



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

⟨Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie⟩




Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Zeszyty BRE Bank – CASE
Nr 116/2011

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Piotr Ciżkowicz

Maciej Krzak

Andrzej Rzońca

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
ZACIEŚNIANIE POLITYKI FISKALNEJ W CZASACH KRYZYSU – <i>Maciej Krzak</i>	11
SKUTKI EKSPANSJI FISKALNEJ W WARUNKACH STÓP PROCENTOWYCH BLISKICH ZERA	
Andrzej Rzońca Piotr Ciżkowicz	29

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Mark Allen	MFW
Jakub Baranowski	SKN EI, FOR
Jacek Barszczewski	PAP Biznes
Krzysztof Bartosik	INE PAN
Piotr Bielski	BZ WBK
Barbara Błaszczuk	CASE
Hubert Bukowski	NBP
Michał Choczew	
Ryszard Domański	SGH
Piotr Dziewulski	PID
Michał Filipczak	ILO w Łodzi
Paweł Florkiewicz	Reuters Polska
Konrad Gaponiuk	ILO w Łodzi
Paweł Gąsiorowski	NBP
Małgorzata Golik	NBP
Włodzimierz Grudziński	ZBP
Piotr Jackowski	SGH
Marek Kałkusiński	WOT TKP
Karolina Konopczak	MF
Krzysztof Krogulski	MFW
Maciej Krzak	Uczelnia Łazarskiego, CASE
Leszek Kubiak	UJK w Kielcach
Kamila Marchewka-Bartkowiak	UE w Poznaniu
Witold Michałek	BCC
Maciej Milewicz	SGH
Piotr Morawski	ILO w Łodzi
Marek Mularczyk	KFPiP
Bogdan Nawrocki	Urząd m.st. Warszawy
Jarosław Neneman	BFG
Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
Krystyna Olechowska	CASE
Leszek Paczkowski	NBP
Rafał Perz	BOS
Ernest Pytlarczyk	BRE Bank
Marek Rocki	SGH
Andrzej Rzońca	FOR, SGH, RPP
Marta Tarnowska	ING
Jerzy Thime	TEP
Andrzej Wernik	IF, AT
Anna Wolska	GUS
Agnieszka Woźniak	ILO w Łodzi
Maciej Wróblewski	ILO w Łodzi
Zbigniew Zarański	Obserwator Finansowy
Jadwiga Zaręba	CASE
Jolanta Zombirt	UJ

Wprowadzenie

Konsumenci zmniejszają wydatki, żeby zmniejszyć zadłużenie i zgromadzić oszczędności, a banki niechętnie udzielają pożyczek, podczas gdy decydenci do spraw polityki monetarnej mają niewielkie możliwości wspierania wzrostu, ponieważ obniżyli stopy procentowe do poziomu bliskiego zera, a deficyt budżetowy zwiększyli do rekordowego poziomu. Taki brak równowagi powoduje, że gospodarki opierające się na lewarowaniu i kredycie stają się mniej odporne na wstrząsy, co sprawia, że są „nadmiernie podatne na ryzyko recesji” w chwili, kiedy ich wzrost ekonomiczny już i tak jest bliski „prędkości przeciążenia”. Tak jesienią 2010 r. opisywał sytuację Mohamed El-Erian, dyrektor Pacific Investment Management Co. z siedzibą w Newport Beach w stanie Kalifornia, który nadzorował aktywa o wartości 1,1 biliona dolarów.

W teorii ekonomii wiąże się wysoki poziom niepewności z wysokimi stopami procentowymi. Natomiast dzisiaj część ekonomistów m.in. prof. M. Belka, również dzisiejszy panelista dr M. Krzak twierdzą, że stopy są niskie, bo jest wysoka niepewność. Zatem mamy do czynienia z odwróceniem podręcznikowej adnotacji dotyczącej związku między stopami procentowymi a ryzykiem. Jak to właściwie jest z tą relacją: niepewność – ryzyko – poziom stóp (**prof. Ryszard Domański, SGH**).

Niskie stopy procentowe wynikają z takiej a nie innej polityki monetarnej. Mowa oczywiście o krótkoterminowych stopach procentowych (**Maciej Krzak**). Co do kwestii premii za ryzyko, to zależy, o której grupie krajów mowa. W momentach dużej awersji do ryzyka kapitał ucieka do krajów, które uważa za względnie bezpieczne przystanie. Przede wszystkim ucieka w płynne aktywa, czyli obligacje rządowe, które mają krótki termin zapadania, najwyżej dwa lata. Jeśli ich ceny rosną, bo popyt się zwiększa, to ich dochodowość spada. A więc krótkoterminowe stopy procentowe są niskie. Jednak taki proces dotyczy jedynie krajów budzących zaufanie inwestorów. Na pewno nie zaobserwujemy takiego procesu ani w Grecji ani Portugalii, czy Hiszpanii, umownie zwanych krajami kryzysowymi ze względu

na kwestie fiskalne. Trudno więc mówić o sprzeczności. Długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych czy w Wielkiej Brytanii nie rosną (mimo że kraje te mają duże długie publiczne), bo prawdopodobnie Wielka Brytania w dalszym ciągu korzysta z reputacji, wiarygodności związanej z wprowadzaniem programu dostosowań fiskalnych. A Stany Zjednoczone? Cóż, jest to kraj, który emituje walutę światową. Na razie nie ma jeszcze obaw, jak się okazuje, sądząc po tym co się dzieje z dochodowością długoterminowych obligacji amerykańskich, że kraj ten ucieknie w inflację po to, żeby pozbyć się garbu długu publicznego; bo przecież takie ryzyko zawsze istnieje. Kiedy Standard & Poor's obniżał rating Stanów Zjednoczonych, to spadała dochodowość, zwłaszcza krótkoterminowych, obligacji amerykańskich.

Czemu zatem nie rosną inwestycje? Czemu nie rośnie popyt? Dlaczego w sferze realnej nie pokazują się szanse dla inwestycji? (**R. Domański**).

Bez wątpienia mamy problem bilansowy (**M. Krzak**). Gospodarstwa domowe, i to nie tylko w Stanach Zjednoczonych, są bardzo silnie zadłużone. Współczynnik zadłużenia amerykańskich gospodarstw domowych w stosunku do dochodu po opłaceniu podatków wyniósł w drugim kwartale 2010 r. 118%, powyżej 30-letniej średniej wynoszącej 90%, jak wynika z danych Rezerwy Federalnej i ministerstwa handlu. W związku z tym ciągle mamy do czynienia z procesem delewarowania, czyli ograniczaniem poziomu zadłużenia w stosunku do własnych dochodów. Większa część nadwyżek przeznaczana jest na likwidowanie długu. Stany Zjednoczone, jak wynika ze statystyk, są dość zaawansowane w tym procesie, ale nie jest on zakończony. Carmen Reinhart, profesor University of Maryland i współautorka najnowszych badań, ostrzega, że Stany Zjednoczone i inne kraje uprzemysłowione stoją w obliczu kolejnych siedmiu lat słabego wzrostu i wysokiego bezrobocia, przestrzega, że potrzeba dewelarowania zazwyczaj hamuje rozwój i sprawia, że gospodarki stają się bardziej podatne na takie wydarzenia jak gwałtowny wzrost cen ropy. C. Reinhard twierdzi także, że „małe wstrząsy mogą mieć ogromne reperkusje” dla krajów „wysoko lewarowanych”. Razem z Kennethem Rogoffem, profesorem Harvardu jest współautorką książki *Tym razem jest inaczej: osiem wieków finansowej głupoty (This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly)*. Wbrew tytułowi autorzy już w przedmowie do książki stwierdzają, że i tym razem też nie jest inaczej. Między innymi analizują jak to w przeszłości było w tego typu kryzysach, kiedy mieliśmy problem nadmiernego zadłużenia gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, złych inwestycji bankowych. Z analizy wynika, że statystycznie rzecz ujmując proces restrukturyzacji trwa przeciętnie sześć lat. Zatem najwcześniej w 2013 r. amerykańskie gospodarstwa domowe osiągną normalny poziom zadłużenia. Zadłużenie gospodarstw hamuje popyt konsumpcyjny. Nie rośnie on w takim tempie, w jakim rósł przed kryzysem. A to z kolei odbija się na inwestycjach.

M. Krzak twierdzi, że przy stopach procentowych bliskich zera polityka pieniężna staje się mało skuteczna (**R. Domański**). Dlaczego? Bo stóp procentowych nie można już obniżyć. A przecież można

je dalej obniżać. Stopy realne mogą być poniżej zera. Przykładem kraje Europy Zachodniej. Natomiast w Polsce RPP uparcie trzyma wysoki poziom stóp procentowych. Niepotrzebnie! Wysokie stopy procentowe dławią gospodarkę. Zgodnie z prawem rynków Saya, każdy popyt rodzi swoją podaż, a każda podaż rodzi swój popyt. Tyle teoria. Praktyka okazała się zgoła inna. Zgodnie z prawem Saya sytuacja powinna wyglądać następująco. Kredytobiorca zaciąga dług. Kredyt wchodzi w obrót gospodarczy. Zamienia się w wydatki. Czyli wydawałoby się, że pieniądze z kredytu powinny krążyć w gospodarce. A okazało się, że, przykładowo w Irlandii, przywoływane pieniądze zniknęły z obiegu. Trzeba więc 32% PKB, żeby tę lukę zasypać. Tak stało się również w innych krajach. Ciekawa jest też kwestia udziału budżetu w PKB a stabilność finansów publicznych. Przywoływane w prezentacjach seminaryjnych kraje – z wyjątkiem Francji – mają relatywnie niski udział budżetu w PKB. Natomiast kraje, w których waga państwa w budżecie jest większa (przekracza 50%), jak w Holandii, czy krajach skandynawskich mają mniejsze kłopoty z finansami publicznymi i długiem, czy bieżącym deficytem. To oczywiście implikuje sensowność takiego czy innego rodzaju polityki fiskalnej – zwłaszcza jej podstawowej części, czyli polityki podatkowej – i zapobiega pomysłom o podatkach liniowych itp.

A. Rzońca twierdzi, że stopy procentowe nie powinny być bliskie zera, a obecna polityka stóp procentowych prowadzi do utrwalenia negatywnych tendencji, a więc wysokiego zadłużenia, wysokiej niepewności, wydłużającej się stagnacji (**Ernest Pytlarczyk, BRE Bank**). Rzeczywiście, jest to jeden z wątków wypowiedzi wielu ekonomistów i jednocześnie jedna z prognoz, która staje się scenariuszem bazowym. Jakie jest wyjście z uścisku długu i rekordowo niskich stóp procentowych na świecie? Jak miałyby wyglądać konstruktywna polityka fiskalna i monetarna prowadząca na ścieżkę wzrostu, która gwarantowałaby uniknięcie stagnacji? Wydaje się, że właściwszą reakcją polityki pieniężnej na obecną sytuację byłoby ilościowe luzowanie przy stopach procentowych niskich, ale odległych od zera (**A. Rzońca**). Przy stopach procentowych bliskich zera restrukturyzacja, jeśli nawet nie jest zablokowana, to przynajmniej jest spowolniona. Bowiem zerowe stopy procentowe, przy jednoczesnym ilościowym luzowaniu, oznaczają, że jeżeli tylko istnieje możliwość rolowania zobowiązań, każdy jest zdolny do obsługi swoich długów. Mamy odwracającą się restrukturyzację. Oczywiście, gdyby restrukturyzacja nastąpiła, to w świecie pełnym frykcji mielibyśmy spadek PKB. Najpierw „wyjścia”, żeby potem nastąpiły „wejścia”. Jeśli mamy ograniczone wyjścia, to utrzymuje się niepewność. Bo tak naprawdę nie wiadomo z kim zawiera się transakcję – nawet jeśli wiemy, że zawieramy transakcję z podmiotem godnym zaufania, to nie wiemy, czy podmiot, który uznajemy za wiarygodny przypadkiem nie zawiera transakcji z trupem gospodarczym, który żyje tylko dlatego że stopy procentowe są zerowe. Żeby zawrzeć transakcję trzeba sprawdzać nie tylko kontrahenta, ale kontrahentów potencjalnego kontrahenta. Sytuacja ta nie ulegnie zmianie dopóki gospodarka nie zacznie się restrukturyzować. A niewątpliwie proces ten opóźniają zerowe stopy procentowe. Także dlatego, że wzmacniany jest efekt zamknięcia: aktywa nie przepływają do lepszych

zastosowań, bo dotychczasowemu właścicielowi wystarczy, żeby generowały one dochód wyższy od kosztu obsługi długu, który został zaciągnięty na ich zakup. Przy stopach procentowych bliskich zera, dochód ten również może być bliski zera i wystarczy na spłatę kredytowych odsetek. Dlatego główne banki centralne powinny utrzymywać niskie stopy procentowe, ale odległe od zera, aby wymusić restrukturyzację. Oczywiście to skutkowałoby w krótkim okresie pewnie gorszymi wynikami, ale później mielibyśmy szybszy wzrost. Dotychczasowa i obecna polityka fiskalna i monetarna prowadzi do długotrwałego powolnego wzrostu, bo mamy do czynienia z restrukturyzacją bardzo rozciągniętą w czasie. Jednym z testów potwierdzających słuszność tej hipotezy może być analiza zapadalności długów udzielonych podmiotom w przeszłości. Skracający się termin zapadalności potwierdza słuszność hipotezy. Dlaczego? Jeśli bank nie wie, czy ma do czynienia z dobrym, czy złym podmiotem, to lepiej udzielić mu kredytu na krótki niż długi czas. W świetle standardowej teorii skrócenie czasu powinno zwiększyć kontrolę kredytodawcy nad kredytobiorcą. Jeśli zachowanie biorcy nie będzie zgodne z oczekiwanym przez dawcę, to kredytowanie nie zostanie odnowione. Ale odnawianie „żywemu trupowi” kredytu po krótkich terminach jeszcze bardziej osłabia jego bodźce do restrukturyzacji. „Żywy trup” wie, że w interesie banku jest odnowienie mu kredytu, bo bank nie musi odpisać niespłaconego kredytu w ciężar kosztów. Jednocześnie krótki okres, na który ten kredyt jest udzielany sprawia, że decyzja o odnowieniu lub nie kredytu przestaje być funkcją zachowań kredytobiorcy, bo *de facto* jej podstawą jest to, co będzie się działo w całej gospodarce. Jeżeli w krótkim okresie poprawi się sytuacja gospodarcza, wzrosną stopy procentowe a kredytobiorca nie dokończy restrukturyzacji, to i tak nie będzie w stanie spłacić kredytu. Tak właśnie było w Japonii w latach 90. Wyraźnie skróciły się terminy pierwotne kredytów udzielonych podmiotom gospodarującym. Doszło do zmniejszenia stopy wejść. A także do spadku kredytu na nowe projekty.

