

Bouzaraa, Dal; Krzak, Maciej; Michielse, Geerten M. M.; Woźniak, Przemysław

## Proceedings

# Finanse publiczne w krajach UE: Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 107

## Provided in Cooperation with:

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Bouzaraa, Dal; Krzak, Maciej; Michielse, Geerten M. M.; Woźniak, Przemysław (2010) : Finanse publiczne w krajach UE: Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1), BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 107, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128297>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Finanse publiczne w krajach UE

## Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)

Nr 107

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

Dal Bouzaraa

Maciej Krzak

Geerten M. M. Michielse

Przemysław Woźniak

Tłumaczenie artykułu *Bodźce finansowe...*

Jarosław Neneman

Projekt okładki

Jacek Bienkowski

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
STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH W KRAJACH UE – SKALA PROBLEMU I PRZYCZYNY POGORSZENIA – <i>Maciej Krzak</i> .....	9
BODŹCE PODATKOWE – PODATKOWE PODEJŚCIE DO OBECNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO – <i>Geerten M. M. Michielse , Dal Bouzaraa</i> .....	17
CZY I W JAKIM STOPNIU REALNA JEST GROŹBA INFLACJI? – <i>Przemysław Woźniak</i> .....	27

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ewa Balcerowicz	CASE
Hanna Bardadin	IBFD
Illya Bonobszenko	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Rafał Budzik	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Andrzej Czpil	MF
Anna Dobrzańska	NBP
Mirosław Dusza	Uniwersytet Warszawski
Szymon Gaszewski	Parkiet
Małgorzata Golik	NBP
Stephen Heine	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Agnieszka Herbich	
Janusz Jabłonowski	NBP
Karol Jagodziński	MSZ
Agata Jankowska	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Arkadiusz Kamiński	Urząd m.st. Warszawy
Joanna Kielar	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Anton Komyza	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Maciej Krzak	CASE, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Agnieszka Krzemińska	WSB w Poznaniu
Paweł Łęcki	SGH
Anastazja Makhorina	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Witold Michałek	
Geerten M. M. Michielse	Center for Taxation and Public Governance
Szymon Nielak	CASR
Marek Misiak	NŻG
Marcin Mucha	MG
Marcin Murawski	BGK
Andrzej Muszyński	PTE
Artem Nahoryansky	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Bogdan Nawrocki	Urząd m.st. Warszawy
Krzysztof Nędzyński	Obserwator Finansowy
Ksenia Neikowa	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Jarosław Neneman	CASE, CDISP, UŁ, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Marek Niechciał	NBP
Krystyna Olechowska	CASE
Bogdan Orzechowski	SKG
Dawid Pachuck	MF
Mirosław Pawliszyn	NBP
Agnieszka Pierzak	MF
Maciej Reluga	BZ WBK
Dariusz Rosati	SGH, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Piotr Russel	Sejm RP
Alina Sarnacka	PwC
Barbara Sokołowska	MF
Piotr Sperka	MF
Mateusz Tchórzewski	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Adam Waluch	tłumacz
Przemysław Woźniak	CASE
Urszula Wójcik	MF
Jakub Zajdel	PAP
Tomasz Zając	tłumacz
Beata Zdanowicz	NBP
Tomasz Żylicz	UW

## Wprowadzenie

**W**ielkie dziury w finansach publicznych i wysokie góry długów publicznych. Tak wygląda europejski krajobraz po kryzysie. Co więcej, dla kolejnych dwóch lat 2010 i 2011 prognozuje się dalszy wzrost zadłużenia (w scenariuszu niezmienionej polityki makroekonomicznej). W rezultacie na koniec roku 2011 poziom długu publicznego w UE-27 przewiduje się na prawie 84% PKB wobec 58,7% w 2007 r. Jesteśmy więc świadkami „wybuchowego przyrostu” zadłużenia gospodarek europejskich. O stanie unijnych finansów publicznych (skali problemu, jego źródłach, aspektach podatkowych zastosowanych pakietów stymulacyjnych, zagrożeniu inflacją) dyskutowali paneliści i goście 107 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w lutym 2010 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: dra Macieja Krzaka (eksperta CASE; wykładowcę WSzHiP im. R. Łazarzskiego); prof. Geertena M. M. Michielse’a (profesora prawa podatkowego; dyrektora Center for Taxation and Public Governance, the Utrecht School of Law, University Utrecht) i dra Przemysława Woźniaka (eksperta CASE).

Prognozowany przyrost długu publicznego w latach 2007–2011 w UE-27 jest ogromny. W ramach Unii sytuacja jest oczywiście zróżnicowana. Problemy koncentrują się w kilku krajach: Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Wielkiej Brytanii. W przypadku Irlandii chodzi o skok o 70 pkt. proc. Irlandia ma ogromny dług, ale jednocześnie ma dobre doświadczenia w rozwiązywaniu tego typu problemów. Jakie mechanizmy i narzędzia wykorzystywała Irlandia w rozwiązywaniu problemów? Jakie nauki z irlandzkich doświadczeń może wyciągnąć Grecja lub Hiszpania? (**A. Komyza**). Gospodarka Irlandii w latach 80. była mocno zabałaganiona i trzeba było coś w tej sprawie zrobić (**M. Krzak**). Zaczęto od umowy społecznej między rządem a związkami zawodowymi i pracodawcami. Związki zdecydowały, że nie będą się domagać dużych podwyżek płac, a w zamian rząd obiecał wzrost gospodarczy, więcej miejsc pracy i mniejsze podatki w przyszłości. Oczywiście, nie była to jedna umowa, a cały pakiet. Rozpoczęto od wdrożenia programu oszczędnościowego. Były też inne elementy porządkowania gospodarki, takie jak niskie opodatkowanie, czy przyciąganie inwestorów amerykańskich do Irlandii. Działania te dały impuls gospodarce irlandzkiej. Poprawiono również windykację podatkową, mimo niskich stóp podatkowych. Partnerstwo społeczne sprawdziło się i stało się początkiem porządkowania gospodarki.

Jeśli porównamy sytuację Irlandii i Grecji to widać wyraźnie, że rząd Irlandii jest odważny we wprowadzaniu niepopularnych rozwiązań w związku z deficytem fiskalnym. Natomiast grecki rząd ma poważny kłopot – nie potrafi się zdecydować na radykalne rozwiązania, ociąża się, poza tym na Grekach ciąży też deficyt wiarygodności, ponieważ oszukiwali w przeszłości. Chcąc wejść do strefy euro, przedstawiali fałszywy obraz swojego deficytu i pod koniec 2009 r. oszukiwali Europę pokazując nieprawdziwe dane. Zatem trudno się dziwić, że instytucje unijne mają wiele wątpliwości i brak zaufania. A obywatele greccy nie rozumieją swojej sytuacji. Wiele lat żyli ponad stan, a teraz muszą cierpieć na skutek co najmniej o 20, a może nawet o 30% obniżonego standardu życia, jeśli chcą być w strefie euro. Deficyt budżetowy prowadzi do deficytu na rachunku bieżącym, który też jest nieproporcjonalnie wysoki. Zatem, jeśli społeczeństwo greckie nie podejmie wyzwania, to albo będą musieli opuścić strefę euro, albo Grecja stanie się niewypłacalna. Przykład irlandzki pokazuje, jak rząd, w którymś momencie, może rozpocząć naprawianie sytuacji, zwiększać stopniowo wiarygodność, a dzięki temu, z czasem, sytuacja się normuje. W warunkach, w jakich funkcjonuje dzisiaj Grecja, wymagane są bardzo radykalne działania. Trzeba wykonać jeden ruch, jedno cięcie. Chyba że UE zdecyduje się na wysupłanie pieniędzy europejskich podatników. Jednak przeciw takiej decyzji przemawia niebezpieczeństwo moralne. Każdy kraj może przecież kiedyś popaść w sytuację podobną do greckiej i będzie wtedy liczył na pomoc unijną. A trudno obalić tezę, że tworzenie europejskiego funduszu walutowego jest śmieszne. Grecy muszą więc obciążyć płace. Sektor publiczny musi to zrobić. Jedyńm sposobem na wysoki poziom życia jest uprzednie zarobienie pieniędzy. Strajkowanie Grekom nie pomoże.

Kryzys jest faktem. Trzeba sobie z nim poradzić. Podstawowym problemem w dłuższej perspektywie jest zmniejszanie długu publicznego, co wymaga szybkiego wzrostu gospodarczego przez wiele kolejnych lat (**E. Balcerowicz**). W krótszej perspektywie trzeba rozwiązać problem płynności, czyli zasypać dziurę deficytów, konieczności finansowania długu publicznego i wysokiego kosztu obsługi długu. Wydaje się, że Grecja nie jest najlepszym przykładem radzenia sobie z kłopotami. Wyraźnie bowiem widać, że w UE toczą się podskórne rozmowy jak pomoc Grekom, niekoniecznie dociskając ich do muru i niekoniecznie wymagając, aby drastycznie zmniejszyli konsumpcję. Chociaż kraje powinny ponosić odpowiedzialność za swoją nieodpowiedzialną politykę fiskalną i makroekonomiczną, to jednak Grecja nie jest dobrym przykładem potwierdzającym tę tezę. Wydaje się, że Europę czekają bardzo ciekawe procesy polityczne i ekonomiczne, ale na pewno będzie to bardzo trudny okres.

Czyżby scenariusz w dalszej perspektywie miał być bardziej dramatyczny niż przewidujemy? Przecież pogłębianie się deficytu budżetowego oznacza jeszcze bardziej dramatyczny rozwój sytuacji. Oczywiście, jest to odkładanie problemu w czasie (**E. Balcerowicz**). Krótkookresowe patrzenie i odsuwanie problemów, jak się wydaje, jedynie generuje problemy. Być może pozwolenie na drastyczne reakcje na takie długi przyniosłoby oczyszczenie. Oczywiście, natychmiast pojawiają się pytania o zasadność ratowania banków itp.

Czy rządy nie mogłyby próbować pozbyć się części długów przyspieszając dynamikę inflacji? Na pewno jest przestrzeń dla takiego zachowania (**P. Woźniak**). Inflację można bardzo mocno podbić wykorzystując jej obecne bardzo niskie poziomy. Jednak nie jest to dobry sposób radzenia sobie z problemem.

Jak sfinansować ogromne deficyty? M. Krzak optuje za strategią spokojnego ograniczania deficytów poprzez wzrost gospodarczy i poprzez zaciskanie pasa, ale powolne i stopniowe. Sytuacja w UE jest zróżnicowana. Mamy grupę krajów, które rzeczywiście są „na radarze”, takie jak Grecja. Oczywiście można rozpatrywać ryzyko zarażenia innych krajów „grecką chorobą”, w pierwszej kolejności Portugalii i Hiszpanii, również Irlandii, ale ona zdobyła zaufanie rynków finansowych wdrażając odpowiednie reformy, czyli zaciskając pasa, wprowadzając odpowiednie surowy i wiarygodny budżet. Wielki deficyt ma także Wielka Brytania, ale jej dług nie zatrzyma w porównaniu z innymi europejskimi krajami. Sytuacja stałaby się groźna, gdyby któryś z wielkich krajów rzeczywiście popadł w kłopoty z finansowaniem długu i nagle zobaczylibyśmy, że wycena zadłużenia, marża, którą muszą zadłużone kraje płacić od długu publicznego jest coraz wyższa. Szczęśliwie taka sytuacja nie ma miejsca, ale bez wątpienia stąpamy po cienkiej linii. Z jednej strony nie możemy zaciskać polityki makroekonomicznej, żeby nie zdławić raczkującego ożywienia w krajach wysoko rozwiniętych, zwłaszcza że napływające dane statystyczne wskazują na tendencje pauzowania gospodarek. Nie są to tylko dane twarde, np. pokazujące, że w Niemczech w zasadzie PKB przestał rosnąć w IV kwartale, ale są to również informacje dotyczące indeksów koniunktury, czy opisujące sentymenty na różnych rynkach, co zauważalne w Niemczech, kluczowej gospodarce strefy euro. Tym bardziej politycy nie będą chętni, by zbyt mocno zaciskać politykę fiskalną, zresztą wszystkie organizacje międzynarodowe sugerują, by zaciskanie rozpoczęło się dopiero od 2011 r. Wydaje się więc, że mamy przed sobą rok luźnej polityki fiskalnej. Być może nie będzie ona prowadziła do zwiększania deficytów, ale nie będziemy też mieli procesu odwrotnego. Na zaciskanie polityki fiskalnej może się zdecydować Grecja, bo to jest kraj, który raptem ma PKB wielkości 2,5% wartości strefy euro (a może nawet całej UE), czyli jej gospodarka nie ma znaczenia dla popytu światowego. Grecja jest małą gospodarką, zapewne bardzo otwartą i dlatego musi wskazywać, np. stopy procentowe, przyjmować ze świata, bo nie ma na nie wpływu. Jak się źle zachowuje, wówczas rynki to zauważają i w sposób bardzo gwałtowny podwyższają premię za ryzyko. Chociaż, czy naprawdę gwałtowny? Polska płaci niewiele mniej, a podobno jest krajem, który wspaniale zniósł kryzys gospodarczy. W najostrzejszej fazie kryzysu cena ubezpieczenia długu publicznego (*spread*) Grecji sięgała 400 pkt. bazowych, po szczycie UE, gdzie buńczucznie zapowiedziano „pilnowanie i pomaganie” *spread* zmniejszył się natychmiast.

