

Efekt wypierania w gospodarce otwartej

WSTĘP

Efekt wypierania to ogólne pojęcie używane do określania jakiegokolwiek zmniejszenia wydatków prywatnych ($C + I$), które występuje wraz ze wzrostem wydatków publicznych (G). Najczęściej termin ten stosuje się przy zjawisku ograniczania inwestycji wywołanym ekspansją fiskalną. Sachs i Larrain [1993, s. 199] wskazują, że w gospodarce otwartej efekt wypierania może dotyczyć eksportu netto. Poszukiwanie związku między wydatkami publicznymi i prywatnymi opartego na kanale oddziaływania poprzez stopę procentową należy uznać za podejście nieuzasadnione w obecnych warunkach. Polskę już od wielu lat można postrzegać jako małą otwartą gospodarkę z pełną liberalizacją wszystkich rachunków bilansu płatniczego. Już na etapie analizy teoretycznej w dostępnych modelach można stwierdzić, że ekspansja fiskalna nie prowadzi wtedy do wzrostu stóp procentowych. Celem artykułu jest przedstawienie niezauważanego dotychczas kanału oddziaływania wydatków publicznych na inwestycje prywatne w gospodarce otwartej. Efekt wypierania istnieje i jest obecny w Polsce, jednak mechanizm odpowiadający za to zjawisko nie wiąże się ze stopami procentowymi. Aby odkryć efekt wypierania należy wyjść poza stworzone dotychczas modele makroekonomiczne i odwołać się do mikropodstaw w zakresie teorii firmy i doboru optymalnego preliminarza inwestycyjnego.

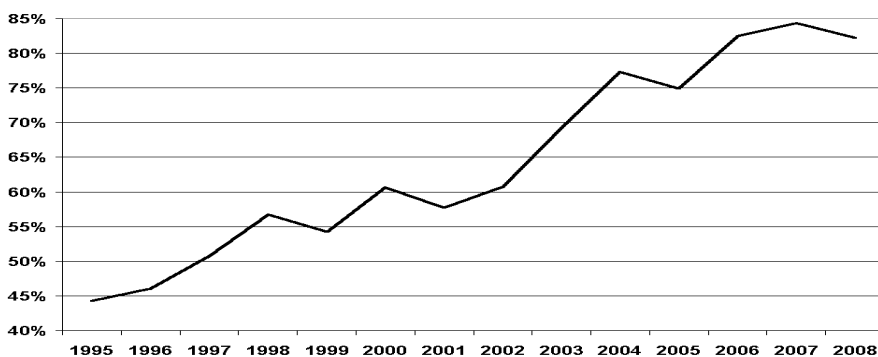
W pierwszej części artykułu przedstawiona jest koncepcja efektu wypierania wydatków inwestycyjnych przez wydatki publiczne w małej otwartej gospodarce. Kanał oddziaływania opiera się na związku między kursem walutowym i rentownością projektów inwestycyjnych. Całość opracowania zamykają wnioski.

NOWY MECHANIZM EFEKTU WYPIERANIA W GOSPODARCE OTWARTEJ

W warunkach gospodarki otwartej produkcję krajową można podzielić na trzy kategorie: dobra wytwarzane na eksport, dobra konkurujące na rynku krajowym z importem, dobra przeznaczone wyłącznie na rynek krajowy (tzw. non-tradables). Wraz z integracją gospodarczą następują zmiany struktury tak podzielonej produkcji

krajowej. Udział importu i eksportu w PKB jest często stosowanym miernikiem stopnia otwartości. Jednak może on służyć także do opisu zmian tej struktury. Rysunek 1 przedstawia kształtowanie się relacji wolumenu handlu zagranicznego do PKB w Polsce w latach 1994–2006. Potwierdza to hipotezę o malejącym udziale dóbr niepodlegających wymianie międzynarodowej w tworzeniu PKB.

Ekspansja fiskalna, zgodnie z modelem gospodarki otwartej, wywoła efekt w postaci pogorszenia się salda rachunku obrotów bieżących. Wynikać to będzie ze wzrostu absorpcji krajowej. Będzie ona *ex post* zaspokojona przez dobra eksportowane, które pozostaną w kraju lub/oraz dodatkowe dobra z importu. Powstaje jednak pytanie, jakie mechanizmy odpowiadają za taką reakcję gospodarki.



Rysunek 1. Miernik stopnia otwartości gospodarki (import+eksport)/PKB dla Polski w latach 1995–2008 (w procentach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie IFS, IMF, Washington D.C., January 2010).

W przypadku Polski wydatki publiczne przekraczające dochody są finansowane emisją skarbowych papierów wartościowych. Napływ kapitału zagranicznego finansującego deficyt budżetowy jest klasyfikowany jako inwestycje portfelowe (w bony skarbowe i obligacje skarbu państwa). Skalę tej formy finansowania przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Struktura inwestorów utrzymujących SPW (2004–2010)

Data	nierezydenci	rezydenci
04.06.30	19,7%	80,3%
05.06.30	24,1%	75,9%
06.06.30	20,7%	79,3%
07.04.30	22,1%	77,9%
08.06.30	16,7%	83,3%
09.08.31	15,8%	84,3%
10.03.31	19,5%	80,5%

Źródło: Ministerstwo Finansów, Informacja kwartalna, wrzesień 2009.

