

Zeszyty BRE Bank – CASE

Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia

Nr 110

2 0 1 0



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych



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

Mark Le Gros Allen

Ryszard Petru

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

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
PRZEGLĄD NAJNOWSZYCH BADAŃ MFW NAD SYTUACJĄ FISKALNĄ – <i>Mark Le Gros Allen</i>	9
BŁĘDY W REAKCJI NA KRYZYS - DOŚWIADCZENIA OSTATNICH DWÓCH LAT – <i>Ryszard Petru</i>	21

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Jolanta Adamiec	Kancelaria Sejmu	Agnieszka Krzemińska	WSB w Poznaniu
Mark Allen	MFW	Leszek Kubiak	UJK Kielce
Adam Antoniak	BPH	Lech Kurkliński	SGH
Hanna Augustyniak	NBP	Wojciech Kwaśniak	NBP
Ewa Balcerowicz	CASE	Thomas Laursen	Bank Światowy
Ilsa Banshahikov	Uczelnia Łazarskiego	Dariusz Ledworowski	BKN
Wojciech Bąbik	GUS	Dagmara Leszkowicz	Reuters
Krzysztof Bednarek	MSZ	Witold Małecki	WSzFiZ
Tomasz Borkowski	BRE Bank	Mirosław Maszybrocki	
Tadeusz Chrader	NZG	Jan Michałek	UW
Tadeusz Chrościcki		Witold Michałek	BCC
Ewa Czumaj	GUS	Rafał Mikusiński	Amplico
Mirosław Dusza	UW	Waldemar Milewicz	SGH
Filip Dutkowski	PAP	Dmytro Minakov	Uczelnia Łazarskiego
Ewa Fizyta	Societe Generale	Marek Misiak	NZG
	Oddział w Polsce	Jarosław Neneman	UŁ
Anna Fydrych	GUS	Kacper Niziołek	AXA
Monika Gadzała-Partycka	Amabasada Wielkiej	Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
	Brytanii	Krzyszyna Olechowska	CASE
Aleksandr Garzyłow	Uczelnia Łazarskiego	Jerzy Osiatyński	
Stanisław Gomułka	BCC	Mariusz Piorun	BRE Bank
Maciej Goniszewski	Gazeta Bankowa	Zbigniew Polański	NBP
Grzegorz Hansen	BRE Bank	Andrzej Reich	NBP
Agnieszka Herbich	GUS	Robert Rokoszewski	
Ryszard Holzer	Obserwator Finansowy	Piotr Russel	SGH
Juliya Husheha	Uczelnia Łazarskiego	Robert Rutkowski	SGH
Kamil Jagodziński	MSZ	Oleksy Senenko	Uczelnia Łazarskiego
Krzysztof Jakubiszyn	MF	Max Senkewich	Uczelnia Łazarskiego
Mirosław Kałkusiński	EMER	Aleksandra Sobczak	tłumacz
Grzegorz Kamiński	NBP	Jan Solarz	AF
Paweł Karbownik	MSZ	Piotr Stefaniak	
Ani Kazarian	Uczelnia Łazarskiego	Damian Szostek	MF
Marcin Koczor	PISM	Andrzej Szyma	MF
Dominik Korniluk	Noble Bank	Dominik Ścigalski	
Anna Kozera	GUS	Artur Woźniak	UKNF
Mariusz Kremplewski	analityk niezależny	Grzegorz Zdrojewski	BRE Bank
Krzysztof Krogulski	MFW	Jolanta Zombirt	UJ w Krakowie
Maciej Krzak	CASE		

Wprowadzenie

Kryzys finansowy z lat 2008–2009 spowodował ostry kryzys fiskalny. Ma on, niestety, wymiar globalny. W okresie kryzysu finansowego w wielu krajach, przy bardzo głębokim spadku dochodów, który chyba aż tak bardzo nie był oczekiwany przez rządy, nastąpiła ekspansja polityki fiskalnej, szczególnie w europejskich państwach peryferyjnych (Grecji, Hiszpanii, Portugalii, Irlandii) w skali nieproporcjonalnej do możliwości. Komisja Europejska, agencje ratingowe i rynek milczały. Nie ostrzegały, że sytuacja jest niebezpieczna. Spóźniona reakcja doprowadziła do kryzysu. Przyczyny, w pewnym sensie, można upatrywać w tym, że nie zadziałały instytucje Komisji Europejskiej. Akceptowały fakt, że duże kraje nie spełniały kryteriów określonych w pakcie stabilności i rozwoju. Im dłużej pracuję na rynku finansowym (R. Petru, BRE Bank) tym bardziej skłaniam się do tezy, że generalnie rynek jest krótkoterminowy, bo działa w perspektywie kwartału, nie dostrzega długoterminowego ryzyka. Najlepszym przykładem jest reakcja rynku na ostatnie oświadczenie Fedu. Rynek się cieszy, bo Fed podjął decyzję o dodatkowym poluzowaniu polityki monetarnej.

Kryzys fiskalny rozpatrywany jest głównie w kategorii sektora publicznego, czyli długu publicznego. Jednak w wielu krajach duże problemy powstały na skutek ogromnej ekspansji długu w sektorze prywatnym. Kilka lat temu tak się stało w krajach południowo-wschodniej Azji (Stanisław Gomułka, BCC). Z kolei, nie tak dawno, kraje bałtyckie miały stosunkowo mały deficyt budżetowy i mały dług publiczny, ale stały kurs walutowy zachęcał sektor prywatny do bardzo dużego zadłużenia. Wniosek? Ogromna ekspansja długu całego kraju, w szczególności sektora prywatnego, w jakimś momencie może doprowadzić do dewaluacji. Z kolei dewaluacja prowadzi do recesji, a efektami fiskalnymi recesji jest zmniejszenie dochodów, pojawienie się dużych deficytów w sektorze publicznym. Stąd konieczne jest myślenie w kategoriach całej gospodarki, uwzględniające relacje między sektorem prywatnym a sektorem publicznym. Przykładowo, w Polsce w ostatnich latach mieliśmy bardzo dużą ekspansję zadłużenia sektora prywatnego, w szczególności zadłużenia zagranicznego. Taka sytuacja stwarza ryzyko dla kursu walutowego, a jeżeli doszłoby do dewaluacji to automatycznie koszt obsługi długu zagranicznego rośnie.

W krajach, w których dług publiczny wykupili krajowi inwestorzy (Japonia, Stany Zjednoczone) chociaż relacja długu publicznego do PKB jest olbrzymia, to jednak stopy procentowe od tego długu są n-krotnie niższe niż w krajach, gdzie ta relacja jest rzędu 70, czy 80%, jak w niektórych krajach UE. Wnioski? Według Jerzego Osiatyńskiego polityka fiskalna zależy od tego, w jakim stopniu dług publiczny jest finansowany w kraju, a w jakim za granicą. Krajowi inwestorzy nie dopuszczają przecież do upadku własnego kraju. W zgoła innej sytuacji są takie kraje jak na przykład Polska, której 80% długu jest finansowane przez podmioty zagraniczne. Jeśli prowadzimy bardzo ostrą politykę walki z inflacją wysokimi stopami procentowymi, to skutkuje ona zwiększonymi stopami obsługi długu. A więc strategia walki z inflacją zawiera systemowe ryzyko, które się obecnie materializuje.

S. Gomułka przyczyn kryzysu fiskalnego upatruje również w wyjątkowo niskich stopach procentowych. Długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, w Niemczech, w Japonii są na niezwykle niskim poziomie. Jak długo jeszcze? Zwłaszcza uwzględniając bardzo dużą ekspansję monetarną ostatnich dwóch lat. Gdyby doszło do wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych, to prawdopodobnie krzywa rentowności poszłaby w górę, również w Stanach Zjednoczonych. Podwyższenie amerykańskich i niemieckich stóp musiałyby mieć wpływ na długoterminowe stopy procentowe w innych krajach, w szczególności w Polsce. Zatem, dbając o bezpieczeństwo finansowe nie można zapominać o współzależności między tym, co się dzieje w krajach bardzo rozwiniętych i w krajach zaliczanych do *emerging markets*. Jest to kwestia niezwykle istotna. Zwłaszcza dzisiaj, bowiem od dwóch lat ekspansja monetarna jest bezprecedensowa. *Base money* wzrósł bardzo silnie. Jak się przełoży na stopy procentowe? Chociaż dzisiaj podaż pieniądza mogłaby być wiele większa, to popyt na pieniądz jest stosunkowo niski. Popyt jest tym, co ogranicza ekspansję monetarną. Jeżeli wyjdziemy z kryzysu i zacznie się wzrost gospodarczy, to wzrośnie popyt na pieniądz ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Automatycznie nastąpi znaczne zwiększenie dynamiki monetarnej. A więc podwyżka stóp procentowych jest nieuchronna, bo tylko taka może być odpowiedź banków centralnych. Zapewne nie w najbliższym roku, ale w perspektywie czterech lub pięciu lat może dojść do znacznego wzrostu stóp procentowych w krajach wysoko rozwiniętych, co przełoży się na stopy długoterminowe, a w związku z tym na możliwość kryzysu w takich krajach jak Polska.

Różnica między tempem wzrostu PKB a stóp procentowych jest bardzo istotna (Adam Antoniak, BPH). Jednak dzisiaj głównym problemem nie jest poziom stóp procentowych, które mimo luźnej polityki fiskalnej są bardzo niskie, ale nieadekwatny poziom tempa wzrostu PKB, które jest zbyt wolne. Na problem, jak się wydaje, należałoby spojrzeć w kontekście *policy mix*, czyli jednocześnie polityki monetarnej i fiskalnej. Zauważmy, że mamy okres bezprecedensowej ekspansji monetarnej. Sytuacja ta na pewno nie będzie trwała wiecznie. O ile pewnie są perspektywy przyspieszenia tempa PKB, bo kryzys kiedyś się skończy i nadejdzie okres ożywienia, o tyle dzisiejsza polityka monetarna nie będzie mogła być kontynuowana. A więc wcześniej, czy później stopy procentowe zaczną rosnąć. Z jednej strony będziemy mieli szybsze tempo wzrostu, a z drugiej strony istnieje ryzyko, że skala wzrostu stóp procentowych też może być bardzo duża. Jak się wydaje jest to kolejne wyzwanie najbliższych lat.