Czy Grecja restrykcyjnie może być wyrzucona ze strefy euro? Zdaniem **G. Michielse’a** jest to przedsięwzięcie prawnie chyba niemożliwe. Ale, co ważniejsze, byłoby to katastrofalne posunięcie dla euro, gdyby Grecja musiała zapukać do drzwi MFV. Sytuację tę określa się „diabelskim dylematem”.





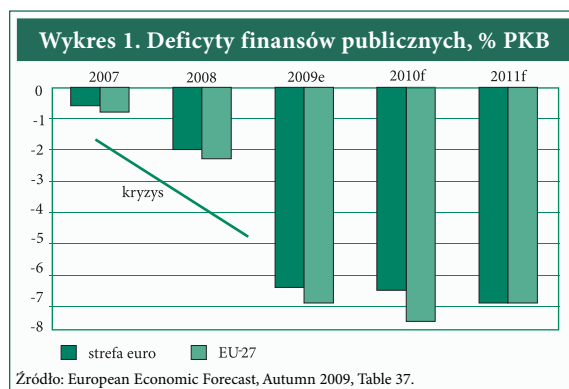
## Stan finansów publicznych w krajach UE – Skala problemu i przyczyny pogorszenia

Wielkie dziury w finansach publicznych i wysokie góry długów publicznych – tak wygląda europejski krajobraz po kryzysie. Wzrost relacji długu do PKB w UE-27 w 2009 r. o 11,5 punktów procentowych jest największym przyrostem jednorocznym w czasach pokoju. Co więcej, dla kolejnych dwóch lat 2010 i 2011 prognozuje się dalszy wzrost zadłużenia (w scenariuszu niezmienionej polityki makroekonomicznej). W rezultacie na koniec roku 2011 poziom długu publicznego w UE-27 przewiduje się na prawie 84% PKB wobec 58,7% w 2007 r. Jesteśmy więc świadkami „wybuchowego przyrostu” zadłużenia gospodarek europejskich.

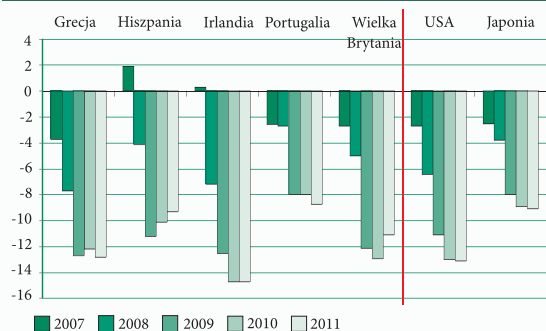
### Stan obecny – deficyty i długi

Skąd dziury w finansach publicznych? Z analiz Komisji Europejskiej wynika, że pierwszym winowajcą jest kryzys gospodarczy. Za ponad połowę pogorszenia

stanu finansów publicznych odpowiada recesja. Natomiast w ¼ winę ponosi dyskrejonalna polityka (fiskalna, monetarna) poszczególnych rządów. Zejście poniżej wymaganego przez Pakt Stabilizacji i Wzrostu 60% progu zadłużenia będzie wymagało wielu lat ciężkiej pracy. Czy skala koniecznego dostosowania jest bez precedensu? Otóż, nie. Doświadczenia m.in. Irlandii i Belgii pokazują, że zasadnicze obniżenie dramatycznie wysokiego długu publicznego jest możliwe, jednak dostosowanie zajmuje długie lata.

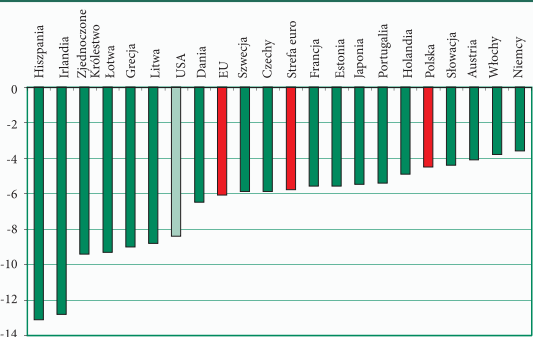


**Wykres 2. Główni sprawcy**



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

**Wykres 3. Skala pogorszenia salda w finansach publicznych**



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

Jak wiemy, deficyty fiskalne kumulują się w dług publiczny, stąd prognozowany przyrost długu publicznego w latach 2007–2011 w UE-27 jest ogromny.

Określa się go mianem wybuchowy, ponieważ niby niska realna długookresowa stopa procentowa mimo wszystko jest wyższa niż „stopy zwijania” się gospodarek, tzn. stopa spadku PKB w czasie kryzysu i stopa umiarkowanego wzrostu PKB, przewidywane na lata postkryzysowe. Sytuacja jest zatem groźna, pojawia się bowiem efekt kuli śnieżowej. Jeśli nie dokona się odpowiednich zmian, dług będzie przyrastał nadal z konieczności samej obsługi już zaciągniętego długu.

W ramach Unii sytuacja jest oczywiście zróżnicowana. Problemy koncentrują się w kilku krajach: Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Wielkiej Brytanii. W przypadku Irlandii chodzi o skok o 70 pkt. proc. Jedynym krajem UE, w którym dług publiczny nie wzrośnie jest Bułgaria (wykres 5). Czy to z korzyścią dla tego kraju? Trudno o jednoznaczną odpowiedź, bo nie jest to ulubieniec rynków finansowych ani inwestorów zagranicznych. W 2011 r. w trzech krajach Belgii, Włoszech i Grecji dług publiczny będzie powyżej 100% PKB (wykres 6). Belgia i Włochy wchodziły w kryzys z dużym długiem publicznym. Grecja również. Natomiast Irlandia nie, stąd najbardziej wyraźny wzrost długu publicznego. Z kolei Łotwa, nie będzie miała wysokiego długu publicznego, mimo jego dużego przyrostu, bo zaczynała z niskiego pułapu. Wielka

**Tabela 1. Skąd te dziury w finansach publicznych, w % PKB**

	Zmiana deficytu r/r	Efekt cyklu	Dyskrecjonalne posunięcia	Pozostała zmiana salda pierwotnego	Wzrost kosztu odsetek
<b>2009</b>					
Strefa euro	-4,4	-2,4	-1,1	-0,9	0,0
UE-27	-4,6	-2,4	-1,3	-1,0	0,0
<b>2010</b>					
Strefa euro	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,2
UE-27	-0,6	0,0	0,2	-0,4	-0,2
<b>2011</b>					
Strefa euro	0,4	0,2	0,4	0,0	-0,2
UE-27	0,6	0,2	0,4	0,2	-0,2

Źródło: European Economic Forecast, Autumn 2009, Table I.3.2, p.58

Brytania odnotowała bardzo silny przyrost długu, ale przed kryzysem miała umiarkowany dług publiczny (ok. 40% PKB) w odróżnieniu od Łotwy, więc poziom jej długu osiąga wysokie proporcje do PKB. Generali-

zując, można stwierdzić, że wysokie deficyty towarzyszą dużym długom publicznym, chociaż przypadek Litwy i Łotwy nie potwierdza reguły: kraje te będą miały dość umiarkowany dług publiczny mimo dużego przyrostu spowodowanego kryzysem.

**Wykres 4. Dług publiczny w UE rośnie w wyniku kryzysu**

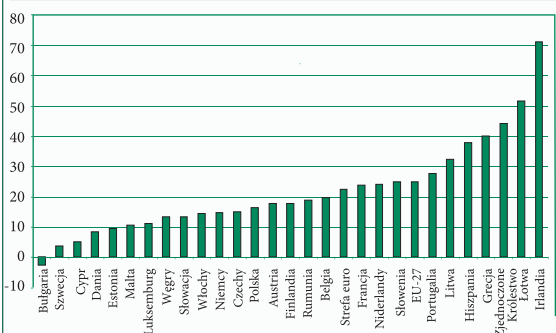


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

O dynamice długu w relacji do PKB w UE w latach 2007–2011 (analizę przeprowadziła KE jesienią 2009 r.) zdecydują głównie trzy czynniki:

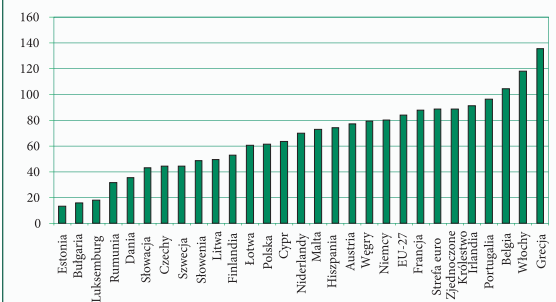
- saldo pierwotne, czyli dochody minus wydatki, bez uwzględnienia odsetek obsługi długu (9,2 p. p.);
- efekt kuli śnieżowej, a więc: przyrost odsetek za zaciąganie nowego długu, aby spłacać odsetki od starego długu (11,7 p. p.); wpływ tempa wzrostu PKB (0,4 p. p.) i wpływ inflacji (-4,5 p. p.);
- dostosowanie zasobów do strumieni (4,3 p. p.), czyli uwzględnienie niezgodności między zmianą relacji dług/PKB a saldem finansów publicznych z uwagi na akumulację aktywów finansowych, różnice między ujęciem kasowym a memoriałowym, a także zmiana wartości długu zagranicznego (denominowanego w obcych walutach) z powodu wahań kursu walutowego.

**Wykres 5. Wielki skok w górę**



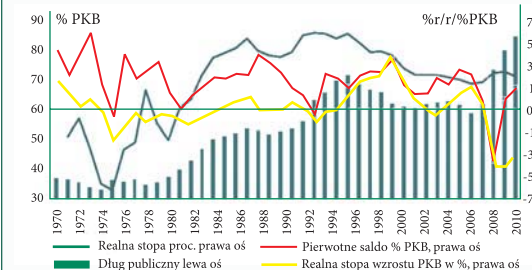
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

**Wykres 6. Po wielkim skoku... przed następnym?**



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

**Wykres 7. Ewolucja długu publicznego w UE wg Komisji Europejskiej w relacji do PKB**



Źródło: Komisja Europejska, prognozy jesienne 2009, s. 55.

Tabela 2. Dlaczego dług publiczny do PKB przyrasta?

% PKD	Nadwyżka pierwotna		Wysięk budżetowy (b-a)
	Prognoza 2010 (a)	Stabilizująca dług do PKD (b)	
Strefa euro	-3,7	0,4	4,1
Niemcy	-2,2	0,4	2,5
Francja	-5,4	0,4	5,8
Włochy	-0,6	0,6	1,2
Hiszpania	-7,6	0,3	7,9
Niderlandy	-3,7	0,3	4,0
Belgia	-1,8	0,5	2,3
Irlandia	-11,3	0,4	11,7
Grecja	-6,6	0,6	7,2

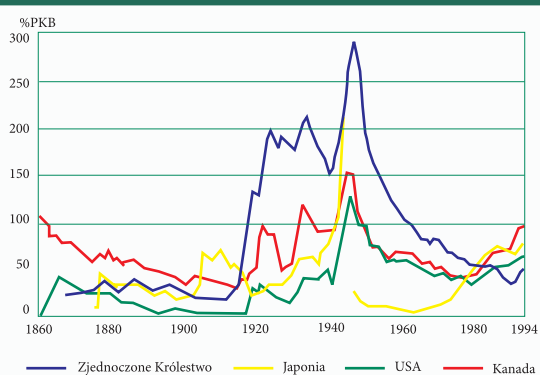
Zródło: „CA Eclairages”, nr 138, 15/12/2009.