Spośród wszystkich wyróżnionych podmiotów utrzymujących SPW, inwestorzy zagraniczni stanowili przez pewien okres, na zmianę z bankami komercyjnymi największą grupę. Na trzecim miejscu plasowały się fundusze emerytalne, na czwartym zakłady ubezpieczeniowe. Następne miejsca zajmowały fundusze inwestycyjne i osoby fizyczne.

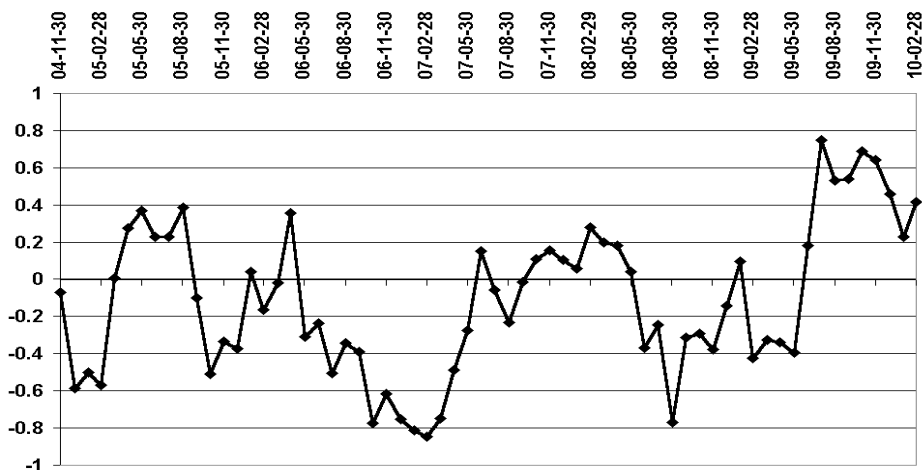
W warunkach płynnego kursu walutowego ekspansja fiskalna oparta na emisji długu publicznego utrzymywanego przez inwestorów zagranicznych stanowi bardzo silny i stabilny impuls aprecjacyjny dla pieniądza krajowego. W wysoce otwartej gospodarce (por. rysunek 1) ma to bardzo silny wpływ na rentowność działalności. Dotyczy to zarówno produkcji przeznaczonej na eksport, jak i tej na rynek krajowy, która musi konkurować na nim z taniejcymi (w wyniku aprecjacji) dobrami importowanymi. Wskazywana zmiana eksportu netto składająca się ze spadku eksportu i wzrostu importu staje się teraz bardziej zrozumiała. Dobra eksportowane tracą konkurencyjność na rynkach zagranicznych, co nie pozwala na realizację poprzedniego poziomu sprzedaży. Utrzymanie się na rynkach eksportowych może opierać się na racjonalizacji kosztów. Gdy wyczerpią się możliwości w tym względzie, konieczne staje się obniżanie cen wyrażonych w walutach obcych. Oznacza to dodatkowy czynnik negatywnie wpływający na rentowność działalności, oprócz samej aprecjacji.

W przypadku dóbr konkurujących z importem można zaobserwować podobną tendencję zmian opłacalności produkcji. Relatywne potaniecie dóbr importowanych w wyniku aprecjacji pieniądza krajowego wymusza na producentach restrukturyzacje ukierunkowane na obniżanie kosztów. Wprowadzanie bardziej efektywnych kosztowo rozwiązań pozwala zachować dotychczasową rentowność w sytuacji konieczności obniżania cen w walce o klienta. Jednak po wyczerpaniu wszystkich możliwości obniżania kosztów, oferowanie konkurencyjnych cen oznacza konieczność zmniejszenia zyskowności działalności. Rentowność produkcji konkurującej z importem przeznaczonej na rynek krajowy maleje.

Tezę o istotnym wpływie inwestorów zagranicznych finansujących polski dług publiczny na kurs walutowy może potwierdzić prosta analiza statystyczna. Z okresu czerwiec 2004 r. – wrzesień 2009 r. wybrano podokresy o podwyższonej zmienności udziału tej kategorii inwestorów. Okazało się, że za każdym razem, gdy wzrastało odchylenie standardowe udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu publicznego, to korelacja między tym udziałem a kursem PLN/USD zmieniała się na ujemną i zbliżała się do minus 1 (rysunek 2).

Obserwacja ta pozwala przypuszczać, że przepływy kapitału zagranicznego związane z otwieraniem lub zamykaniem pozycji w skarbowych papierach wartościowych stanowią bardzo silny czynnik „kursotwórczy”. Zaznaczyć należy, że jeśli to twierdzenie jest prawdziwe, to i tak związek ten ma charakter krótkotrwały. Otwieranie pozycji w Polsce prowadzi do aprecjacji złotówki. Zamykanie pozycji skutkuje deprecjacją. Jednak po ustaniu większych przepływów

(obniżenie odchylenia standardowego w szeregu udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu publicznego), kurs przestaje cechować się wrażliwością na ten czynnik. Pozwala to na wniosek, że rynek walutowy jest wystarczająco głęboki, aby drobne przepływy kapitału nie wywoływały destabilizacji.