Wydaje się, że większym kłopotem jest negatywna selekcja niż zerowe stopy procentowe (**M. Krzak**). Strach, że wybierze się niesolidnego lub niewypłacalnego partnera, czyli przedsiębiorstwo „żywy trup”. Problem bilansowej recesji powoduje, że nadwyżki finansowe przeznaczają się na spłacanie długów, żeby ograniczyć poziom ryzyka, ekspozycji w stosunku do wierzycieli a to powoduje, że brakuje popytu. Banki stosują blokadę kredytową. Zwłaszcza teraz, w czasie oczekiwań recesyjnych. Nawet przy zerowych stopach kredytowych nie mamy nadmiernej akcji kredytowej. Nie mamy wzrostu podaży pieniądza, który sugerowałby, że wystąpią zjawiska inflacyjne, a z drugiej strony zapewniałby taki dopływ kredytów, który powodowałby ożywienie w gospodarce. Niewątpliwie załamanie się bilansów jest źródłem niedostatku popytu, natomiast jednocześnie, jak się wydaje, można wskazać wiele mechanizmów za pośrednictwem których zerowe stopy procentowe nie łagodzą tego problemu. Długoterminowy spadek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych jest jednym z dowodów dużego ryzyka wolnego wzrostu przez wiele, wiele lat. Dlaczego rentowności nie wzrosły po obniżeniu ratingu Stanów Zjednoczonych? Bo nastąpiło prze-

skalowanie. Zmniejszyła się być może w odczuciu niektórych wiarygodność Stanów Zjednoczonych, ale skoro najbardziej wiarygodny dłużnik stał się mniej wiarygodny, to wiarygodność pozostałych również się odpowiednio obniżyła.

Czy podatek liniowy pomógłby w wyjściu z kryzysu? Podatek liniowy nie jest sposobem na zwiększenie łącznego popytu (**A. Rzońca**). Chyba, że podatek liniowy byłby z bardzo dużą kwotą wolną od opodatkowania. Ale to nienajlepszy moment na wprowadzanie zmian, które nie są neutralne dla dochodów sektora finansów publicznych, gdy większość krajów ma wysoki deficyt w finansach publicznych i szybko rosnący dług publiczny.

W polskiej gospodarce to bank centralny czy polityka fiskalna powinny stabilizować łączny popyt? W otwartej gospodarce o płynnym kursie, a taką jest nasza gospodarka, ekspansja fiskalna jest nie skuteczna. Lepiej ją stabilizować przy pomocy polityki pieniężnej (**A. Rzońca**).

W Parlamencie Europejskim został przegłosowany tzw. sześciopak, pakiet dyrektyw i rozporządzeń, które mają wzmocnić nadzór nad finansami państw strefy euro. Jeśli nic nie stanie na przeszkodzie zmiany będą obowiązywały już od 2012 r. Zakładają większą restrykcyjność polityki fiskalnej zwłaszcza w krajach strefy euro (**Kamila Marchewka-Bartkowiak, UE w Poznaniu**). Dyscyplinować ma przede wszystkim nowa reguła wydatkowa zapobiegająca pogłębianiu wydatków oraz zdefiniowane nowe tempo obniżania zadłużenia. Czy te zmiany są wystarczające? Czy w tej sytuacji kryzys się pogłębi, czy też sześciopak okaże się lekiem przynajmniej na część, jeśli nie na całe zło? Jakie będą skutki w dłuższym okresie dyscyplinującego rozwiązania? W wielu krajach strefy euro mamy kryzys fiskalny lub jego widmo (**A. Rzońca**). Powodem oczywiście brak dyscypliny fiskalnej w przeszłości. Każde rozwiązanie, w tym sześciopak, które może zwiększyć tę dyscyplinę w przyszłości jest właściwym kierunkiem. Wspólna waluta obliuguje do zdyscyplinowanych finansów publicznych w każdym kraju euro.

M. Krzak twierdzi, że przedwczesne zacieśnianie polityki fiskalnej (przedwczesne dostosowanie fiskalne) może wpłynąć negatywnie na poprawę koniunktury. To bardzo istotna kwestia (**prof. Andrzej Wernik, Akademia Finansów**). Wybór momentu, w którym można podjąć dostosowanie fiskalne ma znaczenie nie do przecenienia. Forma tego dostosowania – czy po stronie dochodowej, czy wydatkowej – z punktu widzenia wpływu na zagregowany popyt nie ma znaczenia. W gruncie rzeczy efekt będzie ten sam. Efekt natomiast będzie zależał od sposobu przeprowadzenia dostosowania. Konieczne jest podejście strukturalne. Nie można mówić o zacieśnieniu w ogóle, bez określenia jakie ono ma być. Muszą być ściśle określone elementy finansów publicznych, których dostosowanie ma dotyczyć i to po stronie dochodowej, i po stronie wydatkowej. A. Rzońca bardzo wiele mówił o kierunku zmian, ale w sposób bardzo ogólny. Kierunek zmian jest niewątpli-

wie istotny, ale istotniejsza jest skala zmian. To nie jest to samo, czy się zwiększa dochody lub wydatki o 10%, czy o 1%. Kwestia wyważenia ilościowego działań w zakresie polityki fiskalnej jest niezwykle istotna.

* * *

O zróżnicowaniu polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie dyskutowali paneliści i goście 116 seminarium z cyklu BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, we wrześniu 2011 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili dra Macieja Krzaka adiunkta Uczelni Łazarskiego, ekonomistę CASE oraz dra Andrzeja Rzońcę, współpracownika FOR, adiunkta SGH i członka RPP.

Zacieśnianie polityki fiskalnej w czasach kryzysu

Globalny kryzys gospodarczy, najgłębszy od czasu Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w. i wywołany kryzysem finansowym w świecie wysokorozwiniętym, doprowadził do sytuacji, w której polityka pieniężna przestała działać, bo banki centralne obniżyły własne stopy procentowe praktycznie do zera. W dodatku dysfunkcyjny stał się system finansowy; zapanowała blokada kredytowa (*credit crunch*), więc pompowanie bazy monetarnej przez banki centralne nawet za pomocą niekonwencjonalnych metod, zwanych ilościowym rozluźnieniem, nie przekładało się na zwiększenie podaży pieniądza, bo banki komercyjne wolały utrzymywać wysokie rezerwy płynnościowe z uwagi na wysoką niepewność niż udzielać pożyczek (brak podaży). Automatyczne stabilizatory koniunktury również nie wystarczały do pobudzenia gospodarek. W tej sytuacji w wielu krajach odwołano się do dyskrecjonalnej polityki fiskalnej. Od lat 90. XX w. dyskrecjonalna polityka fiskalna

była stosowana bardzo niechętnie. Teraz wróciła do łask.

Ta ekspansywna polityka fiskalna, obok załamania aktywności gospodarczej, które przechodzi do historii pod nazwą Wielka Recesja, oraz konieczności ratowania systemu finansowego świata przed upadkiem za pomocą środków publicznych doprowadziły do wysokich deficytów w finansach publicznych wielu wysokorozwiniętych krajów. Deficyty te z kolei wywołały szybki i wysoki przyrost długu publicznego w tych krajach – wg MFW (2011) o blisko 30 proc. PKB w krajach wysokorozwiniętych do wysokości 100% PKB w 2011 r., a w części z nich dług publiczny osiągnął poziom bez precedensu w czasach pokoju (tab. 1). Przyczyną, że dług publiczny osiągnął tak wysoki poziom była zła pozycja wyjściowa przed kryzysem, zbyt duże bowiem były deficyty fiskalne tuż przed nim, mimo trwającego już kilka lat ożywienia gospodar-

Tabela 1. Poziom i przyrost długu publicznego brutto w wybranych krajach w latach 2007–2011, % PKB

	2007	2011p	Przyrost
Belgia	84,2	94,6	10,4
Francja	64,2	86,9	22,7
Grecja	105,4	165,6	60,2
Hiszpania	36,1	67,4	31,3
Islandia	29,1	101,2	72,1
Irlandia	24,9	109,3	84,4
Japonia	187,7	233,1	45,4
Niemcy	65,0	82,6	17,6
Portugalia	68,3	106	37,7
USA	62,3	100	37,7
Wielka Brytania	43,9	80,8	36,9
Włochy	103,6	121,1	17,5

Zródło: Fiscal Monitor, IMF, September 2011, str. 70.

czego. W związku z tym redukcja długu publicznego przebiegała powoli. Dla ilustracji, dług ten osiągnął najniższy poziom od wielu lat w strefie euro i UE w 2007 r., ale w obszarze wspólnej waluty przekraczał 60% PKB (czyli dopuszczalny pułap określony przez układ z Maastricht) a całej UE był bliski 60% PKB.

Wysoki dług publiczny wywołał obawy na rynkach finansowych. Bowiern niewywiązywanie się z zobowiązań przez rządy uderzyłoby nie tylko w niefinansowych inwestorów, ale i w banki, głównie europejskie, które zakupiły obligacje tych krajów, co mogłoby wywołać nową falę kryzysu finansowego. Te obawy wywołały zaburzenia na rynkach długu publicznego najpierw na tzw. peryferiach strefy euro, co doprowadziło do otwartego kryzysu zadłużenia publicznego w Grecji, Irlandii i Portugalii, a w połowie 2011 r. kryzys zaczął się przenosić także na kraje, które należą do centrum gospodarczego strefy euro: Włochy i Hiszpanię. Utrata dostępu do ryn-

ków finansowych wymusiła objęcie pomocą finansową wymienionych trzech krajów przez pozostałe kraje strefy euro z udziałem MFW. W chwili pisania tego tekstu sytuacja jest nadal krytyczna, ponieważ metoda stopniowania pomocy w zamian za wykonanie reform strukturalnych i ograniczenie deficytów finansów publicznych nie doprowadziła do przełomu, a okresowa panika na rynkach finansowych uruchamia mechanizm samospełniającej się przepowiedni.

Brak zaufania rynków finansowych do polityki makroekonomicznej w wysokorozwiniętych krajach ze wskazaniem na wysoki deficyt i dług skłonił kraje strefy euro i Wielką Brytanię do szybszego zacieśnienia polityki fiskalnej niż wcześniej zakładano. Jeszcze przed wybuchem kryzysu zadłużenia w Grecji było raczej oczywiste, że polityka makroekonomiczna (w tym polityka fiskalna) będzie musiała odwrócić stymulację popytową gospodarek z okresu kryzysu; debatowano sekwencję tzw.

strategii wyjścia, zob. np. von Hagen (2009). Jednak wybuch kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro doprowadził do wymuszonego przyspieszenia dostosowań w wielu krajach, nie tylko kryzysowych. Ten artykuł próbuje odpowiedzieć na pytanie, czego w kontekście krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego można oczekiwać po dostosowaniach fiskalnych, które jednocześnie obejmują wiele krajów.

Rozmiary dostosowań fiskalnych

Uwagę, zwłaszcza rynków finansowych, skupiają przede wszystkim kraje kryzysowe. Ale nie są one jedynymi, które podjęły dostosowania fiskalne z powodu odziedziczenia wysokich długów po kryzysie. Nie ma doskonałych miar deficytu, dlatego na ogół, aby opisać skalę dostosowania podaje się zmiany paru wskaźników. Wydaje się, że deficyt cyklicznie skorygowany dość dobrze pokazuje

efekty dyskrejonalnych posunięć, ponieważ oczyszcza skalę z efektów działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, takich jak podatki, zasiłki dla bezrobotnych czy pomoc socjalna. Jego wada polega natomiast na tym, że ujmuje wyższe albo niższe dochody z podatków od aktywów finansowych, w szczególności od akcji, gdy zdarzy się boom albo załamanie na giełdzie.

W tabeli 2 zestawiono prognozowane przez MFW zmiany tego deficytu w latach 2009–2011 oraz między latami 2011–2012 dla wybranych krajów o największych długach publicznych w krajach wysokorozwiniętych. Rok 2009 był rokiem najwyższych deficytów, z paroma wyjątkami, dlatego został wybrany jako punkt odniesienia. Jak wynika z tabeli 2, w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Islandii nastąpiło w tym czasie znaczne zacieśnienie polityki fiskalnej. W ograniczaniu deficytu wyróżnia się także Wielka Brytania. W 2012 r. zacieśnianie ma być kontynuowane; o ile jego skala będzie niższa

Tabela 2. Cykliczne skorygowane deficyty finansów publicznych i ich zmiana w latach 2009–2011, % potencjalnego PKB

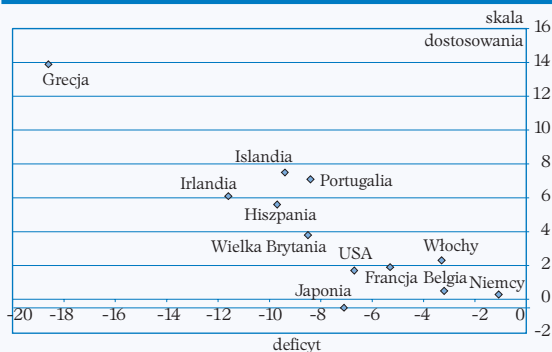
	2007	2009	2011p	2012p	Zmiana 11/09	Zmiana 12/11
Belgia	-1,2	-3,2	-2,6	-2,7	0,6	-0,1
Francja	-3,1	-5,3	-4,4	-3,4	0,9	1,0
Grecja	-10,4	-18,6	-6,9	-4,7	11,7	2,2
Hiszpania	1,9	-9,7	-4,6	-4,1	5,1	0,5
Islandia	3,7	-9,4	-5	-1,9	4,4	3,1
Irlandia	-8,7	-11,6	-6,8	-5,5	4,8	1,3
Japonia	-2,6	-7,1	-8,1	-7,6	-1,0	0,5
Niemcy	-1,1	-1,1	-1,5	-0,9	-0,4	0,6
Portugalia	-3,4	-8,4	-4,0	-1,3	4,4	2,7
USA	-2,2	-6,7	-6,4	-5,0	0,3	1,4
Wielka Brytania	-3,3	-8,5	-6,3	-4,7	2,2	1,6
Włochy	-2,3	-3,3	-2,5	-1,0	0,8	1,5

Źródło: Fiscal Monitor, IMF, September 2011, str. 66.

w krajach kryzysowych, o tyle zwiększy się wyraźnie w USA i Wielkiej Brytanii, jeśli nastąpi realizacja zapowiedzi. Niewielka poprawa nastąpiłaby w Japonii, która została dotknięta trzęsieniem ziemi i tsunami w marcu 2011 r.; pogorszyło to jeszcze i tak złą pozycję fiskalną tego kraju.

Można też zauważyć, że, za wyjątkiem Japonii, im gorsza jest wyjściowa pozycja fiskalna kraju, tym silniejsze jest dostosowanie w latach 2009–2012; ilustruje to rysunek 1. Nie zawsze tak było w historii. Czyżby objawiła się tutaj dyscyplinująca rola rynku obligacji rządowych?

Rysunek 1. Deficyty i skala dostosowań w latach 2009–2012, % PKB

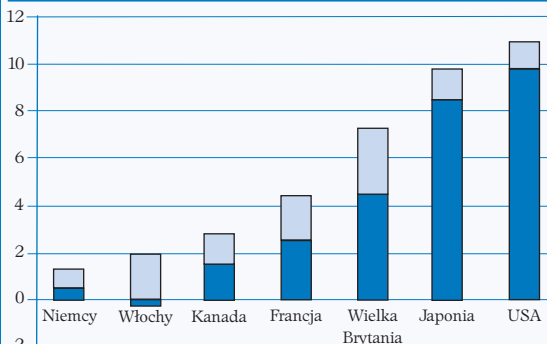


Źródło: OECD 1998.