Z analizy ewolucji długu publicznego w UE przeprowadzonej jesienią 2009 r. przez KE wynika, że w krajach UE realna stopa procentowa znajduje się powyżej tempa wzrostu PKB, co oznacza, że europejskie kraje nie mają odpowiednich nadwyżek. Pierwotne saldo w deficytach sektora publicznego jest wysoce ujemne.

## Perspektywa historyczna

Czy obecna ewolucja długu publicznego historycznie jest wyjątkowa? 11,5 pkt. proc. wzrostu relacji długu do PKB w 2009 r. w UE jest największym przyrostem jednorocznym w czasach pokoju. Przyrost w latach 2008–2011 będzie bezprecedensowy, bo wyniesie 25 pkt proc. PKB. W dotychczasowej historii UE taki proces nie miał miejsca. Dzisiejszy przyrost jest dużo wyższy niż podczas recesji i po recesjach lat 1974–1975 i 1992–1993. W latach 1989–1996 przyrost relacji w UE był niższy mimo recesji, ciągle odczuwalnych skutków kryzysu finansowego w krajach skandynawskich (kryzys bankowy w Szwecji, Norwegii i Finlandii) oraz zjednoczenia Niemiec.

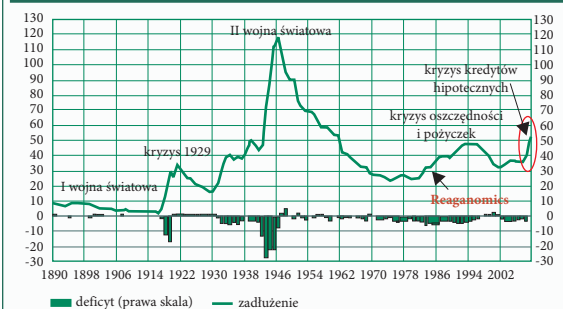
Wykres 8. Jak to z długiem dawniej było?



Zródło: Masson, P.R. and M. Mussa (1995), *Long-term tendencies in budget deficits and debt* Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, chart 2, p. 10.

Z obowiązku historycznego warto odnotować, że w XIX wieku przeważnie deficyty fiskalne są bliskie zeru. Owszem, długi czasami przyrastały bardzo silnie, ale potem spadały. Kiedy szybko przyrastały? Głównie w wyniku wojen (wojna secesyjna w USA, wojna francusko-pruska w latach 1870–1871, I i II wojna światowa), a także w czasach Wielkiego Kryzysu (zob. wykres 9). Ku pokrzepieniu serc odnotujmy, że relacja spada wyraźnie po każdym epizodzie, ale spadek trwa nawet dekady lat. Niemniej jest to dobra wiadomość, bo oznacza, że raczej poradzimy sobie z obecnym galimatiasem.

**Wykres 9. Historia ostatnich 120 lat publicznego długu w USA**



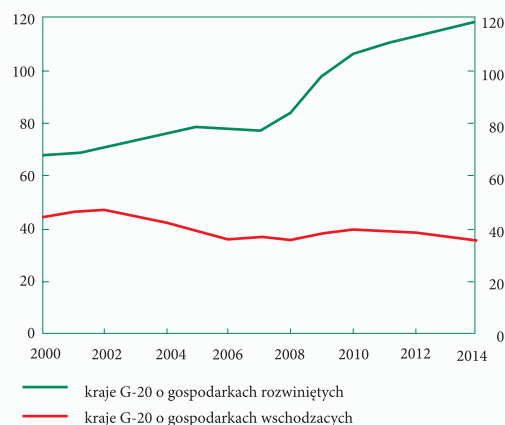
Źródło: „CA Eclairages” nr 138, 15/12/2009.

Jak to w USA z długiem było? Przed wojną secesyjną dług był znikomy. Po wojnie oceniono go na ok. 40% PKB. Potem systematycznie spadał aż do 1914 r. i był znikomy w przededniu I wojny światowej. Wynikiem I wojny światowej jest wzrost długu do prawie 40% PKB. W latach powojennych dług ponownie się obniżał. W przeddzień Wielkiej Depresji (Wielkiego Kryzysu) w latach 1929–1933 wynosił 20% PKB. Po Wielkiej Depresji i II wojnie światowej w 1945 r., przekracza 120% PKB. Od tego czasu spadał aż do lat 80. wieku XX. Przed objęciem rządów przez prezydenta Reagana, na koniec 1980 r., dług publiczny wynosił 38% PKB. W latach 80. XX w. pierwszy raz w historii USA odnotowują epizod skokowego przyrostu długu publicznego w okresie pokoju, który nie jest efektem, co byłoby zrozumiałe, kryzysu. Natomiast jest efektem fascynacji prezydenta Reagana i jego administracji tzw. ekonomią podaży. Reagan gwałtownie obniżał podatki licząc na to, że skłoni Kongres do dostosowania dochodów do tych wydatków. Kongres jednak nie współdziałał z prezydentem – stąd ogromny, jak na tamten okres, deficyt USA i, oczywiście, akumulacja długu. W okresie prezydentury Clintona, czasów dobrej koniunktury, dług stale się obniżał. Przed obecnym kryzysem finansowym nastąpił spadek relacji poniżej 40% PKB. Jak widać w hi-

storii USA przeplatają się krótkotrwałe epizody wysokiego zadłużenia publicznego z powodu wojen czy wielkich kryzysów z długoletnimi okresami redukcji długu publicznego. Historia wskazuje, że udaje się zbić proporcję tego długu do PKB do akceptowalnego, niskiego poziomu. Jest to kolejny dowód, że żaden kraj nie jest skazany na wysoki poziom długu publicznego do PKB po tym jak go już raz osiągnie.

Co wynika z analizy historii kryzysów finansowych? Po pierwsze, są krótkotrwałe. Największe przyrosty długu publicznego odnotowujemy w dwóch pierwszych latach kryzysu, kiedy jest on najsilniejszy, po czym nastaje czas uspokojenia. Co czeka wobec tego Unię po obecnym kryzysie? Poszukując odpowiedzi na pytanie koniecznie trzeba uwzględnić dodatkowe aspekty obecnego kryzysu, czyli spadek potencjalnego tempa PKB oraz starzenie się społeczeństw europejskich, co oznacza dodatkowe wydatki z budżetu państwa. Według KE do 2020 r. dług publiczny w UE wzrośnie do 120% PKB (*Sustainability Report – 2009*). Spadek długu przewidywany jest jedynie w Bułgarii, Danii i Szwecji.

**Wykres 10. Kraje G-20, dług publiczny w latach 2010–2014**



Źródło: *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF, November 2009, chart 3, p. 15.

Tabela 3. Kraje G-20, dług publiczny w latach 2010–2014, wg MFW

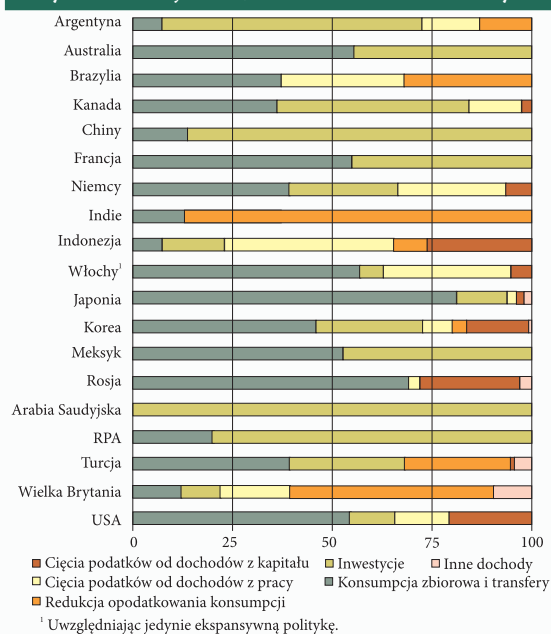
Państwo	2007 (przed kryzysem)	2009	2010	2014
Argentyna	67,9	60,6	68,1	46,4
Australia	9,8	16,9	22,7	27,8
Brazylia	66,8	68,6	66,9	68,6
Kanada	64,2	78,2	79,3	68,9
Chiny	20,2	20,2	22,2	20,0
Francja	63,8	78,0	85,4	96,3
Niemcy	63,4	78,7	84,5	89,3
Indie	0,6	84,7	6,9	78,6
Indonezja	3&1	31,6	31,2	27,1
Włochy	103,6	1158	120,1	128,5
Japonia	187,7	218,6	227,0	245,6
Korea	29,6	34,9	39,4	36,4
Meksyk	38,2	47,8	47,9	44,3
Rosja	7,4	7,2	7,7	7,2
Arabia Saudyjska	18,5	14,6	12,5	9,3
Południowa Afryka	28,6	30,8	33,5	34,8
Turcja 41	39,4	48,1	49,6	52,8
Zjednoczone Królestwo	44,1	68,7	81,7	96,3
USA	61,9	84,8	93	18,2
kraje grupy G-20 (PKB PPP)	62,0	76,1	80,2	86,9
kraje grupy G-20 o gospodarkach rozwiniętych	78,2	98,9	106,7	118,4
kraje grupy G-20 o gospodarkach wschodzących	37,4	38,9	39,6	36,2

Zródło: *The State of Public Finances, Cross-Country Fiscal Monitor*, MFW, listopad 2009.

Według projekcji MFW, którego badania dotyczyły krajów G-20, dług publiczny w krajach o gospodarkach wschodzących (*emerging countries*) jest bardzo stabilny, co może oznaczać, że inwestorzy finansowi przeniosą swoje inwestycje właśnie do tych krajów.

Co wynika z projekcji KE do 2020 r.? Jak się pozbyć tych długów? Po pierwsze, wycofanie bodźców i cykliczne ożywienie nie wystarczy, aby powstrzymać proces narastania długu. Kiedy bowiem bodźce zostały wdrożone, to okazało się, że bardzo duże znaczenie miało obniżanie podatków w czasie kryzysu (zob. wykres 11). Po drugie, konieczna jest symulacja efektów ograniczania strukturalnych deficytów o minimalne 0,5% PKB rocznie aż kraje osiągną swoje cele średnioterminowe dla deficytów strukturalnych (MTO

Wykres 11. Kraje G-20, struktura bodźców fiskalnych



– *medium-term objective*) zgodnie z literą Paktu Stabilności i Wzrostu. Okazuje się, że przy takim scenariuszu dług publiczny ustabilizowałyby się na poziomie około 100% PKB, a zatem historycznie bardzo wysokim. Wynika stąd wniosek, że taka skala dostosowania fiskalnego nie wystarczy, aby wrócić do dozwolonego pułapu 60% PKB.

Gdyby jednak założyć śmiałą konsolidację o 1 pkt proc. rocznie, to w 2020 r. nadwyżka pierwotna osiąga 3% PKB i relacja długu zaczyna spadać. A jaką nad-

wyżkę pierwotną trzeba wypracować, aby dług publiczny w 2020 r. spadł do wymaganych przez PSiW 60% PKB? Okazuje się, że nadwyżka pierwotna średnio w UE i strefie euro musiałaby wynosić 4,5% i 5,5% PKB. Osiągnięcie tej nadwyżki pierwotnej wymaga konsolidacji średnio o prawie 9 pkt proc. PKB w latach 2011–2015. Podobną skalę dostosowania przewiduje również projekcja MFW z listopada 2009 r. dla G20 – 8 p. p. PKB strukturalnego deficytu pierwotnego w stosunku do roku 2010 (10½ p. p. deficytu pierwotnego).

