmisji. Zagrożenia dotyczą więc zarówno tych makroekonomicznych agregatów (podaży pieniądza oraz stopy procentowej) – mechanizm może nie zostać uruchomiony, jak i samego przebiegu uruchomionego mechanizmu.

(4)

Zjawiskiem charakterystycznym dla monetarnej ekspansji jest to, które sprawia, że mechanizm transmisji nie uruchamia się. Jest nim pułapka płynności. Można ją rozumieć dwojako⁴⁰:

³⁹ Tak nie musi się stać, ponieważ z portfeli podmiotów może zostać wypchnięty pieniądz, lecz zależy to od decyzji tychże podmiotów.

⁴⁰ Co wynika z rozróżnienia podaży pieniądza (w gospodarce) oraz bazy monetarnej (pieniądza banku centralnego).

- 1) Odwołując się do (oryginalnej) koncepcji Keynesa, powiemy, że rosnąca wielkość podaży pieniądza utknie wtedy w portfelach podmiotów pozabankowych, gdy wchłonie ją rosnąca z nią równolegle wielkość spekulacyjnego popytu na pieniądź. W tych portfelach (wtedy homogenicznych) będzie znajdować się tylko pieniądź – „pieniądz zniknie w pułapce” i nie „wyleje się” na rynek kapitałowy. Dzieje się tak, gdy wszystkie podmioty pozabankowe oczekują wzrostu rynkowej stopy procentowej⁴¹.
- 2) Tak rozumiane zjawisko pułapki odpowiada drugiemu etapowi (w pięcioetapowej) friedmanowskiej transmisji. Dziś ekonomiści, mówiąc o pułapce, mają na myśli również pierwszy etap tego friedmanowskiego mechanizmu. Mogę więc powiedzieć, że pułapka występuje wtedy, gdy rosnąca baza monetarna pozostaje w sektorze banków komercyjnych, tworząc przyrost płynnych rezerw banków; gdy te instytucje nie przeznaczają rosnących nadwyżek płynnych rezerw na zakup oprocentowanych aktywów finansowych⁴² lub akcję kredytową⁴³ (z powodu np. braku popytu na kredyt⁴⁴ lub braku podaży kredytu – chęci jej rozwijania). Powiemy wtedy obrazowo, że „banki siedzą na rezerwach” i podaż pieniądza nie wzrasta mimo monetarnej ekspansji dokonywanej przez bank centralny: „płyn nie zawsze trafia z kubka prosto do ust, bo może rozlać się po drodze”. W takim, powiedzmy „współczesnym” jej rozumieniu pułapka płynności nie jest więc problemem keynesowskiej nieskończenie dużej wielkości popytu na pieniądź wchłaniającego każdą wielkość rosnącej jego podaży, ale... nierosnącej jego podaży⁴⁵.
Niezależnie jednak od podłoża (popytowe, czy podażowe) w obu tych przypadkach ekspansja monetarna nie przełoży się na rynkowy poziom nominalnej stopy procentowej i nie będzie oddziaływać na wydatki podmiotów oraz dalej na wielkość produkcji i zatrudnienia – żaden z mechanizmów transmisji nie będzie działał.
Wymieniłem wcześniej trzy typy mechanizmów transmisji, które analizuje się w teorii ekonomii (kredytowy, portfelowy, majątkowy). Jeśli mechanizm zostanie uruchomiony, to z przebiegiem każdego z tych typów wiążą się odmienne zagrożenia.

⁴¹ Za wzrostem stóp „pójdą” spadki cen oprocentowanych aktywów finansowych i dlatego podmioty preferują wtedy płynność (pieniądz).

⁴² Co przerodziłoby się we wzrost gotówki w obiegu pozabankowym.

⁴³ Co spowodowałoby (mnożnikowy) wzrost wielkości podaży pieniądza banków komercyjnych. A gotówka w obiegu pozabankowym i ten pieniądź tworzą pierwszy agregat podaży pieniądza w gospodarce ($M1$).

⁴⁴ Przyczyną może być np. konieczność naprawy bilansów przez podmioty gospodarcze, a wtedy – jak pisze R. Koo, twórca koncepcji recesji bilansowej – pułapka płynności nie ma nic wspólnego z niskimi stopami procentowymi, bo jest spowodowana zmianą priorytetu podmiotów: z maksymalizacji zysku na minimalizację zadłużenia. R. Koo, *The Holy Grail of macroeconomics: lessons from Japan's Great Recession*, Wiley & Sons, Singapore 2009.

⁴⁵ Jest problemem gromadzenia płynności przez sektor banków komercyjnych, a nie podmioty sektora pozabankowego.

