

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 451

**Finanse publiczne**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Agnieszka Flasińska  
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz  
Korekta: Justyna Mroczkowska  
Łamanie: Małgorzata Myszowska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronach internetowych  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2016

**ISSN 1899-319**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-618-3**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Tomasz Banasik, Katarzyna Brzozowska-Rup:</b> Metodologiczne aspekty oceny oddziaływania OFE na rozwój gospodarczy w Polsce / Methodological aspects of assessment of Pension Funds influence on the economic development of Poland .....	11
<b>Krzysztof Berbeka:</b> Polityka klimatyczna w warunkach kryzysu finansowego / The climate policy in the conditions of financial crisis .....	27
<b>Marcin Brycz:</b> ATP-pension fund's investments and consumption in Sweden 1961–1994. Past example, but problem still not resolved / Inwestycje funduszy emerytalnych ATP a konsumpcja w Szwecji (1961–1994). Miniony przypadek, lecz problem wciąż aktualny .....	40
<b>Agnieszka Deresz, Marian Podstawka:</b> Zróżnicowanie obciążeń fiskalnych dochodów osób fizycznych w Polsce / Differentiation of tax burden on individual taxpayers in Poland.....	52
<b>Marek Dylewski:</b> Instrumenty stabilizowania długoterminowej równowagi finansowej JST / Instruments for stabilizing the long-term financial balance of LGU .....	64
<b>Beata Zofia Filipiak:</b> Dylematy pomiaru potencjału finansowego jednostek samorządu terytorialnego – dobór czynników i ich pomiar / Dilemmas of measuring the potential financial – selection of factors and their measurement .....	75
<b>Mateusz Folwarski:</b> Czynniki wpływające na rozwój sieci bankomatów w krajach Europy Środkowej / Factors affecting the development of the ATM network in Central Europe .....	89
<b>Maria Magdalena Golec:</b> Zmiany regulacyjne w sektorze Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych i ich ocena / Regulatory changes in the cooperative savings and credit unions and their evaluation .....	99
<b>Marcin Gospodarowicz:</b> Efektywność wspierania rozwoju przedsiębiorczości ze środków UE w gminach na obszarach wiejskich w Polsce w latach 2007–2013 / Efficiency of entrepreneurship support from EU funds in rural communes in Poland (2007–2013).....	110
<b>Gabriela Gurgul:</b> Kierunki kreacji marki i zmiany w zarządzaniu produktami bankowymi wobec tła gospodarczo-politycznego oraz oczekiwań klientów detalicznych / Directions of brand creation and changes in managing banking products (against an economic and political background and expectations of retail customers) .....	122

<b>Mariusz Hamulczuk, Marcin Idzik:</b> Zgodność i predyktywność testów koniunktury bankowej z koniunkturą ogólnogospodarczą / Compliance and forecasting of the surveys of the banking situation with the overall economic situation.....	134
<b>Aneta Kargol-Wasiluk, Adam Wyszowski:</b> Preferencje podatkowe wspierające działalność B + R w ramach podatków dochodowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii / Tax incentives supporting R&D activities in Poland and in the United Kingdom.....	145
<b>Krzysztof Kil, Radosław Ślusarczyk:</b> Determinanty marży odsetkowej banków w Polsce w okresie pokryzysowym / Determinants of banks' net interest margins in Poland.....	162
<b>Julitta Koćwin:</b> Sytuacja konsumenta na rynku szarej bankowości / The consumer situation on the informal banking market .....	175
<b>Magdalena Kogut-Jaworska:</b> Pomoc publiczna i jej szczególne znaczenie w systemie wsparcia publicznego w Polsce / Public aid and its particular role in the system of state aid in Poland .....	187
<b>Agnieszka Kristof:</b> Skarb Państwa w roli właściciela przedsiębiorstw / State treasury as the owner of companies.....	198
<b>Justyna Kujawska:</b> Wpływ struktury finansowania na wyniki funkcjonowania systemów opieki zdrowotnej w krajach Unii Europejskiej / The impact of financing structure on the healthcare systems outcomes in the European Union countries.....	207
<b>Elwira Leśna-Wierszolicz:</b> IKE i IKZE jako dobrowolne formy gromadzenia oszczędności emerytalnych / Individual retirement accounts and individual retirement security accounts as voluntary forms of pension savings .....	219
<b>Marta Maier:</b> System zabezpieczenia emerytalnego a starzenie się społeczeństwa w Polsce / Pension security system and aging society in Poland .....	230
<b>Dariusz Malinowski, Marcin Krawczyk:</b> Oddziaływanie ekspansji fiskalnej wspomaganej przez monetarną na produkcję – ujęcie teoretyczne i na przykładzie wybranych gospodarek / The impact of money accommodated fiscal expansion on production – theory and experience of selected countries.....	240
<b>Paweł Marszałek:</b> Disintermediation of banks – causes and consequences / Dezintermediacja banków – przyczyny i konsekwencje .....	256
<b>Małgorzata Mazurek-Chwiejczak:</b> Wydajny fiskalnie system podatkowy – w poszukiwaniu modelowych rozwiązań / The fiscally efficient tax system – in search of model solutions .....	268
<b>Dominika Mierzwa, Ewa Błaszke:</b> Źródła finansowania zewnętrznego jednostek samorządu terytorialnego na przykładzie miasta Wrocławia / The sources of external funding of local government entities on the example of the city of Wrocław .....	280

<b>Elżbieta Izabela Misiewicz:</b> Zmiany przepisów o jednym procencie należnego podatku dochodowego od osób fizycznych a zachowanie podatników / Changes in one percent of the tax regulations and tax-payers behaviour...	291
<b>Monika Pasternak-Malicka:</b> Funkcja fiskalna podatku od towarów i usług a znieczulenie podatkowe / Tax illusion and its impact on the fiscal function of the taxation of goods and services .....	301
<b>Jacek Pera:</b> Ocena wpływu zadłużenia zagranicznego na ryzyko kredytowe Polski w modelu roszczeń warunkowych / Impact of foreign debt on Polish credit risk in the model of contingent claims approach .....	314
<b>Elwira Pindyk:</b> Wpływ zmiany systemu opodatkowania nieruchomości od osób fizycznych na budżet gminy / Impact of changes in taxation of real estates of individuals on district's budget.....	329
<b>Piotr Podsiadło:</b> Pomoc publiczna w formie gwarancji – analiza jakościowa i ilościowa z perspektywy polityki fiskalnej / State aid in the form of guarantees – qualitative and quantitative analysis from the perspective of fiscal policy.....	347
<b>Magdalena Rękas:</b> Ulgi na dzieci jako instrument polityki rodzinnej a niska dzietność w Polsce / Relief for children as an instrument of family policy and low fertility in Poland .....	360
<b>Katarzyna Rola:</b> Wpływ podatku akcyzowego na konsumpcję alkoholi / Impact of excise tax on alcohol products consumption .....	374
<b>Alicja Sekuła, Roman Fandrejewski:</b> Naruszenie dyscypliny finansów publicznych w zakresie wykorzystania subwencji ogólnej / The violation of public finance discipline with respect to the use of general grant .....	385
<b>Tomasz Sobczak:</b> Rola krajowych oszczędności w poglądach wybranych ekonomistów Polski międzywojennej / The role of domestic savings in views of chosen economists of interwar-Poland.....	398
<b>Błażej Socha:</b> Działalność innowacyjna a wyniki finansowe przedsiębiorstw / Innovation and financial performance .....	411
<b>Małgorzata Sosińska-Wit, Karolina Gałazka:</b> Aktywność inwestycyjna mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw w województwie lubelskim / Investment activity of micro-, small and medium-sized enterprises in the region of Lublin .....	420
<b>Michał Sosnowski:</b> Transfer pricing issues in taxation of related entities / Problematyka cen transferowych w opodatkowaniu podmiotów powiązanych.....	431
<b>Wacława Starzyńska:</b> Metody statystyczne w analizie rynku zamówień publicznych / Statistical methods in analysis of public procurements .....	448
<b>Małgorzata Szczepaniak:</b> Nierównowaga finansów publicznych w Polsce na tle krajów Europy Środkowo-Wschodniej i UE 28 / Conditions of public finances' imbalance in Poland compared to the countries of Central and Eastern Europe and all European countries (EU 28).....	457