Rysunek 2. Kroczący współczynnik korelacji między stopą zmian udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu publicznego w Polsce a stopą zmian kursu PLN/USD dla okna sześciomiesięcznego w okresie czerwiec 2004 r. – marzec 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów i NBP.

Aby przedstawić efekt wypierania inwestycji przez wydatki publiczne w gospodarce otwartej, potrzebny jest jeszcze jeden, ostatni element – zasady doboru projektów inwestycyjnych. Proces preeliminowania wydatków inwestycyjnych składa się zwykle z czterech etapów. W pierwszym z nich dokonuje się identyfikacji zestawu możliwości inwestycyjnych (A, B, C, D, E, F). Następnie, w drugim etapie, szacuje się przyszłe przepływy środków pieniężnych związanych z każdym projektem. Kolejna faza polega na wyliczeniu bieżącej wartości wszystkich przyszłych przepływów środków pieniężnych zdyskontowanych kosztem kapitału finansującego te projekty. W ten sposób otrzymuje się bezpośrednio porównywalne wielkości. Ostatni etap rozpoczyna się od porównania bieżącej wartości każdego projektu z koniecznymi do poniesienia kosztami, a kończy się przyjęciem tych z nich, które charakteryzują się dodatnią zaktualizowaną wartością netto (NPV), czyli ich rentowność przewyższa koszt kapitału.

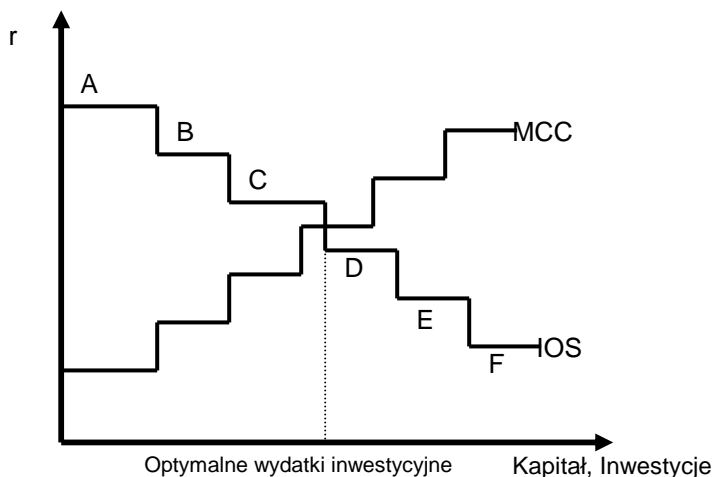
Dla optymalnego preliminarza wydatków inwestycyjnych istotne są zatem dwa czynniki: krańcowy koszt kapitału (MCC) oraz krzywa możliwości inwestycyjnych (IOS). Krzywa możliwości inwestycyjnych to wykres potrzebnych

nakładów dla dostępnych projektów ułożonych w kolejności według malejącej stopy zwrotu. Każdy projekt (A, B, C, D, E, F) charakteryzuje się bowiem dwoma parametrami: (1) wymaganymi nakładami i (2) przewidywaną rentownością. Przedsiębiorstwo zdobywające kapitał na finansowanie inwestycji napotyka natomiast na rosnący średni ważony koszt kapitału wraz ze wzrostem ilości podjętych projektów (wynika to ze wzrostu kilku rodzajów ryzyka). Hipotetyczne projekty inwestycyjne w fikcyjnej firmie funkcjonującej w gospodarce otwartej są scharakteryzowane w tabeli 2.

Tabela 2. Przykładowe możliwości inwestycyjne (IOS)

PROJEKT	NAKŁAD	STOPA ZWROTU
A	15	7%
B	10	6%
C	15	5%
D	10	4%
E	10	3%
F	10	2%

Źródło: opracowanie własne.

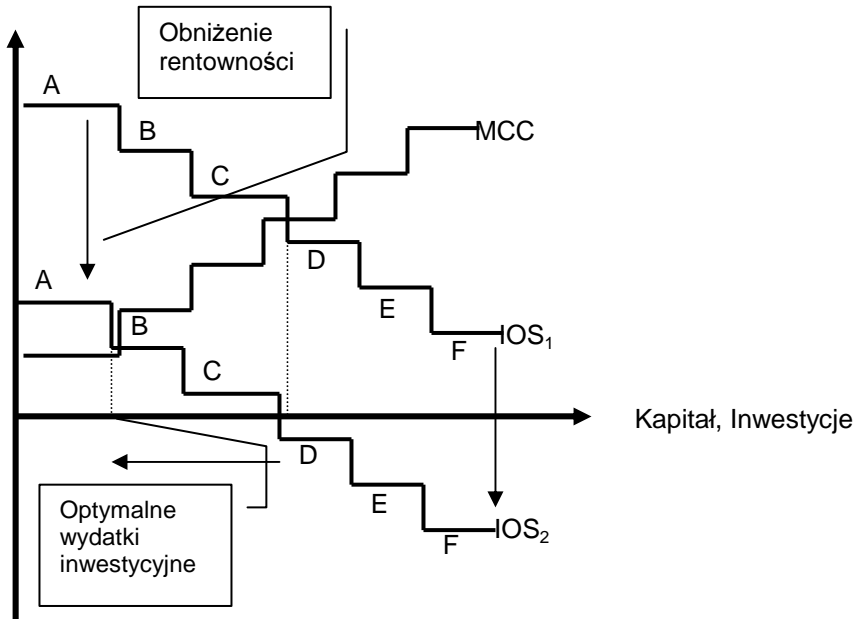


Rysunek 3. Wyznaczenie preliminarza wydatków inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne.