W transmisji portfelowej, dopiero co wspomianej przy okazji tobinowskiego wypychania, zagrożeniem jest właśnie wypchnięcie z portfeli podmiotów przez rosnący zasób pieniądza, papierów przedsiębiorstw. W majątkowej: na każdym z jej kolejnych etapów decydującą rolę odgrywają subiektywne decyzje podejmowane przez podmioty sektora pozabankowego⁴⁶. W przypadku transmisji kredytowej najważniejszym zagrożeniem jest niewrażliwość inwestycji na zmianę stopy procentowej.

(5)

Chciałbym dokładniej przedstawić kwestię owej niewrażliwości inwestycji. „Tradycyjnie” (w „makroekonomii konwencjonalnej”) przyjmuje się, że obniżka stopy procentowej przekłada się na wzrost inwestycyjnych wydatków przedsiębiorstw. Dzieje się to za pośrednictwem jej relacji do tzw. krańcowej efektywności kapitału (MEK)⁴⁷. MEK jest taką stopą procentową (nazywaną wtedy dyskontową i odpowiednio kalkulowaną), przy której cena popytu jest równa cenie podaży kapitału trwałego. Cena popytu jest określona przez przyszłe przychody (strumienie płatności) generowane przez „dojrzałą” inwestycję – jest ich wartością bieżącą. Jest więc ona maksymalną wielkością wydatku na kapitał trwały, który przedsiębiorstwo jest skłonne ponieść, by otrzymać te przyszłe przychody. Cena podaży jest wydatkiem, który przedsiębiorstwo musi obecnie ponieść (przy danych cenach składników kapitału trwałego), by zbudować zasób kapitału trwałego generujący owe przyszłe przychody.

MEK jest więc maksymalną stopą procentową dla danego projektu inwestycyjnego – taką, przy której projekt znajduje się na progu rentowności. Dany projekt inwestycyjny zostanie podjęty, gdy rynkowa stopa procentowa będzie niższa od MEK wyznaczonej dla tego projektu. A ponieważ korzystnych projektów inwestycyjnych jest więcej dla niższych stóp procentowych (relatywnie niewiele jest takich, których MEK jest wysoka), to spadek tych stóp zwiększa skłonność do inwestowania i wielkość inwestycyjnych wydatków przedsiębiorstw. Do tego momentu analiza keynesowska pokrywa się z fisherowską.

⁴⁶ Trzech (dwa pierwsze wyżej): wzrost popytu na istniejące aktywa rzeczowe, następnie na nowe (czyli właśnie inwestycje) oraz na końcu na kapitał ludzki. W tym mechanizmie przenoszenie się pierwotnego impulsu monetarnego na kolejne aktywa (finansowe, a potem rzeczowe) jest konsekwencją zmian cen tych aktywów i stóp zwrotu z nich oraz dążenia podmiotów do optymalizacji struktury swojego majątku (aż wszystkie stopy zwrotu są sobie równe).

⁴⁷ W analizie klasycznej ta keynesowska MEK jest nazywana (fisherowską) stopą zwrotu ponad koszty, a dziś z kolei jest znana jako wewnętrzna stopa zwrotu (IRR).

Problemem jest jednak to, że MEK jest wielkością kalkulowaną (w cenie popytu): zależy od szacowanych, bo przyszłych, czyli niepewnych przychodów (strumieni pieniężnych) z inwestycji. Jej wielkość zmienia się więc silnie w wyniku zmian oczekiwań podmiotów odnośnie do tych przychodów. Również bardzo zmienna jest rynkowa stopa procentowa, bo jej poziom jest określony przez czynnik, na który Keynes zwrócił uwagę w swojej teorii preferencji płynności – popyt na pieniądz. Niestabilny w spekulacyjnej części, bo też określanej przez oczekiwania.

Oznacza to, że decyzje inwestycyjne są podejmowane w oparciu o relację dwóch bardzo zmiennych kategorii. I to dlatego Keynes zerwał stabilny, klasyczny związek inwestycji ze stopami procentowymi, uzależniając ich wielkość od oczekiwań podmiotów rządzonych przez „irracjonalny optymizm” czy pesymizm, zachowania stadne⁴⁸. Inwestycje mogą więc okazać się niewrażliwe na spadek stopy procentowej wywołany przez pieniężną ekspansję.

Jeśli jednak pułapka płynności nie pojawiłaby się i inwestycje przedsiębiorstw były wrażliwe na zmianę rynkowej stopy procentowej, to nadal przed monetarną ekspansją stoją zagrożenia, które dotyczą przebiegu mnożnikowego procesu tworzenia dochodu i produktu. Omówiłem już je w odniesieniu do ekspansji fiskalnej, tj. keynesowskie wypychanie, „friedmanowska iluzja” czy wspomniane tylko lucasowskie racjonalne oczekiwania.