Czy odium utraty konkurencyjności powinno obciążać jedynie Grecję, Hiszpanię i Portugalię, czyli kraje problemowe? Zdaniem J. Osiatyńskiego, nie. Oczywiście brak dyscypliny płacowej w relacji do dynamiki wydajności pracy w krajach problemowych niewątpliwie przyczynił się do utraty konkurencyjności, bo rosły koszty jednostkowe. W innych krajach, na przykład w Niemczech i Austrii udało się przekonać związki zawodowe, że stagnacja płac realnych zahamuje wzrost bezrobocia. Oczywiście, w krajach, w których zachowana jest struktura podziału dochodu, czyli płace rosną proporcjonalnie do wydajności, następuje relatywna poprawa sytuacji i kraje uzyskują dodatkową przewagę konkurencyjną. Jednak, w warunkach gospodarki zamkniętej, a taką jest gospodarka UE, której bilans handlowy w gruncie rzeczy jest zrównoważony, brakuje przestrzeni rozwoju na przykład dla Niemiec, które z nadwyżkami uciekają do Chin i innych krajów. Jeśli jednak chcemy uzyskać jakąś normalną równowagę w UE, to kwestią nie jest jedynie większa dyscyplina płacowa w krajach problemowych, ale także kwestia polityki płac i podziału dochodu w krajach, które zdaniem J. Osiatyńskiego stosują jakąś formę polityki zubożania sąsiada i eksportu bezrobocia do innych krajów.

Uproszczeniem byłoby stwierdzenie, że Grecja znalazła się w kłopotach ze względu na zbyt wysokie wydatki w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys (Mark Allen, MFW). Co prawda Grecja nie jest najlepszym przykładem do rozważań, ponieważ Grecy nie do końca byli uczciwi co do przekazywanych UE danych, polityka długu publicznego była taka sobie, a do tego w strefie euro pojawiły się rosnące marże, które powinny być wchłonięte przez poszczególne gospodarki, a przerzuciły się na rynek grecki. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w Portugalii, czyli wysokie wydatki oraz warunki rynkowe. Irlandia i Hiszpania są przykładami krajów, które spełniały kryteria z Maastricht, nawet z niezłym zapasem, oceniając wskaźnik długu publicznego do PKB oraz wielkość rezerwy. Natomiast boom gospodarczy w obu krajach doprowadził do niespotykanego wcześniej wzrostu dochodów. Zastanawiając się nad zarządzaniem wewnątrz UE trzeba sobie uświadomić, że z takim samym boomem mieliśmy do czynienia w innych regionach Wspólnoty, na przykład w Bułgarii i państwach bałtyckich. Boom wiązał się z oszczędnościami, które przekładały się na saldo rachunku płatności, co z kolei powinno się być przełożone na politykę fiskalną. Kraje w kłopotach nie poradzą sobie z własnymi problemami stosując wyłącznie receptę niemiecką, bo nie byłoby to najlepsze rozwiązanie. Jak się wydaje niemiecka polityka fiskalna powinna stać się bardziej responsywna, o co powinna zadbać cała Wspólnota.

Responsywność powinna dotyczyć nie tylko polityki fiskalnej, ale także konkurencyjności (R. Petru). A konkurencyjność to nie tylko płace, ale także regulacje rynku produktów. Z tego punktu widzenia Grecja jest bardzo ciekawym przypadkiem, ponieważ w Grecji ograniczenia w dostępie do wielu zawodów są jedne z najwyższych w UE. Po trzech latach kłopotów MFW i KE Grecy muszą zrolować ciągle tyle samo, a ich dług ciągle przyrasta. Pytanie: skąd mają wziąć dochód na zrolowanie, jeśli są niekonkurencyjni. Stąd problem Grecji z restrukturyzacją długu. Analitycy uważają, że w ciągu najbliższych 8, może nawet 10 lat Grecja nie ma możliwości, aby mogła wygenerować nadwyżkę pozwalającą jej na samodzielne obsługiwanie długu. Musiałby się również poprawić nastrój na świecie, aby inwestorzy uwierzyli Grecji, że poradzi sobie ze spłatą

długu. Pytanie tylko, na jakich warunkach. Wydaje się, że przy bardzo wysokim oprocentowaniu. Jeśli tak, restrukturyzacja greckiego długu nadal będzie „w toku”. Przypadek Grecji świadczy o tym, jak ważna jest konkurencyjność. Struktura greckiej gospodarki jest o wiele gorsza niż polskiej. Jesteśmy krajem wiele bardziej otwartym i o wiele więcej eksportujemy niż Grecja. A na przejście polskiej drogi nie wystarczy Grecji kilka lat, pomijając trud związany ze zmianą modelu gospodarowania.

Konkurencyjność decyduje o dynamice wzrostu PKB (J. Osiatyński). Jeżeli stopa wzrostu PKB jest niższa niż stopa procentowa, którą płacimy za papiery dłużne, to relacja PKB do długu musi rosnać. Co zrobić, żeby utrzymać stopę wzrostu PKB? Rzecz nie dotyczy jedynie krajów problemowych, w jakimś stopniu jest to także problem Polski.

Polska gospodarka jest konkurencyjna. Nie tracimy konkurencyjności w porównaniu z gospodarką niemiecką, dobrze wypadamy na tle strefy euro (Maciej Krzak, Uczelnia Łazarskiego, CASE). Natomiast z analizy rachunków narodowych wynika, że mamy w UE również kraje nadwyżkowe, na przykład Niemcy. Zgodnie z obowiązującą tendencją karane są kraje deficytowe. A co zrobić z nadwyżkowymi? Jak pobudzić konsumpcję wewnętrzną? Reasumując, ważne są nie tylko dostosowania fiskalne w krajach problemowych, ale potrzebna jest także reforma światowego systemu walutowego.

Jak wyjść z kryzysu fiskalnego? Konieczne są reformy fiskalne – co w części krajów już się dzieje, w pozostałych ma się stać (R. Petru). Kluczową kwestią jest oczywiście wzrost konkurencyjności wielu gospodarek. Konieczna jest również zmiana podejścia europejskich instytucji do kryzysu, o czym obecnie dyskutuje się w UE. Fundamentalna w tej dyskusji jest debata między Francją i Niemcami, w której próbuje się określić jak mocne w UE będą reguły fiskalne i w jakim stopniu będą zapobiegać problemom narastania długów. I wreszcie, istotna jest również kwestia nierównowag, czyli *asset bubbles*, które w różnych miejscach mogą narastać, a w finale ich odbicie znajdziemy w sektorze publicznym. Warto przypomnieć, że Węgry i Ukraina, oprócz długu i deficytu publicznego, notowały bardzo wielki przyrost długu prywatnego w walutach obcych, co doprowadziło do głębokiego kryzysu. Reasumując, z przyczynami kryzysu trzeba będzie się uporać w ciągu najbliższych dwóch lat. Bardzo niskie stopy procentowe w przyszłości mogą generować kolejne *asset bubbles*. Gdzie? Być może w Azji.

* * *

O strategiach wyjścia z kryzysu fiskalnego w Europie dyskutowali paneliści i goście 110 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 2010 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: Marka Allena, stałego przedstawiciela MFW na Europę Centralną i Wschodnią i Ryszarda Petru, dyrektora ds. strategii i nadzoru właścicielskiego, głównego ekonomistę BRE Banku.

Przegląd najnowszych badań MFW nad sytuacją fiskalną

Globalny kryzys finansowy przeszedł dotychczas kilka etapów i zapewne kilka kolejnych jeszcze przed nami. Niestabilność, która zaczęła się jako kryzys w amerykańskim sektorze finansowym, rozprzestrzeniła się na systemy finansowe innych krajów rozwiniętych. Spowodowało to tymczasowe załamanie handlu i najgłębszy od osiemdziesięciu lat spadek światowej produkcji. Kryzys odbił się także na finansach publicznych i wywołał obawy rynków o wielkość deficytów budżetowych oraz długów w krajach uprzemysłowionych. Niepokój szybko znalazł odbicie w wysokich notowaniach CDS¹ i wzroście premii za ryzyko papierów skarbowych w krajach rozwiniętych.

Poniższy artykuł prezentuje niektóre z ostatnich analiz przeprowadzonych w MFW, rzucających tro-

chę światła na bieżącą sytuację fiskalną. Dwa artykuły są szczególnie interesujące:

1. *Fiscal Space* autorstwa Ostry, Ghosh, Kim i Qureshi SPN/10/11 (1 września 2010)
2. *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely* autorstwa Cottarelli, Forni, Gottschalk i Mauro SPN/10/12 (1 września 2010)

Wykres 1 prezentuje rozmiar problemu zadłużenia. Rynki są zaniepokojone nie tyle wielkością długu w krajach rozwiniętych, w większości przekraczającego 50 proc., a w przypadku Japonii nawet 200 proc., ile tempem przyrostu zadłużenia po 2007 roku. Pomijając Japonię, najbardziej zwraca uwagę zadłużenie peryferyjnych krajów

Poglądy wyrażone w tym artykule niekoniecznie odzwierciedlają poglądy Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Wykres 1. Dług publiczny w relacji do PKB (%)



Źródło: Baza danych World Economic Outlook.

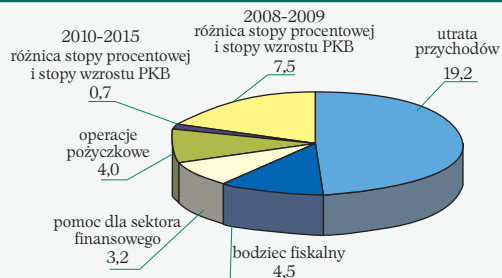
strefy euro, w szczególności: Grecji, Irlandii i Hiszpanii.

Głównymi przyczynami szybkiego wzrostu deficytów krajów rozwiniętych nie były próby pobudzania gospodarki.