<b>Joanna Śmiechowicz, Paulina Kozak:</b> Diagnoza skutków polityki podatkowej gmin w Polsce w latach 2003–2015 / The issue of maximization of own revenue potential and the tax policy of municipalities in Poland in the years 2003–2015 .....	468
<b>Tomasz Śmietanka:</b> Gospodarka finansowa gmin Grójec, Koźienice, Szydłowiec w latach 2003–2016 jako czynnik rozwoju lokalnego / Financial economy of the communes Koźienice, Grójec, Szydłowiec in the years 2003–2016 as a factor of sustainability development at the local level .....	479
<b>Anna Świrska:</b> Skuteczność mechanizmu subwencjonowania w wyrównywaniu sytuacji dochodowej gmin / Effectiveness of the subsidizing mechanism in equalizing the income situation of municipalities.....	497
<b>Małgorzata Twarowska:</b> Wpływ dodatkowego opodatkowania sektora finansowego na napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich w krajach UE / Impact of additional financial sector taxation on the Foreign Direct Investment inflow in the EU countries .....	509
<b>Maciej Woźniak, Robert Lisowski:</b> Ocena związku preferencji podatkowych z poziomem inwestycji przedsiębiorstw w Polsce / Evaluation of relationship between fiscal instruments and investments of companies in Poland .....	520
<b>Mariusz Zieliński:</b> Klienci i pracownicy jako beneficjenci działań CSR w sektorze bankowym w Polsce / Customers and employees as recipients of CSR activities in the banking sector in Poland .....	533
<b>Arkadiusz Żabiński, Elżbieta Pohulak-Żołędowska:</b> Fiskalne uwarunkowania budowy systemu podatkowego w wybranych krajach / Fiscal stimulants of creation of tax system in chosen countries .....	543

## Wstęp

Publikacja *Finanse publiczne* została wydana w ramach Prac Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Poszczególne jej części stanowią dorobek pracowników naukowych najbardziej liczących się w Polsce ośrodków naukowych. Przedstawione opracowania odnoszą się do całego spektrum problemów naukowo-badawczych związanych z finansami publicznymi i polityką fiskalną. Poszczególni autorzy prezentują wyniki swoich badań teoretycznych i empirycznych w zakresie zarządzania dochodami i wydatkami budżetu centralnego oraz budżetów jednostek samorządu terytorialnego, w kontekście zarówno reformy finansów publicznych, reformy systemu emerytalnego, pomocy publicznej, jak i teoretycznych podstaw realizacji wyznaczonych celów przez narzędzia polityki fiskalnej.

Niniejsza publikacja jest adresowana do środowisk naukowych i studentów wyższych uczelni oraz osób, które w praktyce gospodarczej mają styczność ze stroną dochodową lub wydatkową polityki fiskalnej.

Poszczególne fragmenty książki były recenzowane przez profesorów uniwersytetów, w większości kierowników katedr finansów, katedr ekonomii oraz polityki ekonomicznej, którym chciałbym podziękować za rzetelne recenzje. Składam również wyrazy uznania pracownikom Katedry Ekonomii i Polityki Ekonomicznej Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu oraz pracownikom Wydawnictwa za wiele wysiłku i zaangażowanie, dzięki któremu powstała ta publikacja.

Mam głębokie przekonanie, że książka *Finanse publiczne*, którą oddajemy w Państwa ręce, będzie inspiracją do dalszych badań i dociekań naukowych oraz do powstania równie inspirujących opracowań w przyszłości.

*Jerzy Sokołowski*

**Dariusz Malinowski, Marcin Krawczyk**

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
e-mails: dmalino@sgh.waw.pl; mkrawc@sgh.waw.pl

---

## **ODDZIAŁYWANIE EKSPANSJI FISKALNEJ WSPOMAGANEJ PRZEZ MONETARNĄ NA PRODUKCJĘ – UJĘCIE TEORETYCZNE I NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH GOSPODAREK**

### **THE IMPACT OF MONEY ACCOMMODATED FISCAL EXPANSION ON PRODUCTION – THEORY AND EXPERIENCE OF SELECTED COUNTRIES**

---

DOI: 10.15611/pn.2016.451.20

**Streszczenie:** W artykule podjęto problem widocznej po 2007 r. w różnych gospodarkach nieskuteczności ekspansji fiskalnej wspomaganej przez monetarną. W pierwszej jego części przedstawiono teoretyczną analizę – propozycję wyjaśnienia tej nieskuteczności. Jej przyczyną jest działanie mechanizmów, które w pewnych warunkach mogą uruchomić się w odpowiedzi na monetarne wspomaganie fiskalnej ekspansji. Te warunki to mała aktywność gospodarcza rodząca niepewność, deflacja, niskie stopy procentowe oraz istnienie długu publicznego. Zaproponowane mechanizmy odwołują się do keynesowskiej analizy preferencji płynności oraz tobinowskich analiz portfela i współczynnika  $q$ . W drugiej części na przykładzie wybranych gospodarek (niektóre państwa strefy euro, USA, Wielka Brytania, Polska) pokazano, że to, iż mimo silnego wzrostu deficytu budżetowego w latach 2008–2009 utrzymywało się niskie tempo wzrostu realnej produkcji, mogło właśnie wynikać z działania tych mechanizmów. Podkreślono także, że warunki niesprzyjające skuteczności ekspansywnej polityki fiskalnej w oddziaływaniu na tempo wzrostu gospodarczego nadal utrzymują się w tych państwach.

**Słowa kluczowe:** ekspansja fiskalna, ekspansja monetarna, niskie stopy procentowe, deflacja, dług publiczny.

**Summary:** The article discusses the problem of fiscal expansion ineffectiveness observed in many countries after 2007. It contains two parts. The first explains the causes of this ineffectiveness. It is a theoretical analysis of economic mechanisms that can be at work in specific conditions, i.e., monetary accommodation, low economic activity, low interest rates and public debt. They all weaken the demand effect of budget deficit. The conclusions are drawn from the combined analysis the modified Keynesian liquidity preference, Tobin's analysis of public debt and  $q$  theory. In the second part the above mechanisms are illustrated by the experiences of several economies (selected euro zone countries, US, UK and Poland). We observe that despite large cyclical budget deficits in 2008–2009 the economic activity remains low and the conditions rendering fiscal expansion impotent still persist.