W tym hipotetycznym przypadku zostaną przyjęte projekty A, B oraz C. Skoro wydatki publiczne w gospodarce otwartej nie wpływają na realną stopę procentową, to nie zmienia się koszt kapitału i wykres MCC przebiega jak na rysunku 3. Jednak efekt wypierania inwestycji krajowych występuje poprzez aprecjację. Ekspansja fiskalna spowoduje przesunięcia krzywej IOS w dół. Wynikać to będzie z obniżenia

rentowności produkcji krajowej zarówno przeznaczonej na rynki zewnętrzne, jak i wewnętrzne. Siła oddziaływania tego efektu wypierania inwestycji prywatnych będzie tym większa, im bardziej otwarta jest gospodarka. Zmianę optymalnej wielkości wydatków inwestycyjnych w wyniku obniżenia rentowności przedstawia rysunek 4. W porównaniu z poprzednią sytuacją, w której zaakceptowano do realizacji projekty A, B i C, po obniżeniu rentowności tylko jeden z nich będzie zrealizowany. Wynika to z tego, że wyłącznie projekt A charakteryzuje się rentownością przekraczającą krańcowy koszt kapitału wymaganego do jego wykonania.

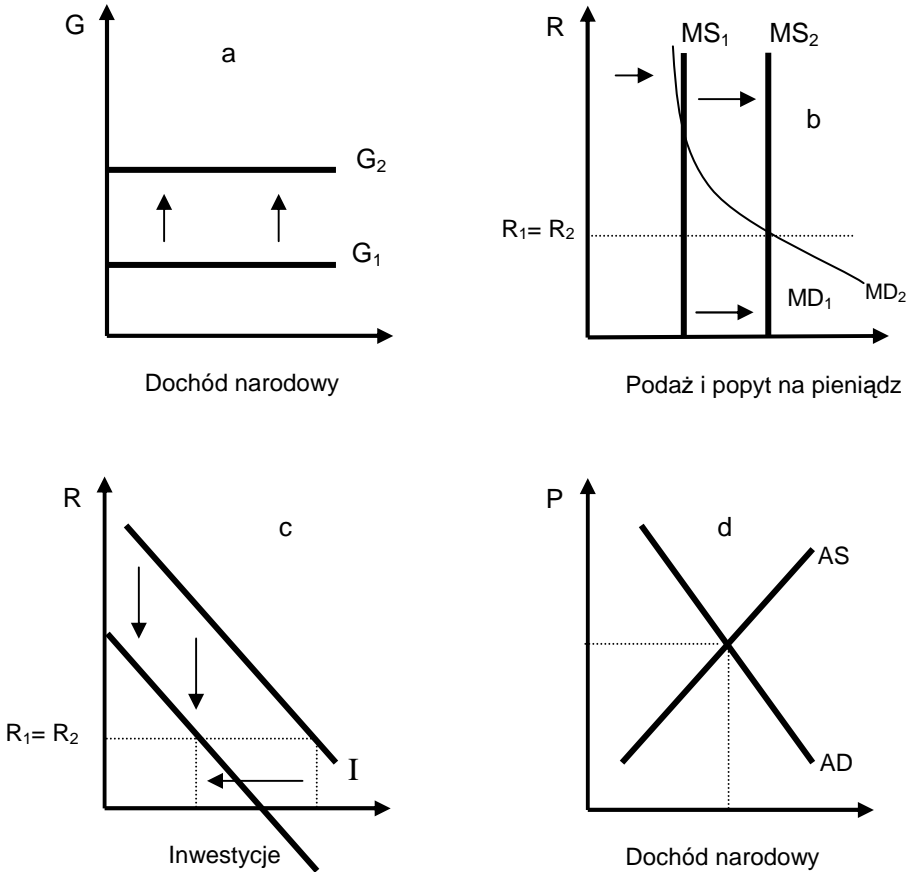


Rysunek 4. Efekt wypierania w gospodarce otwartej poprzez obniżenie rentowności wynikającej z aprecjacji pieniądza krajowego

Źródło: opracowanie własne.

Na poziomie zagregowanym koszt kapitału jest taki sam, bez względu na ilość dodatkowych funduszy pozyskanych na realizację projektów inwestycyjnych. Rozbieżność między oszczędnościami i inwestycjami w wykorzystanym modelu powoduje dodatkowy impuls aprecjacyjny wywołany importem kapitału. Jednak w gospodarce wolnorynkowej występują wtedy mechanizmy prowadzące do przywrócenia równowagi.