Wykres 2 pokazuje, że koszty tych działań razem z wydatkami na dokapitalizowanie systemów bankowych stanowią zaledwie jedną czwartą przyrostu długu w relacji do PKB. Niemal taki sam wpływ miała „dynamika długu” w okresie 2008-2009, kiedy spadek dochodu narodowego zwiększył różnicę między stopą procentową od długu a wzrostem bazy podatkowej. (Znaczący wpływ tej różnicy przypomina, jak istotny może być wzrost gospodarczy przy zmniejszaniu ciężaru zadłużenia). Ponad połowa wzrostu długu jest skutkiem spadku przychodów spowodowanym recesją oraz decyzjami politycznymi, które pozwoliły na powiększenie deficytu poprzez działanie automatycznych stabilizatorów fiskalnych. Rynki finansowe są zaniepokojone, że zadłużenie na tak wysokim poziomie może wymknąć się spod kontroli, co z ko-

Wykres 2. Uprzemysłowione kraje grupy G-20.

Wzrost zadłużenia publicznego w latach 2008-2015 (Całkowity wzrost: 39,1 pkt proc. GDP; Średnia ważona PKB według parytetu siły nabywczej w 2009 roku)



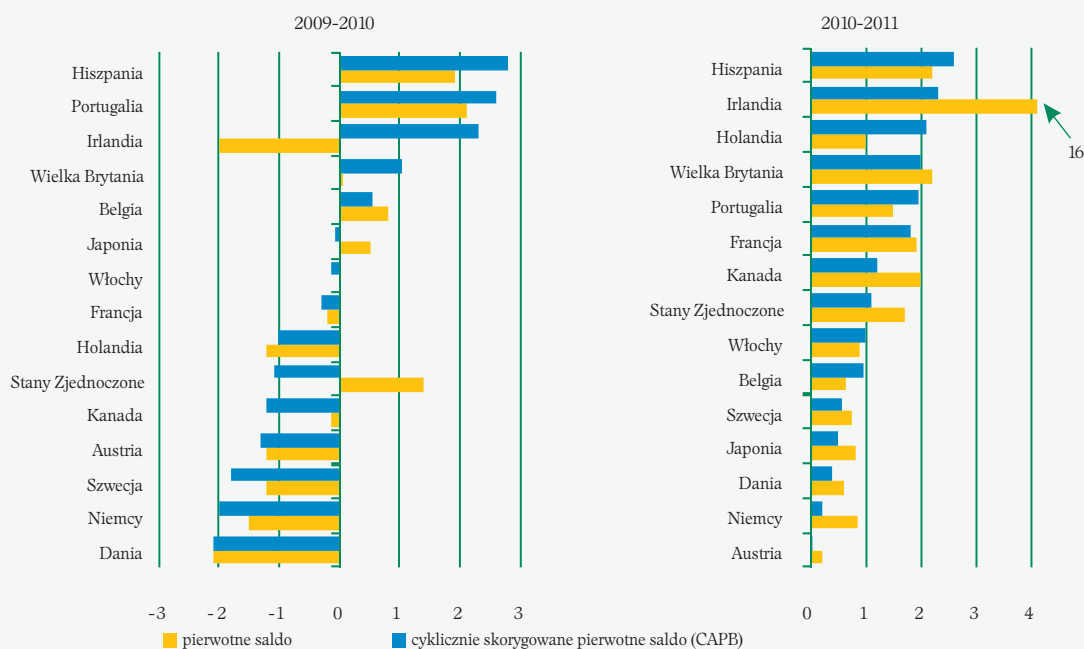
Źródło: IMF Fiscal Monitor, Maj 2010.

lei może doprowadzić do niewypłacalności. Należy jednak pamiętać, że drastyczne cięcia zmniejszające deficyt ograniczają wzrost gospodarczy i tym samym wzmacniają opisaną powyżej niekorzystną dynamikę zadłużenia w relacji do PKB². W niektórych krajach rozwiniętych, szczególnie peryferyjnych krajach strefy euro, wysokie premie za ryzyko zmuszają do natychmiastowej konsolidacji fiskalnej, nawet jeśli osłabi to ożywienie. Pozostałe kraje mają więcej przestrzeni fiskalnej i nie planują rozpoczęcia zacieśniania fiskalnego przed 2011 (wykres 3).

Istnienie przestrzeni fiskalnej daje szansę na przesunięcie konsolidacji na okres, kiedy ożywienie nabierze tempa. Koncepcja przestrzeni fiskalnej nie była jednak dotychczas przedmiotem dokładnych analiz. Taki cel postawili sobie autorzy artykułu [Ostry i in]. Podstawowymi pojęciami, na których opiera się ich analiza są:

1. Limit długu – punkt, w którym dynamika długa staje się niestabilna, jeżeli nie zostanie podjęty nadzwyczajny wysiłek fiskalny.

Wykres 3. Oczekiwane dostosowanie fiskalne(% PKB)



Źródło: IMF, Fiscal Monitor, Listopad 2010.

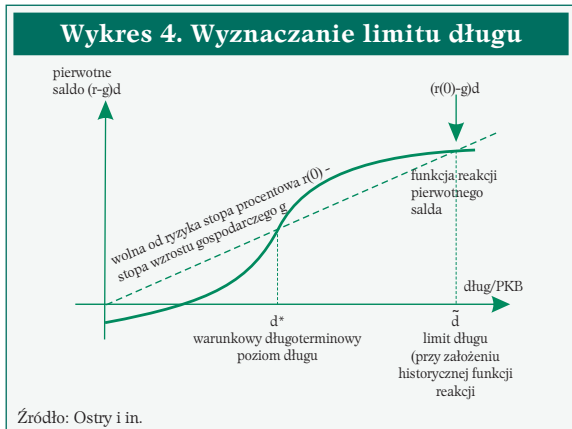
2. Przestrzeń fiskalna – wielkość, o jaką dług może się powiększyć zanim osiągnie limit długu.

Autorzy argumentują, że każdy kraj ma własną charakterystyczną funkcję reakcji opisującą zależność między poziomem długu³ a pierwotnym saldem budżetu⁴. Im wyższy dług tym większa skłonność do zmniejszenia pierwotnego deficytu (lub osiągnięcia pierwotnej nadwyżki), aby go obniżyć. Istnieje zatem punkt równowagi, w której poziom długu ustabilizuje się (d^*) dzięki temu, że pierwotne saldo zrówna się z dynamiką długu, tj. różnicą między stopą procentową a stopą wzrostu gospodarczego. Kiedy dług jest powyżej punktu równowagi, rząd zareaguje powiększając pierwotne saldo budżetu. Kiedy dług jest niski – odwrotnie. Siła reakcji jest zróżnicowana między krajami i podlega ogra-

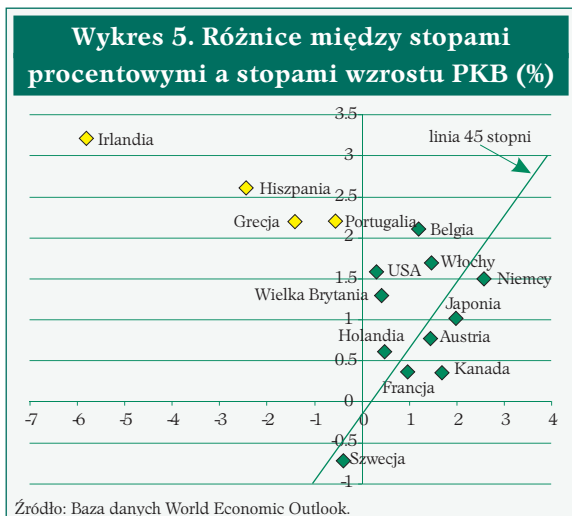
niczeniu – pierwotne saldo budżetu nie może przekroczyć 100% PKB.

Zależność między pierwotnym saldem budżetu a długiem zmienia się w zależności od wielkości długu. Autorzy artykułu twierdzą, że krańcowa reakcja będzie słabsza przy dużym zadłużeniu niż przy jego średnim poziomie (wykres 4). W efekcie, przy bardzo wysokim zadłużeniu osiągnięcie nadwyżki stabilizującej poziom długu może być trudniejsze. Z tego powodu d^* jest tylko warunkowym punktem równowagi. Na odcinku między d^* a \tilde{d} , pierwotne saldo budżetu jest wyższe niż różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB spychając dług do poziomu d^* (w przedziale od 0 do d^* mechanizm jest odwrotny – gorsze saldo sprawia, że dług rośnie do poziomu d^*). Powyżej \tilde{d} pierwotna nadwyżka będzie niższa niż różnica między stopą procentową

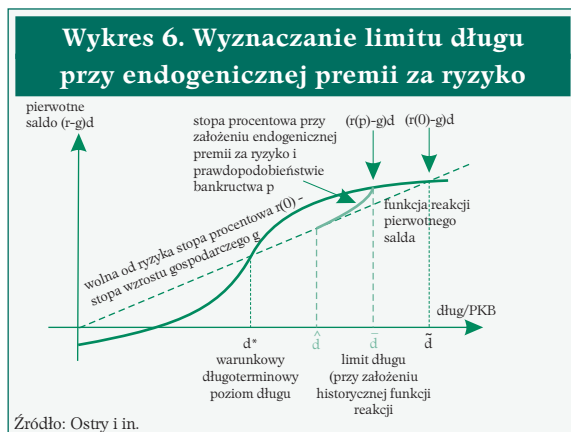
a stopą wzrostu PKB powodując kumulację długu do nieskończoności. W tej sytuacji tylko nadzwyczajny wysiłek fiskalny może przywrócić kontrolę nad zadłużeniem.



Wykres 4 opiera się na założeniu, że stopa procentowa (r) nie zależy od poziomu długu. Innymi słowy, że rynki nie reagują na rosnące zadłużenie podnoszeniem kosztu jego finansowania. Rosnące na początku 2010 r. notowania CDS oraz rentowności papierów skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro pokazują, że to założenie nie jest realistyczne (wykres 5).



W rzeczywistości, przy pewnym poziomie zadłużenia, poniżej \hat{d} , stopa procentowa zaczyna rosnąć na skutek obaw o wypłacalność kraju. Faktyczny limit długu, czyli przecięcie linii reakcji pierwotnego salda z linią dynamiki długu, nastąpi więc przy zadłużeniu niższym niż \hat{d} . Na wykresie 6 poziom, gdy rynki zaczynają podnosić stopę został oznaczony \hat{d} , a nowy limit długu \bar{d} .