Skala przedstawionych dostosowań w najbliższych latach, mimo że w niektórych krajach bardzo duża w okresie 2009–2012 nie wystarczy, aby te kraje ustabilizowały dług publiczny do PKB. Ostatni raport OECD (2011) wskazuje jaki wysiłek wybrane kraje powinny podjąć w długim okresie, aby tego dokonać. Zamieszczony poniżej rysunek 2 pochodzi właśnie z tego opracowania.

W symulacji OECD zakłada, że w latach 2010–2012 konsolidacja odbędzie w tej skali, jaką podaje ba-

Rysunek 2. Stabilizujące dług zacieśnienie deficytu skorygowanego o cykl i jednorazowe dochody oraz wydatki w % PKB



Szara część słupka opisuje dostosowanie w latach 2010–2012, natomiast część niebieska – wymagane skumulowane dostosowanie w latach późniejszych.

Źródło: OECD Interim Assessment str. 15, September 2011.

za danych do OECD Economic Outlook 89. Po 2012 r. przyjmuje, że każdy kraj podejmie się dostosowania rzędu 0,5% PKB rocznie aż deficyt fiskalny osiągnie taki poziom, że pozwoli to na ustabilizowanie relacji długu publicznego do PKB. Jak widać, Włochy po 2012 r. byłyby bliskie ustabilizowania długu publicznego, natomiast największe wyzwania długookresowe czekają Stany Zjednoczone, Japonię i Wielką Brytanię.

Na podstawie przedstawionych informacji można chyba sformułować tezę, że świat wysokorozwinięty zabrał się za likwidowanie niedoborów w finansach publicznych. Dotąd dwie największe gospodarki świata nie zacieśniały polityki fiskalnej, więc nie osłabiało to globalnego popytu (tab. 2). Znosi się na to w 2012 r. Zgodnie z planem, poważne zacieśnienie polityki fiskalnej ma nastąpić w USA i skromne w Japonii. Rozmiary konsolidacji mają też zwiększyć się wyraźnie w pozostałych dużych gospodarkach, tj. Francji, Niemczech i Wielkiej Brytanii. Według MFW cyklicznie skorygowany deficyt krajów wysokorozwiniętych ma

obniżyć się w 2012 r. o 1% potencjalnego PKB w porównaniu z 0,7% w 2011 roku². Bez wątpienia będzie miało to silne reperkusje dla popytu światowego i w związku z tym – tempa aktywności gospodarczej.

Przenoszenie efektów zacieśnienia

Podstawowa teoria, model Mundella- Fleminga, mówi, że polityka fiskalna przy założeniu doskonałej mobilności kapitału w przypadku małej gospodarki otwartej z systemem płynnych kursów jest zupełnie nieskuteczna, tzn. nie wywołuje żadnych realnych efektów. Doskonała mobilność kapitału dość wiernie oddaje rzeczywiste warunki przepływu kapitału w krajach wysokorozwiniętych, dlatego ograniczymy się do tego założenia. Niemniej w modelu (dwóch) dużych gospodarek otwartych, powiązanych płynnym kursem jest ona skuteczna i transmisja efektów polityki z jednego do drugiego kraju następuje w tym samym kierunku, tzn. kiedy kraj A zacieśnia politykę fiskalną, to redukcja PKB nastąpi także w kraju B; oba kraje są modelowane symetrycznie. Jakikolwiek stopień mobilności kapitału wystarczy, aby zmiana polityki makroekonomicznej w jednym kraju wywarła skutki w drugim.

W systemie kursów sztywnych (stałych) jest odwrotnie – w małym kraju polityka fiskalna przy założeniu doskonałej mobilności kapitału jest bardzo skuteczna. Natomiast w modelu dwóch dużych gospodarek, przy doskonałej mobilności kapitału, następuje transmisja efektów w przeciwnym kierunku. Ekspansja fiskalna w jednym kraju wywołuje tendencje recesyjne w drugim kraju, jeżeli nie ma w nim miej-

sca sterylizacja napływu i odpływu wolnych kapitałów, bo wyciekają z niego rezerwy zagraniczne, kiedy interweniuje, aby utrzymać stały kurs. W przypadku sterylizacji w kraju B skutki są neutralizowane. Zatem zacieśnianie polityki fiskalnej przez jedną ze stron – kraje strefy euro lub Stany Zjednoczone – powoduje realne efekty w gospodarce drugiej strony. Jednoczesne zacieśnianie przez obie strony pogłębi tę tendencję. W normalnych czasach mamy do czynienia z niesynchronizowanymi zmianami w polityce fiskalnej, które na ogół znoszą się nawzajem, więc nie wywierają odczuwalnych skutków dla wzrostu światowego. Z powodu Wielkiej Recesji i problemu zadłużenia publicznego w krajach wysokorozwiniętych, który po niej pozostał, akcja uległa zsynchronizowaniu w czasie ze względu na presję rynków finansowych. W tej sytuacji posunięcia w tym samym kierunku będą wzmacniały się nawzajem po obu stronach Atlantyku.

Najnowsze badania Ivanova i Weber (2011) wskazują, że krótkookresowe skutki dostosowań fiskalnych dla wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach mogą być znaczne, natomiast same efekty „przelania” się konsolidacji do innych krajów będą umiarkowane. Autorzy dokonali symulacji w dwóch wariantach dla 20 krajów, które łącznie obejmują ponad 70% gospodarki światowej. Kryterium doboru stanowił minimalny 2-proc. udział w PKB świata, od którego uczyniono wyjątek dla strefy euro, obszaru szczególnego zainteresowania ze względu na przyspieszenie konsolidacji; jej reprezentacja została tak dobrana, aby objąć wszystkich ważnych, powiązanych ze sobą handlowych partnerów³.

Autorzy przedstawili dwa warianty zacieśnienia fiskalnego w tym okrojonym świecie. W jednym

z wariantów Ivanova i Weber zbadali oddziaływanie identycznego szoku w postaci spadku wydatków rządowych o 1% PKB we wszystkich krajach. W drugim z nich jako podstawę przyjęli projekcje parametrów polityki fiskalnej na lata 2011–2012, wynikające z ogłoszonych już programów. Przenoszenie efektów dostosowań następuje kanałem handlu zagranicznego, dlatego, obok wpływu na PKB, oszacowali także skutki dostosowań fiskalnych dla bilansu handlowego krajów, które jednak pominiemy w omówieniu ich wyników jako poboczne dla wątku tego opracowania. W każdym wariantcie wyliczyli, jaki udział w zmianie PKB z powodu zacieśnienia mają czynniki krajowe, a jakie efekty przelania się konsolidacji z zagranicy. Przyjęto szacunki mnożników polityki fiskalnej i elastyczności importu z innych studiów, przede wszystkim ze studium OECD z 2009 r. Badanie nie uwzględniało konkretnych efektów poprawy wiarygodności, które mogłyby mitygować negatywne skutki prowadzenia restrykcyjnej polityki fiskalnej, a nawet prowadzić do efektów ekspansywnych konsolidacji. Szacunki uwzględniają nie tylko efekty pierwszej rundy – bezpośredni efekt transmisji efektów dostosowań fiskalnych z kraju do kraju poprzez redukcję dynamiki PKB w tym pierwszym, ale także efekty drugiej rundy, tzn. że konsolidacja fiskalna w danym kraju także będzie prowadziła do spadku dynamiki PKB u partnerów drugiego kraju i to będzie tworzyło dodatkowe efekty recesyjne. Analiza rozróżnia posunięcia po stronie dochodowej i wydatkowej. Przeciętny mnożnik dla 20 krajów w scenariuszu podstawowym przybierał wartość 0,5 dla dochodów i 0,8 dla wydatków po 2 latach; na podstawie innych badań można uznać te wartości za relatywnie wysokie.

Konsolidacja „światowa” wielkości 1% PKB przyniosłaby redukcję stopy wzrostu PKB, ważonej udziałami krajów wg parytetu siły nabywczej, o 0,9% po dwóch latach, z czego tylko 15% przypadłoby na efekty przelania się dostosowań fiskalnych przez granice.

Autorzy zbadali jak rozpatrywana oddzielnie konsolidacja w Niemczech, Francji i USA o 1% PKB wpłynęłaby na różne kraje przy założeniu bardzo wysokich mnożników wydatków rządowych na poziomie 1,6, aby ująć najbardziej negatywny scenariusz. Wysokie mnożniki zostały przez autorów policzone jako suma mnożników ze scenariusza bazowego i czterech odchyłeń standardowych, stąd pojawiła się wartość 1,6. Najbardziej narażona na skutki zacieśnienia polityki fiskalnej w wymienionych krajach byłaby Irlandia. Kiedy wyniosłoby ono 1% PKB w USA, jej dynamika wzrostu PKB spadłaby o skumulowane 0,8 pp. w ciągu 2 lat, a w przypadku takiego samego zacieśnienia w Niemczech o nieco ponad 0,3 pp. Grecja praktycznie nie odczułaby efektów przelania się do niej zacieśnienia w tych krajach, natomiast w przypadku Portugalii byłyby one niskie, rzędu 0,1 pp. utraconej dynamiki PKB. Autorzy biorą pod uwagę, że Grecja ma 50-proc. udział usług w całej wymianie handlowej i to może zaniżać efekt, ale nawet podwojenie szacunków nie zmienia wiele jakościowo. Notabene, najsilniej byłaby ona dotknięta przez przyhamowanie aktywności gospodarczej w Niemczech.

W alternatywnym scenariuszu, opartym o plany zacieśnienia polityki fiskalnej w 20 krajach, cyklicznie skorygowany deficyt ma obniżyć się o 0,3% PKB w 2011 r. i o 1,4% PKB w 2012 r. wg

wag parytetu siły nabywczej. Ta miara deficytu w przybliżeniu oddaje wpływ dyskrejonalnych zmian w polityce fiskalnej. W odróżnieniu od niej konsolidacja rzeczywistego deficytu, która ujmuje także wpływ działania automatycznych stabilizatorów, ma wynieść odpowiednio 0,6% i 1,6% PKB w tych latach. W pierwszym przypadku dynamika wzrostu 20 krajów w latach 2011 i 2012 spadłaby odpowiednio o 0,2 pp. i 0,7 pp., zatem skumulowany spadek tempa przyrostu PKB w 2011–2012 wyniósłby około 1 pp. przy wagach w produkcie światowym wg parytetu siły nabywczej. Efekty przelania się dostosowań byłyby znikome w 2011 r., a w roku 2012 r. małe efekty ograniczałyby się do małych otwartych gospodarek.

W drugim przypadku z symulacji wynika, że fiskalne dostosowania mogłyby zredukować globalny wzrost gospodarczy w latach 2011–2012 o skumulowane 1,25 pp. Wtedy także dominowałyby krajowe efekty konsolidacji, powodując około 80% wyhamowania wzrostu, zaś efekty przenoszenia z kraju do kraju bodźców fiskalnych wynosiłyby pozostałe 20%. Jednak średnia z próby maskuje duże różnice między nimi. W przypadku Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii efekt wewnętrzny byłby znacznie silniejszy i wyniósłby ponad 2 pp. PKB w ciągu 2 lat. W przypadku Niemiec skumulowany efekt krajowy wyniósłby około 1 pp. w ciągu 2 lat, a dodatkowo przenoszenie efektów ze świata obniżyłoby dynamikę wzrostu o 0,25 pp. W przypadku Szwecji, Szwajcarii i Brazylii można byłoby spodziewać się relatywnie słabego efektu negatywnego nieprzekraczającego 0,5 pp. Tak, jak należałoby oczekiwać, małe gospodarki otwarte będą bardziej dotknięte zacieśnieniem fiskalnym np. Austria, Belgia, Holandia i Irlandia.

Samo dostosowanie w Niemczech, największej gospodarce w strefie euro, miałoby ograniczone skutki dla tempa wzrostu PKB w Europie; oznaczałoby to utratę o skumulowane 0,25 pp. w ciągu 2 lat, podczas gdy wpływ na kraje peryferyjne nie przekraczałby 0,1 pp. Można stąd wysnuć wniosek, że zmiany w polityce fiskalnej Niemiec w małym stopniu oddziałują na bilans handlowy krajów peryferyjnych, więc ewentualna ekspansja nie mogłaby być źródłem poprawy ich bilansu handlowego. Kraje te bowiem z wyjątkiem Irlandii są zbyt słabo powiązane handlowo z Niemcami.

Opisane efekty są krótkoterminowe, więc nie biorą pod uwagę dłuższego dostosowania się realnego kursu walutowego czy cen, które mogą osłabić skalę przenoszenia się fiskalnego zacieśnienia przez granice państwowe. Można zatem potraktować te szacunki jako górną granicę wielkości efektów.

Zacieśnianie w podobnych kryzysach

Z opisanych rezultatów przeprowadzonych symulacji wynika, że rozmiary zsynchronizowanego w czasie zacieśnienia jakie zaplanowały różne kraje, nie powinny doprowadzić do recesji, lecz jedynie do spowolnienia wzrostu gospodarczego w świecie. Warto jednak przyjrzeć się doświadczeniom z fiskalnymi dostosowaniami po podobnych kryzysach jak niedawny kryzys globalny. Są to Wielki Kryzys i kryzys w Japonii w latach 90. ub. wieku. Oba te kryzysy gospodarcze zaczęły się od kryzysu finansowego. Ponadto, skala niedawnej Wielkiej Recesji i jej początkowy przebieg wskazywa-

ły na liczne analogie do pierwszego z nich; spadkowa dynamika światowej produkcji przemysłowej i obrotów handlowych oraz cen akcji były równie silne (Eichengreen i O'Rourke, 2010). Istotnym podobieństwem, które warto uwypuklić, jest utrzymywanie się nominalnych stóp procentowych blisko zerowej granicy i kryzys finansowy. W takim środowisku – zerowych stóp procentowych i finansowego stresu – szacunki mnożników wydatków rządowych przybierają względnie wysokie wartości, które uzasadniają zastosowanie dyskrecjonalnej, ekspansywnej polityki fiskalnej (Blanchard et al., 2009; Christiano et al. 2009; Friedman et al. 2009; Auerbach i Gorodnichenko 2010; Corsetti et al. 2010). Teoria dodatkowo mówi, że efekt wypychania popytu prywatnego przez popyt rządowy jest wtedy znikomy. Zwłaszcza, jeśli dodatkowo istnieją spore, wolne zdolności wytwórcze i kredyt w gospodarce jest racjonowany.

Gospodarka amerykańska znalazła się na dnie recesji w I kwartale 1933 r. Od tego kwartału realny PKB zwiększał się przeciętnie o 9% rocznie do połowy 1937 r. (11% w 1934, 9% w 1935 r. i 13% w 1936 r. (Romer, 2009) i w II kwartale tego roku jego poziom był bliski szczytowemu poziomowi z III kwartału 1929 r. Stopa bezrobocia obniżyła się z 25% do 14% siły roboczej⁴. Była to najsilniejsza ekspansja gospodarki w historii USA, wyjąwszy II wojnę światową.