Oszczędności prywatne nie zmieniają się, ale krajowe prywatne inwestycje maleją. Ze względu na niezmienną realną stopę procentową nie są one zaabsorbowane przez emisje długu publicznego. Zamiast tego są one eksportowane, gdyż w warunkach trendu aprecjacyjnego relatywne ceny aktywów zagranicznych maleją.



Rysunek 5. Wpływ efektu wypierania w gospodarce otwartej poprzez zamianę inwestycji w kraju na inwestycje poza gospodarką narodową

Źródło: opracowanie własne.

Zatem rezydenci nie znajdując wystarczająco rentownych projektów w kraju będą poszukiwali za granicą inwestycji portfelowych, bezpośrednich i pozostałych. Z punktu widzenia statystyki publicznej, będzie to miało wyraz w zmianach międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Rezydenci dostarczają w takiej sytuacji kapitału na rozwijanie działalności poza gospodarką narodową. Z tego powodu weryfikacja przedstawionej teorii efektu wypierania inwestycji prywatnych przez ekspansję fiskalną w małej otwartej gospodarce będzie oparta na badaniu charakteru i siły związku między deficytem budżetowym a aktywami zagranicznymi rezydentów. Pierwsza zmienna jest powszechnie wykorzystywanym miernikiem stopnia ekspansji fiskalnej. Druga zmienna zawarta jest w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej i przedstawia skumulowaną kwotę oszczęd-

ności krajowych zainwestowanych za granicą. Dodatnia korelacja między stopami rocznych zmian obu tych kategorii potwierdzać będzie postulowany kanał oddziaływania ekspansji fiskalnej na inwestycje prywatne. Oznaczać to będzie, że wydatki publiczne wywołują nie tylko deficyt na rachunku obrotów bieżących, ale i w całym bilansie płatniczym.

PROSTY MODEL GOSPODARKI OTWARTEJ I MECHANIZM EFEKTU WYPIERANIA

W małej otwartej gospodarce, zmniejszenie oszczędności prywatnych przejawia się w efekcie wypierania eksportu netto i większym uzależnieniu od pożyczek z zagranicy. W każdym z tych przypadków wzrost bieżącej konsumpcji odbywa się kosztem przyszłego standardu życia, albo w wyniku mniejszego zasobu aktywów krajowych, albo w wyniku większych płatności na rzecz zagranicy w przyszłości.

Za Blanchardem [1985], rozważana jest gospodarka, w której podmioty dokonują planowania w skończonym horyzoncie czasowym. Istnieje dodatnie prawdopodobieństwo śmierci (p). Oczekiwany okres życia wynosi zatem $(1/p)$. W każdym punkcie na osi czasu rodzi się nowe pokolenie w liczebności pozwalającej utrzymać stałą wielkość populacji. Liczba osób urodzonych w chwili (s) i żyjących do chwili (t) dana jest przez $pe^{-p(t-s)}$ i stała oraz znormalizowana do jedności.

Zakłada się, że podmioty maksymalizują swoją oczekiwaną użyteczność w ciągu całego życia przy uwzględnieniu ograniczenia budżetowego. Nakład pracy jest sztywny ze względu na niezmienną liczebność populacji. Dodatkowo oznacza to, że brak jest wyboru między pracą a czasem wolnym – co usuwa rozważania o tym wyborze z problemu maksymalizacji użyteczności. Podmiot w gospodarce określony jest przez swoje oszczędności zdefiniowane jako różnica między dochodem i konsumpcją.

$$w(s, t) = [r(t)+p]w(s,t)+y(s,t)-\tau(s,t)-c(s,t) \quad (1)$$

gdzie: r – stopa procentowa, y – dochód z pracy, τ – podatki (po uwzględnieniu transferów), c – konsumpcja – wszystko wyrażone w wielkościach realnych – jednostkach konsumpcji. W warunkach małej otwartej gospodarki r z założenia jest egzogeniczne i stałe na poziomie światowej stopy procentowej. Wyrażenie $pw(s,t)$ w dynamicznym ograniczeniu budżetowym odzwierciedla efektywną działalność rynku ubezpieczeń na życie (lub rynku rent).

Zakładając dla uproszczenia brak niedoskonałości rynku kapitału i brak ograniczeń płynności, optymalna konsumpcja powinna być zależna od dochodu permanentnego. Indywidualna konsumpcja jest dana przez:

$$(2) \quad c(s,t)=(\theta+p)[w(s,t)+h(s,t)]$$

gdzie: (θ) jest stopą preferencji czasowej użyteczności, a $h(t,s)$ jest miarą bogactwa podmiotu, równą zaktualizowanej wartości przyszłych dochodów z pracy. Agregacja konsumpcji po wszystkich podmiotach przynosi funkcję wyrażoną w następujący sposób (duże litery oznaczają wielkości w skali całej gospodarki):

$$(3) \quad C=(\theta+p)[W+H]$$

Bogactwo finansowe (W) równa się sumie krajowych papierów właścicielskich (K), portfeli obligacji krajowych (B) i portfela aktywów zagranicznych (F):

$$(4) \quad W \equiv K+B+F$$

Zagregowane bogactwo zależy od sposobu postrzegania podmiotów jako dynastii lub nienakładających się na siebie pokoleń.