**Keywords:** fiscal expansion, monetary expansion, zero-bound interest rate, deflation, public debt.



## 1. Wstęp

W niniejszym artykule przedstawiamy autorską propozycję procesów gospodarczych, które mogą uruchomić się w odpowiedzi na ekspansywną politykę budżetową, gdy jest ona wspomagana przez ekspansywną politykę monetarną. Rozważone procesy prowadzą do wniosków odmiennych od tych, które płyną z konwencjonalnych<sup>1</sup> analiz makroekonomii głównego nurtu i mogą stanowić argument za tym, że w pewnych warunkach taka polityka traci skuteczność oddziaływania na aktywność gospodarczą.

Naszą analizę rozpoczynamy od rozważań prowadzonych na gruncie teorii ekonomii, a potem koncentrujemy się na badaniu kształtowania podstawowych makroekonomicznych agregatów w wybranych gospodarkach – tych gospodarkach, w których identyfikujemy wspomaganie ekspansji fiskalnej przez monetarną. Jest ona obecnie prowadzona w odpowiedzi na skutki kryzysu gospodarczego. Dane statystyczne pokazują, że skuteczność tak prowadzonych ekspansji jest niska, a wielu ekonomistów przyczynę tej niskiej skuteczności upatruje w gospodarczych warunkach, w których obie ekspansje są prowadzone, i podejmuje próbę wyjaśnienia tego problemu na gruncie teorii ekonomii. Niniejszy artykuł jest jedną z takich prób.

## 2. Przebieg procesów gospodarczych uruchomionych przez jednoczesną ekspansję fiskalną i monetarną – analiza teoretyczna

Używając określenia makroekonomia „konwencjonalna”, G. Mankiw oraz D. Elmendorf mają na myśli dominujący wśród ekonomistów pogląd, że ekspansywna polityka budżetowa zwiększa zagregowane wydatki w gospodarce, przyczyniając się tym samym do pobudzenia aktywności gospodarczej – mówimy, że jest skuteczna. W konwencjonalnych analizach zwraca się również uwagę na to, że uruchomione wtedy (ilościowe) procesy mnożnikowego wzrostu zatrudnienia, produkcji i dochodu będą „wypychać” inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw. Proces wzrostu aktywności gospodarczej będzie więc stopniowo hamowany, skoro wraz ze wzrostem jednego ze składników zagregowanych wydatków maleje inny. Przyczyną tego spadku inwestycji jest rosnący w trakcie trwania procesu poziom rynkowych stóp procentowych. Poziom rynkowych stóp procentowych wzrasta, bo wraz ze wzrostem produkcji i dochodu rośnie również transakcyjny popyt na pieniądź – jedna z determinant ich poziomu. W myśl konwencjonalnego poglądu można jednak zapobiec temu wzrostowi, a więc zapobiec pojawieniu się efektu wypychania inwestycyjnych wydatków przedsiębiorstw. Tym samym można przedłużyć działanie procesu mnożnikowego pobudzenia aktywności gospodarczej – można utrzymać siłę budżetowej

---

<sup>1</sup> Określenie G. Mankiwa i D. Elmendorfa [1998, s. 1].

ekspansji. Taką rolę przypisuje się tutaj ekspansji monetarnej i to z tego właśnie względu określa się ją wtedy mianem monetarnej akomodacji fiskalnej ekspansji<sup>2</sup>.

Podstawę wniosku o tym, że wspomaganie ekspansji fiskalnej przez monetarną jest korzystne dla aktywności gospodarczej, stanowi konwencjonalna argumentacja, że wzrost rynkowych stóp procentowych następuje stopniowo w trakcie uruchomionego już procesu dostosowań ilościowych. Dlatego tak długo, jak długo on nie nastąpi, wydatki inwestycyjne są pobudzane przez „keynesowski irracjonalny optymizm” przedsiębiorców.

Nie konwencjonalnym, lecz dobrze znanym i ugruntowanym w makroekonomii głównego nurtu poglądem na zależność między ekspansją fiskalną a inwestycyjnymi decyzjami przedsiębiorstw są nagrodzone „ekonomicznym Noblem” analizy J. Tobina. Prowadzą one do odmiennego wniosku. Sposób, w jaki finansowana jest fiskalna ekspansja, sprawia, że wydatki inwestycyjne mogą zostać wypchnięte natychmiast, tj. zanim uruchomi się proces mnożnikowego wzrostu dochodu. Choć mechanizm jest inny, to wnioski są zbliżone do tych płynących z modelu klasycznego – o pełnym wypychaniu inwestycji. Tylko zbliżone, bo „wypychanie tobinowskie” nie musi być pełne. Poza tym z analiz J. Tobina wynika, że inwestycje nie muszą wcale być wypychane, lecz wręcz przeciwnie – „wpychane” przez ekspansję fiskalną. To, które z tych skutków przyniesie ekspansywna polityka budżetowa, zależy od makroekonomicznych warunków, w jakich jest prowadzona.

W dalszej części teoretycznych rozważań zarysujemy owe tobinowskie analizy, a następnie wykażemy, że jednoczesność obu ekspansji (fiskalnej i – wspomagającej ją – monetarnej) tworzy warunki, w których inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw są przez nie natychmiast wypychane – natychmiast, tj. zanim uruchomiony zostanie proces mnożnikowego wzrostu zatrudnienia, produkcji oraz dochodu. W takich warunkach ekspansywna polityka fiskalna może zatem okazać się nieskuteczna.

Pisząc „tobinowskie analizy”, mamy na myśli nie tylko analizę portfela aktywów finansowych – zarówno tę podstawową, z dwoma aktywami w portfelu (pieniądem oraz oprocentowanymi aktywami finansowymi), z której wyprowadzany jest popyt na pieniądz, jak i tę rozwiniętą, w której uwzględniane są skarbowe papiery wartościowe jako dodatkowy składnik portfela. W naszych rozważaniach skorzystamy również z analizy współczynnika  $q$ . To w niej J. Tobin zawarł swoją koncepcję determinant inwestycji, podczas gdy rozwinięta analiza portfela wskazuje na sposób, w jaki ekspansywna polityka budżetowa oddziałuje na te determinanty, a więc ostatecznie na inwestycyjne decyzje przedsiębiorstw.

Istotę analizy współczynnika  $q$  można zawrzeć w zdaniu wypowiedzianym przez J.M. Keynesa: „budowanie nowego przedsiębiorstwa nie ma sensu, skoro takie samo można kupić” [Keynes 1973, s. 151]. Wynika z niego, że decyzja inwestycyjna, czyli decyzja o budowie nowego zasobu kapitału trwałego, zostanie podjęta, gdy cena nowych jednostek tego kapitału będzie niższa od ceny jednostek istniejących – tych,

<sup>2</sup> Określenie użyte przez J. Tobina i W. Buitera [1980, s. 78].

które można kupić natychmiast<sup>3</sup>. Ceny istniejących jednostek kapitału trwałego są w analizie J. Tobina określone przez kursy papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, a będących przedmiotem obrotu wtórnego na rynku kapitałowym<sup>4</sup>. Cena nabycia istniejącego kapitału trwałego nazywana jest tutaj rynkową wartością (*MV* – *Market Value*). Ceny nowych jednostek tego kapitału to ceny fizycznych jego jednostek – tych, które mają dopiero powstać, a powstaną, gdy – jak to określił M. Kalecki – inwestycja „dojrzeje”. Cenę nowego kapitału trwałego J. Tobin nazwał kosztem jego odtworzenia (*RC* – *Replacement Cost*).