W połowie 1937 r. dynamika wzrostu załamała się i gospodarka doświadczyła drugiej silnej recesji. Według Christiny Romer (2009) oraz Nicholasa Crafts'a i Petera Fearon'a (2010) przyczyną było zaostrożenie polityki makroekonomicznej, zresztą nie do końca zamierzone. Na początku bo-

wiem 1937 r. panowało przeświadczenie, że depresja zakończyła się na dobre. Już od połowy 1936 r. uwagę Zarządu Rezerwy Federalnej (Fed) zaczęło zaprzętać ryzyko nadchodzącej inflacji z powodu nagromadzenia znacznych, wolnych rezerw przez sektor bankowy⁵. Obawiano się, że te rezerwy mogą stać się podstawą nadmiernej kreacji kredytu i zostać przeznaczone na zakupy papierów wartościowych, w tym akcji, przez co mogłyby wywołać bąbel spekulacyjny na giełdzie na kształt zanotowanego z drugiej połowy lat 20. XX w. W konsekwencji Fed podwoił stopę rezerw obowiązkowych w serii ruchów między sierpniem 1936 r. a majem 1937 r. (Mishkin 2009). Okazało się jednak, że banki nadal pamiętały o panikach bankowych z lat 1930–1933 i dlatego wołały utrzymywać wysokie rezerwy. Kiedy część wolnych rezerw uległa przymusowemu przekształceniu w rezerwy obowiązkowe, ograniczyły akcję pożyczkową, aby je odbudować. Ponadto Fed zajął się sterylizacją napływu złota do USA, a to spowodowało dodatkowe skurczenie się podaży pieniądza. Milton Friedman i Anna Schwartz w klasycznej już „Monetarnej historii USA” z 1963 r. uznali ten czynnik za główną przyczynę recesji lat 1937–1938.

Po stronie polityki fiskalnej uwagę przykuwał wzrost długu federalnego z 16% PKB w 1929 r. do 40% w 1937 r., zatem poziomu bardzo wysokiego jak na czasy pokoju w USA (Velde, 2009)⁶. Utrwalenie się ożywienia sugerowało, że nadchodzi pora, aby zacząć go redukować, a przynajmniej stabilizować; dostosowania ukierunkowano na zbilansowanie budżetu federalnego, co prawie udało się w 1937 r. Ponadto, polityka fiskalna uległa także niezamierzonemu zacieśnieniu w 1937 r. W 1936 r. bowiem Kongres uchwalił jednorazową

premię dla weteranów wojennych z I wojny światowej, której wypłaty przyspieszono z uwagi na wybory prezydenckie. Ten dodatkowy bodziec popytowy zniknął w 1937 r. W tym samym roku, w styczniu, po raz pierwszy zebrano składki na ubezpieczenia społeczne. Christina Romer ocenia, że te czynniki zmniejszyły deficyt rządowy o około 2,5% PNB i wywołały recesyjne tendencje. Głównie z pierwszego powodu zanotowano deficyt całego rządu w wysokości 3,8% PNB w 1936 r., podczas gdy w 1937 r. finanse publiczne zostały zrównoważone – nadwyżka wyniosła 0,3% PKB. W przypadku federalnego rządu deficyt w wysokości 4,4% PNB w 1936 r. przekształcił się w nadwyżkę 0,4% w 1937 r. Strukturalna nadwyżka całego rządu wzrosła z -1,1% PKB do 1,8%, co obrazuje skalę zacieśnienia polityki fiskalnej.

Efektom restrykcyjnych działań w polityce makroekonomicznej była głęboka, choć krótkotrwała recesja: PKB obniżył się o 11% od szczytu w II kwartale 1937 r., produkcja przemysłowa spadła o 30%, a ceny akcji o 40%. Dno nastąpiło, co prawda, w II kwartale 1938 r., ale poziom PNB sprzed recesji odzyskano dopiero w 1939 r.⁷ Biorąc latami, dynamika PKB obniżyła się z bezmała 13% (!) w 1936 r. do około 5,1% w 1937 r., a w 1938 r. PKB spadł o 3,4%. Stopa bezrobocia skoczyła w górę do 19% siły roboczej w 1938 r. z 14% w 1937 r., kiedy zanotowano jego najniższą stopę od 1930 r. Ta sytuacja spowodowała zmianę kursu polityki makroekonomicznej już w trakcie 1938 r.; rząd federalny zwiększył wydatki na zakup dóbr i usług oraz transfery socjalne. Z tej przyczyny odnotowano większy przyrost deficytu (spadek nadwyżki) niż spadek nadwyżki strukturalnej. Z przebiegu wydarzeń w latach 1934–1937 wynika, że zbyt szybkie

wycofanie impulsów fiskalnych przyczyniło się do destabilizacji gospodarki USA w 1937 r. Notabene, administracja prezydenta Obamy wspierała się tymi doświadczeniami podczas Wielkiej Recesji XXI w.

Znamienne jest także doświadczenie Japonii pod tym względem. W latach 1990–2001 kraj ten przeżył trzy recesje, które przeszły do historii pod wspólną nazwą „straconej dekady”⁸. Nastąpił znaczny rozdział *in minus* między rzeczywistą dynamiką PKB a jego potencjalną dynamiką i latami narastała luka PKB (Hoshi, Kashyap, 2004). Podobnie jak podczas Wielkiego Kryzysu lat 30. ub. wieku i niedawnej Wielkiej Recesji, zapaść przybrała najpierw postać kryzysu finansowego, ponieważ pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i krach giełdowy poprzedziły załamanie gospodarcze. Po kilku latach osłabienia gospodarczego w 1996 r. Japonia odnotowała wzrost PKB o 2,6% po dynamice 1,9% w roku poprzednim, który zinterpretowano jako sygnał, że wreszcie wybrnęła z kilkuletniej stagnacji. Wg Economic Planning Agency (EPA), oficjalnie ustalającej daty faz cyklu koniunkturalnego, stagnacja/recesja na początku lat 90. XX w. trwała 32 miesiące; dno cyklu oznaczono w październiku 1993 r.; dane wg World Economic Outlook MFW. Wcześniejsze źródła np. Posen (1998) podawały stopę wzrostu rządu 3,6%, a EPA – nawet 5,1% w Annual Report on National Accounts jeszcze w 2001 r., więc w tamtym okresie wierzone, że ożywienie było znacznie silniejsze. Ta poważna pomyłka bez wątpienia wpłynęła na skalę zacieśnienia polityki makroekonomicznej.

Zdaniem władz nadszedł zatem czas na odwrócenie obniżek podatków od dochodów osobistych,

które zbiegło się z podwyżką VAT. Podatek od zakupów konsumpcyjnych został podniesiony w kwietniu 1997 r. z 3% do 5% na łączną kwotę 7 bilionów jenów (57 mld dolarów USA), odpowiadającą ok. 1,3% PKB. Ponadto, podwyższono składkę zdrowotną z 10% do 20% podstawy. Szacuje się, że obciążenia podatkowe wzrosły w tym czasie łącznie o 2% PKB.

Te zmiany uzasadniano koniecznością konsolidacji finansów publicznych ze względu na starzenie się społeczeństwa i rosnące zadłużenie publiczne; dług publiczny brutto przekroczył w 1996 r. poziom PKB, chociaż dług netto wynosił niecałe 30% PKB. Charakterystyczna na temat polityki fiskalnej w tamtym okresie była opinia wieloletniego wiceministra finansów ds. międzynarodowych, Eisuke Sakakibary (1997), który uważał, że zacieśnienie polityki fiskalnej nie obciąży wydatków konsumpcyjnych, ponieważ podwyżka podatków była oczekiwana od paru lat i jeśli konsumenci byli racjonalni, to uwzględni ją w swoich oczekiwaniach i zachowaniach, więc wzrostowy trend konsumpcji nie powinien ulec odwróceniu; wierzył zatem w równowagę Ricardo. Jego zdaniem, negatywna reakcja miała być tylko tymczasowa jako odciążenie wzmożonych zakupów samochodów przed podwyżką podatków. Poprawa nastrojów przedsiębiorców miała zneutralizować ten efekt. Niestety, w II kwartale 1997 r. PKB skurczył się o 3,4% w przeliczeniu na rok, popyt prywatny – o 7,7%, w tym wydatki na prywatną konsumpcję – o 13,4%.

O ile zatem oczekiwano pewnego osłabienia konsumpcji z powodu antycypowanej wcześniej podwyżki podatków i wywołanego przez nią cyklu za-

kupów, o tyle jednak jej spadek i w ślad za nim spadek PKB okazał się zaskakująco silny. W następnych kwartałach wybuchły kryzysy walutowe w Azji Południowo-Wschodniej; uderzyło to w eksport japoński, bo udział krajów kryzysowych wynosił w nim blisko 25%. Kiedy pojawiły się tendencje recesyjne, ceny akcji i nieruchomości ponownie zaczęły spadać, co dodatkowo osłabiło bilanse bankowe. System bankowy był wstrząsany informacjami o bankructwach mniejszych instytucji finansowych oraz ujawnieniem skali niespłacanych długów przez wielkie banki⁹.

Te szoki utrudniają analizę, czy za recesyjne tendencje w 1997 r. odpowiadała rzeczywiście polityka fiskalna. Z kalendarza jednak wynika, że podwyżki podatków poprzedziły inne wydarzenia, więc punkt zwrotny był ich dziełem, a na to dopiero nałożyły się inne negatywne zjawiska, które łącznie wywołały w Japonii najgłębszą recesję od II wojny światowej; PKB w 1998 r. skurczył się o 2%. W kwietniu i listopadzie 1998 r. ogłoszono znaczne bodźce fiskalne, aby przełamać recesję. Przeciągnęła ona się do 1999 r., kiedy PKB obniżył się o dalsze 0,2% i gospodarka odbiła się dopiero w I kwartale 2000 r., ale na krótko, w 2001 r. bowiem nadeszła recesja światowa.

Tezę o przedwczesnym zacieśnieniu polityki fiskalnej w latach 1996-1997 potwierdzają także ekonometryczne wyniki Bayoumi'ego (1999). Dokonał on dekompozycji zmian PKB w latach 90. ub. wieku pod względem przyczyn, tzn. jaką część zmiany wyjaśniały innowacje w: polityce fiskalnej (suma zmian PKB wywołana przez zmiany rządowych wydatków na dobra i podatków netto), polityce monetarnej (suma realnych

stóp procentowych i realnego kursu walutowego), cenach aktywów (suma zmian cen akcji i nieruchomości), kredytach bankowych oraz zmiennych zerjedynkowych. Dodatkowo uwzględnił też możliwość zmian PKB z powodu niezidentyfikowanych przyczyn; gdyby to one były siłą sprawczą, prowadziłoby to do odrzucenia wybranych przyczyn. W wynikach dla nas istotne jest to, że polityka fiskalna nadała silny impuls wzrostowy gospodarce w 1995 r. i na początku 1996 r., a potem jej wsparcie znikło. Po stronie polityki fiskalnej dominującą rolę odegrały najpierw zwiększone, a potem zmniejszone wydatki rządowe w postaci inwestycji publicznych.

Argumenty, że wycofanie bodźców fiskalnych 1997 r. załamało silne ożywienie w 1996 r. uzyskały wsparcie, kiedy autor pozwolił podwyżkom podatków z 1997 r. oddziaływać na PKB od początku 1996 r.

Przypomnijmy sobie, że te podwyżki były zapowiedziane dużo wcześniej, praktycznie od momentu cięcia podatków w 1995 r., dlatego wyjaśniają silny impuls wzrostowy PKB przez cały 1996 r., a potem spadek PKB w 1997 r. i na początku 1998 r. Zacieśnienie polityki fiskalnej zatem przyczyniło się poważnie do wпадnięcia gospodarki japońskiej w recesję w tym okresie. Z szacunków Bayoumi'ego wynika, że polityka każdego rodzaju i fiskalna, i monetarna pozwoliły wzrosnąć PKB o 1%. Pod koniec 1996 r. zaczęły wygasać inwestycje publiczne, czego efekt był najpierw zamaskowany przez wzrost popytu konsumpcyjnego w oczekiwaniu na podwyżkę podatku konsumpcyjnego w 1997 r. Niemniej sytuacja gospodarcza zaczęła pogarszać się pod ich wpływem.

Generalny wniosek z pracy Bayoumi'ego jest taki, że polityka fiskalna odegrała ograniczoną rolę w kształtowaniu się PKB podczas lat 90. XX w. z wyjątkiem okresu ekspansji fiskalnej w 1995 r. i następnie okresu jej odwrócenia. Stymulacja fiskalna została usunięta przedwcześnie zwłaszcza, że zbiegło się to z walutowymi kryzysami w Azji Południowo-Wschodniej i kryzysem bankowym.

Do podobnego wniosku doszli Anton Braun i Javier Díaz-Giménez (2010); ich zdaniem, przedwczesne wdrożenie restrykcyjnej polityki fiskalnej wywiera silne efekty recesyjne¹⁰. Za przykładem Ball'a (2004) skonstruowali makroekonomiczny model wywodzący się z teorii nowego keynesizmu, który skalibrowali w taki sposób, aby odzwierciedlał japońską gospodarkę z roku 1980 i roku 1990. Po czym autorzy podjęli się oceny ryzyka zbyt wczesnego zacieśnienia polityki fiskalnej, kiedy nominalne stopy procentowe są niskie. W tym celu przeprowadzili w swoim modelu eksperyment, w którym zamiast o podwyżce podatków, podmioty na początku 1997 r. dowiadują się o zwiększeniu wydatków rządu o 3% i redukcji podatków o 2%. Nie ma wtedy recesji, a stymulacja gospodarki odbywa się dwoma kanałami. Po pierwsze, wyższe wydatki rządowe prowadzą do wyższej produkcji i realnych stóp procentowych, ale jednocześnie konsumpcja rządowa wypycha konsumpcję prywatną. Ten negatywny efekt jest neutralizowany przez drugi kanał, tj. obniżkę podatku od konsumpcji, zatem odnotowuje się lekki wzrost wydatków na spożycie jako wypadkową tych przeciwstawnych wpływów. Mnożnik chwilowy wynosi 1,2. Pozytywne efekty dla PKB przenoszą się aż do 2000 r. z tym, że w 1998 r. różne szoki prowadzą stopy procentowe do zera, podobnie jak w scenariuszu rzeczywistym. Wywiera to efekt de-

flacyjny w tym okresie, ale pozytywne efekty pojawiają się z powrotem w latach 1999 i 2000; kulminacja dynamiki wzrostu w relacji do dynamiki ze scenariusza rzeczywistego następuje w 1999 r. (tabela 1, str. 22). Kiedy stopy procentowe są na granicy zerowej mnożnik zakupów rządowych wynosi około 4 w 1999 r., czyli jest podobnej wartości jak w opracowaniu Christiano, Eichenbaum i Rebelo (2009). W 2000 r. mnożnik też jest niemały, bo wynosi 1,6.