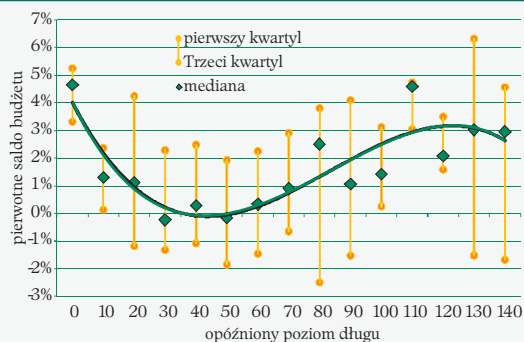


Stosując opisane powyżej podejście, Ostry i in. stworzyli operacyjną definicję przestrzeni fiskalnej. Jest to różnica między bieżącym poziomem zadłużenia i limitem długu \bar{d} . Przy czym, limit jest definiowany za pomocą historycznych informacji o reakcji salda budżetu na poziom długu.

Jakie są dowody na to, że pierwotne saldo budżetu reaguje na dług w sposób przedstawiony na wykresach 4 i 6? Wykres 7 pokazuje zależność na próbie 21 krajów w latach 1970–2008. Założony kształt krzywej przypominający literę S wydaje się prawdopodobny.

Wynik regresji przeprowadzonej na grupie krajów pokazuje, że pierwotne saldo budżetu jest w sposób istotny zależne od opóźnionego poziomu za-

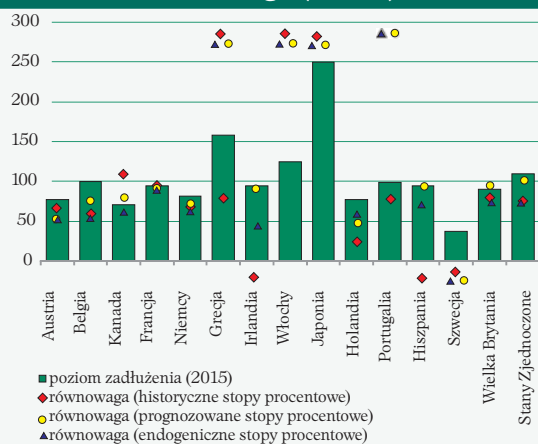
Wykres 7. Pierwotne saldo budżetu i opóźniony poziom długu (% PKB)



Źródło: Baza danych World Economic Outlook.

dłużenia podniesionego do 3 potęgi oraz od innych powszechnie znanych czynników wpływających na saldo budżetu, takich jak: luka produktowa, luka wydatków budżetowych⁵ i otwartość na handel.

Wykres 8. Warunkowa długookresowa równowaga (% PKB)

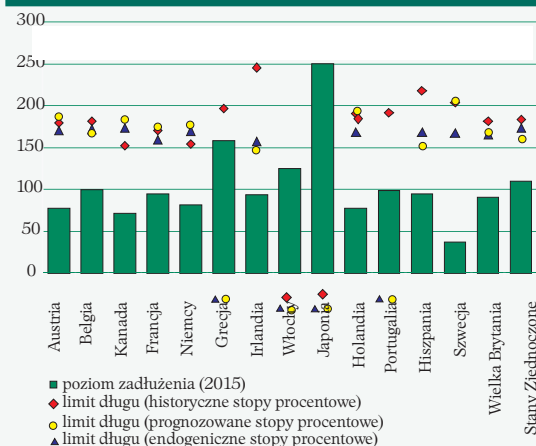


Źródło: Ostry i in.

Wykres 8 prezentuje szacunkowe poziomy długu w 2015 r. w wybranych krajach oraz oszacowane przy trzech różnych założeniach poziomy długu w punkcie równowagi odpowiadającym punktow d^* na wykresach 4 i 6. Dla niektórych krajów historyczna funkcja reakcji wyznacza punkt rów-

nowagi na poziomie 0 (lub nawet poniżej, tj. przy dodatniej pozycji aktywów netto). Taka sytuacja występuje w przypadku Szwecji, a gdyby nie kryzys (i niekorzystne prognozy) taki wynik osiągnęłaby Irlandia i Hiszpania. W niektórych krajach (Grecja, Włoch, Japonia i Portugalia) funkcja reakcji jest taka, że przy niezmienionej polityce dług będzie zbiegał do równowagi w nieskończoności. Innymi słowy, bez zmian w polityce fiskalnej istnieje ryzyko niestabilnej dynamiki długu w tych krajach.

Wykres 9. Limit długu na podstawie modelu (% PKB)



Źródło: Ostry i in.

Podczas gdy wykres 8 przedstawia szacunki punktu równowagi, wykres 9 prezentuje wyznaczone limity długu (punkt, w którym dynamika zadłużenia staje się niestabilna) oraz prognozowany poziom zadłużenia w 2015 r. Zgodnie z oczekiwaniami, szacunki oparte na endogenicznej stopie procentowej pokazują, że Grecja, Włochy, Japonia i Portugalia są powyżej swoich limitów długu. Oznacza to, że muszą prowadzić ostrzejszą politykę fiskalną niż do tej pory, aby ich dług znalazł się po lewej stronie limitu \bar{d} . Pozostałe kraje mają pewną przestrzeń fiskalną, choć

Tabela 1. Szacunki przestrzeni fiskalnej (% PKB)

	Przeźreni fiskalna	p (FS>0)	p (FS>50)	p (FS>100)
Austria	93,4	0,81	0,81	0,38
Belgia	72,1	0,96	0,92	0,05
Kanada	101,9	0,81	0,81	0,57
Francja	64,9	0,66	0,63	0,04
Niemcy	88,5	0,83	0,82	0,26
Grecja	0,0	0,00	0,00	0,00
Irlandia	63,6	0,61	0,59	0,04
Włochy	0,0	0,00	0,00	0,00
Japonia	0,0	0,00	0,00	0,00
Holandia	91,3	0,81	0,81	0,35
Portugalia	0,0	0,28	0,24	0,01
Hiszpania	74	0,83	0,80	0,06
Szwecja	130,2	0,71	0,71	0,71
Wielka Brytania	75,4	0,69	0,69	0,12
Stany Zjednoczone	63,4	0,82	0,71	0,03

Uwaga: prawdopodobieństwo niŹsze niŹ 50% zostało oznaczone na czerwono.

Źródło: Ostry i in.

ostatnie doświadczenia w zakresie polityki fiskalnej oraz większa wrażliwość rynków negatywnie wpływa na poziom szacowanych limitów zadłużenia.

Tabela 1 prezentuje szacunkową wielkość przestrzeni fiskalnej po roku 2015 na podstawie szacunków przedstawionych na wykresie 9. Według tych wyliczeń Grecja, Włochy, Japonia czy Portugalia nie mają przestrzeni fiskalnej, podczas gdy dług Kanady i Szwecji mógłby wzrosnąć jeszcze o 100 procent PKB zanim przekroczyłyby limit. Estymacje punktowe nie oddają jednak całej informacji, jaką dostarczają dane. Tabela 1 przedstawia, jakie jest prawdopodobieństwo, że przestrzeń fiskalna jest dodatnia (istnieje), przekracza 50 i 100 procent PKB.

Należy pamiętać, że brak przestrzeni fiskalnej nie oznacza niewypłacalności. Oznacza jedynie, że aby

utrzymać zadłużenie pod kontrolą, konsolidacja musi być znacznie ostrzejsza niż przeciętnie w przeszłości. Z drugiej strony, kraje posiadające przestrzeń fiskalną mogą na skutek szoku znaleźć się powyżej limitu. Dlatego nawet istnienie pewnej przestrzeni fiskalnej nie uzasadnia większych deficytów.

Jeżeli przestrzeń fiskalna jest w niektórych krajach aż tak ograniczona, to czy należy spodziewać się ich niewypłacalności? Cotterelli i in. zadają to pytanie w drugim z omawianych artykułów. Autorzy poddają pod dyskusję najbardziej popularne argumenty uzasadniające tezę, że niewypłacalność krajów jest nieunikniona i dochodzą do wniosku, że restrukturyzacja długów jest niepotrzebna, niepożądana i mało prawdopodobna. Do najczęstszych poglądów wyrażanych przez komentatorów i uczestników rynku oczekujących rychłych bankructw należą:

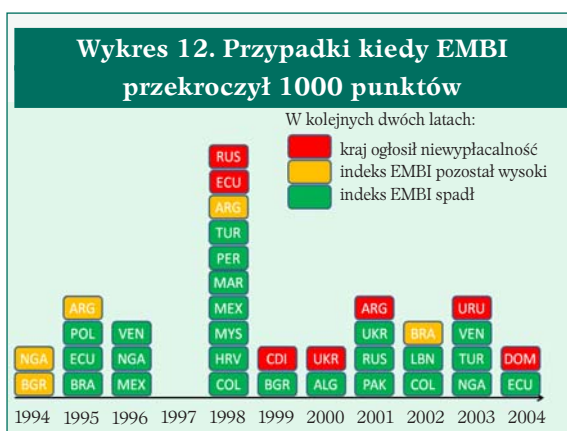
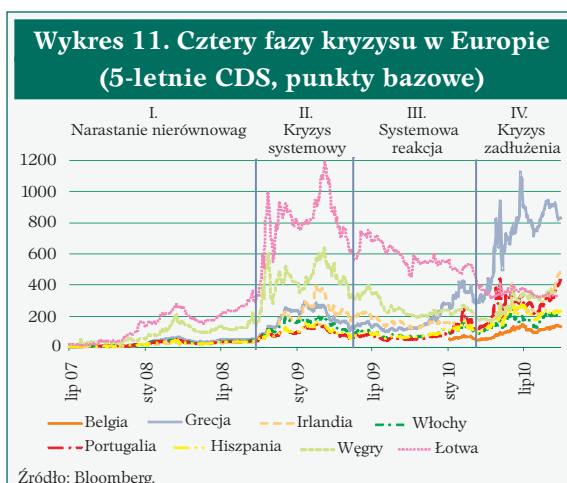
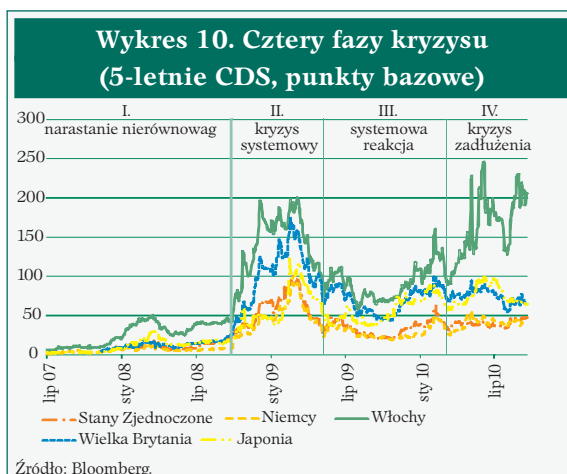
1. Wymagane dostosowanie fiskalne jest zbyt duże.
2. Stopy procentowe sprawiają, że obsługa długu będzie za duża.
3. Dostosowanie fiskalne zduży wzrost i pogorszy dynamikę długu.