Mała otwarta gospodarka jest ze swojego założenia cenobiorcą w gospodarce światowej zarówno jeśli chodzi o dobra, jak i kapitał. Można zatem uprościć konsumpcję do jednego dobra, którego cena jest dana w walucie obcej. Otwarta gospodarka oznacza międzynarodową mobilność kapitału. Zatem inwestycje krajowe nie są ograniczone warunkiem równości z krajowymi oszczędnościami. Istotna zatem staje się funkcja inwestycji. Do pełnego opisu gospodarki narodowej konieczne są jeszcze dwa elementy: sektor fiskalny i bilans płatniczy.

Zachowanie w zakresie inwestycji zakłada, że krajowe podmioty mogą swobodnie pożyczać po światowej stopie procentowej. Przy wypukłych kosztach instalowania kapitału [Lucas, 1967] decyzje inwestycyjne można wyprzewadzić w formie neoklasycznej:

$$(5) \quad I=(q-1+\delta)K$$

gdzie: I to inwestycje brutto (wyłączając koszty instalowania kapitału), K – to krajowy zasób kapitału, δ – to stopa amortyzacji majątku, a q – to wartość dodatkowej jednostki kapitału (związana z q -Tobina). Całkowite inwestycje (wydatki inwestycyjne) w gospodarce obejmujące inwestycje brutto i koszty instalowania majątku (A) wynoszą:

$$(6) \quad I^{\wedge}=I+A$$

Inwestycje krajowe są niezależne od krajowych decyzji o konsumpcji i oszczędzaniu. Wynika to ze zdolności małej otwartej gospodarki do pożyczania od zagranicy po światowej stopie procentowej. Decyzje inwestycyjne są zatem niezależne od zachowania w zakresie konsumpcji (rozdzielność fisherowska). Inwestycje netto zdefiniowane jako inwestycje brutto pomniejszone o amortyzację określają zmianę zasobu majątku narodowego.

$$K^{\wedge} = I - \delta K \quad (7)$$

gdzie: δ jest stałą stopą amortyzacji majątku.

Sektor publiczny uosobiony jest od strony wydatków przez (G), finansowane przez zryczałtowane podatki (T) lub przez emisję długu (B). Wzrost długu i dynamiczne ograniczenie budżetowe jest dane wzorem:

$$B^{\wedge} = rB + G - T \quad (8)$$

gdzie: B to nominalna wartość długu publicznego.

W równaniu (8) deficyt pierwotny powiększony o odsetki od istniejącego długu określa potrzeby finansowe budżetu wpływające na stopę emisji.

Rachunek obrotów bieżących można wyrazić jako tożsamość opartą na produkcji i absorpcji krajowej. Produkcja krajowa dana jest funkcją produkcji $f(K)$, wklęsłą i dwukrotnie różniczkowalną. Ze względu na znormalizowanie nakładu pracy do 1 nie występuje on jako argument. Dochód narodowy jest zdefiniowany jako PKB powiększony o wynagrodzenie czynników produkcji z zagranicy:

$$PNB = f(K) + rF \quad (9)$$

Krajowe oszczędności są różnicą między dochodem narodowym i konsumpcją (publiczną i prywatną):

$$S = PNB - C - G \quad (10)$$

Różnica między produkcją krajową i absorpcją krajową określa saldo handlowe (eksport netto):

$$F(K) - C - G - I = NX \quad (11)$$

Ponieważ różnica między dochodem i wydatkami musi być pokryta pożyczkami zagranicznymi, to rachunek obrotów bieżących (ROB) także odzwierciedla zmiany w zasobie aktywów zagranicznych:

$$F^{\wedge} = ROB \quad (12)$$

Tabela 3 zawiera równania i prawa zmian dla modelu w wersji z czasem dyskretnym, gdy podmioty zachowują się zgodnie z założeniem nienakładających się na siebie pokoleń. Przy tym założeniu odejście od ekwiwalencji ricardiańskiej może być istotne. Zatem efekty fiskalne w małej otwartej gospodarce będą odzwierciedlone w zmianach międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, a nie w poziomie stóp procentowych.

Tabela 3. Mała otwarta gospodarka. Równania opisujące zachowanie i zasady zmian

$C_t = (\theta + p)[W_t + H_t]$
$I_t = (q_t - 1 + \delta)K_{t-1}$
$\Delta K_t = I_t - \delta K_{t-1}$
$\Delta B_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$
$\Delta F_t = rF_{t-1} + f(K_t) - C_t - G_t - [I_t + A_t]$
$H_t = \beta H_{1t} + (1 - \beta)H_{2t}$
$\Delta H_{1t} = (r + p + \alpha_1)H_{1t-1} - [Y_t - T_t]$
$\Delta H_{2t} = (r + p + \alpha_2)H_{2t-1} - [Y_t - T_t]$
$\Delta q_{t+1} = (r + \delta)q_t - \frac{I_t}{K_{t-1}}(q_t - 1) + \frac{A_t}{K_{t-1}} - f'(K_t)$

Źródło: [Blanchard, 1985, s. 223–247].