Tabela 4. Historia niedawnych dostosowań fiskalnych w dużej skali

Koniec okresu dostosowawczego	Skala redukcji	Liczba lat	Strukturalna nadwyżka pierwotna	
			Koniec okresu	Średnio
Irlandia (1989)	20,0	11	4,4	3,6
Szwecja (2000)	13,3	7	3,8	1,1
Finlandia (2000)	13,3	7	7,1	3,7
Szwecja (1987)	12,5	7	4,8	0,2
Dania (1986)	12,3	4	6,6	4,3
Grecja (1995)	12,1	6	4,8	4,1
Izrael (1983)	11,1	3	2,6	7,9
Belgia (1998)	11,1	15	6,7	6,1
Kanada (1999)	10,4	14	5,6	3,2
Cypr (2007)	8,5	4	6,1	
Zjednoczone Królestwo (2000)	8,3	7	2,9	-0,6
Japonia (1990)	8,1	12	2,7	-0,5
Włochy (1993)	7,9	8	3,0	4,0
Portugalia (1985)	7,5	4	2,6	0,3
Luksemburg (1985)	6,9	4	5,1	3,2
Luksemburg (2001)	6,7	10	6,1	1,0
Islandia (2006)	6,3	4	5,9	
Niderlandy (2000)	6,3	10	4,1	1,0
Dania (2005)	5,9	11	6,4	
Australia (1988)	5,8	4	3,7	0,3
Hongkong SAR (2005)	5,8	4	1,0	
Nowa Zelandia (1995)	5,8	4	7,1	3,9
Austria (2001)	5,8	6	2,2	0,7
Islandia (2000)	5,7	6	3,1	1,6
USA (2000)	5,7	8	3,7	-1,0
Niemcy (2000)	5,3	9	3,5	-0,7
Niemcy (1989)	5,3	10	2,7	-0,4
Szwajcaria (2000)	5,2	7	3,6	1,3
Cypr (1994)	5,2	3	4,0	0,6
Hiszpania (2006)	5,2	11	3,0	

Źródło: *The State of Public Finances, Cross-Country Fiscal Monitor*, MFW, listopad 2009, Table 9.



Czy skala koniecznego dostosowania jest bez precedensu? Otóż, nie. Przykładowo, Irlandia w ciągu 20 lat (od 1980 r. do 2007 r.) obniżyła dług publiczny o 90 p. p. Belgia obniżyła dług z 130 p. p. na początku lat 90. XX w. do 50 p. p. Według danych MFW ponad 20 wysoko rozwiniętych krajów zdołało zredukować deficyt strukturalny o ponad 5 p. p. PKB co najmniej raz w latach 1960–2010, a dziesięć z nich nawet o ponad 10 p. p. PKB (tabela 4).

## Drogi wyjścia z sytuacji

Wniosek z analizy dotychczasowych przypadków może być tylko jeden: chociaż dostosowanie zajmie długie lata, to w końcu obniży się dług publiczny do bezpiecznych proporcji, cokolwiek przez to orozumiemy. Jak to osiągnąć? Teoria ekonomii daje nam trzy możliwości: wzrost gospodarczy, ogłoszenie plajty (repudiacja), wysoką inflację. Jednak, na podstawie badań, uważa się, że wzrost gospodarczy nie wystarczy, bo w najbliższej dekadzie spadnie potencjalne tempo PKB, a dodatkowo kraje zostaną obciążone efektami starzenia się społeczeństw. Ogłoszenie plajty? Od II wojny światowej nie zbankrutował żaden wysoko rozwinięty kraj. Ogłoszenie bankructwa np. USA miałyby dramatyczne skutki dla wiarygodności, czyli przede wszystkim dla rynków finansowych – automatycznie i samoistnie zniknąłby światowy punkt odniesienia w postaci zupełnie bezpiecznego instrumentu finansowego za jaki uznawane są weksle amerykańskiego rządu. Wysoka inflacja? MFW twierdzi, że to nie jest panaceum. Z przeprowadzonej symulacji wynika, że gdyby stopa inflacji wzrosła do 6% na okres 5 lat, to doprowadziłoby to do redukcji prognozowanego przyrostu długu o zaledwie ¼. Wniosek? Sprowadzając rzecz do absurdu – pozostaje już tylko hiperinflacja. A ta oznacza destabilizację makroekonomiczną, czyli wysokie stopy

procentowe itp. Dżentelmenom pozostaje więc tylko zaciskanie pasa. Ale kto to może wiedzieć ile skrócić pas (ile wywiercić nowych dziurek po lewej stronie paska)? Nie jeden z dżentelmenów zastanowi się też pewnie, czy nie udałoby się oszukać?

Czy dostosowanie jest koniecznością? Raczej, tak. Ustabilizowanie bowiem długu publicznego na poziomie postkryzysowym oznaczałoby wiele negatywnych konsekwencji dla wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w postaci wzrostu realnych stóp procentowych, może nawet o 2 p. p. w porównaniu z czasami przedkryzysowymi. W dodatku, jak pokazują symulacje, efekty te są nieliniowe, czyli im dług wyższy, tym większy będzie przyrost stóp procentowych.

## Podsumowanie

Jakie wnioski płyną z analiz i projekcji? Po pierwsze, samo wycofanie się ze stymulowania oraz cykliczne ożywienie nie są wystarczające, aby powstrzymać proces narastania długu. Po drugie, skala wyzwania jest ogromna; aby dług publiczny spadł w 2020 r. do 60% PKB trzeba wypracować nadwyżkę pierwotną 4,5% średnio w UE i 5,5% PKB w strefie euro! Osiągnięcie tej nadwyżki pierwotnej wymaga konsolidacji średnio o prawie 9 pkt proc. PKB w latach 2011–2015. Konieczne są cięcia w wydatkach, i **nie uniknie się podwyżek podatków, nie ma co ulegać złudzeniom pod tym względem**. Zasadne jest też pytanie o groźbę wysokiej inflacji jak w latach 70. minionego wieku, gdyby jakiś kraj uległ pokusie łatwego pozbycia się obciążeń długiem publicznym.

# Bodźce podatkowe – podatkowe podejście do obecnego kryzysu finansowego

## Wprowadzenie

Obecny kryzys finansowy ma swoje korzenie w globalizacji i liberalizacji ostatnich trzech dekad. Bańkę kredytową pierwszej dekady XXI wieku można przypisać trzem trendom: przesunięciem transakcji finansowych na rynki nieregulowane<sup>1</sup>; ciągłemu pogłębianiu się problemu agencji<sup>2</sup> i wyobrażeniu, że wszystko we finansach da się wytłumaczyć matematycznie. W ciągu ostatniej dekady stopy procentowe spadły do historycznie najniższych poziomów – w USA w latach 2003–2004 efektywne stopy procentowe były nawet ujemne. Oznaczało to, że pieniądź był (prawie) za darmo. Inwestorzy w poszukiwaniu akceptowanych stóp zwrotu musieli albo silnie lewarować swoje inwestycje lub/i uciekać się do cechujących się wysokim ryzykiem instrumentów pochodnych. W rezul-

tacie system finansowy był w dużym stopniu oparty o dźwignię finansową i stał się przez to bardzo podatny na całkowite załamanie spowodowane przez nawet mało istotną niewypłacalność któregoś z drobnych uczestników rynku finansowego.

W czerwcu 2007 r. Bear Stearns był pierwszą instytucją finansową, która upadła na skutek załamania się rynku kredytów hipotecznych *subprime*. Kryzys pogłębił się, gdy we wrześniu 2008 r. Lehman Brother, jeden z największych banków inwestycyjnych na świecie, skorzystał z ochrony przed wierzycielami na mocy „Rozdziału 11”, a Merrill Lynch, kolejny bank z wielkiej piątki amerykańskich banków inwestycyjnych, został przejęty przez komercyjny Bank of America, co wynikało z nadzoru regulacyjnego (i jednocześnie ochrony) ze strony FED. Wkrótce potem, towarzystwo ubezpieczeniowe

---

Tekst ten był pierwotnie przygotowany do opublikowania w: „Il Sole 24 Ore”, *Si ferma la corsa al taglio delle aliquote*, 31 August 2009. Szczególne podziękowania dla International Bureau of Fiscal Documentation (IBFD) za umożliwienie druku artykułu.

AIG musiało skorzystać z pomocy rządu amerykańskiego, który zasilił bankruta dodatkowym kapitałem w wysokości 85 mld dolarów<sup>3</sup>. Zamieszanie w sektorze bankowym spowodowało wysokie stopy procentowe na rynku międzybankowym i niechęć banków do udzielania takich pożyczek. Bardzo trudne stało się dla banków komercyjnych finansowanie bieżącej działalności (czy to za pomocą długu, czy kapitału) i w konsekwencji ograniczyło to akcję kredytową dla sektora niefinansowego gospodarki. Banki centralne starały się na dużą skalę dostarczyć płynność, by zwiększyć możliwości finansowania sektora prywatnego. Rządy stworzyły pakiety stymulacyjne, by ograniczyć ekonomiczne skutki kryzysu.

W tym opracowaniu omawiamy rolę, którą pośrednio lub bezpośrednio, mógł pełnić system podatkowy w powstaniu kryzysu. Następnie koncentrujemy się na aspektach podatkowych pakietów stymulacyjnych i ich wpływie na otoczenie ekonomiczne. Porównując różne pakiety stymulacyjne w Unii Europejskiej i kilku innych głównych gospodarkach świata, wyodrębniliśmy ich wspólne cechy, które omawiamy dalej osobno.

## Rola podatków w powstaniu kryzysu

System podatkowy nie był bezpośrednią przyczyną obecnego kryzysu finansowego. Jednak zakłócenia z niego płynące (*tax distortions*), spotęgowały jego konsekwencje i wpłynęły w kilku przypadkach na jego kształt. Obecny system opodatkowania dochodu osób prawnych cechuje silne zniekształcenie (*bias*) na rzecz finansowania długiem, a nie kapitałem. W istocie w większości współcześnie funkcjonujących systemów opodatkowania firm, odsetki od długu są kosztem podatkowym (zmniejszają podstawę opodatkowania),

a koszty finansowania kapitałem nie są takim kosztem. To spowodowało wysoki poziom zadłużenia firm i mogło stymulować przejęcia firm finansowane za pomocą dźwigni finansowej oraz działania prywatnych funduszy kapitałowych. Choć wpływ opodatkowania zysku na zachowanie banków i instytucji finansowych jest bardziej złożony z uwagi na regulacyjne restrykcje dotyczące bazy kapitałowej, nadal istnieje ryzyko niedostatecznej kapitalizacji. Są dowody na to, że finanse spółek kształtowane są z uwzględnieniem aspektów podatkowych, choć wpływ tych ostatnich jest ograniczany przez obawy wynikające między innymi z problemu agencji<sup>4</sup>. Ciągła redukcja stawek podatku dochodowego od osób prawnych, która dokonała się w ciągu ostatnich dwóch dekad, mogła jednak ograniczyć ten wpływ. Stało się tak, ponieważ niższa stawka podatku oznacza niższą wartość netto odliczenia kosztu odsetek.

Wstępny raport IMF<sup>5</sup> sugeruje kilka dodatkowych elementów podatkowych, które mogły wpłynąć na obecny kryzys finansowy. Dla przykładu, tworzenie nowych instrumentów finansowych było do pewnego stopnia wynikiem poszukiwania możliwości unikania podatków. Dodatkowo rachunkowość oparta na wycenianiu aktywów wedle ich bieżącej wartości rynkowej, mogła także przyczynić się do nadmiernej ekspozycji na ryzyko, choć ten efekt do pewnego stopnia był ograniczany asymetrycznym podatkowym traktowaniem zysków i strat.