Porównanie tego scenariusza z rzeczywistym sugeruje, że nagłe wycofanie bodźców fiskalnych pograżyło Japonię w recesji w 1997 r.; średnioroczny spadek PKB z tego tytułu wyniósł 1% w latach 1997–2000. To odwrócenie stymulacji pogłębiło też tendencje deflacyjne; stopa inflacji obniżyła się o pół punktu procentowego. Autorzy słusznie podkreślają we wnioskach, że ich artykuł nie rości sobie pretensji do ustalenia związku przyczynowo-skutkowego między recesją roku 1997 i trwałą stagnacją gospodarki Japonii w latach późniejszych. Jednak związku tego nie można wykluczyć, zważywszy że ta recesja poważnie zachwiała instytucjami finansowymi osłabionymi już przez krach na rynku akcji i nieruchomości z początku lat 90. ub. wieku. Ponadto, utrwaliła ona oczekiwania deflacyjne. Dlatego przypadek ten ostrzega przed zbyt pochopnym zastrzeżeniem polityki fiskalnej po niedawnej Wielkiej Recesji; przynajmniej takie nauki autorzy wyciągają dla Hiszpanii.

Efekty niekeynesowskie

Dotychczas perspektywa zsynchronizowanych dostosowań w skali międzynarodowej nie przedstawia się zachęcająco dla krótkoterminowych perspektyw

globalnego wzrostu gospodarczego. Wstęp tekstu zawierał wzmiankę o możliwości wystąpienia ekspansywnych, inaczej niekeynesowskich efektów fiskalnego zacieśnienia dzięki poprawie wiarygodności zadłużonych państw i spadkowi rynkowych stóp procentowych z tego tytułu. Teoria jest jednak dużo bardziej rozbudowana; czytelnik może sięgnąć do którejś z przytaczanych w tym rozdziale prac.

Inspiracją do podjęcia badań czy występują efekty ekspansywne dostosowań fiskalnych były poglądy zachodniemieckiej Rady Mędrców (Sachverständigenrat), która już na początku lat 80. XX w. głosiła, że konsolidacja budżetowa powinna być widziana jako tworzenie podwalin dla ożywienia gospodarczego. Na przykład, ekonomiści Martin Hellwig i Manfred J. M. Neumann pisali w 1987 r.: „Obiegowa mądrość mówi, że polityka konsolidacji niesie za sobą ograniczenie zagregowanego popytu w krótkim okresie. Keynesowskie wnioski jednak zważają, gdyż pomijają rolę oczekiwań. Bardziej prawidłowa analiza różnicuje między bezpośrednim efektem popytowym obciążenia wydatków rządowych i pośrednim efektem wywołanym przez zmianę oczekiwań. Bezpośrednie oddziaływanie wolniejszego tempa przyrostu wydatków publicznych jest oczywiście negatywne.[...] Pośredni wpływ początkowej redukcji dynamiki wydatków na zagregowany popyt odbywa się poprzez poprawę oczekiwań, jeśli podjęte posunięcia są traktowane jako część średniookresowego programu konsolidacji, zaprojektowanego po to, aby na trwałe obniżyć udział rządu w gospodarce [...] i opodatkowania w przyszłości”¹¹.

Liczne studia zajmowały się badaniami niekeynesowskich efektów dostosowań budżetowych. Początkowo zadano sobie pytanie czy istnieją takie konsoli-

dacie, które przynoszą efekty ekspansywne. Następnie pojawiły się inne pytania; czy rozmiar dostosowania ma znaczenie dla pojawienia się takich efektów? Czy jego struktura wydatkowo-podatkowa odgrywa rolę? Czy zależą one od początkowej sytuacji fiskalnej, a konkretnie od wysokości długu publicznego? Wreszcie, czy efekty te są silniejsze w okresie recesji czy ożywienia, a więc zależą od fazy cyklu koniunkturalnego? Jaka jest rola kombinacji polityki makroekonomicznej (*policy mix*)? Czy dewaluacje w przededniu działania dostosowawczego są istotne?

Konsensus, który wytworzył się wśród badaczy przed Wielką Recesją pierwszej dekady XXI w. można chyba streścić następująco. Fiskalne dostosowania są bardziej trwałe, kiedy polegają głównie na cięciach wydatków zamiast na podwyżkach podatków (Alesina, Perotti i Tavares, 1998 czy Alesina i Perotti, 1996), a niekeynesowskie efekty pojawiają się właśnie wtedy, kiedy dostosowania są trwałe i duże, Giavazzi i Pagano (1996). Struktura pakietów oszczędnościowych jest zatem istotna; dostosowania oparte na cięciach wydatków przynoszą częściej i silniejsze efekty ekspansywne. Efekty ekspansywne są też silniejsze, kiedy dług publiczny jest wysoki lub szybko rośnie. Efekty są też bardziej prawdopodobne w otwartych gospodarkach niż zamkniętych, przy czym korzystna sytuacja gospodarcza na zewnątrz jest bardzo istotnym czynnikiem je uprawniającym.

Globalny kryzys pobudził zainteresowanie tematyką w kontekście szybkiego wzrostu deficytów fiskalnych i narastania długów publicznych w wielu krajach wysokorozwiniętych oraz konieczności ich opanowania po zakończeniu kryzysu. Ewentu-

alne wystąpienie efektów niekeynesowskich konsolidacji budżetowych obniżałoby koszty dostosowań w postaci utraconego wzrostu PKB¹². Im te efekty byłyby silniejsze, tym większe uzasadnienie miałyby duże i szybkie konsolidacje.

Niestety, najnowsze testy nie potwierdzają wcześniejszego optymizmu. Osią sporu stała się metodologia wyboru epizodów dostosowań fiskalnych, której zawłości tu pominiemy, a która przesądza o występowaniu czy też braku tych efektów. Dość powiedzieć, że typowa metodologia polega na użyciu poprawy deficytu skorygowanego o cykl, natomiast metoda konkurencyjna (zob. MFW 2010) polega na identyfikacji tych okresów poprzez analizę dokumentów i zamierzeń zacieśnienia przez rządy. Według studium MFW, konsolidacja fiskalna rządu 1% PKB przynosi recesyjne efekty w skali 0,5% PKB w ciągu 2 lat i podnosi stopę bezrobocia o 0,3% w tym samym okresie.

Autorzy dokonali dodatkowych testów, aby znaleźć odpowiedzi na kolejne pytania: jak na podany średni rezultat wpływa struktura pakietu oszczędnościowego, jak nań oddziałuje poziom stóp procentowych i kursu walutowego oraz postrzegane ryzyko kredytowe kraju. W przypadku dwóch pierwszych zmiennych rezultaty okazały się zgodne z modelem Mundella-Fleminga; restrykcyjna polityka fiskalna prowadzi do osłabienia waluty krajowej i wzrostu eksportu netto. To jest główny amortyzator dostosowań fiskalnych; bez tego efektu spadek PKB byłby dwukrotnie wyższy. Jak wiemy, w wyniku poprzednich badań ukształtował się konsensus, że struktura pakietu ma znaczenie dla efektu dostosowania na PKB, czyli dostosowania oparte o cięcia wydatków są ekspansywne nawet w krótkim okresie. Konsolidacje zo-

stały podzielone na dwa typy „podatkowe”, kiedy udział podwyżek podatków przekraczał 50% całości działań i „wydatkowe”, kiedy proporcje były odwrotne. Wyniki okazały się zgodne z wcześniejszymi rezultatami na ten temat, ale w ramach ogólnych wyników MFW. Zacieśnienia „wydatkowe” były po prostu mniej recesyjne niż „podatkowe”; średni spadek PKB wynosił odpowiednio 0,3% i 1,3% po 2 latach. Ten drugi wynik był jednak statystycznie nieistotny, mimo że różnica między oboma rodzajami programów była wysoce istotna statystycznie. Stopa bezrobocia także zachowała się podobnie.

Autorzy zastanawiali się także, dlaczego programy „wydatkowe” są mniej recesyjne. Wskazali, że „wydatkowe” programy są przeciętnie znacznie mniej recesyjne, bo z reguły towarzyszy im akomodacja monetarna. To pasuje do obserwacji, że banki centralne łagodzą politykę monetarną w reakcji na zacieśnienie polityki fiskalnej przez cięcia wydatków, ponieważ ograniczają one popyt krajowy, a zatem prowadzą do osłabienia presji inflacyjnej. Natomiast w przypadku podwyżek podatków pojawia się jednorazowy impuls wzrostowy dla poziomu cen, który grozi przekształceniem się w presję inflacyjną, jeśli zachęci do eskalacji żądań płacowych. Szczególnie odnosi się to do podwyżek podatków pośrednich takich jak VAT czy akcyza.

Wreszcie na koniec, zbadano jak poziom postrzeganego ryzyka kraju wpływał na wynik działań. Zauważmy, współczesny kontekst tego pytania. Próba została podzielona na dwie grupy krajów o ponadprzeciętnym (wysokim) ryzyku w okresie 3 lat poprzedzających konsolidację i o niższym ryzyku niż średnie (niskim) w tym samym okresie. Posiłkowa-

no się indeksem ryzyka pisma „Institutional Investor”; ten indeks był także wykorzystywany we wcześniejszych badaniach. Wyniki wskazały, że wyższe ryzyko kraju poprzedzające dostosowanie fiskalne ograniczało recesyjne efekty pakietu oszczędnościowego, zatem poprawa poziomu zaufania odgrywa pozytywną rolę, tak jak to postuluje teoria ekspansywnych efektów dostosowań fiskalnych, Blanchard (1990). Niemniej i wtedy nie pojawiły się efekty niekeynesowskie, ponieważ PKB spadał średnio o 0,4% po 2 latach konsolidacji. Danię i Irlandię trudno jest uznać za reprezentatywnych przedstawicieli tej grupy, chociaż dla tych dwóch krajów rezultaty Giavazzi’ego i Pagano (1990) znalazły potwierdzenie także w wynikach MFW.

Na krytyczne uwagi MFW odpowiedział niedawno Roberto Perotti (2011), jeden z czołowych przedstawicieli tego nurtu literatury ekonomicznej, który zgodził się z wieloma argumentami, chociaż wskazał także na wady przyjętej przezeń metodologii. Warto jest przytoczyć fragment zamieszczonego przed artykułem streszczenia: „MFW (2010) krytykuje dane wykorzystane przez Alesina i Perotti (1995) oraz Alesina i Ardagna (2010), i wskazuje, że wszystkie dostosowania w krótkim okresie są recesyjne. Argumentuję, że ten krytycyzm jest w zasadzie słuszny i że są jeszcze inne ograniczenia metodologii AAP. Jednak i metodologia przyjęta przez MFW cierpi na kilka problemów, które sprawiają, że interpretacja wyników MFW jest trudna. Przedstawiam cztery studia przypadków fiskalnego dostosowania: dwa (Dania i Irlandia) w warunkach stałego kursu [...] i dwa (Finlandia i Szwecja) w warunkach płynnego kursu walutowego. Wszystkie cztery konsolidacje są połączone z ekspansją, ale tylko w przypadku Danii motorem wzrostu był

popyt wewnętrzny. Jednakże, jak w większości przypadków stabilizacji przy pomocy kursu walutowego, po trzech latach nastąpiło długie zachwianie wzrostu z powodu utraty konkurencyjności międzynarodowej. W innych epizodach motorem wzrostu był eksport [...]”. Niech jeszcze jeden cytat zilustruje, że nadal brakuje jednoznacznych wniosków i dlatego debata pozostaje otwarta: „Główne wnioski z przedstawionych studiów przypadków są następujące: dyskrecjonalne fiskalne dostosowania są często mniejsze niż szacowano w przeszłości i cięcia wydatków miały mniejsze znaczenie niż powszechnie wierzono.[...] Wszystkim konsolidacjom towarzyszyła ekspansja PKB [...] i jak wskazują dane z narodowych źródeł (w przeciwieństwie do danych z OECD, które okazały się nieprawidłowe), tempo wzrostu w prawdopodobnie najsztywniejszej konsolidacji – w Irlandii – okazało się dużo mniej wyjątkowe niż myślano wcześniej”¹³.

Ostatnie z analizowanych tutaj opracowań korzystało z tej samej metodologii jak MFW, z którym związani w momencie badań byli jego autorzy. Byli oni także współautorami omawianego już studium. Guajardo, Leigh i Pescatori (2011) na podstawie swojej próby danych (tabela 2) ustalili, że redukcja deficytu o 1% PKB prowadzi do spadku konsumpcji o 0,75% i spadku PKB o 0,6% w ciągu dwóch następnych lat. Kiedy zastosowali konwencjonalną metodologię cyklicznie skorygowanego pierwotnego deficytu, rezultaty były zgodne z hipotezą ekspansywnych konsolidacji budżetowych; dynamika konsumpcji prywatnej i PKB była umiarkowanie dodatnia, tzn. wyniosła 0,37% i 0,29% w ciągu dwóch lat. Dla porównania Alesina i Ardagna (2010) raportowali, że jednoprocentowy wzrost oczyszczonego o cykl salda pierwotnego w relacji

do PKB łączy się ze wzrostem PKB o 0,15% w ciągu roku, co mniej więcej odpowiadałoby rezultatuwi utrzymanemu przez Guajardo, Leigh i Pescatori (0,16%) przy użyciu tej samej metodologii. Kiedy próba została okrojona do dużych konsolidacji, tzn. przekraczających 1,5% PKB, wtedy okazało się, że konsolidacje były nadal recesyjne: spadki konsumpcji i PKB wyniosły odpowiednio 0,55% i 0,5% w ciągu dwóch lat. Dla porównania, zastosowanie standardowej metodologii przyniosło umiarkowane efekty ekspansywne (0,25 i 0,2), które w przypadku PKB okazały się statystycznie nieistotne.

Inne wyniki były bardziej spójne z wcześniej opublikowanymi, ale nie wskazały na występowanie efektów ekspansywnych, lecz jedynie osłabiały efekty recesyjne. Konsolidacje oparte na zwyczajach podatków wywierają silniejszy efekt recesyjny niż oparte na ograniczaniu wydatków; udział ponad 50-proc. decyduje o zakwalifikowaniu pakietu oszczędnościowego do danej kategorii. Rezultat ten dotyczy konsumpcji i PKB. Autorzy znajdują też dowody, że zacieśnienie polityki jest mniej kosztowne w gospodarkach o podwyższonym ryzyku niewypłacalności, ale efekt recesyjny jest widoczny także i w nich.

5. Wnioski

W świetle przedstawionych dyskusji i analizy podobnych pod względem skali i cech kryzysów z przeszłości, tj. Wielkiego Kryzysu i kryzysu w Japonii w latach 90. ub. wieku nasuwa się jeden ogólny wniosek. Nie należy liczyć, że ograniczanie deficytu, aby ustabilizować dług publiczny powiedzie się bez wyrzeczeń. Najlepiej, aby konsolidacja fiskalna odbywa-

ła się w sposób stopniowy. Istnieje poważne ryzyko, że wykonywana pod pręgierzem rynków finansowych jednocześnie we wszystkich krajach nastąpi przedwcześnie i może zdławić ożywienie. Z opisu kryzysu lat 30. XX w. i kryzysu japońskiego wynika, że zastosowana „strategia wyjścia” w obu krajach spowodowała popadnięcie obu gospodarek w kolejną recesję. Zacieśnienie oznaczało zbyt silne uderzenie w popyt zagregowany – w przypadku USA było ono podwójne, bo zacieśniono także politykę pieniężną, czego gospodarka nie wytrzymała. Coś podobnego może wydarzyć się obecnie. Dlatego, aby uniknąć takiego biegu rzeczy, fiskalnej konsolidacji powinna towarzyszyć akomodacja ze strony polityki monetarnej. Podobnie jak w latach 30 ub. wieku i Japonii po roku 1997 r., nie ma już jednak pola manewru dla obciążenia nominalnych stóp procentowych, które znajdują się blisko zerowej granicy. W tej sytuacji uzasadnione może być dalsze utrzymywanie „poluzowania ilościowego” w polityce pieniężnej.