Inwestycje będą więc mieć miejsce, gdy przedsiębiorstwa zdecydowane na powiększanie posiadanego zasobu kapitału trwałego będą budować nowe jego jednostki, a nie nabywać istniejące. Będzie tak, gdy rynkowa wartość kapitału trwałego (*MV*) będzie wyższa niż koszt jego odtworzenia (*RC*). Wartość tobinowskiego współczynnika *q* – relacja tych dwóch wielkości (*MV/RC*) jest wtedy wyższa od 1 i to wtedy właśnie „taniej jest budować nowe przedsiębiorstwo niż nabywać istniejące”<sup>5</sup>.

Z punktu widzenia prowadzonej przez państwo polityki gospodarczej ważne jest to, że o ile nie oddziałuje ona na ceny nowych (fizycznych) jednostek kapitału trwałego, o tyle ma znaczny wpływ na ceny jednostek istniejących, bo są nimi przecież kursy emitowanych przez przedsiębiorstwa oprocentowanych aktywów finansowych. Za pośrednictwem współczynnika *q* polityka gospodarcza rządu i banku centralnego oddziałuje więc na inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw. A to, czy wtedy współczynnik *q* maleje, czy wzrasta, zależy od tego, jak emisja długu państwa (skutek ekspansji budżetowej) zmienia strukturę portfeli finansowych aktywów utrzymywanych przez podmioty gospodarcze.

Portfel podmiotu tworzą oprocentowane aktywa finansowe oraz nieoprocenowane zasób pieniądza. Tak zwana podstawowa analiza portfelowa jest analizą optymalizacji struktury portfela aktywów finansowych. Jej podstawą jest mikroekonomiczna teoria wyboru, a więc struktura jest optymalna, gdy w warunkach ograniczających wybór zmaksymalizowana jest użyteczność podmiotu. Użyteczność jest określana przez dwie wielkości: dochód z portfela oraz ryzyko otrzymania tego dochodu. Podmiot optymalizuje strukturę swojego portfela, wybierając preferowaną

<sup>3</sup> Należy jednak podkreślić, iż taka decyzja dotyczy sposobu, w jaki przedsiębiorstwo chce powiększyć zasób posiadanego kapitału trwałego. Relacja obu wymienionych cen nie wyjaśnia jednak przyczyny decyzji o tym powiększeniu. W tym względzie można więc nadal odwoływać się do „keynesowskiego irracjonalnego optymizmu” przedsiębiorców. Współczynnik *q* „działa” więc w warunkach, w których przedsiębiorstwa skłonne są powiększać zasób kapitału trwałego, a jego kształtowanie decyduje o tym, czy w tych warunkach wydatki inwestycyjne będą rzeczywiście mieć miejsce – co jak zobaczymy, zależy od zmian struktury portfeli aktywów finansowych podmiotów gospodarczych wywołanych przez jednoczesność ekspansji budżetowej oraz monetarnej.

<sup>4</sup> Chodzi o kursy zarówno akcji, jak i obligacji: *stocks and debt* [Tobin, Buitter 1980, s. 117, 118].

<sup>5</sup> Oczywiście będzie drożej, gdy wartość współczynnika *q* będzie niższa od 1 – wtedy inwestycje będą maleć, bo przedsiębiorstwa będą preferować nabywanie istniejącego kapitału trwałego. Pełna analiza współczynnika *q* została przeprowadzona w książce [Krawczyk 2007].

kombinację dochodu oraz ryzyka spośród tych, które są dla niego dostępne. Zbiór kombinacji dostępnych jest określony przez dany poziom rynkowej stopy procentowej, bo to ona określa wielkość jednostkowego dochodu z portfela. Na podstawie wielkości dochodu z portfela wnioskuje się o strukturze portfela, skoro (przy danej stopie procentowej) dochód może wzrastać jedynie w wyniku wzrostu udziału w portfelu oprocentowanych aktywów finansowych (a spadku udziału pieniądza).

Rozróżnienie w portfelu oprocentowanych aktywów finansowych emitowanych przez przedsiębiorstwa oraz tych emitowanych przez państwo (papierów skarbowych) daje możliwość analizowania skutków ekspansywnej polityki budżetowej, bo jest ona przecież prowadzona za pomocą deficytu budżetowego finansowanego z nowej emisji takich papierów. „Wchodzą” one do portfeli podmiotów gospodarczych, bo ich stopy zwrotu są wyższe niż te, które podmioty uzyskują z posiadanych papierów wartościowych. Również w tej rozszerzonej analizie (a nie tylko podstawowej) korzysta się z teorii wyboru – tutaj z jej rozwinięcia, tj. analizy substytucyjnego oraz dochodowego efektu wzrostu stopy procentowej. Istnienie efektu substytucyjnego wynika z różnicy stóp zwrotu z posiadanych i nowych papierów wartościowych. Oznacza on zwiększenie udziału nowej emisji papierów skarbowych w portfelach podmiotów gospodarczych. Efekt dochodowy, zwany tutaj efektem ryzyka<sup>6</sup>, jest skutkiem obawy podmiotów o zmniejszenie stopnia dywersyfikacji portfeli. Oznacza on, że podmioty będą zwiększać udział jednego z dwóch pozostałych aktywów – pieniądza lub papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa – by zabezpieczyć się przed ewentualną przyszłą i niekorzystną zmianą cen papierów skarbowych, których udział w ich portfelach wzrasta. To, który z tych aktywów będzie lepszym zabezpieczeniem, jest determinowane przez oczekiwania podmiotów. Tego, zdaniem J. Tobina, nie potrafimy określić *ex ante*. Różnica w makroekonomicznych skutkach będzie natomiast istotna, bo jeśli podmioty uznają, że lepszym zabezpieczeniem jest pieniądz, to (w wyniku działania efektu ryzyka) zmniejszą posiadany udział papierów przedsiębiorstw. Powiemy wtedy, że to papiery przedsiębiorstw okazały się bliższym substytutem papierów skarbowych i dlatego wchodzące do portfeli papiery skarbowe wypchnęły z nich papiery, których emitentami są przedsiębiorstwa. Malejący popyt na papiery przedsiębiorstw obniży ich kursy, a więc i rynkową wartość istniejącego kapitału trwałego – „uruchomi się współczynnik  $q$ ”. Jego spadek będzie obniżać – jak pamiętamy – inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw<sup>7</sup>. Dzieje się to wraz ze wzrostem deficytu budżetowego, ma więc skutek taki, jak wypychanie klasyczne, bo uniemożliwia wzrost zagregowanych wydatków. Nie uruchamia się

---

<sup>6</sup> Wyższy dochód realny rozumiany w tej analizie jako kombinacja poziomów dochodu z portfela oraz ryzyka, czyli według tzw. definicji Sluckiego, daje możliwość zmiany struktury portfela, która jest motywowana preferencjami podmiotu – tutaj oddziałuje na nie rosnące ryzyko niekorzystnej zmiany wartości portfela, gdy rośnie w nim udział jednego z aktywów (tu: papierów skarbowych).

<sup>7</sup> Wspomniane „wypychanie” inwestycji przez deficyt budżetowy dokonywałoby się, gdyby substytutem papierów skarbowych okazał się pieniądz.

więc mnożnikowy proces tworzenia dochodu – nie ma popytowego efektu deficytu budżetowego.