## Ekonomia bodźców podatkowych

W obliczu nadciągającego kryzysu, wiele państw wykorzystało politykę fiskalną jako narzędzie stymulowania gospodarki. Celem tej polityki było stymulowanie agregatowego popytu, a przez to wzrostu gospodarczego. Instrumentami tej polityki są z jednej strony wydat-

ki rządowe, które, jak się powszechnie uważa, mają silniejszy efekt mnożnikowy oraz z drugiej strony, polityka podatkowa. Lista bodźców podatkowych wykorzystywanych przez poszczególne kraje do walki z kryzysem jest długa. Można je zakwalifikować albo jako środki zasadnicze (*substantive*) (czyli takie, które w istotny sposób wpływają na istotę opodatkowania), albo jako środki proceduralne (czyli wpływające tylko na kwestie techniczne związane z podatkami, np. zagadnienie dotyczące poboru czy zwrotu). Niezależnie od klasyfikacji oba rodzaje działań miały ten sam cel.

Opracowując pakiety bodźców podatkowych wiele krajów starało się skierować je w taki sposób, by maksymalizować ich efektywność. Kluczową kwestią jest tutaj kierowanie tych bodźców do osób i firm z najwyższą skłonnością do konsumpcji. Największą korzyścią z kierowania bodźców do tej właśnie grupy podatników, jest najwyższy w całej gospodarce efekt mnożnikowy. Osiągnano to często za pomocą środków zasadniczych, takich jak na przykład obniżki podatków. Największym ograniczeniem tego podejścia jest to, że z definicji nie obejmuje ono osób pozostających poza systemem podatkowym.

Kryzys w gospodarce realnej zapoczątkowany i pogłębiony przez kryzys finansowy, wymagał podjęcia działań związanych z kwestią płynności podmiotów gospodarczych, w szczególności tych o ograniczonych możliwościach kredytowych. W tym przypadku, najpopularniejsze były podatkowe środki proceduralne, takie jak opóźniony pobór podatku lub przyspieszone jego zwroty.

Dwie inne kwestie związane z bodźcami podatkowymi, które wymagają rozważenia przez rządy, to horyzont czasowy i odwracalność (możliwość wycofania się z nich).

W istocie, ze względu na potrzebę chwili, wiele bodźców podatkowych zostało wprowadzone na określony czas – zazwyczaj do 31 grudnia 2010 r. Ma to duże znaczenie dla istotnej kwestii politycznej, a mianowicie wycofania się z bodźców. To wycofanie jest niezbędnym dla późniejszego uzdrowienia finansów publicznych. Ma ono również duże znaczenie, by nie zaśmiecać nadmiernie systemu podatkowego specyficznymi rozwiązaniami, które adresowane były do łagodzenia określonych problemów, które mogą już nie występować w dłuższej perspektywie.

## Strategia działania

Strategia działania poszczególnych krajów składała się najczęściej z dwóch etapów: działań doraźnych skierowanych na obszary wymagające najszybszej interwencji, a następnie innych działań o charakterze długofalowym, których celem była przebudowa systemu, tam gdzie funkcjonował on najgorzej.

## Działania doraźne

### Środki ogólne

Większość bodźców podatkowych miała charakter działań doraźnych mających na celu stymulowanie popytu i w ten sposób „rozkrecenie” gospodarki. Niektóre kraje zdecydowały się na obniżenie nominalnych stawek podatku dochodowego od osób prawnych<sup>6</sup>. Inne obniżyły lub zniosły opłaty skarbowe i podatki od kapitału<sup>7</sup>. Wielka Brytania przejściowo (do 2010) obniżyła podstawową stawkę VAT o 2,5 punktu procentowego do 15%. Hiszpania zniosła podatek od bogactwa. W Japonii i USA, by stymulować wydatki, wprowadzono gotówkowe wypłaty dla podatników.

W Wielkiej Brytanii taki gotówkowy zwrot podatku dotyczył przedsiębiorstw przynoszących straty, a stało się to możliwe dzięki możliwości rozliczania straty w okresie 3 lat do wysokości 50 000 funtów. Z drugiej strony, inne kraje<sup>8</sup> w obliczu zwiększonych wydatków publicznych zwiększyły stawki VAT.

### **Zachęty podatkowe dla wybranych sektorów gospodarki**

Kilka krajów<sup>9</sup> wprowadziło przyspieszoną amortyzację, by stymulować inwestycje kapitałowe. W Kanadzie wydatki na komputery i oprogramowanie amortyzowane są natychmiastowo. Irlandia, Portugalia, Rumunia i Hiszpania zwiększyły odpisy podatkowe na działalność badawczo-rozwojową. Austria i Łotwa wprowadziły bardzo liberalną ulgę na reinwestowane zyski kapitałowe. W Irlandii zyski kapitałowe zrealizowane przy zakładaniu przedsiębiorstwa są całkowicie zwolnione z podatku. W USA zwolniono z podatku od dochodów kapitałowych dochody zrealizowane ze zbycia pewnych typów akcji. Bułgaria rozważa 5-letnie wakacje podatkowe dla inwestycji w regionach przeżywających największe trudności. Ta inicjatywa oczekuje na akceptację Komisji Europejskiej, gdyż musi ona być zgodna z zasadami pomocy publicznej obowiązującymi w UE. W Belgii stawka VAT na budowę nowych domów prywatnych została obniżona z 21% do 6%, a na budownictwo społeczne z 12% do 6%. W USA dochód z tytułu anulowania długu może zostać odroczone i zrealizowany w pięciu rocznych transzach po 20% każda.

### **Obniżki podatków dla biednych i podwyżki dla bogatych**

Niektóre kraje starały się polepszyć sytuację na rynku kredytów hipotecznych za pomocą dodatkowych ulg podatkowanych dla kupujących dom po raz pierwszy (Ir-

landia i USA) lub dla młodych małżeństw (Bułgaria). W innych krajach ulga miała szeroki charakter i polegała na podwyższeniu progu wolnego od podatku (Finlandia i Niemcy), zaniechaniu poboru części szacowanego podatku dla podatników w najniższym przedziale podatkowym (Francja) lub poszerzeniu przedziałów podatkowych. W Niemczech najniższy przedział podatkowy został obniżony o 1 punkt procentowy. W Finlandii obniżona VAT na żywość o 5 punktów procentowych do 12%. W USA zwiększono kwotę wolną od podatku dla zasiłków dla bezrobotnych. Z drugiej strony, w niektórych krajach wyższemu opodatkowaniu poddano najwyższe dochody. W USA wprowadzono specjalny podatek na niebotycznych bonusów wypłacanych w sektorze finansowym. Podobne rozwiązania przyjęto także w Holandii. Austria wniosła specjalne regulacje podatkowe dotyczące opcji. W Rosji zlikwidowano odliczenia od dochodu wynagrodzeń wypłacanych członkom rad nadzorczych.

### **Odroczenie płatności podatku**

W licznych krajach UE zdecydowano się na odroczenie terminu płatności należności podatkowych. W Belgii takie odroczenie dotyczy VAT i może trwać 3 miesiące jeśli przedsiębiorca przeżywa trudności finansowe. W Danii w okresie od lutego do lipca 2009 r. można było o miesiąc odroczyć płatność VAT. W Czechach przejściowo zrezygnowano z pobierania zaliczek na podatek w odniesieniu do firm zatrudniających poniżej 5 osób, a Wielka Brytania zezwoliła na odroczenie płatności każdego z podatków w przypadku problemów finansowych firmy. W Rosji Ministerstwo Finansów może odroczyć płatność podatku, lub rozłożyć ją na raty na okres 5 lat w przypadku gdy zobowiązanie podatkowe przekracza 10 mld rubli, a jednorazowa płatność podatku zagroziła egzystencji przedsiębiorstwa. Większość krajów zdecydowała się

na skrócenie okresu zwrotu VAT, by przyspieszyć gotówkowe zwroty podatku<sup>10</sup>. Inne kraje<sup>11</sup>, by ułatwić handel zagraniczny, wprowadziły mechanizm odwrotnego obciążenia podatkiem (*reverse charge*). We Francji MSP mogą stosować zasadę dochodu globalnego, który pozwala zaliczyć straty powstałe zagranicą do bazy podatkowej we Francji. Zasada odzyskania strat, czyli możliwość rozliczenia tych strat przyszłymi zyskami z zagranicy (przed jakimikolwiek ulgami wynikającymi z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania) dopełnia tę „zachętę”. W rezultacie oznacza to natychmiastową ulgę dla francuskiej firmy notującej straty powstałe zagranicą. Niższy podatek we Francji będzie w przyszłości skompensowany niższą ulgą z tytułu unikania podwójnego opodatkowania. W Australii MSP małe przedsiębiorstwa mogą skorzystać z 20% redukcji zobowiązań podatkowych w ramach systemu *Pay-as-you-go*.

### **Cła i protekcjonizm**

Tylko Kanada i Chiny obniżyły cła i bariery ochronne. Kanada zniosła cła na ponad 200 produktów głównie spoza kontynentu Północnoamerykańskiego. W przypadku Chin liberalizacją zostało objętych ponad 1700 produktów z katalogu wyrobów zastrzeżonych, do tej pory nie korzystających z preferencji dla przerobu uszlachetniającego.

### **Inne działania**

Austria, Francja, Niemcy i Holandia wprowadziły premie za złomowanie starych samochodów. Celem tych działań było skłonienie właścicieli starych pojazdów do zakupu nowych (czytaj „bardziej ekologicznych”) samochodów. USA wprowadziły zachęty podatkowe dla firm zatrudniających weteranów oraz wykluczoną młodzież. Zwiększono także liczne ulgi podatkowe,

na przykład odliczenie na dziecko i uproszczone odliczenie edukacyjne.

### **Działania długofalowe**

Działania o dłuższym horyzoncie czasowym miały na celu zajęcie się fundamentalną kwestią erozji bazy podatkowej. Działania takie zawierają propozycje Obamy, a także propozycje pojawiające się w Holandii i na Łotwie. Główny problem związany z tym podejściem jest taki, że traktuje się erozję bazy podatkowej jako grzech pierwotny, podczas gdy jest to w istocie nic więcej jak jeden ze symptomów zniekształcenia wynikającego z finansowania długiem, a nie kapitałem. To zniekształcenie można uważać za jedną z przyczyn, choć nie bezpośrednią, obecnego kryzysu.

Obecny system opodatkowania dochodu osób prawnych niesie ze sobą zniekształcenia dotyczące finansowania długiem, a nie kapitałem. To zaś poprzez dużą dźwignię finansową pogarsza jeszcze obecny kryzys finansowy. W USA administracja Obamy zaproponowała nieuwzględnianie płatności odsetkowych z działalności zagranicznej, która nie zwiększa dochodu do opodatkowania w USA. W Holandii Ministerstwo Finansów rozpoczęło konsultacje akademickiej propozycji eliminacji odliczania kosztów odsetek od pożyczek wewnątrz korporacji. W omawianym dokumencie zaproponowano, by obligatoryjnie jedynie 20% dochodów odsetkowych z transakcji wewnątrz korporacji można było uwzględnić jako koszt podatkowy. Ekonomicznie oznacza to 80% zmniejszenie zniekształcenia finansowania długiem, a nie kapitałem.

Łotwa próbuje zneutralizować to zniekształcenie wprowadzając odliczenie hipotetycznego dochodu z kapitału<sup>12</sup>, które istnieje obecnie w Belgii.

## Przypisy

<sup>1</sup> Instytucje finansowe takie jak na przykład banki inwestycyjne czy fundusze hedgingowe nie podlegały regularnemu nadzorowi bankowemu.

<sup>2</sup> Problem ten pojawia się, gdy pracownik, kontrahent lub firma świadcząca usług działa wbrew interesom klienta (na przykład Nick Leeson, który doprowadził do upadku Barings Bank angażując go w szalenie ryzykowne operacje finansowe).

<sup>3</sup> W istocie rząd amerykański nabył prawie 80% akcji AIG i udzielił kredytu w wysokości 85 mld. dolarów po to, by sprzedaż aktywów mogła dokonać się „prawidłowy sposób”.

<sup>4</sup> John R. Graham, *Taxes and corporate finance: a review*, in: “Review of Financial studies”, Vol. 16, pp. 1075–1129.

<sup>5</sup> Michael Keen and Victoria Perry, *Tax Policy and the crisis – first thoughts*, IMF, February 2009.

<sup>6</sup> Czechy, Luksemburg, Holandia, Rosja, Szwecja.