Nie ma też co zbyt liczyć na efekty ekspansywne zacieśnienia polityki fiskalnej; tak przynajmniej autor tych słów odczytuje najnowsze wyniki badań. Pomijając już fundamentalny spór, czy efekty te występują i w jakiej skali, czy też nie, a kwestia zdaje się być nadal otwarta, bardzo ważne są okoliczności obecnych konsolidacji fiskalnych. Zauważa to sam Perotti (2011). Deprecjacja waluty nie jest dostępna krajom należącym do strefy euro z wyjątkiem osłabienia względem walut spoza niej. A z badań wynika przecieź, że ekspansja eksportowa była ważnym kanałem, dzięki któremu pojawiały się efekty ekspansywne. Kraje strefy euro, które muszą je przeprowadzić na dużą skalę, takie jak Grecja, Irlandia, Portugalia Hiszpania i Włochy nie mogą liczyć na poprawę konkurencyjności dzięki

dewaluacji waluty. Konieczne są tam dewaluacje wewnętrzne, a te jest trudno przeprowadzić; polityka dochodowa nie jest popularna, a drastyczne środki spotykają się z protestami społecznymi. Stopy procentowe znajdują się na rekordowo niskich poziomach, więc od tej strony efekty ekspansywne się nie pojawiają. Efekt ustabilizowania dużych długów może więc się nie przejawiać z odpowiednią siłą, zwłaszcza że do osiągnięcia tego etapu wiele państw czeka długa droga. Nie ma co liczyć na silne efekty majątkowe, bo sektor nieruchomości jest w tarapatach, bo gospodarstwa domowe są mocno zadłużone po załamaniu się boomu mieszkaniowego (Irlandia, Hiszpania). W lepszej sytuacji znajduje się Wielka Brytania, która ma płynny kurs walutowy, ale podobnie jak w strefie euro i USA, stóp procentowych już bardziej nie można obniżyć. Funt szterling przeżył poważną dewaluację w ostatnich paru latach i to stanowi bufor dla podjętej właśnie konsolidacji fiskalnej. Wzrosnąć mogłyby ceny akcji, aby powstał jakiś efekt majątkowy, który stymulowałby konsumpcję, ale to wymaga jasnej perspektywy wzrostowej. Zapewne „eksperyment” brytyjski otworzy nowy rozdział w badaniach nad niekeynesowskimi efektami konsolidacji, ale na jego analizę będzie trzeba poczekać kilka lat.

Konsolidacja jest nieunikniona, ale powinna być stopniowa i selektywna, aby podtrzymać ożywienie światowe. Właściwa skala dostosowania fiskalnego w danym kraju zależy z jednej strony od presji ze strony rynku długu publicznego, a z drugiej od ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego. W jakimś stopniu te sprzeczności może złagodzić uchwalenie wiarygodnego dla rynków finansowych wieloletniego programu obniżania deficytu z celem ustabilizowania długu publicznego w relacji

do PKB i następnie odwrócenia trendu. W tym kontekście kraje kryzysowe w strefie euro nie mają wyboru i muszą ograniczać deficyty nawet za cenę pogłębiania recesji. Inne kraje mogłyby pozwolić sobie na bardziej rozłożone w czasie programy konsolidacji. Jak mantrę powtarza się, że elementami zacieśnienia powinny być reformy strukturalne, które stymulowałyby wzrost gospodarczy, np. przedłużenie wieku emerytalnego, prywatyzacja. Tak czy inaczej, sądząc po doświadczeniach przeszłości, ustabilizowanie długów publicznych będzie długim procesem.

Literatura

- Alesina A., Ardagna S. (2009) Large changes in fiscal policy: taxes versus spending, October 2009
- Alesina A., Perotti R. (1996) Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects, *NBER Working Paper* 5730, August
- Alesina, A.; Perotti, R. and Tavares, J. (1998) „The Political Economy of Fiscal Adjustments”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1
- Auerbach A., Gorodnichenko Y. (2010) „Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *NBER Working Paper* 16311
- Ball, Laurence C. (2004) „Fiscal Remedies for Japan’s Slump” in: Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, Editors, *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE*, Volume 15. University of Chicago Press
- Bayoumi T. (1999) „The Morning After: „Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s”. *IMF Working Paper* WP/99/13, January
- Blanchard O. J. (1990) „Comment to: Giavazzi Francesco i Marco Pagano. (1990) «Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries»” w *NBER Macroeconomics Annual*, Volume 5
- Blanchard O., Cottarelli C., Spilimbergo A., Symansky S. (2009) „Fiscal Policy for the Crisis”, *CEPR Discussion Papers* 7130
- Braun A. R., Díaz-Giménez J. (2010) „Spain, Japan, and the Dangers of Early Fiscal Tightening”, *Fundación de Estudios de Economía Aplicada, Working Paper 2010–2014*, April
- Christiano L., Eichenbaum M., Rebelo S. (2009) „When is the government spending multiplier large?” *NBER Working Paper* 15394
- Corsetti G., Meier A., Müller G. J. (2009) „Fiscal Stimulus with Spending Reversals.” *IMF Working Paper* 09/106
- Crafts N., Fearon P. (2010) „Lessons from the 1930s Great Depression”. *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3
- Eichengreen B., O’Rourke K. H. (2010) „A Tale of Two Depressions”. *Voxeu*, www.voxeu.eu, March
- Friedman Ch., Kumhof M., Laxton D., Lee J. (2009) „The Case for Global Fiscal Stimulus”. *IMF, Staff Position Note*, March
- Giavazzi F., Pagano M. (1990) „Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries”. *NBER Working Paper* nr 3372
- Giavazzi F., Pagano M. (1996) „Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience. *NBER Working Paper* nr 5332
- Guajardo J., Leigh D., Pescatori A. (2011) „Expansionary Austerity: New International Evidence”, *WP/11/158*, July

von Hagen J. Pisani-Ferry J., von Weizsäcker J. (2009) „A European Exit Strategy”, *Bruegel Policy Brief*, October

Hellwig, H., Neumann H. J. K. (1987) „Economic Policy in Germany: Was There a Turnaround?”, *Economic Policy*, 5, October

Hoshi T., Kashyap Anil K. (2004) „Japan’s Financial Crisis and Economic Stagnation”. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 18, Number 1, Winter 2004

IMF (2010) „World Economic Outlook”, chapter 3, October

IMF (2011) „Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks”, *Fiscal Monitor*, September

Ivanova A., Weber S. (2011) „Do Fiscal Spillovers Matter?”. *IMF Working Paper*, 11/211, September 1

Mishkin F. (2009). *Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Addison Wesley, wydanie 8

OECD (2009) „The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus”, *OECD Economic Outlook Interim Report*, March

OECD (2011) „What is the economic outlook for OECD countries? An interim assessment”, September 8

Perotti R. (2011) „The Austerity Myth”: Gain Without Pain?”, BIS, June

Posen A. (1998) „Restoring Japanese Growth”. Institute for International Economics

Romer Ch. D. (2009) „Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009”, lecture at the Brookings Institution, Washington, D. C., March 9, 2009

Sakakibara E. (1997) „The Once and Future Boom”. *The Economist*, March

Przypisy

¹ W artykule termin dostosowanie fiskalne i konsolidacja fiskalna będą stosowane zamiennie, choć termin konsolidacja w języku polskim zyskuje w ten sposób nowe znaczenie pod wpływem terminologii anglojęzycznej.

² IMF Fiscal Monitor, September 2011.

³ Są to Austria, Belgia, Brazylia, Chiny, Francja, Grecja, Hiszpania, Irlandia, India, Italia, Japonia, Korea, Niemcy, Portugalia, Rosja, Szwecja, Szwajcaria, USA i Wielka Brytania.

⁴ Statystyka bezrobocia jest traktowana w literaturze sposób krytyczny.

⁵ Pod koniec 1935 r. rezerwy amerykańskich banków urosły do nieznanych wcześniej rozmiarów w reakcji na bierność Fed w funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w latach 1930 -33 zwłaszcza podczas runów na banki. Doprowadziło to do licznych upadłości instytucji bankowych i dlatego powszechne było przekonanie wśród bankierów, że mogą liczyć, że w kwestii płynności mogą liczyć tylko na siebie.

⁶ W tamtych czasach nie liczono PKB, dlatego jego szacunków dokonano *ex post*.

⁷ Nie ma danych kwartalnych o rachunkach narodowych za ten okres i przytoczone szacunki pochodzą z prac Ch. Romer.

⁸ Dla autora termin jest o tyle dyskusyjny, że porównanie średniorocznej dynamiki PKB w latach 90. XX w. w Japonii (1,6%) i innych krajach G-7 nie wypada dramatycznie źle. Przekraczała ona włoską (1,3%) i była niewiele niższa niż w Niemczech (1,6%), Francji (1,7%) czy Wielkiej Brytanii (1,8%). Termin więc raczej odnosi się do porównania z poprzednimi dekadami w samej Japonii.

⁹ W listopadzie 1997 r. ogłoszono oficjalnie bankructwo czwartego pod względem wielkości domu maklerskiego Yamaichi Securities oraz banku komercyjnego Hokkaido Takashoku.

¹⁰ Celem tekstu jest wyciągnięcie nauk z kryzysu japońskiego dla terazniejszej Hiszpanii ze względu na rysujące się podobieństwa przebiegu ekspansji gospodarczej przed kryzysem i przebiegu załamania.

¹¹ Cytuje za Giavazzi i Pagano (1990). Tłumaczenie własne.

¹² Aż kusi, żeby użyć angielskiego terminu: *gain with no pain* czyli zysk bez kosztów.

¹³ Tłumaczenie własne.

Skutki ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera

Wstęp

W odpowiedzi na globalny kryzys finansowy wiele krajów zdecydowało się na ekspansję fiskalną. Dotyczyło to w szczególności krajów wysoko rozwiniętych. W wyniku programów stymulacji fiskalnej i działania automatycznych stabilizatorów saldo sektora finansów publicznych pogorszyło się tam z 0,5% PKB w 2007 r. do minus 6,3% PKB w roku 2010 a dług publiczny wzrósł z 72,6% PKB do 98,7% PKB (IMF, 2011). Ekspansja ta towarzyszyła głębokiemu poluzowaniu polityki pieniężnej. Banki centralne, poza nielicznymi wyjątkami (np. Bankiem Australii), sprowadziły stopy procentowe w pobliże zera. W Stanach Zjednoczonych, czyli w największej gospodarce na świecie, bank centralny ogłosił, że będzie utrzymywał stopy procentowe na takim poziomie przez wydłużony okres, a ostatnio zapowiedział, że nie podniesie ich do 2013 r. Część banków centralnych zdecydowa-

ła się też na niekonwencjonalne działania, mające oddziaływać na płynność w sektorze bankowym, strukturę terminową i skalę zobowiązań sektora finansów publicznych wobec sektora prywatnego lub strukturę (w tym terminową) aktywów sektora prywatnego. Jednak, mimo bardzo ekspansywnej polityki makroekonomicznej, ożywienie w gospodarkach wysoko rozwiniętych jest wyraźnie słabsze niż w przypadku wcześniejszych recesji. Kruchość ożywienia jest dla wielu osób odpowiedzialnych za politykę gospodarczą przesłanką do postulowania zastąpienia odwlekanej konsolidacji fiskalnej dalszą ekspansją.

W niniejszym opracowaniu analizujemy skutki ekspansji fiskalnej w warunkach zerowych stóp procentowych. W analizie posilkujemy się nowym keynesowskim schematem analitycznym, który jest standardowo wykorzystywany przez banki centralne.

Sposoby uzasadniania ekspansji fiskalnej w warunkach zerowych stóp procentowych

Przed ostatnim globalnym kryzysem finansowym dominował pogląd, że ekspansja fiskalna nie jest odpowiednim narzędziem usuwania ujemnej luki popytowej – co najmniej z trzech powodów (więcej na ten temat można przeczytać np. w Kopcke, Tootell i Triest, 2006).

Po pierwsze, nie da się na końcu próby precyzyjnie określić wielkości, a nawet znaku luki popytowej. Spadek dynamiki PKB może odzwierciedlać przejściowy spadek popytu, ale może też wynikać z obniżenia tempa wzrostu produktu potencjalnego. Jeśli jego źródłem jest obniżenie tempa wzrostu produktu potencjalnego, to ekspansja fiskalna raczej pogłębi i utrwali spowolnienie wzrostu gospodarki niż mu zapobiegnie. Brak wyraźnej poprawy sytuacji gospodarczej może bowiem skłaniać rząd do coraz silniejszego zwiększania deficytu ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla długofalowego rozwoju (zob. np. Fischer, 1993; Elmendorf i Mankiw, 1998; Gale i Orszag, 2003; Friedman, 2005).

Po drugie, nie da się szybko dostosować deficytu do zmian w luce popytowej. Mogą one co prawda uruchamiać automatyczne stabilizatory. Ale prawo często ogranicza działanie automatycznych stabilizatorów – deficyt nie może przekroczyć poziomu określonego w ustawie budżetowej. Poziom ten jest zaś wynikiem setek decyzji dotyczących składników budżetu (wielkości wydatków publicznych na poszczególne cele oraz sposobu i wysokości opodatkowania różnych ludzkich działań). Decyzje te są podejmowane w wielu etapach, a na ich kształt ma

wpływ bardzo wiele stron: urzędnicy, rząd, parlament, a nieraz i sądy. Swobodę kształtowania deficytu ograniczają także przepisy prawa, które zobowiązują rządzących do ogłaszania decyzji dotyczących wielu składników budżetu z wielomiesięcznym wyprzedzeniem. Ponadto, raz podjęte decyzje obowiązują najczęściej nie krócej niż rok.

Po trzecie, rządowi dużo łatwiej przychodzi zwiększanie deficytu budżetu niż jego ograniczanie.

Globalny kryzys fiskalny nie usunął tych problemów, a jeden z nich wyraźnie pogłębił. Po kryzysie bardzo trudno ocenić dynamikę PKB potencjalnego, a w efekcie – wielkość luki popytowej (rys.. 1).