Utrata skuteczności ekspansywnej polityki budżetowej może więc nastąpić w wyniku określonych decyzji podmiotów gospodarczych odnośnie do struktury ich portfeli aktywów finansowych. Dokonuje się ona w warunkach, które sprzyjają wzrostowi popytu na pieniądź – wtedy przecież substytutem papierów skarbowych stają się oprocentowane aktywa emitowane przez przedsiębiorstwa. A zatem problem z oceną utraty tej skuteczności sprowadza się do antycypowania decyzji podmiotów dotyczących ich popytu na pieniądź.

Tobinowską analizę portfela aktywów finansowych, tę podstawową, z której wyprowadza się popyt na pieniądź, można uzupełnić o keynesowską koncepcję normalnego poziomu stopy procentowej<sup>8</sup>. Wtedy obok efektu substytucyjnego i ryzyka należy dodatkowo uwzględnić (keynesowski) efekt oczekiwań podmiotów odnośnie do zmiany poziomu rynkowej stopy procentowej. Keynesowski efekt oczekiwań oznacza określone decyzje podmiotów, w których wyniku zmieniają wielkość swojego popytu na pieniądź (wraz ze zmianą struktury portfeli), gdy rynkowa stopa procentowa kształtuje się na poziomie innym niż ten, który uznają za normalny. Te decyzje wynikają z ich oczekiwań, że rynkowa stopa procentowa powróci niebawem do swego normalnego poziomu.

Rozważmy jedną z możliwości – tę, która okaże się ważna z punktu widzenia prowadzonej tu analizy. Kształtowanie się rynkowej stopy procentowej poniżej normalnego jej poziomu rodzi oczekiwania jej wzrostu. Podmioty spodziewają się więc, że maleć będą rynkowe ceny oprocentowanych aktywów finansowych. W takich warunkach rośnie skłonność do zwiększania płynności – wielkość popytu na pieniądź. Efekt oczekiwań wzmacnia więc siłę substytucyjnego, gdy rynkowa stopa procentowa maleje, a osłabia, gdy ona rośnie znajdując się poniżej poziomu normalnego<sup>9</sup>. Ważne jest to, że odpowiednio silne oczekiwania spowodują, iż wielkość popytu na pieniądź będzie wtedy wzrastać niezależnie od kierunku bieżących wahań rynkowej stopy procentowej, dokonujących się poniżej normalnego jej poziomu<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Z punktu widzenia rozważań zawartych w niniejszym artykule nie ma potrzeby modyfikować tej keynesowskiej koncepcji. Można to jednak zrobić tak, by rozważać normalny przedział stopy procentowej, a nie jej poziom. Pojawiają się wtedy dodatkowe wnioski. Te analizy zostały przedstawione w książce [Krawczyk 2013].

<sup>9</sup> Efekt ryzyka zmniejsza ich siłę, zapobiegając homogenizacji portfeli. Dodajmy w tym miejscu, odnosząc się do przypisu 7, że mówiąc „efekt ryzyka”, mamy na myśli decyzje podmiotów, których celem jest utrzymanie dywersyfikacji portfeli na pożądanym poziomie. W podstawowej analizie portfela efekt ryzyka hamuje substytucję – wzrost udziału jednego z dwóch aktywów w portfelu. W analizie rozszerzonej efekt ryzyka polega na zwiększeniu udziału pieniądza kosztem udziału papierów przedsiębiorstw (lub *vice versa*) w odpowiedzi na rosnący udział papierów skarbowych.

<sup>10</sup> Takie oczekiwania powinny doprowadzić do tego, że rynkowa stopa procentowa rzeczywiście wzrośnie – powróci do normalnego poziomu, więc „proroctwo podmiotów spełni się”. Zaproponowane we wspomnianej książce [Krawczyk 2013] mechanizmy związane z dokonującymi się wtedy zmianami terminowej struktury stóp procentowych pokazują, że ten powrót nie musi dokonać się, więc stan podwyższonej preferencji płynności może się utrwalić.

Zauważmy, że takie warunki mogą powstać właśnie wtedy, gdy ekspansywna polityka budżetowa jest wspomagana przez ekspansywną politykę monetarną. Emisja długu rodzi oczekiwania wzrostu stóp procentowych – „keynesowska normalna stopa procentowa” rośnie. Jednocześnie prowadzona ekspansywna polityka monetarna utrzymuje rynkowe stopy procentowe na stosunkowo niskim poziomie. Rosnącej wtedy preferencji płynności sprzyjają dodatkowo warunki, w których obie ekspansje są prowadzone. W myśl poglądów wyrażonych przez wspomnianą „makroekonomię konwencjonalną” należy je prowadzić w okresie osłabionej aktywności gospodarczej. Tę – jak wiemy – najczęściej cechuje narastająca niepewność. A warunki niepewności powodują wzrost preferencji płynności, bo płynność jest najlepszym zabezpieczeniem przed niepewną przyszłością. Po drugie, wzrostowi wielkości popytu na pieniądź sprzyja utrwalająca się deflacja, szczególnie wtedy, gdy niski jest odsetkowy dochód (i stopy zwrotu) z oprocentowanych aktywów finansowych. Po trzecie, podmioty będą coraz silniej preferować pieniądź wraz ze wzrostem rozmiaru długu państwa. Ten wniosek wynika z obserwacji, że gdyby długu państwa nie było w portfelach podmiotów, to emisja papierów skarbowych nie zmniejszałaby stopnia dywersyfikacji portfeli i nie działałby efekt ryzyka<sup>11</sup>, bo przeciwnie – stopień ich dywersyfikacji wzrósłby w wyniku tej emisji. Siła efektu ryzyka i wypychania papierów przedsiębiorstw (gdy wysoka jest preferencja płynności) rośnie więc wraz z rozmiarem długu państwa, czyli udziałem papierów skarbowych w portfelach podmiotów gospodarczych<sup>12</sup>.

Warunki niepewności, deflacji oraz istnienie długu państwa wzmacniają wzrost preferencji płynności uruchomiony przez monetarne wspomaganie fiskalnej ekspansji. I na tej podstawie możemy stwierdzić *ex ante*, że nowa emisja papierów skarbowych wypchnie z portfeli podmiotów gospodarczych oprocentowane aktywa, których emitentami są przedsiębiorstwa (a nie pieniądź). Rynkowa wartość istniejącego kapitału trwałego zmaleje, a wraz z nią zmaleją inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw. Wzrost zakupów państwa będzie kompensowany przez jednocześnie dokonujący się spadek inwestycji. Popytowy efekt deficytu budżetowego będzie osłabiony – we wskazanych warunkach skuteczność ekspansywnej polityki fiskalnej będzie więc niska.

Reasumując przedstawiony wywód, kluczowe wnioski zawieramy w trzech następujących punktach:

1. Jednoczesne ekspansje wywołują dysonans między rzeczywistym (niższym) a oczekiwanym (wyższym) przez podmioty poziomem rynkowej stopy procentowej. W pewnych warunkach (wymienionych powyżej) jego znaczenie wzrasta, bo te warunki wzmacniają oddziaływanie owego dysonansu na kształtowanie wielkości

<sup>11</sup> Który sprawia przecież, że podmioty zwiększają udział jednego z dwóch pozostałych aktywów finansowych w portfelu – i jeden z nich zostaje wtedy wypchnięty.