Jak tylko dostosowanie fiskalne się powiedzie, opłaca się restrukturyzować zadłużenie.

Ryzyko restrukturyzacji długu przez któryś z uprzemysłowionych krajów długo było pomijalnie małe. Notowania CDS były niezmiennie i bliskie zeru, a stopa procentowa od długu była uznawana za wolną od ryzyka. Rzeczywiście znaczna część teorii finansów opiera się na założeniu, że taka stopa istnieje, jednak premie za ryzyko w wybranych krajach G-7 wzrosły (wykres 10) i znacznie oddalały się od siebie w miarę, jak rynek zaczął brać pod uwagę wpływ kryzysu na bilans sektora finansów publicznych.

Jednak to nie kraje G-7 najbardziej niepokoją rynki, lecz raczej mniejsze, głównie europejskie gospodarki. We wczesnym stadium kryzysu obawiano się, że któryś ze środkowoeuropejskich krajów (np. Łotwa lub Węgry) może mieć problemy z wypłacalnością, ale ostatnio jako bardziej ryzykowne postrzegane są peryferyjne kraje strefy euro. Przede wszystkim Grecja, ale także w mniejszym stopniu Irlandia i Portugalia (wykres 11).

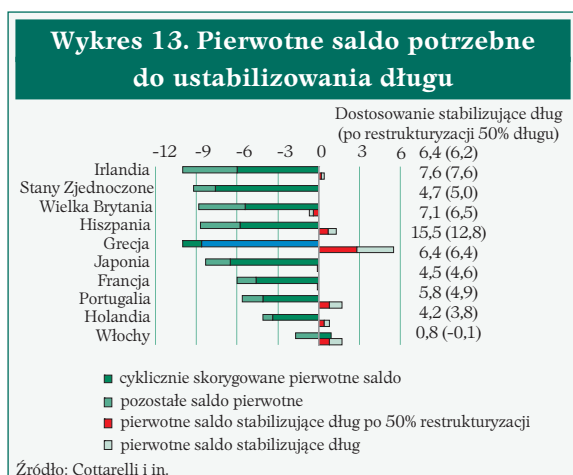
Ale czy wysokie notowania CDS są dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym niewypłacalność? Doświadczenie pokazuje, że nie. Wykres 12 prezentuje 36 przypadków, kiedy indeks



EMBI⁶ osiągnął poziom 1000 punktów, co oznacza bardzo wysoką ocenę ryzyka przez rynek.

W 24 przypadkach indeks spadł w ciągu kolejnych 2 lat, w 12 przypadkach notowania pozostały na wysokim poziomie, z czego tylko w 7 przypadkach dług był restrukturyzowany. Wysokie postrzegane przez rynek ryzyko nie jest więc dobrym wskaźnikiem, że niewypłacalność jest nieuchronna.

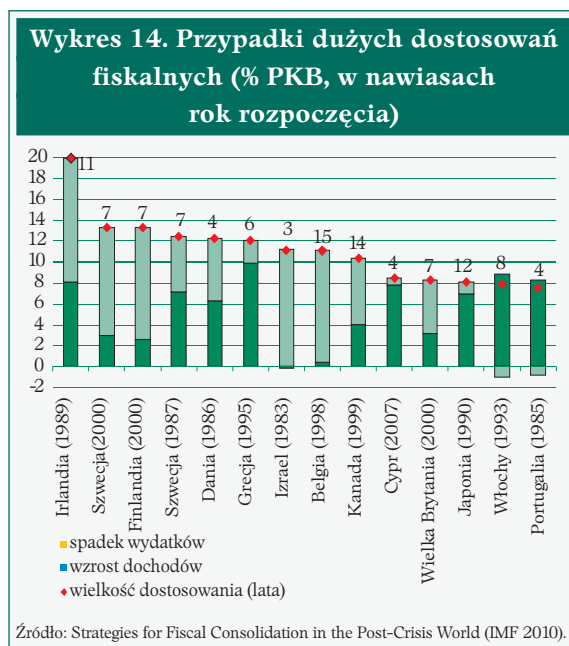
Podstawowy argument, że restrukturyzacja długu nastąpi w którymś z krajów uprzemysłowionych bazuje na założeniu, że koszty obsługi długu są za wysokie. Jest prawdą, że w niektórych krajach potrzebne dostosowanie fiskalne jest olbrzymie, jednak Cottarelli i in. przekonują, że restrukturyzacja tylko lekko zmniejsza wielkość potrzebnej konsolidacji. Obcięcie (ang. *haircut*) zadłużenia o połowę spowoduje znaczny wzrost kosztów finansowania, co wymusi pierwotne nadwyżki budżetu. Aby to osiągnąć dostosowanie fiskalne i tak będzie musiało być duże.



Wykres 13 pokazuje wielkość dostosowań potrzebnych do ustabilizowania długu na poziomie z roku 2012. Wielkość dostosowania (kolumna po prawej stronie) jest różnicą między cyklicznie dosto-

sowanym pierwotnym saldem budżetu a saldem budżetu stabilizującym dług. Choć wielkość dostosowania w wielu przypadkach jest duża (w Grecji aż 15,5 punktu procentowego), to należy pamiętać, że aby poziom długu zmniejszył się do poziomu 60% PKB, potrzebne będzie dalsze zacieśnianie i to w sytuacji, gdy budżet będzie musiał dodatkowo stawić czoła problemowi starzejącego się społeczeństwa. Szczególnie interesujące w kontekście tego artykułu jest to, jak niewiele zmniejsza się wielkość dostosowania po obcięciu długu o połowę. Nawet w przypadku Grecji potrzebne dostosowanie wciąż stanowiłoby duże wyzwanie i wynosiłoby 12,8 punktu procentowego.

Jak prawdopodobne jest osiągnięcie tak ambitnego dostosowania fiskalnego? Cottarelli i in. analizują przypadki dużych konsolidacji w 14 krajach rozwiniętych⁷ i 26 rozwijających się. Podstawowe charakterystyki wybranych krajów przedstawione są na wykresie 14.

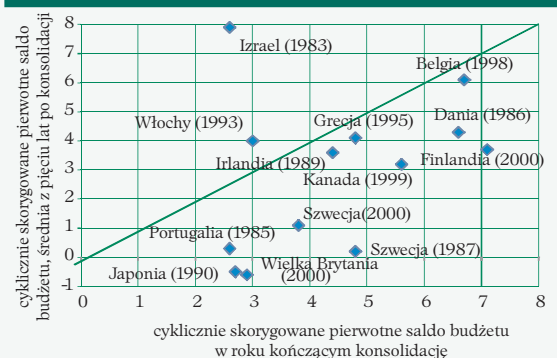


Warto odnotować, że wszystkie procesy dostosowania fiskalnego były długotrwałe. Większość z nich zajęła ponad 7 lat, a znaczna część powyżej 10 lat. Najbardziej imponującym wynikiem zakończyła się trwająca 11 lat konsolidacja finansów w Irlandii. Rozpoczęta w 1989 r. pozwoliła poprawić pierwotne saldo o 20 procent PKB. (Zdolność irlandzkich władz do takiego dostosowania częściowo wyjaśnia, dla czego oszacowana we wcześniej omawianym artykule przestrzeń fiskalna Irlandii była relatywnie duża). Wykres 14 pokazuje także, że w przypadku dużych dostosowań fiskalnych, sukces w większej części był zasługą ograniczenia wydatków.

O ile kraje miały determinację do znacznej poprawy salda budżetu, to umiejętność utrzymania nadwyżki nie wygląda tak korzystnie. Pięć lat po zakończeniu procesu konsolidacji, w większości krajów saldo budżetu znacznie się pogorszyło, a w przypadku Wielkiej Brytanii i Japonii ponownie pojawił się deficyt (wykres 15).

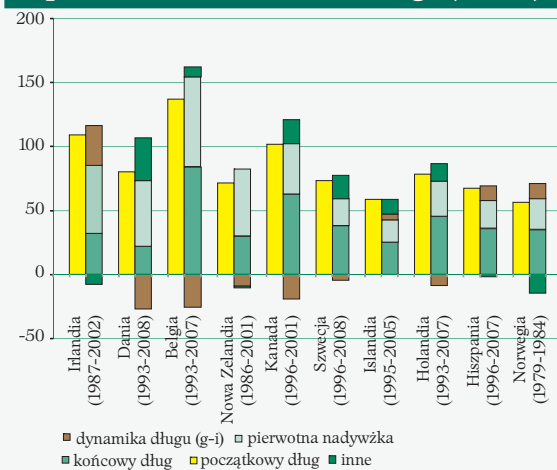
Wykres 16 przedstawia analizę czynników, które przyczyniły się do redukcji zadłużenia w wybranych przypadkach dostosowania fiskalnego. Wyróżniony został wpływ pierwotnej nadwyżki budżetowej oraz dynamiki długu ($g-i$). W kategorii „Inne” mieszczą się pozostałe czynniki, które wpłynęły na dług, takie jak sprzedaż aktywów i umarzanie pasywów. Wyraźnie widoczne jest, że największy wpływ na obniżeniu zadłużenia miało dodatnie pierwotne saldo budżetu. W większości przypadków różnica stóp ($g-i$) miała relatywnie mniejsze znaczenie, a w kilku przypadkach negatywnie wpływała na zadłużenie.

Wykres 15. Polityka fiskalna po dostosowaniu fiskalnym



Źródło: Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World (IMF 2010).