Ekspansja fiskalna jest uzasadniana:

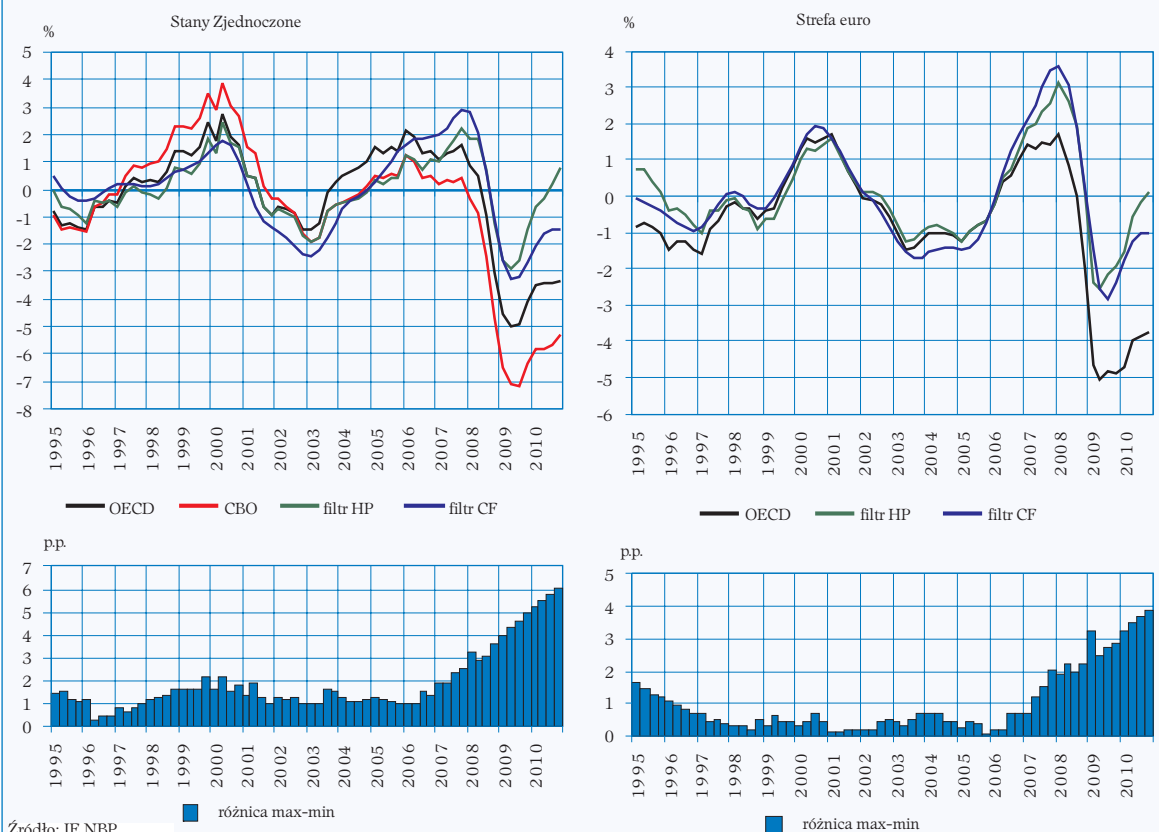
- brakiem skuteczności polityki pieniężnej w pobudzaniu łącznego popytu;
- brakiem istotnego ryzyka wzrostu nominalnych stóp procentowych.

Drugi warunek jest przy tym konsekwencją pierwszego.

Rozumienie nieskuteczności polityki pieniężnej w pobudzaniu łącznego popytu

Standardowym narzędziem wykorzystywanym przez banki centralne do analizy sytuacji gospodarczej jest nowy keynesowski schemat analityczny (zob. np. Clarida, Gali i Gertler, 1999; Woodford, 2003 lub Walsh, 2003 i 2009). Opiera się on

Rysunek 1. Szacunki luki popytowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, w % PKB potencjalnego



na dwóch podstawowych zależnościach, wyprowadzanych z warunków maksymalizacji, odpowiednio: użyteczności przez gospodarstwa domowe oraz zysków przez przedsiębiorstwa.

- Pierwsza z nich, tj. krzywa IS rozbudowana o oczekiwania, opisuje związek między łącznym popytem a stopą procentową oraz oczekiwaniami inflacyjnymi (równanie 1).
- Druga z kolei, czyli nowokeynesowska krzywa Philipsa, wiąże inflację z celem inflacyjnym banku centralnego, oczekiwaniami inflacyjnymi i łącznym popytem (równanie 2).

$$x_t = E_t x_{t+1} - \left(\frac{1}{\sigma} \right) (i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n) \quad (1)$$

$$\pi_t - \pi^T = \beta E_t (\pi_{t+1} - \pi^T) + \kappa x_t + e_t \quad (2)$$

gdzie:

x_t – luka popytowa;

i_t – nominalna stopa procentowa;

π_t – inflacja;

π^T – cel inflacyjny;

r_t^n – (realna) naturalna stopa procentowa;

e_t – wstrząs kosztowy.

Krzywą IS (równanie 1) można też zapisać w sposób nieiteracyjny.

$$\begin{aligned} x_t &= -\left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t \left(i_{t+k} - E_t \pi_{t+k+1} - r_{t+k}^n \right) = \\ &= \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t \pi_{t+k+1} - \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t i_{t+k} + \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t r_{t+k}^n \end{aligned} \quad (3)$$

Równanie (3) wskazuje, że bank centralny może domykać ujemną lukę popytową zwiększając oczekiwania inflacyjne lub zobowiązując się do utrzymywania niskich nominalnych stóp procentowych przez długi czas. Takie zobowiązanie, jeśli zostanie uznane przez podmioty gospodarujące za wiarygodne, będzie, domykając ujemną lukę popytową, jednocześnie zwiększać oczekiwania inflacyjne (równanie 2).

Domykać ją będzie także wzrost naturalnej stopy procentowej. Jest on jednak niezależny od banku centralnego, podobnie jak wcześniejszy spadek naturalnej stopy procentowej, odpowiadający za powstanie ujemnej luki popytovej. W nowym keynesowskim schemacie analitycznym bank centralny nie oddziałuje w ogóle lub ma tylko niewielki wpływ na naturalną stopę procentową. Jej zmiany są wynikiem głównie egzogenicznych zaburzeń – w TFP (wskaźnik ogólnej produktywności czynników produkcji) oraz stopie dyskonta czasowego i awersji do ryzyka lub – szerzej – preferencjach konsumentów (równanie 4).

$$r_t^n = \rho + \sigma E_t (g_{t+1}) + \sigma E_t (c_{t+1}) \quad (4)$$

gdzie:

ρ – stopa preferencji czasowej;

σ – współczynnik względnej awersji do ryzyka;

g_t – dynamika TFP;

c_t – dynamika konsumpcji na jednostkę efektywnej pracy.

Korzystając z równania (3), można pokazać, że tak długo, jak bank centralny ma swobodę w kształtowaniu oczekiwań podmiotów gospodarujących co do przyszłej ścieżki stóp procentowych, polityka pieniężna mogłaby być nieskuteczna w pobudzaniu łącznego popytu tylko wtedy, gdyby dla dowolnie dużego j , zachodziła następująca nierówność:

$$x_{t+j} = \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=j}^{\infty} E_{t+j} \pi_{t+k+1} + \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=j}^{\infty} E_{t+j} r_{t+k}^n < 0 \quad (5)$$

Ten warunek nie może być spełniony. Jego spełnienie implikowałoby systematyczne pogłębianie się ujemnej luki popytovej (równanie 1), a pogłębianie się ujemnej luki popytovej skutkowałoby systematycznym spadkiem oczekiwań inflacyjnych (równanie 2). Naruszony byłby warunek transversalności w wyborach dokonywanych przez gospodarstwa domowe.

Przez pewien skończony czas może natomiast zachodzić nierówność (6).

$$E_{t+j} \pi_{t+k+1} + E_{t+j} r_{t+k}^n < 0 \quad (6)$$

dla:

$$k \in \{j, \dots, m\}$$

Wstrząs obniżający naturalną stopę procentową może być na tyle duży (r_{t+k}^n na tyle ujemne) lub na tyle uporczywy (m na tyle odległe), że bank centralny, aby szybko domknąć ujemną lukę popyto-

wą, musiałby się zobowiązać do utrzymywania, po ustąpieniu wstrząsu, realnej stopy procentowej poniżej naturalnej stopy procentowej przez odpowiednio długi czas lub odpowiednio wyraźnie.

Uznanie polityki pieniężnej za nieskuteczną w pobudzaniu łącznego popytu jest równoznaczne z założeniem, że bank centralny nie chce lub nie jest w stanie przyjąć na siebie takiego zobowiązania.

Implikacje nieskuteczności polityki pieniężnej w pobudzaniu popytu dla skuteczności ekspansji fiskalnej

Spośród zmiennych uwzględnionych w nowym keynesowskim schemacie analitycznym, ekspansja fiskalna może, po pierwsze, podnieść naturalną stopę procentową. Po drugie, może też podbić bieżącą i przyszłą inflację, jeśli władze fiskalne są zdolne narzucić bankowi centralnemu cel inflacyjny (Sargent i Wallace, 1981) lub ekspansja ma wystarczająco duże rozmiary, aby wzrost poziomu cen był niezbędny do nienaruszenia ograniczenia budżetowego rządu (zob. np. Lepper, 1991; Woodford, 1994 i 2003; Cochrane, 2001 i 2005 lub Canzoneri, Cumby i Diba, 2011; w tej ostatniej pracy można znaleźć odniesienia do wielu innych prac poświęconych fiskalnej teorii poziomu cen).

Jednak zwiększenie oczekiwań inflacyjnych przez politykę fiskalną wcale nie musi domknąć ujemnej luki popytowej, ponieważ powinien mu towarzyszyć wzrost premii za ryzyko. Uwzględnienie tego rodzaju frykcji na rynku finansowym modyfikuje krzywą IS do następującej postaci:

$$x_t = E_t x_{t+1} - \left(\frac{1}{\sigma} \right) \left(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n \right) - \gamma \psi_t \quad (7)$$

gdzie:

ψ_t – miara frykcji na rynku finansowym.

Alternatywnie, tj. bez rozbudowywania nowego keynesowskiego schematu analitycznego o frykcje finansowe, wzrost premii za ryzyko można zilustrować jako ujemne zaburzenie w naturalnej stopie procentowej.

W niniejszym opracowaniu nie zajmujemy się wpływem ekspansji fiskalnej na bieżącą i przyszłą inflację, a koncentrujemy się na jej oddziaływaniu na naturalną stopę procentową, ponieważ doświadczenia międzynarodowe (także te najświeższe z Grecji) wskazują, że wzrost inflacji, spowodowany napięciami w finansach publicznych wywołującymi obawy o wypłacalność rządu przy danej ścieżce cen, nie prowadzi do zmniejszenia luki popytowej.

Ekspansja fiskalna podniesie naturalną stopę procentową, jeśli dokonuje się jej przez zwiększenie wydatków publicznych na zakup dóbr, a zwiększenie to jest postrzegane przez podmioty gospodarujące jako krótkotrwałe oraz nie wpływa na tempo restrukturyzacji gospodarki i – w efekcie – dynamikę produktywności czynników wytwórczych (równanie 4). Jest jednak mało prawdopodobne, aby podmioty uznały wzrost wydatków publicznych, uzasadniany brakiem skuteczności polityki pieniężnej w pobudzaniu łącznego popytu, za krótkotrwałe, jeżeli za źródło tej nieskuteczności przyjmują upórczywość wstrząsu obniżającego naturalną stopę procentową. Ekspansja fiskalna, wprowadzona na czas

i o dużej skali, ograniczyłyby natomiast głębokość ujemnej luki popytowej, gdyby źródłem przekonania o niezdolności banku centralnego do szybkiego domknięcia luki popytowej była nie uporczywość, a wyłącznie duże rozmiary wstrząsu obniżającego naturalną stopę procentową. W praktyce trudno jednak sobie wyobrazić wstrząs obniżający naturalną stopę procentową, który byłby wystarczająco silny, aby wywołać u podmiotów gospodarujących przekonanie o braku skuteczności polityki pieniężnej, a jednocześnie postrzegany jako dostatecznie krótkotrwały, żeby nie doprowadzić do istotnego wzrostu oszczędności prywatnych w odpowiedzi na ekspansję fiskalną.

Skuteczność polityki fiskalnej w sytuacji, gdy poluzowanie polityki pieniężnej nie jest w stanie zapobiec powstaniu głębokiej ujemnej luki popytowej, można też analizować przez pryzmat nie tyle percepcji uporczywości wstrząsu i długości okresu utrzymywania się podwyższonych wydatków publicznych (deficytu fiskalnego), co reputacji rządu w stosunku do reputacji banku centralnego.

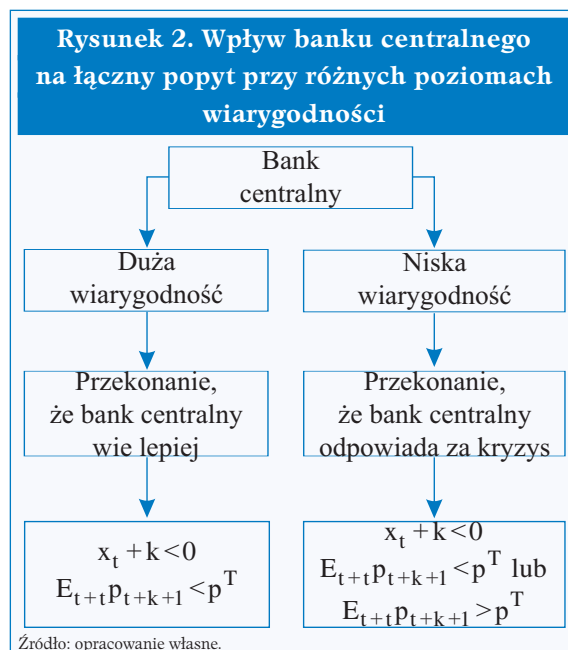
Przy bardzo silnym wstrząsie bank centralny może nie być w stanie zapobiec powstaniu głębokiej ujemnej luki popytowej, zarówno gdy cieszy się reputacją, jak i wtedy, kiedy podmioty gospodarujące obciążają go odpowiedzialnością za kryzys (nawet jeżeli skala spadku naturalnej stopy procentowej wywołanego wstrząsem jest mniejsza od początkowej przestrzeni dla redukcji realnej stopy procentowej przez bank centralny).

- W przypadku, gdy bank centralny ma wysoką renowę, agresywne redukcje stóp procentowych mogą zostać odebrane przez podmioty gospoda-

rujące jako przesłanka do rewizji w dół przewidywań odnośnie do łącznego popytu (skali spadku naturalnej stopy procentowej), bo bank centralny uchodzi wówczas za mający przewagę informacyjną nad resztą podmiotów (por. z literaturą wyjaśniającą trudności z empirycznym potwierdzeniem teorii struktury terminowej stóp).

- Jeżeli natomiast podmioty gospodarujące uważają, że bank centralny odpowiada za kryzys, to mogą dojść do wniosku, że jego działania doprowadzą do kolejnego kryzysu i załamania łącznego popytu. Wpływ redukcji stóp na łączny popyt będzie wówczas osłabiany lub neutralizowany przez rewizję w dół oczekiwań podmiotów gospodarujących co do łącznego popytu (naturalnej stopy procentowej).

Analiza następstw kryzysów finansowych potwierdza słabnięcie mechanizmu transmisji zmian stóp procento-



wych do gospodarki po wybuchu kryzysu (IMF, 2009 i 2010) (rys. 2).