<sup>12</sup> Można powiedzieć, że przez tobinowski współczynnik  $q$  rosnący dług państwa – w miarę trwania ekspansji budżetowej – tworzy warunki do zmniejszenia swojej skuteczności w oddziaływaniu na aktywność gospodarczą.

popytu na pieniądź. To z tego powodu monetarne wspomaganie fiskalnej ekspansji może przynieść skutki odmienne od tych „konwencjonalnych” – wypchnąć inwestycje (przez tobinowski  $q$ ).

2. W sytuacji, gdy rzeczywisty poziom rynkowej stopy procentowej jest niższy od oczekiwanego, powinien uruchomić się mechanizm samospełniającego się procenta i doprowadzić do wzrostu rzeczywistego jej poziomu – tak wynika z analizy J.M. Keynesa. Wtedy znika też ów dysonans pozbawiający fiskalną ekspansję jej skuteczności. Z analiz popytu na pieniądź zawartych we wspomnianej publikacji [Krawczyk 2013, rozdz. 2] wynika jednak, że w warunkach takiego dysonansu (a w zależności od siły oczekiwań podmiotów) uruchomiony mechanizm nie musi skutkować wzrostem rynkowej stopy procentowej. Może zmienić się jedynie terminowa struktura stóp, lecz cała krzywa dochodowości pozostać pod oczekiwanym poziomem rynkowej stopy procentowej. Oczekiwany poziom stopy procentowej nie jest więc poziomem jej równowagi i dlatego stan dysonansu może być długotrwały. Dodatkowo zauważamy, że w wymienionych warunkach funkcyjny (odwrotny) związek między rynkową stopą procentową a wielkością popytu na pieniądź może nie istnieć – niezależnie od kierunku zmiany rynkowej stopy procentowej wielkość popytu na pieniądź nie będzie reagować na nią, gdy ta stopa znajduje się poniżej oczekiwanego jej poziomu – wielkość popytu na pieniądź będzie więc pozostawać na podwyższonym poziomie.

3. A wtedy skuteczność ekspansji fiskalnej może zostać przywrócona, gdy to oczekiwania podmiotów gospodarczych dostosują się do rzeczywistego poziomu rynkowej stopy procentowej, a nie odwrotnie – długotrwałe kształtowanie się rynkowej stopy procentowej poniżej oczekiwanego jej poziomu skłoni podmioty do „zaakceptowania” jej niższego poziomu. Dzięki temu osłabi się preferencja płynności i papiery przedsiębiorstw nie będą już bliższym substytutem dla nowych emisji skarbowych papierów wartościowych, którymi finansowana jest fiskalna ekspansja – tobinowskie wypychanie przestanie działać.

### **3. Skutki ekspansji fiskalnej z lat 2008–2009 w wybranych gospodarkach o niskim poziomie stóp procentowych i wysokim dźwigu publicznym**

W drugiej części artykułu przyjrzymy się wybranym gospodarkom, w przypadku których w latach 2008–2009 ekspansywnej polityce fiskalnej towarzyszyła ekspansywna polityka monetarna. Chodzi o niektóre państwa strefy euro (Niemcy, Hiszpania, Austria, Francja, Włochy) oraz USA, Wielką Brytanię i Polskę.

Obrazem skali ekspansji fiskalnej w tych państwach w latach 2008–2009 jest drastyczny wzrost w tym okresie deficytu budżetu państwa<sup>13</sup> w relacji do PKB (tab. 1). Konsekwencją wysokich deficytów budżetowych był znaczny wzrost dłu-

<sup>13</sup> Chodzi tu o deficyt całego sektora finansów publicznych.

gu publicznego w relacji do PKB, z jakim mieliśmy do czynienia w analizowanym okresie (tab. 2). Poziomy deficytów budżetowych i długów publicznych zawarte w tab. 1 i 2 są wyznaczone w oparciu o metodologię ESA 2010 w przypadku państw Unii Europejskiej oraz w oparciu o metodologię SNA 2008 w przypadku USA<sup>14</sup>.

**Tabela 1.** Deficyt budżetu państwa w relacji do PKB w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz USA w latach 2007–2009 (w %)

Państwo	2007	2008	2009
Niemcy	nadwyżka 0,2	0,2	3,2
Hiszpania	nadwyżka 2,0	4,4	11,0
Włochy	1,5	2,7	5,3
Francja	2,5	3,2	7,2
Austria	1,3	1,4	5,3
Polska	1,9	3,6	7,3
Wielka Brytania	3,0	5,0	10,7
USA	4,0	7,8	14,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

**Tabela 2.** Dług publiczny w relacji do PKB (na koniec roku) w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz USA w latach 2007–2009 (w %)

Państwo	2007	2008	2009
Niemcy	63,5	64,9	72,4
Hiszpania	35,5	39,4	52,7
Włochy	99,8	102,4	112,5
Francja	64,4	68,1	79,0
Austria	64,8	68,5	79,7
Polska	44,2	46,6	49,8
Wielka Brytania	43,5	51,7	65,7
USA	64,0	72,8	86,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

We wszystkich analizowanych państwach w latach 2008–2009 wzrostowi deficytu budżetowego towarzyszyła ekspansywna polityka monetarna. Jej przejawem był spadek stóp procentowych poszczególnych banków centralnych (tab. 3). Warto podkreślić, że stopy procentowe banków centralnych nie tylko zmniejszyły się, ale kształ-

<sup>14</sup> Metodologie wyznaczania deficytu budżetowego i długu publicznego według ESA 2010 oraz SNA 2008 zostały szczegółowo przedstawione w artykule [Malinowski 2015].



towały się w tych latach (zwłaszcza w 2009 r.) na bardzo niskim poziomie (wyjątek stanowiła Polska). Konsekwencją niskich stóp procentowych banków centralnych były niskie rynkowe stopy procentowe w tych gospodarkach. Jak wspomniano, utrzymywanie przez politykę pieniężną niskich stóp procentowych w warunkach rosnącego deficytu budżetu państwa może rodzić oczekiwania podmiotów gospodarczych na wzrost rynkowych stóp procentowych w przyszłości. Takie oczekiwania prowadzą z kolei do wzrostu wielkości popytu na pieniądź.

**Tabela 3.** Poziom głównej stopy procentowej banku centralnego w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz w USA na koniec 2008 roku i na koniec 2009 roku

Państwo	2008	2009
Niemcy	2,50	1,00
Hiszpania	2,50	1,00
Włochy	2,50	1,00
Francja	2,50	1,00
Austria	2,50	1,00
Polska	5,00	3,50
Wielka Brytania	2,00	0,50
USA	0,25	0,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Systemu Rezerwy Federalnej [[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)], Europejskiego Banku Centralnego [[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)], Banku Anglii [[www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)], Narodowego Banku Polskiego [[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)].

Jak pokazano w pierwszej części artykułu, skalę wzrostu wielkości popytu na pieniądź mogą zwiększać takie zjawiska, jak recesja gospodarcza, deflacja i wysoki poziom długu publicznego.

W latach 2008–2009 w większości analizowanych państw występowały zjawiska sprzyjające wysokiemu wzrostowi wielkości popytu na pieniądź. W państwach tych (poza Polską) w okresie 2008–2009 mieliśmy do czynienia z głęboką redukcją rocznej realnej wielkości produkcji (tab. 4). Ponadto w państwach tych, jak pokazano powyżej, w analizowanym okresie dynamicznie wzrastał dług publiczny w relacji do PKB i w większości z nich osiągnął bardzo wysoki poziom.