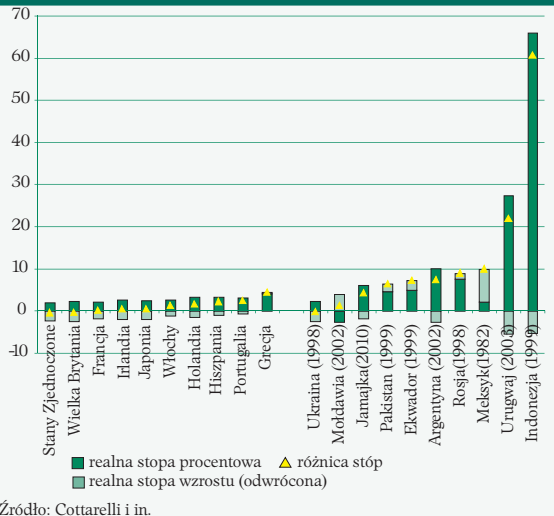
Wykres 16. Czynniki zmniejszające zadłużenie w procesie dostosowania fiskalnego (% PKB)



Źródło: Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World (IMF 2010).

Właśnie negatywny wpływ różnicy stopy procentowej i stopy wzrostu gospodarczego na poziom długu był w przeszłości kluczowym czynnikiem przyczyniającym się do ogłaszania niewypłacalności krajów rozwijających się. Wykres 17 pokazuje średnią różnicę stóp z dwóch lat poprzedzających restrukturyzację. Osiągała ona wtedy bardzo wysokie wartości sprawiając, że zadłużenie wymykało się spod kontroli. Wykres prezentuje także prognozowane na najbliższe dwa lata różnice stóp w wy-

Wykres 17. Realne stopy procentowe i realne stopy wzrostu PKB (średnia z 2011–2012 lub z dwóch lat poprzedzających niewypłacalność)



Źródło: Cottarelli i in.

branych krajach rozwiniętych. Presja na niekorzystną dynamikę długu okazuje się być znacznie mniejsza niż w krajach, które musiały restrukturyzować zadłużenie.

Przed niekorzystną dynamiką zadłużenia w pewnym zakresie chroni także struktura długu. Wykres 18 pokazuje wielkość zadłużenia krótkoterminowego w wybranych krajach rozwiniętych i rozwijających się oraz w krajach, które ogłosiły niewypłacalność. Przy relatywnie długim okresie zapadalności (wykres 19), kraje uprzemysłowione mają czas na przekonanie rynków do swoich planów oszczędnościowych. W dodatku, efekt rosnących stóp procentowych na dynamikę długu będzie bardziej stopniowy.

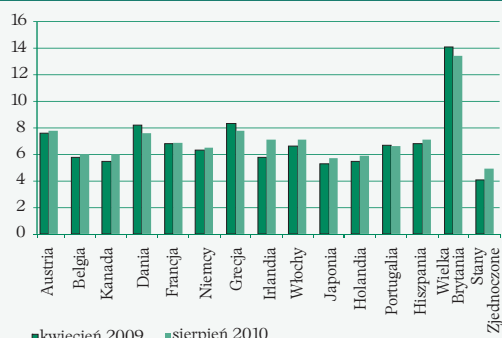
Kolejnym czynnikiem wpływającym na prawdopodobieństwo niewypłacalności jest struktura walutowa zadłużenia oraz wielkość zadłużenia wobec nierezydentów. Wrażliwość na kurs walutowy z łatwością może sprawić, że ciężar obsługi zadłużenia stanie się zbyt duży. Szok kursowy może wystąpić, gdy kraj traci wiarygodność lub gdy próbuje poprawić swój bilans płatniczy. Doświadczenie pokazuje, że kraje, które się restrukturyzowały, mia-

Wykres 18. Zapadalność długu (udział długu krótkoterminowego, %)



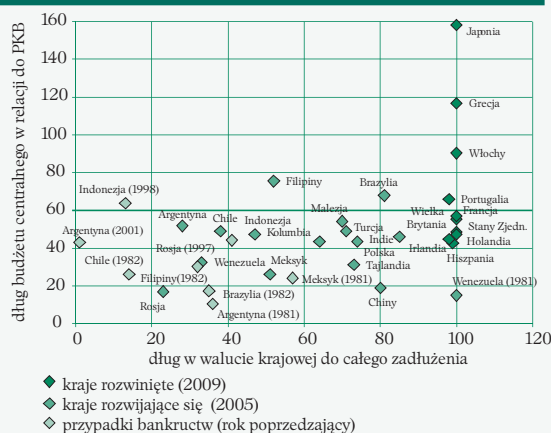
Źródło: Cottarelli i in.

Wykres 19. Średnia zapadalność długu (lata)



Źródło: IMF, Fiscal Monitor, Listopad 2010.

Wykres 20. Struktura walutowa długu (%)



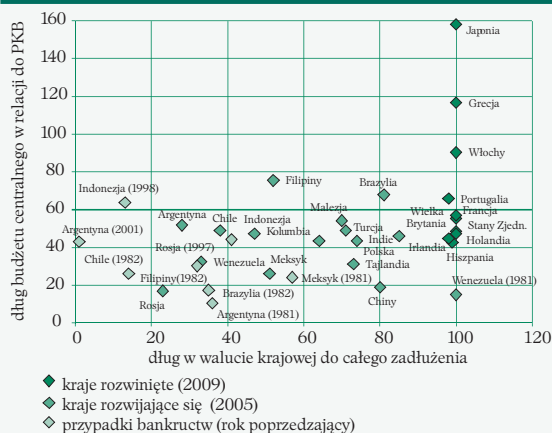
Źródło: Cottarelli i in.

ły znaczną część długu w obcych walutach, ponieważ korzystały z niższych kosztów takiego finansowania w momencie emisji. Od czasu kryzysu Azjatyckiego, większość rynków wschodzących zwiększyła udział długu plasowanego na rynku krajowym, a kraje rozwinięte emitują prawie cały dług w swojej walucie (wykres 20).

Struktura posiadaczy długu może wpłynąć w dwojnasób na prawdopodobieństwo ogłoszenia niewypłacalności. Nie dość, że rezydenci będą bardziej lojalni, to państwowe papiery skarbowe są często potrzebne do operacji na krajowym rynku finansowym.

Ponadto, gdy duża część długu trzymana jest w kraju, ewentualna restrukturyzacja ogłoszona przez rząd szkodzi bardziej elektoratowi, niż w przypadku

Wykres 21. Wielkość długu w posiadaniu nierezydentów (%)



Źródło: Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World (IMF 2010).

gdyby dług był trzymany za granicą. Ekstremalnym przypadkiem jest Japonia. Wobec 94 proc. długu trzymanego w kraju, niewypłacalność byłaby bardzo bolesna dla gospodarki. Ofiarą padłby system finansowy, który szukałby ratunku w pomocy rządowej. Ten musiałby wyemitować nowy dług, aby dokapitalizować sektor, odwracając korzyści z restrukturyzacji (jeżeli takie są). Nieco inna sytuacja ma miejsce w mniejszych krajach strefy euro. Ich dług jest w dużej mierze trzymany przez inne kraje Unii Europejskiej i wobec ścisłego powiązania systemów finansowych, restrukturyzacja odbyłaby się kosztem partnerów w Unii. Właśnie ten mechanizm jest głównym argumentem za skoordynowaną akcją zapobiegającą niewypłacalności państw w strefie euro.

Podsumowując, jak pokazuje artykuł, rozmiar dostosowania fiskalnego w kilku krajach rozwiniętych jest duży, ale nie bezprecedensowy. Znaczna część

deficytów, które teraz muszą zostać skorygowane, wynika ze stosunkowo niedawnych decyzji i zobowiązań wydatkowych. Były one skutkiem przekonania, że duże przychody, które pojawiły się w okresie dobrej koniunktury nie spadną. Świeżość niektórych pozycji wydatkowych oraz fakt, że nie zdążyły się one jeszcze na dobre zakorzenić, powinien pomóc w ich odwróceniu. Można zauważyć, że raz podjęty trud dostosowania rzadko jest porzucany przed osiągnięciem celu. Dobrym przykładem jest determinacja pokazana niedawno przez kraje bałtyckie. Także i inne rządy, które po wzroście płaczonej premii za ryzyko zdecydowały się na dostosowanie fiskalne, wytrwale podążają tą drogą, a przynajmniej zdołały przekonać rynki, że ich plany konsolidacji nie pozostają jedynie na papierze.

W każdym omawianym przypadku, największym problemem dostosowania fiskalnego w krajach rozwiniętych jest nie tyle poziom zadłużenia, stopy procentowe czy kosztowna obsługa, lecz niezwykle duży pierwotny deficyt. Struktura długu jest taka, że nawet wobec negatywnych okoliczności, minie trochę czasu zanim ciężar długu stanie się zbyt duży. Dlatego zagrożone kraje mają szansę przekonać rynki o swoim poważnym podejściu do problemu. Jest wiele przykładów krajów, którym udało się pokonać podobne trudności i którym udawało się opanować sytuację unikając restrukturyzacji zadłużenia. Sygnały wysyłane przez rynek nie powinny być zatem odczytywane jako zapowiedź nieuchronnych niewypłacalności.

Wiele krajów rozwiniętych stoi przed potrzebą bardzo dużego dostosowania fiskalnego. Restrukturyzacja nie pomoże w tym zadaniu, a jedynie może je jeszcze bardziej skomplikować.

Bibliografia:

- Cottarelli, C., Lorenzo Forni, Jan Gottschalk, and Paolo Mauro, 2010, „Default in Today’s Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely” IMF Staff Position Note No. SPN/10/12 (Waszyngton, International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Gosh, Jun I. Kim, Mahvash S. Qureshi, 2010, „Fiscal Space” IMF Staff Position Note No. SPN/10/11 (Waszyngton, International Monetary Fund).
- IMF, 2010, *Fiscal Monitor: Fiscal Exit: From Strategy to Implementation* (Waszyngton, International Monetary Fund), Listopad.
- IMF, 2010, *World Economic Outlook: Recovery Risk, and Rebalancing* (Waszyngton, International Monetary Fund), Październik.
- IMF, 2010, *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World* (Waszyngton, International Monetary Fund).

Przypisy

² Credit Default Swap.

³ Patrz: World Economic Outlook, Październik 2010, Rozdział 3: „Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation”.

⁴ Poziom długu jest rozumiany jako stosunek długu do PKB.

⁵ Pierwotne saldo budżetu (także deficyt i nadwyżka) jest to saldo nieuwzględniające kosztów obsługi długu. Cyklicznie skorygowane pierwotne saldo budżetu, to saldo uwzględniające wpływ cyklu koniunkturalnego.