<sup>7</sup> Węgry obniżyły podatek od dywidend i dochodów odsetkowych do 9,5%, Irlandia zredukowała opłatę skarbową do 6% a Luksemburg zniósł podatek od kapitału (odpowiednik polskiego podatku od czynności cywilno-prawnych w zakresie, w którym dotyczy umów spółek – tworzenie, podwyższanie kapitału zakładowego – przyp. tłum.)

<sup>8</sup> Węgry zwiększyły podstawową stawkę VAT o 3 punkty procentowe do 23%, Irlandia o 0,5 p. p. do 21,5%, a Litwa o 1 p. p. do 21%.

<sup>9</sup> Austria, Niemcy, Łotwa, Holandia, Australia, Kanada i USA.

<sup>10</sup> Francja (miesiąc), Słowacja (30 dni), Słowenia (30 dni), Hiszpania (miesiąc) i Rosja.

<sup>11</sup> Bułgaria i Portugalia.

<sup>12</sup> Hipotetyczny dochód odsetkowy, to fikcyjne wynagrodzenie za kapitał, który wykorzystywany jest w przedsiębiorstwie. Odliczenie tego hipotecznego dochodu zapewnia równe podatkowe traktowanie kapitału niezależnie czy pochodzi on z pożyczki czy też został on wniesiony przez udziałowców (akcjonariuszy). (System ten w Belgii nazywa się ACE (*Allowance for Capital Equity*) – przyp. tłum).



## Załącznik

Kategoria	Podatek	Kraj: Działanie
Powszechnie obniżki stawek podatku (w tym zwroty gotówkowe)	Podatek dochodowy od osób prawnych	CY: obniżka stawki dla organizacji pararządowych (z 25% do 10%); CZ: dalsza obniżka stawki o jeden punkt procentowy (z 21% do 20%); LU: obniżka stawki o jeden punkt procentowy (z 29,6% do 28,6%); PT: wprowadzanie stawki 12,5% dla dochodów poniżej 12 500 euro; SE: obniżka stawki o 1,7% punktu procentowego (z 28% do 26,3%); SI: obniżka stawki o jeden punkt procentowy (z 22% do 21%); UK: obniżka stawki o dwa punkty procentowe (z 30% do 28%).
	Podatek dochodowy od osób fizycznych	AT: obniżka stawki dla środkówowych przedziałów i zwiększenie progu wejścia w najwyższy przedział podatkowy; BG: istotna obniżka stawki do 10%; CZ: istotna obniżka stawki do 15%; DK: poszerzenie środkowego przedziału podatkowego (długofalowa redukcja stawki z 59% do 51,5% w 2019 r.); FI: inflacyjna korekta progów podatkowych o 4%; LT: obniżka stawki z 24% do 15% (dodatkowa 6% składka na ubezpieczenie zdrowotne) LV: obniżka stawki z 25% do 23%; LU: 9% indeksacja progów; PL: obniżka stawek i zmniejszenie liczby przedziałów podatkowych.
	Składki na ubezpieczenia społeczne	CZ: obniżka składki płaconej przez pracowników i pracodawców; HU: obniżka składki płaconej przez pracodawców; SE: jednoprocentowa obniżka składki dla pracowników i samozatrudnionych.
	VAT	UK: przejściowa redukcja stawki podstawowej o 2,5 punktu procentowego (z 17,5% do 15%) w okresie między 1.12.2008 r a 31.12.2009 r.
	Podatek od bogactwa	ES: 100% ulga podatkowa w podatku od bogactwa.
	Opłata skarbową lub od kapitału	IE: górna stawka obniżona z 9% do 6%; LU: zniesienie podatku od kapitału.
	Podatek od nieruchomości	EL: obniżka w 2009 r. i 2010 r. (o 1 punkt procentowy w odniesieniu do mieszkań, 6 punktów procentowych dla terenów przemysłowych i o 0,33 punktu procentowego dla hoteli);
Bodźce podatkowe dla wybranych sektorów gospodarki	Przyspieszona amortyzacja	CZ: w odniesieniu do wybranych aktywów; DE: 25% amortyzacja degressywna w odniesieniu do aktywów ruchomych nabytych między 1.1.2009 r. a 31.12.2010 r.; LV: przedłużona do 2013 r.; NL: złagodzone zasady amortyzacji dla inwestycji z 2009 r.; PL: w odniesieniu do wybranych aktywów trwałych.
	Ulgi inwestycyjne	AT: 30% ulga w latach 2009 i 2010; SI: inwestycje w wyposażenie i wartości niematerialne w przypadku rolnictwa i leśnictwa; UK: 40% dla nowych inwestycji po kwietniu 2009 r.
	Ułatwienia reinwestycyjne	AT: złagodzenie zasad przyznawania ulgi prolongowanej odraczającej podatek od reinwestowanych zysków kapitałowych; LV: rozszerzenie ulgi prolongowanej w przypadku reinwestycji.
	Wakacje podatkowe	BG: 5 letnie (dostępne w regionach najbardziej dotkniętych kryzysem).
	Badania i rozwój	ES: przedłużenie wygaszania ulgi podatkowej; IE: zwiększona ulga podatkowa na BiR (25% zwiększonych wydatków); SV: wprowadzanie ulgi podatkowej na BiR; PT: zwiększenie ulgi podatkowej; RO: dodatkowe 20% odliczenie.



## Załącznik

Kategoria	Podatek	Kraj: Działanie
Bodźce podatkowe dla wybranych sektorów gospodarki	Budownictwo	BE: obniżenie stawki VAT do 6% dla budownictwa indywidualnego; ES: przejściowe (w latach 2009–2010) obniżenie opłaty skarbowej od transakcji dotyczących nieruchomości mieszkalnych; IT: przedłużenie ulgi w PIT na wydatki remontowe i obniżka stawki VAT do 10% na te usługi; LU: preferencyjna stawka VAT (3%) na budowę i remonty mieszkań; RO: obniżenie do 5% stawki VAT na budownictwo społeczne i prywatne do określonych rozmiarów; SE: wprowadzanie ulgi w PIT na remonty, przebudowy i utrzymanie budynków; UK: przejściowe wyłączenie z opłaty skarbowej zakupu nieruchomości mieszkalnej o wartości powyżej 170 000 funtów w okresie między wrześniem 2008 r., a końcem 2009 r.
	Turystyka	CY: obniżenie opłat za lądowanie samolotów; obniżenie opłaty od noclegów, przejściowa redukcja VAT (do 5%) na usługi hotelowe; EL: obniżenie opłat lokalnych od lądowań samolotów i opłat parkingowych (kwiecień–wrzesień 2009 r.); FR: obniżona do 5,5% stawka VAT na usługi restauracyjne; MT: zniesienie podatku od wylotów.
Obniżki dla biednych / podwyżki dla bogatych	Kwota wolna /ulgi	AT: Zwiększona kwota wolna i ulga rodzinna; DK: zwiększona kwota odliczeń; FI: wprowadzono ulgi dla słabo i średnio zarabiających; FR: obniżka PIT dla słabo zarabiających, w efekcie wysokość należnego podatku spadła o 2/3; DE: obniżka najniższej stawki PIT z 15% do 14%; zwiększenie kwoty wolnej; HU: rozszerzenie najniższego przedziału podatkowego; LV: zwiększenie kwoty wolnej, odliczenia na osoby pozostające na utrzymaniu oraz na osoby niepełnosprawne; LT: zwiększenie kwoty wolnej; LU: zastąpienie odliczenia od dochodu, odliczeniem od podatku; MT: zwiększenie progów przedziałów podatkowych; PT: zwiększenie odliczenia dla osób niepełnosprawnych; SV: zwiększenie kwoty wolnej; wprowadzenie ulgi podatkowej dla pracodawców; SE: zwiększenie ulgi dla pracujących; zwiększenie odliczenia dla podatników powyżej 65 roku życia; UK: zwiększenie odliczenia dla podatników poniżej 65 roku życia.
	Odsetki od kredytów hipotecznych	BG: odliczanie odsetek od kredytów hipotecznych dla młodych rodzin; EL: stałą płatność w wysokości 500 euro bezrobotnych i emerytów o niskich dochodach spłacających kredyty hipoteczne; ES: potrącanie odsetek od kredytów hipotecznych od odprowadzanych miesięcznych zaliczek na podatek; LU: zwiększenie limitu odliczania odsetek od kredytów hipotecznych.
	Dodatkowy podatek na nadmierne wynagrodzenia (np. bonusy)	EL: 1000 euro dla dochodu > 60 000 euro, do 25 000 euro dla dochodu > 900 000 euro; IE: wprowadzanie dodatkowego podatku (2%, 4% i 6% dla dochodu > 175.000 euro); UK: dodatkowy przedział podatkowy ze stawką 50% dla dochodu powyżej 150 000 funtów (po kwietniu 2010 r.) i ograniczenia dotyczące odliczeń od dochodu.

## Załącznik

Kategoria	Podatek	Kraj: Działanie
Odroczenie płatności podatki	Odroczenia	BE: czasowe odroczenie płatności VAT, gdy przedsiębiorstwo przeżywa trudności finansowe (3 kwartały 2009 r.); czasowe odroczenie płatności pobranego podatku od wynagrodzeń; DK: odroczenie płatności VAT i innych podatków pobranych o jeden miesiąc; NL: kwartalne płatności VAT w miejsce miesięcznych; UK: odroczenie płatności wszystkich podatków w przypadku kłopotów finansowych przedsiębiorcy.
	Procedury zwrotu VAT	BE: przyspieszenie zwrotu; ES: przyspieszenie zwrotu; FR: zwroty co miesiąc, a nie co kwartał; PL: przyspieszenie zwrotu (60 dni zamiast 180); PT: zmniejszenie kwoty, która upoważnia do otrzymania zwrotu; SI: przyspieszenie zwrotu (30 dni zamiast 60 dni); SV: przyspieszenie zwrotu (30 dni zamiast 60 dni).
	Obniżki	CZ: czasowa likwidacja zaliczek na podatek (dla firm poniżej 5 zatrudnionych); ES: obniżka odsetek od zaległości podatkowych; IT: obniżka zaliczek na podatek dla osób prawnych; PT: obniżki zaliczek na podatek dla MSP; SI: zaliczki uwzględniają przyszłą niższą stawkę podatku.
Inne	Samochody, etc.	AT: premia za złomowanie starego samochodu (1500 euro) CZ: odliczenie VAT od samochodów osobowych wykorzystywanych do prowadzenia działalności gospodarczej; DE: zachęty do zakupu samochodów przyjaznych środowisku; EL: 50% obniżka podatku rejestracyjnego od samochodów (w okresie kwiecień – sierpień 2009 r.); FR: premia za złomowanie starego samochodu; MT: przedłużenie zwolnienia z podatku rejestracyjnego od ciężarówek; NL: zachęty dla samochodów przyjaznych środowisku; subsydia dla złomowania starych samochodów; RO: obniżka podatku ekologicznego od samochodów.
	Podatek od biletów lotniczych	NL: likwidacja.

<sup>1</sup> Szczegółowe zestawienie bodźców podatkowych można znaleźć w: *Taxation in the European Union. Main results*, 2009 edition, strony 24–33, [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_structures/2009/2009\\_main\\_results\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2009/2009_main_results_en.pdf) (przy: tłum).



## Czy i w jakim stopniu realna jest groźba inflacji?

Niniejsze opracowanie stawia sobie za cel odpowiedź na pytanie o groźbę wybuchu inflacji po wielkim kryzysie lat 2008–2009. Wydaje się, że obecnie, na początku 2010 r., nie ma podstaw, aby obawiać się pojawienia się istotnych czynników popytowych i kosztowych w skali globalnej w krótkiej i średniej perspektywie. Największe źródło niepewności dotyczy natomiast potencjalnego efektu działań kryzysowych w USA, a także groźby znacznego wzrostu inflacji w Chinach i Indiach.

### 1. Działania antykryzysowe

Z działaniami antykryzysowymi przeprowadzonymi na bezprecedensową skalę w latach 2008–2009 wiąże się najwięcej niepewności. Pakiety wprowadzane głównie w Stanach Zjednoczonych, Chinach i największych gospodarkach Unii Europejskiej obejmowały bardzo różne działania, w pewnej części nigdy wcześniej niestosowane, a więc pociągające za sobą sporą niepewność.