Równanie ΔF_t jest kluczowe dla prezentowanej koncepcji, gdyż to właśnie w zmianie aktywów zagranicznych postulowane jest odzwierciedlenie ekspansji fiskalnej.

$$(13) \quad \Delta F_t = rF_{t-1} + f(K_t) - C_t - G_t - [I_t + A_t]$$

Gdy element (G_t) doświadcza autonomicznej zmiany, prawa strona równania zmniejsza się z powodu większej absorpcji publicznej. Jednocześnie składnik w nawiasie kwadratowym $[I_t + A_t]$ maleje, co ma dodatni wpływ na prawą stronę równania. O łącznym wpływie na zmianę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej decydują dwa parametry: (1) stopień otwartości gospodarki – dodatnio i (2) wrażliwość kursu walutowego na ekspansję fiskalną – dodatnio.

WNIOSKI

Przedstawiony w artykule mechanizm wypierania krajowych inwestycji prywatnych przez wydatki publiczne poprzez kurs walutowy nie był dotychczas przedmiotem analizy. Brak jest jakichkolwiek badań empirycznych w tym zakresie. W dyskusjach ekonomicznych przeważało wybiórcze rozważanie przyczyn i konsekwencji niektórych z wyróżnionych elementów tego zjawiska. Wydaje się jednak, że dla właściwej oceny sytuacji ekonomicznej, poprawnego prognozowania i skutecznej (ewentualnej) odpowiedzi polityki gospodarczej

konieczne jest postrzeganie efektu wypierania w gospodarce otwartej w zaprezentowany sposób.

Systematyczna i trwała aprecjacja wynika w Polsce w największym stopniu z czynników fundamentalnych. Jednak nie ulega wątpliwości [Młodkowski, 2010], że zmiany w poziomie zaangażowania inwestorów zagranicznych w finansowaniu polskiego długu publicznego posiadają w okresach podwyższonej zmienności bardzo silny wpływ na wartość złotówki. Systematycznie rosnący stopień otwartości (rysunek 1) oznacza, że cała gospodarka staje się coraz bardziej wrażliwa na fluktuacje kursów walutowych, w których rozliczana jest wymiana z zagranicą.

Poszukując, w historii gospodarczej świata, analogii do obecnej sytuacji Polski, na uwagę zasługuje przypadek Japonii od lat 80. XX w. W ciągu jednego dziesięciolecia (1980–1989) Japonia zwiększyła dwukrotnie swój PKB. Tak dynamiczny i stabilny wzrost gospodarczy nie był obserwowany dotychczas w żadnym z krajów wysoko rozwiniętych. W okresie globalnego kryzysu i powszechnej recesji Polska doświadcza dodatkowo stopy wzrostu PKB, co także jest ewenementem na skalę światową. Cechą wspólną obu krajów jest zatem utrzymywanie relatywnie wyższego tempa wzrostu względem partnerów handlowych. Od 1985 roku prowadzono w Japonii silnie ekspansywną politykę pieniężną. W obecnych warunkach (lata 2008–2009) decyzje polskiej Rady Polityki Pieniężnej także nie są przejawem restrykcyjności w krajowej polityce monetarnej. Zarówno ówczesnie w Japonii, jak i obecnie w Polsce, rząd centralny realizował wydatki znacznie przekraczające dochody budżetowe. Ze względu na relatywną i absolutną rzadkość pewnych zasobów, ceny aktywów rzeczowych w Japonii osiągały wysoki poziom (np. 1,5 miliona USD za 1 m² powierzchni biurowej w centrum Tokio pod koniec lat 80.). Tendencje na rynku nieruchomości w Polsce w ostatnich latach doprowadziły do uznania nieruchomości w niektórych miastach za jedne z najdroższych na świecie. Analogii jest – jak widać – wiele. Co więcej, wskazywany mechanizm wypierania inwestycji prywatnych wystąpił także w Japonii, gdzie zjawisko eksportu oszczędności nazwano „carry trade”. W powszechnym rozumieniu tego terminu oznacza on sytuację, w której brak jest w gospodarce narodowej atrakcyjnych form inwestowania oszczędności ze względu na niskie stopy zwrotu. W konsekwencji pojawiają się pośrednicy oferujący inwestycje w zagraniczne aktywa, przynoszące wyższe zyski. Oszczędności prywatne nie są zatem inwestowane w projekty krajowe, co ogranicza potencjał wzrostowy i konkurencyjny. Japonia doświadczała bardzo silnej aprecjacji jena już od upadku systemu z Bretton Woods. Pomimo tego sektor eksportowy potrafił utrzymać konkurencyjną pozycję na rynkach światowych dzięki olbrzymim nakładom inwestycyjnym, finansowanym oszczędnościami krajowymi. Od momentu, gdy to źródło finansowania zaczęło się istotnie zmniejszać z powodu inwestowania oszczędności za granicą, japońska gospodarka weszła w okres długotrwałej stagnacji, która trwa po dziś dzień. Wyniki

wstępnych badań empirycznych Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej sugerują, że w Polsce występują te same tendencje. Pytaniem otwartym jest, czy będziemy za kilka lat, tak jak Japończycy od 1990 roku, skazani na stagnację wywołaną obserwowanym już dzisiaj zmniejszaniem krajowych inwestycji prywatnych na rzecz inwestycji zagranicznych.