W latach 2008 i 2009 w przedstawianych państwach nie występowała wprawdzie deflacja, ale w większości z nich stopa inflacji utrzymywała się na bardzo niskim poziomie (tab. 5). Zatem jedynym, spośród omawianych, państwem, gdzie w okresie 2008–2009 nie wystąpiły dodatkowe (obok jednoczesnego wzrostu deficytu budżetowego i obniżania przez ekspansję monetarną rynkowych stóp procentowych) czynniki sprzyjające wzrostowi wielkości popytu na pieniądź, była Polska. W latach 2008 i 2009 bowiem Polska odznaczała się stosunkowo wysokim tempem wzrostu

gospodarczego, niskim długiem publicznym w relacji do PKB i nie była dotknięta przez deflację ani bardzo niską stopę inflacji.

**Tabela 4.** Tempo zmiany realnego PKB w wybranych państwach UE oraz w USA w latach 2008 i 2009 (w %)

Państwo	2008	2009
Niemcy	1,1	-5,6
Hiszpania	1,1	-3,6
Włochy	-1,1	-5,5
Francja	0,2	-2,9
Austria	1,5	-3,8
Polska	3,9	2,6
Wielka Brytania	-0,6	-5,2
USA	-0,3	-2,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

**Tabela 5.** Stopa inflacji w wybranych państwach UE oraz w USA w latach 2008 i 2009 (w %, dla USA według CPI grudzień do grudnia, dla państw strefy euro i Wielkiej Brytanii według HICP grudzień do grudnia)

Państwo	2008	2009
Niemcy	1,10	0,98
Hiszpania	1,45	0,90
Włochy	2,36	1,10
Francja	1,19	1,02
Austria	1,47	1,05
Polska	3,30	3,88
Wielka Brytania	3,01	2,92
USA	0,09	2,72

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

Jak pokazano w pierwszej części artykułu, gdy w warunkach ekspansji fiskalnej rośnie wielkość popytu na pieniądź, skarbowe papiery wartościowe będą wypychać z portfeli uczestników życia gospodarczego aktywa (papiery wartościowe) przedsiębiorstw. Mówiąc inaczej, podmioty gospodarcze będą wyprzedawać oprocentowane aktywa przedsiębiorstw. To z kolei będzie prowadziło do spadku cen papierów przedsiębiorstw. W tabelach 6 i 7 pokazano, że w analizowanych państwach w latach 2008–2009 nastąpił skokowy spadek cen akcji przedsiębiorstw. W tym czasie warto-

ści indeksów giełdowych zmniejszyły się o kilkadziesiąt procent. Takie zmiany cen akcji przedsiębiorstw mogą świadczyć właśnie o znacznym wzroście w tym okresie wielkości popytu na pieniądź w gospodarce.

**Tabela 6.** Poziom indeksów giełdowych w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz USA na koniec 2007 roku i na koniec 2009 roku (w punktach)

Państwo	Nazwa indeksu	Koniec 2007	Koniec 2009
Niemcy	DAX	8 067	5 957
Hiszpania	IBEX 35	15 182	11 940
Włochy	FTSE MIB	38 554	23 248
Francja	CAC 40	5 614	3 936
Austria	ATX	4 512	2 495
Polska	WIG	55 648	39 985
Wielka Brytania	FTSE 100	6 456	5 412
USA	DJI	13 264	10 428

Źródło: opracowanie własne na podstawie archiwum indeksów giełd zagranicznych [www.money.pl].

**Tabela 7.** Zmiana poziomu indeksów giełdowych w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz USA w okresie 2008–2009 (w %, w porównaniu z końcem 2007 roku)

Państwo	Nazwa indeksu	Zmiana poziomu indeksu w okresie 2008–2009
Niemcy	DAX	–26,2
Hiszpania	IBEX 35	–21,4
Włochy	FTSE MIB	–39,7
Francja	CAC 40	–29,9
Austria	ATX	–44,7
Polska	WIG	–28,1
Wielka Brytania	FTSE 100	–16,2
USA	DJI	–21,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie archiwum indeksów giełd zagranicznych [www.money.pl].

Jak pokazano w pierwszej części artykułu, spadek cen aktywów przedsiębiorstw może skutkować zmniejszeniem wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw. We wszystkich omawianych państwach nominalne inwestycje przedsiębiorstw w 2009 r. były niższe niż w 2007 r. Zróznicowana była natomiast skala redukcji wydatków inwestycyjnych. W Wielkiej Brytanii, USA i Hiszpanii roczne inwestycje przedsiębiorstw spadły w okresie 2008–2009 o ponad 20,0%. Niewielkie zmniejszenie rocznych wydatków inwestycyjnych zanotowano natomiast w Austrii i Polsce, mimo że w państwach tych także doszło, jak pokazano powyżej, do silnego obniżenia cen papierów wartościowych przedsiębiorstw (tab. 8, 9).

**Tabela 8.** Wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw w wybranych państwach Unii Europejskiej w latach 2007 i 2009 (w mld EUR)

Państwo	2007	2009
Niemcy	505,6	471,4
Hiszpania	335,6	262,5
Włochy	347,2	314,4
Francja	450,1	427,3
Austria	64,9	64,3
Polska	68,7	66,5
Wielka Brytania	405,9	269,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

**Tabela 9.** Zmiana rocznych wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz w USA w latach 2008–2009 (w %, w porównaniu z 2007 rokiem)

Państwo	Zmiana procentowa rocznych inwestycji przedsiębiorstw w okresie 2008–2009
Niemcy	–6,8
Hiszpania	–21,8
Włochy	–9,5
Francja	–5,1
Austria	–0,1
Polska	–3,3
Wielka Brytania	–33,7
USA	–29,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

Zmniejszenie wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw może skutkować tym, iż ekspansywna polityka budżetowa będzie nieskuteczna w oddziaływaniu na realną wielkość popytu globalnego i realną wielkość produkcji. Wzrost wielkości popytu ze strony państwa może bowiem zostać zneutralizowany przez zmniejszenie wielkości popytu ze strony sektora prywatnego. O słabej skuteczności silnej ekspansji fiskalnej z lat 2008–2009 w transmisji na realną produkcję możemy także mówić w przypadku większości z omawianych w tym artykule państw. W 2008 r. w trzech z nich wystąpiła recesja gospodarcza, cztery odznaczały się bardzo niskim tempem wzrostu realnego PKB (poniżej 1,5%), a tylko w Polsce wzrost gospodarczy był stosunkowo wysoki. W 2009 r. (gdy ekspansja fiskalna była szczególnie silna, por. tab. 1) wzrost gospodarczy zanotowano jedynie w Polsce, w pozostałych państwach mieliśmy do czynienia z głębokim spadkiem realnej produkcji. W latach 2010–2014 średnie rocz-

ne tempo zmiany realnego PKB było ujemne w Hiszpanii i we Włoszech. Z kolei we Francji, Austrii, Niemczech, Wielkiej Brytanii i USA w okresie tym średnie roczne tempo wzrostu realnej wielkości produkcji kształtowało się w przedziale od 0,7 do 2,0%. Spośród analizowanych państw najwyższym średnim rocznym tempem wzrostu realnego PKB odznaczała się w latach 2010–2014 Polska (3,0%), w którym to kraju, jak wspomniano, zanotowano w latach 2008–2009 niewielki spadek wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw (tab. 10).