(6)

Syntetyzując przedstawione rozważania, chciałbym na koniec zwrócić uwagę na jednoczesność obu ekspansji, która – jak pamiętamy – jest zalecana przez teoretyków ekonomii, bo monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji może dać efekt synergii.

Analiza popytu na pieniądz, którą zawarłem w książce *Pułapka płynności a monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji* (OW SGH, Warszawa 2013), pozwala mi zauważyć, że jednoczesność obu ekspansji może jednak – uruchamiając pewne znane mechanizmy – przynieść skutki odmienne od konwencjonalnych. Otóż zwiększy ona wielkość popytu na pieniądz, bo gdy ekspansja pieniężna utrzymuje rynkowe stopy procentowe na relatywnie niskim poziomie, to – o czym wiedzą podmioty – emisja długu (ekspansja fiskalna) z reguły je podnosi. W takich warunkach będą się więc

⁴⁸ W roku 1909 w liście do swojego ojca Keynes, przytaczając opinię znanego mu gracza giełdowego, pisał: „Na inwestora wpływać będą nie – jak się wydaje – przychody netto, jakie faktycznie uzyska ze swych inwestycji w długim okresie, ale jego oczekiwania. Zależą one często od mody, od reklamy albo czysto irracjonalnych fal optymizmu, bądź pesymizmu”.

rodzić (i nasilać w miarę trwania obu ekspansji) oczekiwania ich przyszłego wzrostu. A jak wiemy, oczekiwania wzrostu rynkowej stopy procentowej zwiększają wielkość popytu na pieniądź.

Prawdopodobieństwo wzrostu wielkości popytu na pieniądź będzie wyższe, a ten wzrost silniejszy, gdy jednoczesne ekspansje będą prowadzone w warunkach rosnącej niepewności co do kształtowania pozostałych makroekonomicznych agregatów⁴⁹, oczekiwanej deflacji⁵⁰ oraz wysokiego długu państwa (czyli gdy ekspansja fiskalna była wcześniej już stosowana)⁵¹.

A przy rosnącej wielkości popytu na pieniądź wiemy, że to oprocentowane aktywa przedsiębiorstw staną się bliższym substytutem papierów skarbowych i zacznie działać tobinowski efekt wypychania: papiery skarbowe (emitowane w celu prowadzenia fiskalnej ekspansji) będą wypychać z portfeli te, których emitentami są przedsiębiorstwa, więc inwestycje przedsiębiorstw zmaleją (jak wynika z tobinowskiej analizy współczynnika q) wraz z i mimo rosnących zakupów państwa oraz spadku rynkowych stóp procentowych (nie są one przecież jedynym czynnikiem decydującym o tych wydatkach). Siła obu jednoczesnych ekspansji może – wbrew wnioskowi makroekonomii konwencjonalnej – być niewielka. Tobinowskie wypychanie działa bowiem wcześniej, tj. zanim ekspansja pieniężna obniży stopę procentową i zanim uruchomi się ilościowy proces mnożnikowy (zadziała irracjonalny optymizm)⁵².

Kończąc, muszę stwierdzić, że teoria ekonomii nie daje jednoznacznej odpowiedzi na najważniejsze ze stawianych przed nią pytań: „Jak prowadzić politykę gospodarczą, by była skuteczna w oddziaływaniu na aktywność gospodarczą?”. Ale nie jest to jej wadą. Różnorodność proponowanych rozwiązań wynika przecież z jakże bogatej i zmiennej rzeczywistości gospodarczej. A więc oznacza, że ekonomiści uważnie ją obserwują i starają się dopasować do niej swoje teorie, a nie oczekują dostosowania się rzeczywistości. Wydaje się więc, że nadzieje wyrażone przez prezydenta Roosevelta na znalezienie „jednorękiego ekonomisty” będą tylko pobożnym życzeniem również i jego następców.

⁴⁹ Zwiększa ona preferencję płynności, bo jeśli dałoby się poprawnie przewidzieć przyszłość, to posiadanie oprocentowanych aktywów byłoby zawsze korzystniejsze od utrzymywania gotówki.

⁵⁰ Spodziewany spadek cen podnosi spodziewaną wartość jednostki pieniężnej.

⁵¹ Bo gdy udział papierów skarbowych w portfelach podmiotów jest większy od zera, to kolejne emisje długu zmniejszają, a nie zwiększają stopień dywersyfikacji portfela. Te kolejne emisje będą więc skutkować coraz silniejszym tobinowskim efektem ryzyka – w przedstawionych warunkach polegającym na zwiększaniu preferencji płynności, a nie popytu na papiery przedsiębiorstw.