W przypadku, gdy rząd jest postrzegany tak samo jak bank centralny, to jego działania powinny mieć podobne skutki. Jeśli poluzowanie polityki pieniężnej nie jest w stanie zapobiec powstaniu głębokiej ujemnej luki popytowej, to ekspansja fiskalna też raczej mu nie zapobiegnie, bo powinna mieć ona podobny jakościowo wpływ na oczekiwania. W przypadku przeciwnego postrzegania banku centralnego i rządu, niezdolności polityki pieniężnej do zapobieżenia powstaniu głębokiej ujemnej luki popytowej również powinna towarzyszyć podobna niezdolność polityki fiskalnej, jako że kryzys wskazuje podmiotom gospodarującym, iż silniejszy wpływ na gospodarkę ma ta część polityki makroekonomicznej, którą obciążają odpowiedzialnością za jego wybuch.

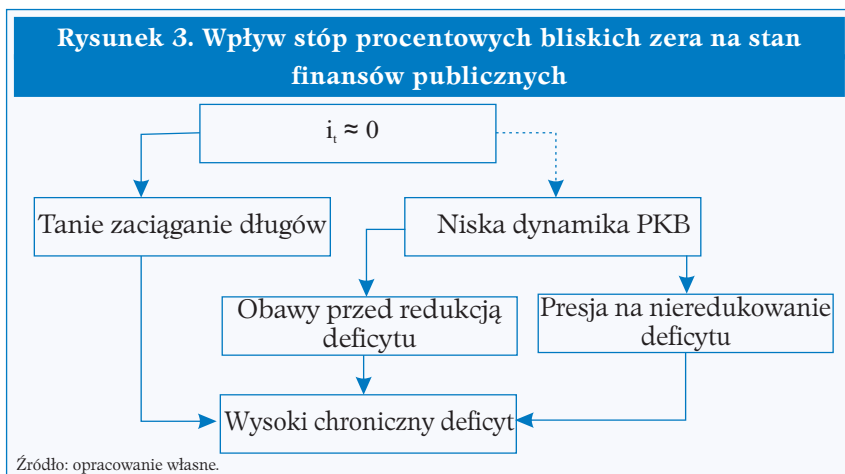
Wpływ stóp procentowych bliskich zera na stan finansów publicznych

Stopy procentowe bliskie zera tworzą warunki do ekspansji fiskalnej, a następnie do utrzymywania wysokiego deficytu, skutkującego narastaniem długu publicznego. Z jednej strony, zaciąganie długu przez państwo jest tanie. Dotyczy to w szczególności krótkich terminów, ale może też dotyczyć emisji obligacji o długim terminie wykupu. Kryzys finansowy zwiększa popyt na aktywa po-

strzegane jako bezpieczne. Nawet bardzo wysoki dług publiczny nie musi więc skutkować wysokimi kosztami jego obsługi. Z drugiej strony, jeśli obniżenie stóp procentowych do zera nie przyspieszy dynamiki PKB, to rządzący mogą obawiać się (lub znaleźć się pod presją obaw), że redukcja deficytu w finansach publicznych uderzy w odbudowę łącznego popytu (rys. 3).

Istnieją dowody empiryczne wskazujące na długotrwały wzrost awersji do ryzyka podmiotów gospodarujących, które poniosły wysokie straty na rynkach aktywów (zob. Malmendier i Nagel, 2009). Masowe emitowanie obligacji przez rząd zmniejsza koszty tej naturalnej „ucieczki do jakości” (*flight-to-quality*) po pęknięciu bańki spekulacyjnej ponoszone przez sektor finansowy i podmioty gospodarujące, w porównaniu do sytuacji, w której podaż skarbowych papierów wartościowych nie zmieniałaby się. Obniża bowiem cenę, po której można nabywać bezpieczne aktywa. Banki zyskują dobro, bo nie tylko bezpieczny, ale i pozwalający zarobić, substytut kredytowania, a inwestorzy finansowi – substytut papierów wartościowych emitowanych przez sektor pry-

Rysunek 3. Wpływ stóp procentowych bliskich zera na stan finansów publicznych



Źródło: opracowanie własne.

watny. Zakupy skarbowych papierów wartościowych mogą wypychać kredyty szczególnie w bankach o niskich kapitałach (empirycznego wsparcia dla tego twierdzenia dostarcza np. Rodrigues, 1993). Lokowanie wolnych środków w obligacje może też stać się substytutem inwestycji w kapitał fizyczny dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

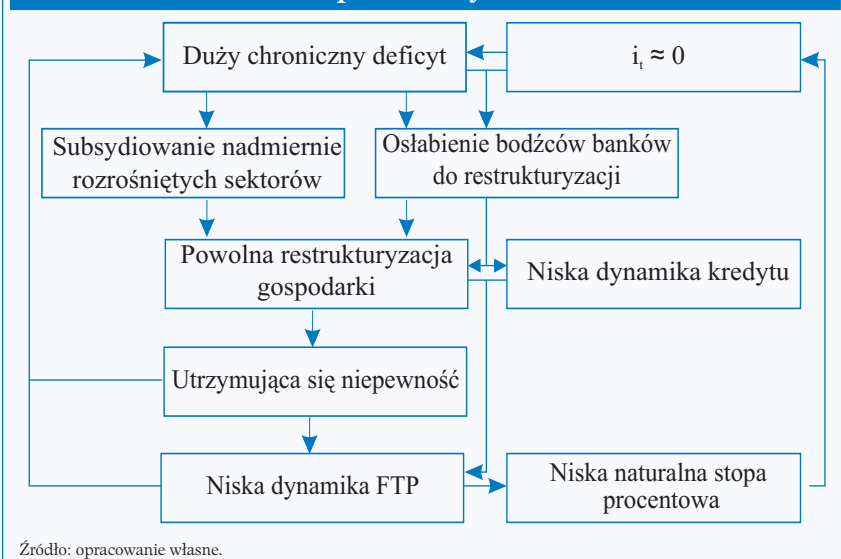
Duży deficyt fiskalny może również dodatkowo spowalniać restrukturyzację gospodarki. Z jednej strony, część programów stymulacji fiskalnej polega na bezpośrednim lub pośrednim subsydiowaniu sektorów, które rozrosły się do rozmiarów niepozwalających im na opłacenie czynników wytwórczych. Z drugiej strony, banki widząc, że rząd wspiera te sektory, mogą mieć słabsze bodźce do zajęcia się problemem dłużników zdolnych do obsługi swoich zobowiązań tylko przy stopach procentowych zbliżonych do zera. Mogą bowiem liczyć, że jeżeli udzielą im wsparcia, to same będą mogły liczyć na wsparcie rządu (zob. np. Berglof i Roland, 1995 lub Hosono i Sakuragawa, 2003). Bodźce te może dodatkowo osłabiać poprawa jakości aktywów banków będąca wynikiem wzrostu udziału obligacji w aktywach.

Z kolei brak lub powolna restrukturyzacja gospodarki po kryzysie – niezależnie od źródła – skutkuje wydłużeniem okresu niepewności, a więc okre-

su, w którym podmioty gospodarujące i banki (lub – szerzej – sektor finansowy) zgłaszają duży popyt na aktywa postrzegane jako bezpieczne. Spodziewany długi okres niepewności powinien skłaniać je do kupowania obligacji o długim terminie pierwotnym. Banki mogą finansować te zakupy krótkoterminowymi zobowiązaniami, które przy stopach procentowych bliskich zera prawie nie kosztują. Oznacza to wystawienie się banków na poważne ryzyko stóp procentowych. U rządzących duży popyt na obligacje o długim terminie pierwotnym może wzmacniać przekonanie, że istnieje potrzeba ekspansji fiskalnej lub przynajmniej odwołania redukcji deficytu w finansach publicznych. W ten sposób tworzy się pętla mogąca utrudniać trwały powrót do wysokiej aktywności gospodarczej.

Wzrost stóp procentowych, do którego w przypadku takiego powrotu musiałyby w końcu dojść, dla posiadaczy obligacji rządowych (w tym dla banków), zakupionych, kiedy stopy były niskie oznaczałby ko-

Rysunek 4. Pułapka chronicznego deficytu i zerowych stóp procentowych



lejne bilansowe straty. Osiągnęłyby one tym większe rozmiary, im odleglejszy byłby termin wykupu obligacji w posiadaniu podmiotów gospodarujących oraz w im większym stopniu finansowały one te zakupy zaciągając krótkoterminowe zobowiązania. Z kolei dla rządu wzrost stóp byłby równoznaczny ze wzrostem kosztów obsługi długu publicznego. Wzrost ten następowałby stopniowo (ale systematycznie), o ile deficyt był finansowany obligacjami o długim terminie pierwotnym. W przeciwnym przypadku, miałyby on skokowy charakter.

Ten drugi przypadek jest o tyle prawdopodobny, że w otoczeniu stóp procentowych bliskich zera rządzący mają bodźce do skracania terminów pierwotnych emitowanych skarbowych papierów wartościowych, bo krótkoterminowe zobowiązania w takich warunkach prawie nic nie kosztują (rys. 4).

Niska dynamika PKB i towarzyszące jej niskie stopy procentowe mogą, pozwalając uniknąć tych kosztów, okazać się trwałym stanem. Znalezienie się gospodarki, na skutek ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera w takiej złej równowadze jest pewnym paradoksem, bo agresywna ekspansja fiskalna jest często wskazywana jako sposób na wydobywanie gospodarki ze stanu ze stopami procentowymi bliskimi zera (zob. np. Woodford, 2001 i 2003; Benhabib, Schmitt-Grohe i Uribe, 2002; Eggertsson, 2003; Eggertsson i Woodford, 2003 lub Evans, Guse i Honkapohja, 2008; z kolei na słabości tej rekomendacji wskazywali m.in. Atkeson, Chari i Kehoe, 2010 oraz Bullard, 2010).

Mechanizmy prowadzące do tej złej równowagi działają tym silniej, im bardziej stopy procentowe są zbliżone do zera, ale mogą zostać uruchomio-

ne przy stopach odległych od zera. Wystarczy, że stopy spadną do poziomu, który będzie, z jednej strony, zachęcać rządzących do masowego zaciągania długu, a z drugiej strony, opóźniać restrukturyzację gospodarki i – w efekcie – wydłużać okres niepewności, zachęcając podmioty gospodarujące oraz banki (lub – szerzej – sektor finansowy) do nabywania skarbowych papierów wartościowych, postrzeganych jako bezpieczne. Te warunki mogą być spełnione przez każdy poziom stóp, który rząd, podmioty gospodarujące oraz banki uznają za nadzwyczajnie niski.

Podsumowanie

Z przeprowadzonej analizy płyną trzy główne wnioski dla polityki gospodarczej po kryzysie finansowym.

- Kryzys finansowy nie zmniejsza problemów, które przed kryzysem były uważane za argumenty przeciwko wykorzystywaniu polityki fiskalnej do stabilizowania łącznego popytu. Większość z nich nie dotyczy polityki pieniężnej.
- Nawet jeśli polityka pieniężna wydaje się być nieskuteczna w stymulowaniu łącznego popytu, nie należy podejmować ekspansji fiskalnej, bo istnieje poważne ryzyko, że ona również okaże się nieskuteczna.
- Właściwym uzupełnieniem poluzowania polityki pieniężnej w reakcji na kryzys są zmiany strukturalne mające podnieść produktywności czynników wytwórczych i – w efekcie – naturalną stopę procentową.

Bibliografia

- Atkeson A., Chari V., Kehoe P. (2010) „Sophisticated Monetary Policies”. *Quarterly Journal of Economics*. 125 (1): 47-89
- Benhabib J., Schmitt-Grohe S., Uribe M. (2002) „Avoiding Liquidity Traps”. *Journal of Political Economy* 110 (3): 535-563
- Berglof E., Roland G. (1997) „Soft Budget Constraints and Credit Crunches in Financial Transition”. *European Economic Review* 41: 807-817
- Bullard J. (2010) „Seven Faces of „The Peril”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92 (5): 339-352
- Canzoneri M., Cumby R., Diba B. (2011) *The Interaction Between Monetary and Fiscal Policy*, w: Friedman B. M., Woodford /red./ (2011)
- Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999) „The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”. *NBER Working Paper* 7147
- Cochrane J. (2001) „Long term debt and optimal policy in the fiscal theory of price level”. *Econometrica*. 69 (1): 69-116
- Cochrane J. (2005) „Money as stock”. *Journal of Monetary Economics*. 52: 501-528
- Eggertsson G. B. (2003) „How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible”. *IMF Working Paper* WP/03/64
- Eggertsson G. B., Woodford M. (2003) „The Zero Bound in Interest Rates and Optimal Monetary Policy”. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003 (1): 139-233
- Elmendorf D. W., Mankiw G. N. (1998) „Government debt”. *Paper prepared for Handbook of Macroeconomics*
- Evans G., Guse E., Honkapohja S. (2008) „Liquidity Traps, Learning, and Stagnation”. *European Economic Review* 52 (8): 1438-463
- Fischer S. (1993) „The Role of Macroeconomic Factors in Growth”. *Journal of Monetary Economics* 32: 485-512
- Friedman B. M. (2003) „Comments” [on Eggertsson and Woodford]. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003 (1): 212-227
- Friedman B. M. (2005) „Deficits and Debt in the Short and Long Run”. *NBER Working Paper* 11630
- Friedman B. M., Woodford /red./ (2011) *Monetary Economics. Volume 3B*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B. V.
- Gale W. G., Orszag P. R. (2003) „The economic effects of long-term fiscal discipline”. *Urban Institute Discussion Paper* 8
- Hosono K., Sakuragawa M. (2003) „Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market”. *Nagoya City University Discussion Papers in Economics* 345
- IMF (2009) *IMF World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*. Washington D. C.: IMF, October
- IMF (2010) *Central Banking Lessons from the Crisis*. Washington D. C.: IMF
- IMF (2011) *World Economic Outlook*. Washington D. C.: International Monetary Fund
- Kopcke R., Tootell G., Triest R. /red./ (2006) *The macroeconomics of fiscal policy*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology
- Lepper E. (1991) „Equilibria under active and passive monetary policies”. *Journal of Monetary Economics*. 27: 129-147
- Malmendier U., Nagel S. (2009) „Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-taking?” *NBER Working Paper* 14813
- Rodrigues A. P. (1993) „Government Securities Investments of Commercial Banks”. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*: 39-53
- Sargent T. J., Wallace N. (1981) „Some unpleasant monetarist arithmetic”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*: 1-17
- Schmitt-Grohe S., Uribe M. (2010) „Liquidity Traps: An Interest-Rate-Based Exit Strategy”. *NBER Working Paper* 16514
- Walsh C. E. (2003) *Monetary Theory and Policy*. Cambridge and London: The MIT Press
- Walsh C. E. (2009) „Using monetary policy to stabilize economic activity”. *Paper prepared for the Jackson Hole Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy*
- Woodford M. (1994) „Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy”. *Journal of Economic Theory* 4: 345-380
- Woodford M. (2001) „Fiscal Requirements for Price Stability.” *Journal of Money, Credit, and Banking*. 33 (3), pp. 669-728
- Woodford M. (2003) *Interest and Prices*. Princeton: Princeton University Press

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar i rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
- 29 Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 30 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 31 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 32 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę

Z e s z y t y B R E - C A S E

59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	<i>Credit crunch</i> w Polsce?
106	System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109	Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110	Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111	Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112	Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113	Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114	Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
116.	Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie 116.