**Tabela 10.** Tempo zmiany realnego PKB w wybranych państwach UE oraz USA w latach 2010–2014

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014	Średnie roczne tempo zmiany realnego PKB w okresie 2010–2014
Niemcy	3,7	3,0	0,7	0,4	1,6	1,9
Hiszpania	-0,1	0,7	-1,6	-1,2	1,4	-0,2
Francja	1,5	1,7	0,0	0,2	0,2	0,7
Włochy	1,3	0,4	-2,4	-1,9	-0,4	-0,6
Austria	2,3	3,1	0,9	0,3	0,3	1,4
Polska	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,0
Wielka Brytania	1,5	2,0	1,2	2,2	2,9	1,9
USA	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

**Tabela 11.** Dług publiczny w relacji do PKB (na koniec roku) w wybranych państwach Unii Europejskiej oraz USA w latach 2010–2014 (w %)

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014
Niemcy	81,0	78,3	79,6	77,2	74,7
Hiszpania	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3
Włochy	115,4	116,5	123,3	129,0	132,5
Francja	81,7	85,2	89,6	92,4	95,4
Austria	82,4	82,2	81,6	80,8	84,3
Polska	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5
Wielka Brytania	76,6	81,8	85,3	86,2	88,2
USA	94,8	99,0	102,4	104,5	106,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

W tym miejscu należy podkreślić, iż z tak niską dynamiką wzrostu realnej wielkości produkcji mieliśmy do czynienia, mimo że po 2009 r. większość z analizowa-

nych państw nadal utrzymywała się na ścieżce znacznego wzrostu długu publicznego (choć we wszystkich z nich znacznie obniżono w latach 2010–2014 deficyt ekonomiczny budżetu państwa w relacji do PKB). Warto zauważyć, że ostatnio w analizowanych państwach dług publiczny w relacji do PKB wzrastał, ponieważ wzrost nominalnego długu nie pociągał za sobą odpowiednio wysokiego wzrostu nominalnej wielkości produkcji (tab. 11).

#### 4. Podsumowanie

W niektórych spośród państw będących przedmiotem analizy w niniejszym artykule obecnie nadal pojawiają się postulaty ponownego uruchomienia ekspansywnej polityki budżetowej, czyli zwiększenia deficytu budżetu państwa. Dotyczy to zwłaszcza państw strefy euro i wynika z tego, że odznaczają się one nadal bardzo niskim tempem wzrostu gospodarczego. W 2015 r. wyniosło ono we Francji 1,2%, we Włoszech 0,8%, w Austrii 0,9%, w Niemczech 1,7%, a dla całej strefy euro 1,6%<sup>15</sup>. Dla porównania w 2015 r. realny PKB w cenach rynkowych wzrósł w Polsce o 3,6%, w Wielkiej Brytanii o 2,3%, a w USA o 2,4%<sup>16</sup>. Opierając się na powyższej analizie skuteczności ekspansji fiskalnej z lat 2008–2009, można wnioskować, że powrót w państwach strefy euro na ścieżkę wzrostu deficytu budżetowego nie przełoży się na istotne ożywienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Główna stopa procentowa EBC (wynosząca obecnie 0%<sup>17</sup>) oraz rynkowe stopy procentowe w strefie euro są bowiem jeszcze niższe niż kilka lat temu. Ponadto na bardzo wysokim poziomie utrzymuje się nadal dług publiczny w relacji do PKB (średni dług publiczny w państwach strefy euro wyniósł 90,7% PKB na koniec 2015 r.<sup>18</sup>). Dodatkowo w Hiszpanii mamy do czynienia z deflacją (–0,6% w 2015 r. według HICP grudzień do grudnia), a we Francji (0,1%), Niemczech (0,1%), Austrii (0,8%) oraz we Włoszech (0,1%<sup>19</sup>) z bardzo niską stopą inflacji (stagnacją cen produktów). W omawianych państwach strefy euro istnieją zatem jeszcze korzystniejsze niż kilka lat wcześniej warunki do tego, aby ekspansja fiskalna doprowadziła do wzrostu wielkości popytu na pieniądź, spadku cen papierów wartościowych przedsiębiorstw i zmniejszenia wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw. Z podaną sytuacją mamy do czynienia w USA (w 2015 r. stopa inflacji według CPI: 0,7%, dług publiczny: ponad 100% PKB na koniec tego roku, aktualna główna stopa procentowa FED: w przedziale 0,25–0,5%<sup>20</sup>), w Wielkiej Brytanii (stopa inflacji HICP: 0%, dług publiczny: prawie 90% PKB, główna stopa

<sup>15</sup> Na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

<sup>16</sup> Na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>] oraz danych U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

<sup>17</sup> Dane Europejskiego Banku Centralnego [[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)].

<sup>18</sup> Na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

<sup>19</sup> Na podstawie danych Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

<sup>20</sup> Dane U.S. Bureau of Economic Analysis [[www.bea.gov](http://www.bea.gov)].

procentowa Banku Anglii: 0,5%<sup>21</sup>) oraz w Polsce (deflacja, główna stopa procentowa NBP: 1,5%<sup>22</sup>).

Należy podkreślić, że gdy ewentualny powrót na ścieżkę wzrostu deficytu budżetowego nie będzie transmitował się w odpowiednio wysoką skalę wzrostu PKB, to ekspansja fiskalna przyczyni się do dalszego wzrostu długu publicznego w relacji do PKB. To z kolei stanie się dodatkowym czynnikiem pogarszającym warunki dla długookresowego wzrostu gospodarczego<sup>23</sup>.

## Literatura

- Keynes J.M., 1973, *The Collected Writings. The General Theory*, vol. 7, Macmillan, London.
- Krawczyk M., 2007, *O neutralności długu publicznego. Wokół ricardiańskiego teorematu ekwiwalentności – R. Barro, J. Tobin i inni*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Krawczyk M., 2013, *Pułapka płynności a monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Malinowski D., 2014, *Skutki wzrostu deficytu ekonomicznego budżetu państwa i długu publicznego dla gospodarki i stanu finansów publicznych*, [w:] Zawislińska I. (red.), *Współczesne państwo a dług publiczny. Dylematy i mity*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Malinowski D., 2015, *Dług publiczny w ujęciu ekonomicznym i prawnym. Zmienność długu publicznego w wybranych gospodarkach pozaeuropejskich po 2007 roku na tle państw Unii Europejskiej*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Studia i Prace, nr 2 (22).
- Mankiw G., Elmendorf D., 1998, *Government debt*, NBER Working Paper, no. 6470.
- Tobin J., Buiter W., 1980, *Fiscal and monetary policies, capital formation and economic activity*, Cowles Foundation Paper, no. 523.

## Źródła internetowe

- [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
- [www.bea.gov](http://www.bea.gov).
- [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- <http://ec.europa.eu/eurostat>.
- [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- [www.money.pl](http://www.money.pl).
- [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

---

<sup>21</sup> Dane Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

<sup>22</sup> Dane Eurostatu [<http://ec.europa.eu/eurostat>].

<sup>23</sup> Szczegółową prezentację mechanizmów, poprzez które wzrost deficytu budżetowego i wzrost długu publicznego negatywnie oddziałują na poziom długookresowego wzrostu gospodarczego, można znaleźć w [Malinowski 2014].