⁶ Luka wydatków budżetowych jest to różnica między bieżącymi, a potencjalnymi wydatkami konsumpcyjnymi rządu.

⁷ Emerging Markets Bond Index.

⁸ Czternaście przypadków w krajach rozwiniętych to: Belgia (1998), Kanada (1999), Cypr (2007), Dania (1986), Finlandia (2000), Grecja (1995), Irlandia (1989), Izrael (1983), Włochy (1993), Japonia (1990), Portugalia (1985), Szwecja (1987), Szwecja (2000), Wielka Brytania (2000).

Błędy w reakcji na kryzys – Doświadczenia ostatnich dwóch lat

Wprowadzenie

Analiza obecnego kryzysu, jego przyczyn i skutków, znalazła szerokie odbicie w literaturze zarówno naukowej jak i publicystycznej. Niniejsza analiza jest próbą syntetycznego ujęcia najważniejszych błędów, jakie popełniały różne grupy podmiotów decydujących o kształcie polityki gospodarczej bądź też mających na nią istotny wpływ. Analiza nie ogranicza się jednakże wyłącznie do ostatnich dwóch lat, lecz bierze pod uwagę również działania, które miały miejsce w ostatniej dekadzie, a ich konsekwencje ujawniły się z pełną siłą w ostatnich dwóch latach. Można mówić o błędach ostatnich dwóch lat, które wynikają z polityki prowadzonej na długo przed kryzysem. Będą to przede wszystkim; zbyt ekspansywna polityka fiskalna w niektórych krajach europejskich, brak zdecydowanej reakcji na łamanie postanowień Paktu na rzecz Stabilności i Wzrostu (dalej SGP) czy też na pogarszającą się konkuren-

cyjność wielu gospodarek europejskich. Drugą grupę niewłaściwych działań można wiązać bezpośrednio z kryzysem i doraźną reakcją mającą powstrzymać jego negatywne skutki. Można tu mówić przede wszystkim o pakietach stymulujących gospodarkę czy też o działaniu rynków finansowych, które nie antycypowały nadchodzących zagrożeń z odpowiednim wyprzedzeniem. Poniżej przeanalizowane zostaną pokrótce działania: rządów, Komisji Europejskiej, (jako instytucji nadzorującej prowadzoną politykę fiskalną krajów UE) oraz rynków finansowych z uwzględnieniem agencji ratingowych.

Kryzys finansowy przyczyną kryzysu fiskalnego

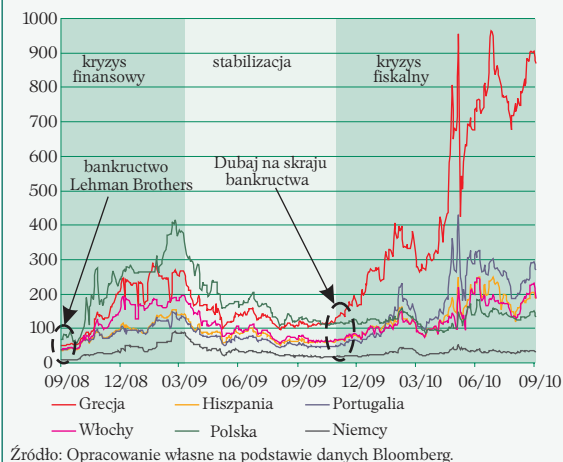
Na wstępie zostanie dokonany podział kryzysu, który rozpoczął się wraz z upadkiem banku Lehman Brothers (dalej LB) na trzy fazy ze względu na za-

chowanie podmiotów ekonomicznych. Podział widoczny jest w odmiennej reakcji rynków finansowych na wydarzenia, jakie miały miejsce w sferze realnej i fiskalnej gospodarek. Pierwsza faza kryzysu, która rozpoczęła się wraz z upadkiem LB określana będzie mianem kryzysu finansowego. W trakcie kryzysu finansowego obserwowano ucieczkę kapitału od rynków wschodzących, gwałtowną przecenę aktywów, załamanie się światowego handlu oraz inwestycji prywatnych w związku z gwałtownym pogorszeniem się perspektyw wzrostu. Towarzyszyła temu ekspansja fiskalna, która miała łagodzić negatywne skutki w sferze realnej gospodarki. Faza kryzysu finansowego trwała do lutego 2009 r. Następnie można mówić o uspokojeniu i powolnej stabilizacji sytuacji. Pompowanie ogromnych pieniędzy w gospodarkę, również przy wykorzystaniu mechanizmu kreacji nowego pieniądza przez banki centralne spowodowało, że sytuacja w sferze realnej oraz na rynkach finansowych (w tym na rynku międzybankowym) zaczęła się poprawiać. Powstrzymane zostało paniczne poszukiwanie przez inwestorów tzw. bezpiecznych przystani, a więc krajów, w których mogli oni uchronić swój kapitał przed erozją. Nieznacznie poprawiała się sytuacja w sferze realnej, gdzie popyt prywatny, który gwałtownie się skurczył, został zastąpiony przez popyt publiczny. Faza stabilizacji trwała do momentu, w którym państwowy holding Dubai World ogłosił, że może być niewypłacalny, co zrodziło pytanie o wypłacalność całego emiratu. Inwestorzy zaczęli wtedy zwracać uwagę na ryzyko związane z możliwościami spłacenia swoich zobowiązań przez państwa. Rynki poddały w wątpliwość skuteczność polityki fiskalnego stymulowania gospodarki i zaczęły dostrzegać, że ona może stać się gwoździem do trumny finansów publicz-

nych wielu krajów. Szybko okazało się, że Grecja musiała poprosić międzynarodowe instytucje o pomoc w spłacie swoich zobowiązań. Trzecia faza kryzysu, która nazywać się tu będzie kryzysem fiskalnym, trwa do dziś, a powstaje pytanie, kiedy i w jaki sposób się ona skończy. Fazy kryzysu podsumowuje wykres 1.

Przedstawia on w syntetyczny sposób ocenę ryzyka wypłacalności poszczególnych krajów skwantyfikowaną za pomocą notowań pięcioletnich kontraktów CDS. Kontrakty te są swoistą formą ubezpieczenia na wypadek braku możliwości spłacenia zobowiązań przez emitenta obligacji. Na wykresie przedstawiono koszty ubezpieczenia pięcioletnich obligacji skarbowych (wyrażone w punktach bazowych) w zależności od kraju. W trakcie kryzysu finansowego obawiano się przede wszystkim o gospodarki wschodzące (na wykresie reprezentowane przez Polskę), natomiast w trakcie kryzysu fiskalnego uwaga przeniosła się na niektóre gospodarki dojrzałe i stan ich finansów publicznych.

Wykres 1. Stawki pięcioletnich kontraktów CDS (pkt. bazowe) na tle faz kryzysu.



Działania rządów

Jak już wspomniano, działania rządów miały podwójny charakter. Z jednej strony mamy do czynienia ze swoistym efektem histerezy: bieżąca sytuacja fiskalna wielu krajów jest wynikiem prowadzonej polityki nie tylko w okresie kryzysu, ale przede wszystkim w okresie przedkryzysowym. Wewnątrz samej Unii mamy do czynienia z wyraźną dywergencją w tym zakresie. Można wskazać państwa, których polityka fiskalna prowadzona była odpowiedzialnie i była dodatkowym impulsem prorozwojowym, wspierającym kraj w dążeniu do osiągnięcia jak najwyższego pułapu samopodtrzymującego się, długookresowego wzrostu (Finlandia odnotowywała nadwyżki budżetowe w latach 1998–2008). Można wskazać też państwa, które z wyprzedzeniem zareagowały na długoterminowe problemy, jakie czekają gospodarkę, które już dziś można przewidzieć z prawdopodobieństwem bliskim jedności (starzenie się społeczeństw) – przykładem mogą być Niemcy, które podjęły ciężar reform strukturalnych. Z kolei na drugim biegunie mamy do czynienia z krajami, które w nieodpowiedzialny sposób prowadziły ekspansywną politykę fiskalną – m.in. Grecja, Węgry. Zakończyła się ona reanimacją w postaci międzynarodowej pomocy w celu spłaty zaciągniętych długów, a co ważniejsze, bolesnymi reformami fiskalnymi mającymi negatywne przełożenie na gospodarkę realną i w efekcie powodują obniżenie tempa wzrostu tych krajów.

W trakcie kryzysu finansowego negatywny rozwój sytuacji w sferze finansowej gospodarek przełożył się przede wszystkim na spadek dochodów budżetowych, co w połączeniu ze stymulowaniem fiskalnym gospodarek doprowadziło w efekcie do znaczącego zwiększenia

deficytu publicznego. Duży problem z deficytem dotyczy przede wszystkim krajów, które z jednej strony nie dyscyplinowały finansów publicznych w okresie przed kryzysem, a z drugiej strony ich wzrost dochodów był w dużej mierze związany z „nadmuchiwaniem” wzrostem gospodarczym (upraszczając można przyjąć, że bazą podatkową jest nominalny produkt w gospodarce, a ten rósł z tytułu m.in. rosnących cen aktywów). Można tu wskazać Hiszpanię bądź Irlandię, które doświadczyły spektakularnych baniek na rynkach nieruchomości. W rezultacie prowadzonej ekspansywnej polityki fiskalnej sytuacja wyjściowa krajów m.in. z rejonu basenu Morza Śródziemnego na początku kryzysu fiskalnego była zdecydowanie słabsza, a stabilność finansów publicznych tylko pozorna. I to właśnie te kraje (Grecja, Portugalia, Hiszpania) oraz Irlandia doświadczyły największego wzrostu deficytu sektora finansów publicznych (porównując kraje UE w latach 2007–2009), z czego ok. połowę stanowi spadek dochodów budżetowych. Drugą połowę pogorszenia się sytuacji fiskalnej można przypisywać stymulacji fiskalnej, która rzadko była wykorzystywana w celu wsparcia trwałego wzrostu gospodarczego (patrz tabela 1).