W ramach działań antykryzysowych zastosowano między innymi nacjonalizację, przejęcia, wprowadzono pakiety ratunkowe banków i przedsiębiorstw, rozmaite bodźce i zachęty fiskalne i kredytowe, a także poluzowano politykę monetarną w skali globalnej, w stopniu, w jakim nigdy wcześniej tego nie zrobiono.

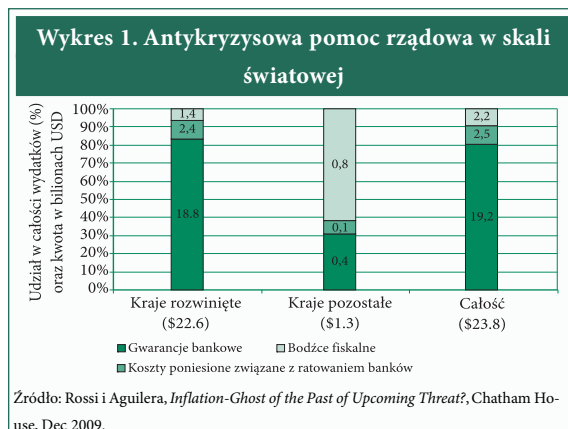
Wydaje się zatem, że obawy co do wymknięcia się inflacji spoza kontroli mogą być uzasadnione, tym bardziej że część zastosowanych działań antykryzysowych wprowadzono po raz pierwszy, co stawia pod szczególnym znakiem zapytania ich średnio i długofalowe potencjalne efekty inflacyjne.

Z drugiej strony są powody, aby mimo tej niepewności nie obawiać się wybuchu inflacji. Faktycznie poniesione koszty są bowiem znacząco niższe niż łączna suma deklarowanych działań antykryzysowych, którą szacuje się na niebotyczną sumę 20–25 bilionów dolarów<sup>1</sup>.

Rossi i Aguilera, *Inflation-Ghost of the Past of Upcoming Threat?*, Chatham House, Dec 2009 [ . Z tej sumy 90–95% przypada na gospodarki rozwinięte, głównie USA (50%) i najbogatsze kraje UE, a ok. 5–10% na pozostałe kraje, z których najwięcej wydały Chiny i Indie. Jednak Rossi i Aguilera (2009) szacują faktycznie poniesione wydatki na mniej niż 5 bilionów dolarów, a więc 20–25% sumy, którą zwykle się podawać jako całkowity koszt pakietów antykrzysowych.

Jak wynika z wykresu 1, gros wydatków, ok. 80% zadeklarowanych środków, to gwarancje bankowe, a więc koszty potencjalne. Jak szacują autorzy, na razie żadne koszty nie zostały poniesione z tego tytułu. Inne źródło wydatków, czyli zaangażowanie FED na rynku papierów wartościowych jest duże (1,8 bln dolarów), ale papiery są dotychczas systematycznie rolowane, nie ma więc mowy o proinflacyjnych „wydatkach” z tym związanych. Poza tym, autorzy wskazują, że spora część rządowego zaangażowania w toksyczne aktywa zostanie zwrócona, gdy będą one w przyszłości sprzedane. Ponadto, część wsparcia, jakiego rząd amerykański udzielił przez TARP (Troubled Basset Relief Pro-

gram), już zostało zwrócone przez zdrowsze banki (Goldman-Sachs czy J.P.Morgan), a w przyszłości należy się spodziewać zwrotów pomocy przez kolejne instytucje, w miarę jak cały sektor będzie wychodził z kryzysu.



W przypadku zaangażowania USA Rossi i Aguilera na podstawie danych Bloomberg'a szacują, że z 11,56 bilionów dolarów udostępnionych przez różne instytucje rządowe, do 25. września 2009 r. faktycznie wykorzystanych i wydanych zostało tylko 3,0 biliony, a więc nieco ponad 1/4. Szczegóły znajdują się z tabeli 1.

**Tabela 1. Skala udostępnionych oraz faktycznie wydanych środków finansowych w USA, stan na 25. 09. 2009 r., w bln dol.**

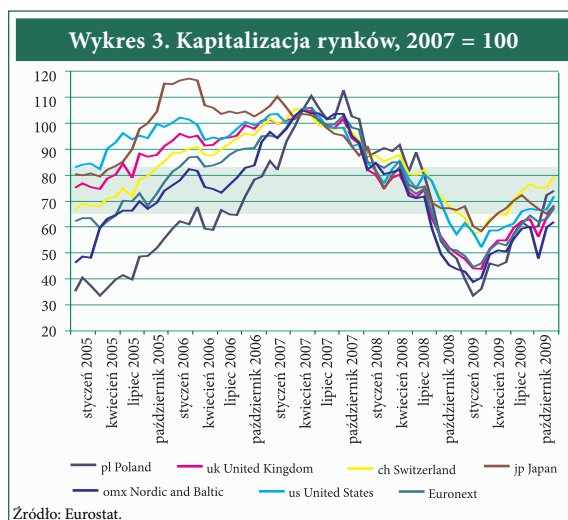
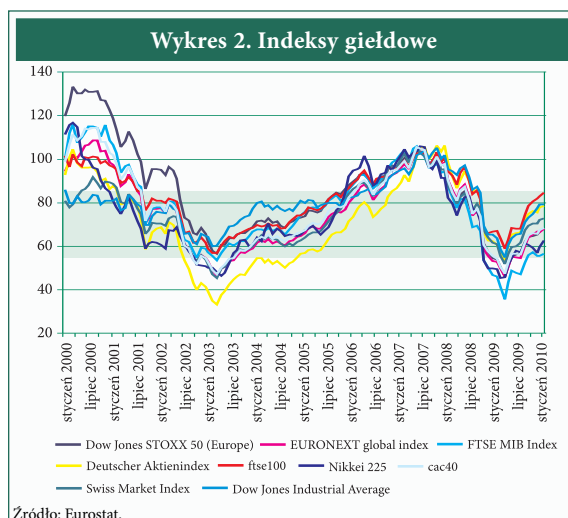
Główne programy	Udostępnione	Wydane
Papiery wartościowe	1 200,0	42,4
Term Auction Facility	375,0	196,0
GSE MBSs	1 250,0	693,6
Troubled Asset Relief Program (Program na rzecz problematycznych aktywów)	700,5	372,4
Bodźce fiskalne (Bush)	168,0	168,0
Bodźce fiskalne (Obama)	787,0	303,6
Wparcie dla Fannie/Freddie	400,0	200,0
Kredyt FDIC	500,0	0,0
Inwestycje publiczno-prywatne	1 000,0	0,0
Czasowe gwarancje płynnościowe	1 400,0	301,0
Rezerwa federalna (całość)	5 870,7	1 590,1
Ministerstwo Skarbu (całość)	2 909,5	1 075,9
FDIC całość	2 477,5	356,0
HUD całość	306,0	3,3
USA Całość	11 563,7	3 025,3

Źródło: Rossi i Aguilera, *Inflation-Ghost of the Past of Upcoming Threat?*, Chatham House, Dec 2009, tabela 1, s. 13.

Z jednej strony kryzys spowodował rozkręcenie wielkich programów pomocowych, a z drugiej doprowadził do bezprecedensowego drenażu bogactwa poprzez spadek wartości aktywów i masowe bankructwa. Jak szacują Rossi i Aguilera, prywatny zasób bogactwa finansowego spadł z 200 bln dolarów przed kryzysem *sub-prime* do ok. 150–160 bln na początku 2009 r., a więc o niespełna 1/4. Około 2/3 tego spadku przypada na USA i UE. Zdecydowana większość wynika z krachu na giełdach oraz stratach korporacji. Wykres 2 pokazuje skalę spadków na giełdach po amerykańskim kryzysie pożyczek hipotecznych w połowie 2007 r. Wykres 3 prezentuje jak w ślad za spadkami indeksów obniżyła się kapitalizacja giełd.

Do ogromnego spadku bogactwa finansowego należy dodać spadek wartości nieruchomości, który szczególnie w USA okazał się bardzo głęboki. Szacuje się, że w samych Stanach Zjednoczonych utrata bogactwa z tytułu spadku cen nieruchomości wyniosła 4 bln dolarów. W innych krajach straty były mniejsze, ale okazały się bardzo dotkliwe w tych krajach, które w ostatnich latach doświadczyły boomu na rynku nieruchomości, a więc Hiszpanii, Irlandii, Wielkiej Brytanii, a także niektórych postkomunistycznych krajów europejskich).

Naturalnie spora część z tych strat od lutego 2009 r. już została odrobiona na giełdach (wykresy 2 i 3) i dużo mniejsza na rynku nieruchomości. Jednak skala spadków w latach 2007–2009 była tak ogromna, że nawet biorąc po uwagę programy pomocowe rządów, bilans jest i pozostanie ujemny. Można zatem powiedzieć, że rządy wpompowały relatywnie niewielką gotówkę w miejsce radykalnie skurczonych zasobów, a inwestycje publiczne w znikomym stopniu zastąpiły inwestycje prywatne. Efekt netto jest zatem zdecydowanie deflacyjny.



Jest jeszcze jeden powód, dla którego to raczej deflacja niż inflacja jest bardziej prawdopodobna w krótkiej i średniej perspektywie. To tzw. efekt Madoffa w skali makro. Tak jak Madoff oszukiwał klientów, którzy powierzali mu duże sumy pieniędzy, wydając je przed kryzysem zamiast inwestując, tak w skali makro konsumenci (kredytobiorcy) rozkręcili konsumpcję przed kryzysem – by obecnie być zmuszonym znacznie ją ograniczyć (oszczędzający). Taki efekt w skali makro ma więc wiele wspólnego z oszustwem Madoffa – tu również doszło do okradania oszczędzających z ich przyszłej

konsumpcji. Jeśli więc chodzi o inflację – to ona już była, wtedy właśnie, gdy przed wybuchem kryzysu rozkręciła się konsumpcja na kredyt, szybowały w górę ceny ropy naftowej, żywności i innych surowców.

Są więc wszelkie powody, by oczekiwać, że obecnemu gwałtownemu spowolnieniu towarzyszyć będzie raczej bardzo niska inflacja czy nawet deflacja niż wysoka inflacja. A programy rządowe, z których następstwami często wiąże się obawy, mają w tym kontekście przez swoją skalę znaczenie jedynie jako „wygładzanie” gwałtownego spadku konsumpcji, który niechybnie by nastąpił w ich nieobecności.

## 2. Strona popytowa

Przyglądając się perspektywom rozwoju czynników popytowych trudno znaleźć argumenty przemawiające za wzrostem inflacji w krótkim i średnim okresie. Mimo że oczekuje się przyspieszenia gospodarczego w latach 2010–2012 we wszystkich liczących się gospodarkach, duże znaczenie będzie tu miał tzw. efekt bazy (związany z dużym spadkiem PKB w końcu roku 2008 i 2009), a wzrost będzie daleki od tego sprzed kryzysu. Ponadto prognozuje się cały czas ujemną lukę popytową na lata 2010–2012, niskie wykorzystanie zasobów produkcyjnych i stopniowo rosnące bezrobocie.

Wykres 4 przedstawia prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego ze stycznia 2010<sup>2</sup>. Na lata 2010–2011 MFW prognozuje bardzo powolny wzrost PKB zarówno w krajach rozwiniętych jak i pozostałej części świata. W krajach rozwiniętych wzrost ten osiągnie pod koniec 2011 poziom sprzed kryzysu, ale w pozostałej części świata nie będzie to możliwe mimo stopniowego przyspieszenia.