LITERATURA

- Antonio A., 2010, *Expansionary Fiscal Consolidations in Europe – New Evidence*, “Taylor and Francis Journals”, vol. 17(2), s. 105–109.
- Barro R.J., 1974, *Are Government Bonds Net Wealth?*, “Journal of Political Economy”, November/December 1974, s. 1095–1117.
- Barro R.J., 1984, *Macroeconomics*, John Wiley and Sons, New York 1984.
- Barro R.J., 1981, *Output Effects of Government Purchases*, “Journal of Political Economy”, December, s. 1086–1121.
- Barro R.J., 1981, *Public Debt and Taxes* [w] *Money, Expectations and Business Cycles*, Academic Press, New York.
- Barro R.J., 1989, *The Ricardian Approach to Budget Deficits*, “Journal of Economic Perspectives”, vol. 3, no. 2 (Spring), s. 37–54.
- Blanchard O.J., 1985, *Debt, Deficits and Finite Horizons*, “Journal of Political Economy”, vol. 93, no. 21, s. 223–247.
- Blanchard O.J., Fisher S., 1989, *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge.
- Guidice G., Turrini A.A., in’t Veld J., 1996, *Non-Keynesian Fiscal Consolidation in the EU? Ex Post Evidence and Ex Ante Analysis*, CEPR Discussion Paper 4388.
- Hall R., 1980, *Labor Supply and Aggregate Fluctuations*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, January.
- Młodkowski P., 2010, *Polityka pieniężna a modernizacja gospodarki w warunkach transformacji systemu gospodarczo-politycznego*, „Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy”, z. 16, s. 78–89.
- Plosser Ch., 1982, *The Effects of Government Financing Decisions on Asset Returns*, “Journal of Monetary Economics”, May, 9, s. 325–352
- Sachs J.D., Larrain F.B., 1993, *Macroeconomics In the Global Economy*, Harvester Wheatsheaf, New Jersey.

Streszczenie

Zgodnie z teorią ekonomii efekt wypierania wydatków prywatnych przez wydatki publiczne nie występuje w gospodarce otwartej. Dotychczas w literaturze pojawiały się sugestie, że ewentualny wpływ ekspansji fiskalnej może wypierać eksport netto. Celem artykułu jest wskazanie niezauważanego dotychczas kanału oddziaływania wydatków budżetowych i kreowania długu publicznego na krajowe inwestycje prywatne. Mechanizm postulowanego efektu wypierania opiera się na kanale rentowności krajowych projektów inwestycyjnych, która to rentowność jest pod

silnym wpływem kursu walutowego. Wskazywana zależność przyczynowo-skutkowa składa się z następujących elementów: (1) nadmierne wydatki budżetowe pokrywane są emisją skarbowych papierów wartościowych, (2) dług publiczny utrzymywany jest w dużej części przez inwestorów zagranicznych, co pozwala na zrównanie *ex post* I i S i utrzymanie niezminionej krajowej stopy procentowej, (3) napływ kapitału zagranicznego aprecjonuje walutę krajową, (4) obniża się rentowność działalności krajowej, (5) przy niezminionej stopie procentowej i obniżającej się rentowności projektów inwestycyjnych gospodarka narodowa doświadcza niższych nakładów inwestycyjnych, (6) prywatne oszczędności krajowe są eksportowane w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu.

Tak postrzegany efekt wypierania krajowych inwestycji prywatnych jest obecny w Polsce. Dotychczas podobny mechanizm wystąpił w Japonii, która od 1990 roku boryka się ze stagnacją gospodarczą. Liczne analogie warunków w obu przypadkach pozwalają na wysunięcie hipotezy o negatywnym wpływie odpływu prywatnych oszczędności z gospodarki narodowej.

The Crowding-Out Effect in a Small Open Economy

Summary

According to the theory of economics, the crowding-out effect of private investment by the public spending is not present in a small open economy framework. The literature so far suggests that there might be a crowding-out effect of fiscal expansion in regard to net exports. The aim of this paper is to present an imperceptible (so far) propagation mechanism of public spending and public debt creation on private domestic investment. The mechanism is based on the channel of profitability of domestic investment projects. This profitability is under significant influence of the exchange rate. The postulated cause-consequence relationship is as follows: (1) excessive public spending is financed by issuing public debt, (2) public debt is held by foreign investors, which is why *ex post* interest rate is not affected and $I=S$, (3) inflow of foreign capital to finance public debt appreciates domestic currency, (4) profitability of domestic business decreases, (5) lower profitability of investment projects with the same level of interest rates leads to lower investment endowments, (6) domestic private savings are exported in a search for higher rates of return.

The crowding-out effect perceived in the presented way is present in Poland. Hitherto similar pattern of actions was observed in Japan from 1990, which is suffering a long-lasting stagnation. Many similarities of these two cases (Poland, Japan) allow for a suggestion that there may be a negative influence for the domestic economy due to the private savings outflow.