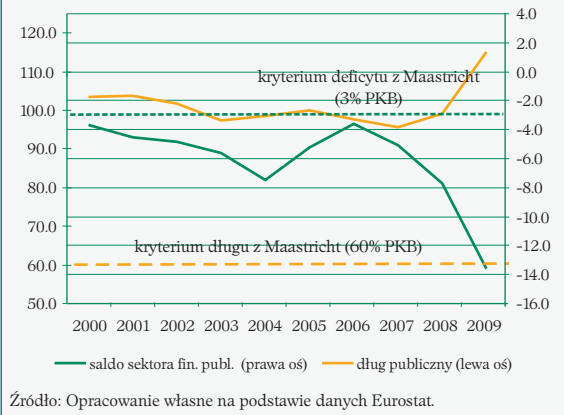
Jeżeli dokona się dekompozycji zmiany sytuacji sektora finansów publicznych w wybranych krajach, można zauważyć, że ekspansja fiskalna niekoniecznie miała charakter prorozwojowy. Tkwi w tym również element polityczny, gdyż trudno jest ścigać decyzją polityczną wydatki, które mają charakter socjalny, a które rosły swobodnie przez wiele lat. Podsumowując, mieliśmy do czynienia z niewłaściwie dobraną polityką fiskalną, która nie była zrównoważona, jeżeli chodzi o porównanie jej krótko- i długookresowych skutków. Odwrócenie niekorzystnych tendencji wywołanych błędnymi de-

Tabela 1. Dekompozycja zmiany salda wyników sektora finansów publicznych w latach 2007–2009 (% PKB)

Zmiana 2007–2009 (% PKB)	Saldo sektora finansów publicznych	Dochody	Wydatki				
			Inwestycje	Wynagrodzenia w sektorze publicznym	Transfery socjalne	Transfery kapitałowe	Pozostałe wydatki
Włochy	-3,9	+0,2	+0,1	+0,7	+2,3	+0,2	+0,8
Portugalia	-6,8	-1,6	+0,1	+0,8	+2,9	+0,2	+1,2
Hiszpania	-13,1	-6,4	+0,4	+1,6	+3,4	+0,1	+1,2
Grecja	-8,2	-2,8	0,0	+1,2	+3,0	+0,4	+0,8
Niemcy	-3,5	+0,4	+0,3	+0,5	+2,1	+0,2	+0,8
Wielka Brytania	-8,7	-1,2	+0,8	+1,0	+2,3	+1,4	+2,0
Polska	-5,2	-2,9	+1,1	+0,6	+0,7	+0,3	-0,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2. Permanentne łamanie zasad Paktu na rzecz Stabilności i Wzrostu przez Grecję



czynjami rządów wymagać będzie znaczącej konsolidacji fiskalnej (wykres 2).

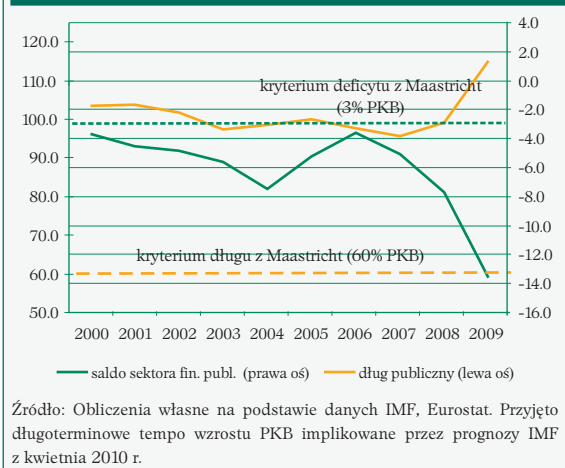
Działania nadzorujące: Komisja Europejska

Kolejny aspekt błędów w polityce gospodarczej związany jest z działalnością nadzorującą Komisji Europejskiej. Nadzorcza funkcja Komisji Europej-

skiej wynika z zapisów SGP, wprowadzających mechanizm, który miał w swoim założeniu zapobiegać nadmiernej ekspansywnej polityce fiskalnej. Ekspansywność ta miała być ograniczona według dobrze znanych kryteriów z Maastricht dotyczących deficytu i długu sektora finansów publicznych. Jako narzędzie dyscyplinujące SGP przewidywał nałożenie procedury nadmiernego deficytu na kraj nie spełniający ww. kryteriów, a w razie ciągłego naruszania paktu pozostawiał do dyspozycji możliwość nałożenia kary na kraj, który nie wywiązuje się ze zobowiązań. Ewentualna decyzja o sankcjach była jednak przede wszystkim decyzją polityczną, co skutkowało tym, że w praktyce zapis dotyczący środków karnych pozostawał martwy. Dodatkowo do politycznego osłabienia Paktu przyczyniły się kraje, które dziś są gorącymi zwolennikami wprowadzenia kar finansowych na kraje permanentnie łamiące Pakt (np. Niemcy łamały postanowienia SGP na początku millenium). Zatem same procedury ograniczające nadmierny fiskalizm okazały się nieskuteczne jeszcze przed kryzysem. Dodatkowo w trakcie kryzysu zezwolono krajom takim jak np.

Grecja, która praktycznie przez ostatnie 10 lat nie spełniała kryteriów fiskalnych (wykres 3), na dalsze zadłużanie się. Przypadek grecki jest interesujący jeszcze z jednego powodu. Jak wiadomo, Grecy przekazywali wątpliwej jakości dane statystyczne do Komisji Europejskiej i Eurostatu dotyczące swojego deficytu i długu.

Wykres 3. Scenariusze rozwoju długu publicznego Grecji

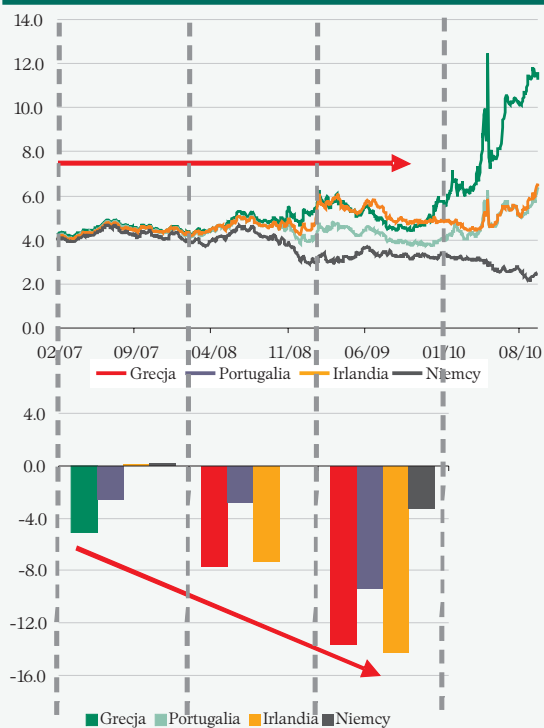


Ponadto należy nadmienić, że standardowe wskaźniki wykorzystywane w ramach kryteriów z Maastricht nie spełniają swojej roli ostrzegawczej, co pokazuje doświadczenie ostatnich dwóch lat. Ze swej definicji mają one naturę *ex post*, natomiast nie pokazują z wyprzedzeniem nadciągających zagrożeń. A zagrożenia te wyraźnie zmaterializowały się w trakcie kryzysu. Wspomniany już „nadmuchiwany” wzrost produktu w gospodarce przekładał się na wzrost dochodów publicznych, które były transformowane w wyższe wydatki. To, czego brakuje w procesie oceny fiskalnej w ramach kryteriów z Maastricht, to analiza wskaźników wyprzedzających, które z odpowiednio wcześniej sygnalizowałyby kruchość wzrostu oraz jego krótkookresowy charakter.

Rynki finansowe

Kwestia wyprzedzających sygnałów wskazujących na ryzyko wystąpienia kryzysu jest ściśle związana z działaniem rynków finansowych. Ostatnie kilka miesięcy pokazuje, w jaki sposób rynki finansowe potrafiły zdyscyplinować rządy wielu państw europejskich w celu przyspieszenia decyzji o konsolidacji fiskalnej. Jednakże pozostaje pytanie, czemu, pomimo takiej skuteczności rynków, nie sygnalizowały one nadchodzącego kryzysu. Sytuację dobrze ilustruje wykres 4.

Wykres 4. Wycena dziesięcioletnich obligacji przez rynki (górny wykres, rentowność 10-letnich obligacji, %) w kontekście sytuacji fiskalnej emitentów (deficyt sektora finansów publicznych, % PKB)



Przedstawiona dywergencja rentowności dziesięcioletnich obligacji Grecji, Portugalii czy Irlandii od rentowności niemieckich bundów rozpoczęła się wraz z początkiem kryzysu fiskalnego. Rentowność papierów rządowych pozostawała tylko lekko podwyższona przez cały okres kryzysu finansowego i stabilizacji. A sytuacja budżetowa Grecji czy Irlandii pogarszała się już w 2008 roku. Również renomowane agencje ratingowe zareagowały na kryzys fiskalny w zasadzie *ex post*. Ratingi Grecji, Portugalii czy też Hiszpanii pozostawały ciągle wysokie, nawet mimo dokonanego obniżenia w styczniu 2009 r. Kolejne zdegradowanie obligacji greckich już w grudniu 2009 r. jest kolejną oznaką spóźnienia reakcji rynków finansowych.

Reakcja rynków na kryzys pokazuje, że ich funkcjonowanie jest dalekie od efektywności. Dyskontowanie informacji w cenach aktywów na rynkach nie było pełne, a rynki działały tak, jakby ignorowały długookresową perspektywę, koncentrując się na sytuacji bieżącej.

Podsumowanie

Wysoki nominalny wzrost gospodarczy (napędzany inflacyjnym wzrostem cen niektórych dóbr), nie mający charakteru długotrwałego, prowadzący do powstawania nierównowagi w gospodarce, doprowadził w konsekwencji do kryzysu. Patrząc z dzisiejszej perspektywy można wskazać na podstawowy błąd w reakcji na kryzys. W analizowanych powyżej działaniach rządów i rynków finansowych widać zasadniczy element wspólny. Z punktu widzenia perspektywy działania, rządy i rynki finansowe są skoncentrowane na krótkim okresie.

Zbyt małą wagę przypisuje się długoterminowemu spojrzeniu na gospodarkę i jej funkcjonowaniu w obszarze monitorowania ryzyka. Dotyczy to zarówno wyceny ryzyka w bieżących cenach aktywów jak i oceny *ex post* ryzyka fiskalnego przez perspektywę kryteriów z Maastricht.

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. Pomiary a 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
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(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

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

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
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