⁵² Poza tym obniżka stopy procentowej prowadzi do zwiększenia preferencji płynności, więc tym bardziej zwiększy siłę tobinowskiego wypychania.

On effectiveness of fiscal and monetary policies

The article reviews theoretical analyses of effectiveness of fiscal and monetary policies. The first part concentrates on classical and new classical arguments on ineffectiveness of fiscal and monetary stimulus, i.e. proving that the stimulus does not influence real economic aggregates. These arguments include laissez-faire doctrine and rational expectations, aggregate supply, and continuous market clearing hypotheses. The second part contains detailed description of adjustment processes brought about by fiscal and monetary expansions considered by contemporary theorists (e.g. D. Elmendorf and G.N. Mankiw) as “conventional macroeconomics”. These processes serve as theoretical argument in favor of a monetary accommodation of fiscal expansion. The third part forms a concise review of macroeconomic concepts which show that conventional adjustment process can be interrupted or even stopped during any of their phases (ricardian equivalence theorem, Friedman's money illusion liquidity trap, investment insensitivity, Tobin's crowding out effect). In the final part, the author points out that monetary accommodation can weaken effectiveness of fiscal expansion.

Keywords: fiscal policy, monetary policy, economic policy effectiveness, laissez-faire doctrine, monetary accommodation, crowding out effect, ricardian equivalence theorem, monetary illusion, liquidity trap, investment insensitivity

L'efficacité de la politique budgétaire et de la politique monétaire

L'article présente les analyses théoriques de l'efficacité des politiques budgétaire et monétaire. La première partie se concentre sur les arguments classiques et néo-classiques sur l'inefficacité des mesures de relance budgétaire et monétaire, ce qui prouve que le stimulus n'a pas d'influence sur les agrégats économiques réels. Ces arguments comprennent, entre autres, la doctrine du laissez-faire, les anticipations rationnelles, l'offre globale. La deuxième partie contient une description détaillée des processus d'ajustement induits par l'expansion budgétaire et monétaire considérés par les théoriciens contemporains (D. Elmendorf et G.N. Mankiw) comme «la macroéconomie classique». Ces processus sont un argument théorique en faveur d'une politique monétaire accommodante de l'expansion budgétaire. La troisième partie comprend une analyse des concepts macroéconomiques qui montrent qu'un processus d'ajustement classique peut être interrompu ou même arrêté pendant toute phase. Dans la dernière partie, l'auteur souligne que la politique monétaire accommodante peut affaiblir l'efficacité de l'expansion budgétaire.

Mots-clés: la politique budgétaire, la politique monétaire, l'efficacité de la politique économique, la doctrine du laissez-faire, la politique monétaire accommodante, l'effet d'éviction, le théorème d'équivalence ricardienne, l'illusion monétaire, la trappe à liquidité, l'insensibilité de l'investissement

Об эффективности фискальной и монетарной политик

Статья посвящена теоретическому анализу, в котором поднимается проблема эффективности фискальной и монетарной политик и обсуждаются эти понятия. В первой части приводятся классические и новые классические аргументы, что денежно-кредитные и фискальные стимулы неэффективны, то есть не влияют на реальные экономические агрегаты. Эти аргументы состоят из принципа невмешательства, рациональных ожиданий, совокупного предложения и гипотеза непрерывного установления рыночного равновесия. Во второй части содержится подробное описание настройки процессов, вызванных фискальной и денежно-кредитной экспансиями и именуемых теоретиками как „conventional macroeconomics” (термин, используемый Д. Эльмендорфом и Г. Мэнкью). Эти процессы служат как теоретический аргумент в пользу денежно-кредитного регулирования при фискальной экспансии. Третья часть включает краткий обзор макроэкономических понятий, которые показывают, что обычный процесс регулировки можно прервать или даже остановить на довольном этапе. К налогово-бюджетной экспансии относятся теорема эквивалентности Рикардо и концепция денежной иллюзии Фридмена. К денежно-кредитной экспансии – ловушки ликвидности и нечувствительность инвестиций к изменению процентной ставки. А независимо от характера стимула (монетарного или фискального) – эффект вытеснения Тобина. Наконец, автор указывает на концепцию, согласно которой денежно-кредитное регулирование может ослабить эффективность фискальной экспансии.

Ключевые слова: фискальная политика, денежно-кредитная политика, эффективность экономической политики, принцип невмешательства, денежно-кредитное регулирование, эффект вытеснения, теорема эквивалентности Рикардо, денежная иллюзия, ловушка ликвидности, нечувствительность инвестиций