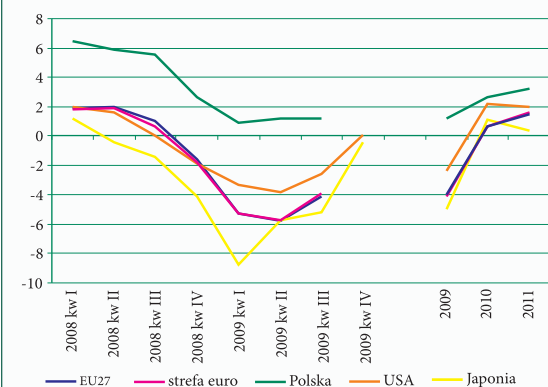
Wykres 4. Globalny wzrost PKB, kwartalne zmiany w ujęciu rocznym



Źródło: IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

Również wg najnowszych prognoz Komisji Europejskiej (datowanych 25. 02. 2010) wszystkie ważniejsze gospodarki świata przyspieszą w ciągu najbliższych dwóch lat. Skala przyspieszenia, ani tempo wzrostu nie będą jednak imponujące i, z wyjątkiem USA, wzrost w 2011 r. nadal będzie niższy niż na początku 2008 r..

Wykres 5. Wzrost PKB – prognozy Komisji Europejskiej, roczne zmiany w %



Źródło: *Update of the Autumn 2009 European Commission Forecasts*, dated 25. 02. 2010.

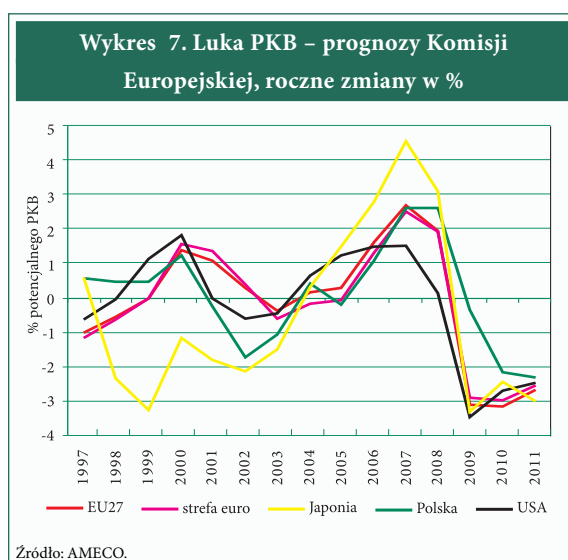
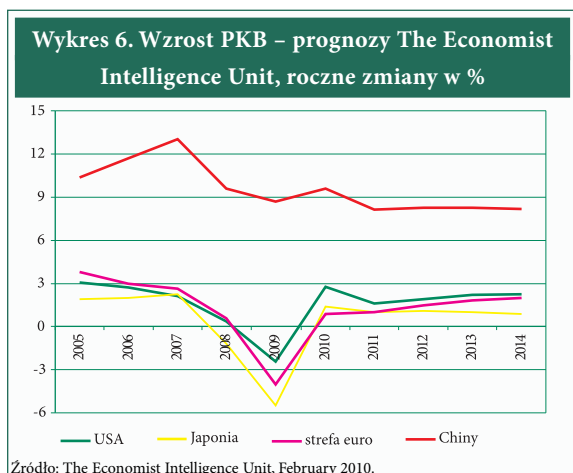
Prognozy the Economist Intelligence Unit (EIU) z lutego 2010 r. również wskazują na przyspieszenie w 2010 r., ale jednocześnie prognozują spowolnienie w roku 2011 po czym bardzo powolne przyspieszenie w latach 2012–2014. The EIU przewiduje, że o kilka punktów procentowych zmniejszy się tempo wzrostu gospodarki

Chin (do całego czasu wysokich 8% w latach 2011–2014) oraz, że wzrost w USA po krótkotrwałym odbiciu w 2010 r. do 2,8% spadnie w 2011 r. i będzie rósł bardzo powoli w tempie zbliżonym do tego w strefie euro – nieco ponad 2% w 2014 r.

Wątpliwości co do braku oczekiwanych presji popytowych nie pozostawia aktualna prognoza luki PKB Komisji Eu-

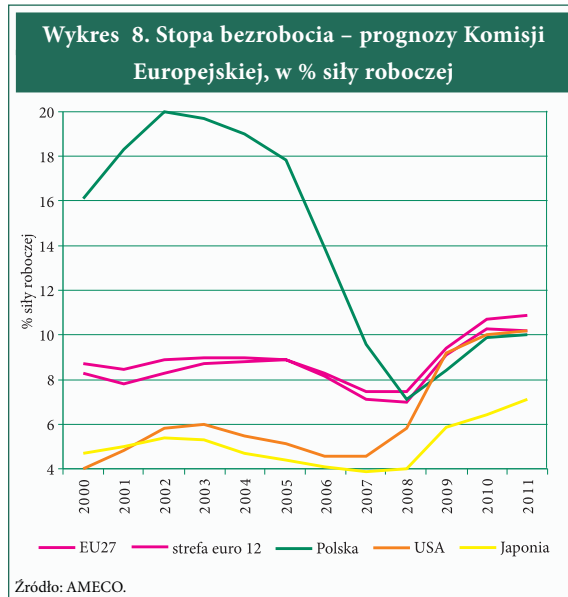
ropańska niż przed kryzysem w następstwie gwałtownego załamania w pierwszych miesiącach kryzysu.

W konsekwencji – trudna obecnie sytuacja na rynku pracy pozostanie trudna przez najbliższe kilka lat. Mimo przyspieszenia gospodarczego, Komisja Europejska prognozuje bowiem *jobless growth*, a więc wzrost bez przyrostu miejsc pracy, który zaowocuje wzrostem bez-



ropejskiej (wykres 6). Luka popytowa, czyli różnica między faktycznym a potencjalnym PKB bardzo szybko rosła tuż przed kryzysem, od roku 2006 w UE, i dużo wcześniej, bo od roku 2003 w USA i Japonii. Kryzys spowodował wyjątkowo gwałtowny spadek luki PKB do poziomów najniższych od kilkunastu lat w 2009 r. Na lata 2010 i 2011 Komisja Europejska oczekuje bardzo nieznacznego wzrostu tego wskaźnika – luka popytowa pozostaje ujemna w granicach -2%, -3% do końca 2011 r. i poniżej zera zapewne jeszcze jakiś czas potem.

Związane z luką PKB wykorzystanie zasobów produkcyjnych jest również bardzo niskie. Pod koniec 2009 r. szacowano je na 70% w krajach rozwiniętych. Mimo wzrostów w drugiej połowie 2009 r. produkcja przemysłowa w końcu 2009 r. była nadal ok. 15–30% niż-





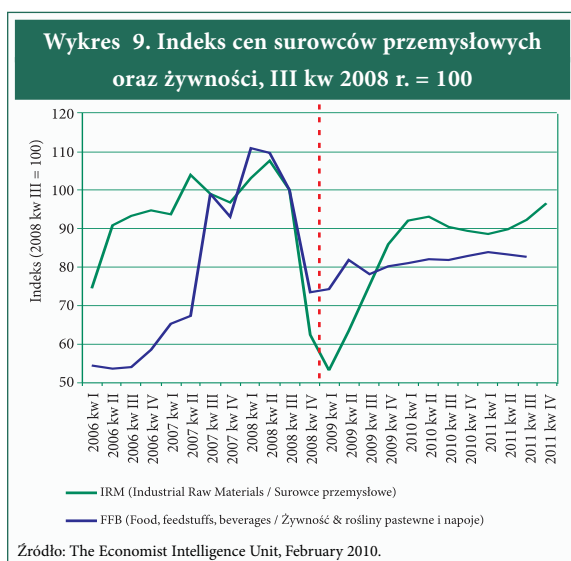
robocia w latach 2010–2011 do poziomów najwyższych od wielu lat. Wyjątkiem jest tu Polska, w której stopa bezrobocia, choć wzrosła, osiągnie poziom ok. 10%, znacznie mniejszy niż do roku 2006.

## 2. Strona kosztowa

Podobnie jak strona popytowa gospodarki, strona kosztowa również pozostanie pod kontrolą w ciągu kilku lat. Są one bowiem nierozdzielnie ze sobą związane. Koszty płacowe na wodzy będzie trzymała trudna sytuacja na rynku pracy i utrzymująca się przez lata ujemna luka popytowa.

Ceny surowców wzrosną w 2010 po silnych spadkach w 2008 i na początku 2009 r., ale wzrost w latach 2010–2011 będzie umiarkowany i doprowadzi ceny do poziomów sprzed boomu 2007–2008.

Wykres 9 przedstawia zagregowany indeks cen surowców przemysłowych oraz żywnościowych z bazą w III kwartale 2008 r., a więc bezpośrednio poprzedzającym wybuch



kryzysu (III kw 2008 r. = 100). Wzrost cen przemysłowych przybrał na sile począwszy od drugiego kwartału 2009 r. ale wynikał on w dużej mierze z odreagowania głębokich spadków w kilku poprzednich kwartałach.

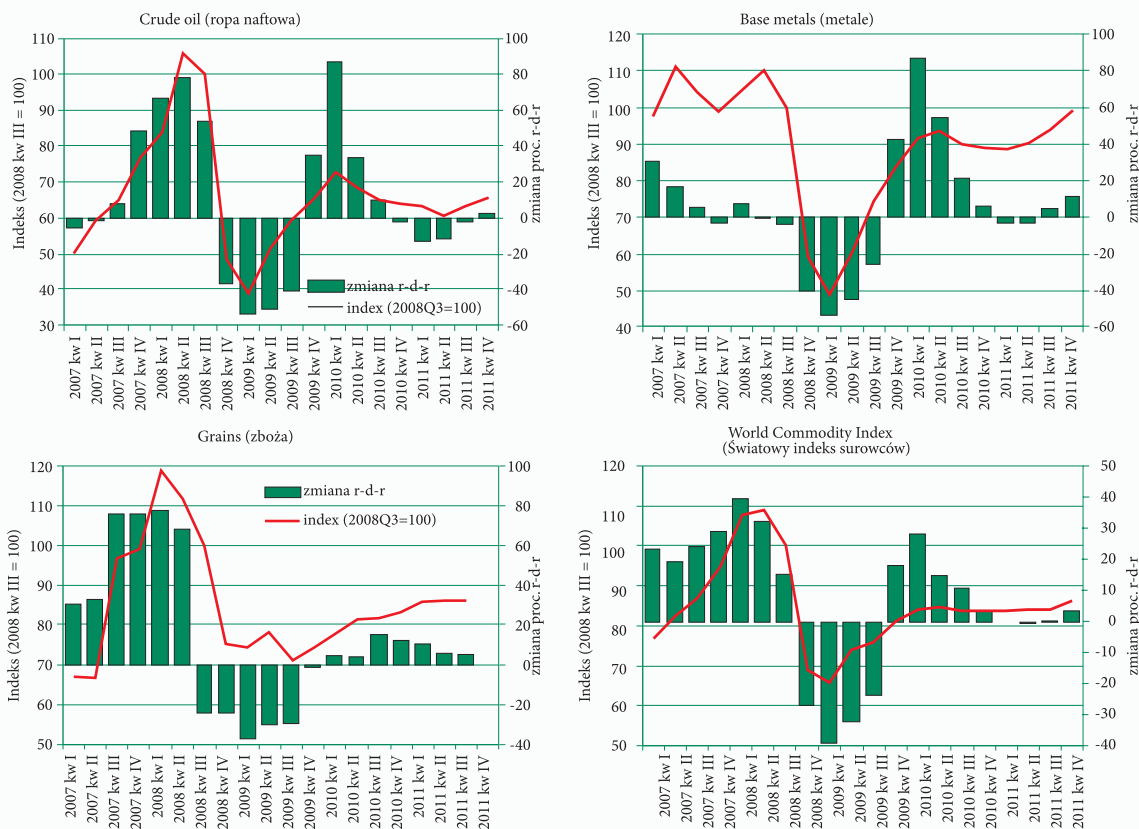
Szczególnie silnie odbiły w końcu 2009 ceny ropy naftowej oraz metali – głównie za sprawą niskiej bazy sprzed roku. Jednak po kilku kwartałach wysokiego wzrostu, EIU prognozuje, że stopy wzrostu się ustabilizują na stosunkowo niskim poziomie, a poziom cen „dobije” do tego z początków boomu dopiero w końcu 2011 r.

## 4. Prognozy inflacji

Wobec braku istotnych czynników popytowych oraz kosztowych mało prawdopodobny jest wzrost inflacji do wysokich poziomów w perspektywie 3–4 lat. Wykresy 10, 11 i 12 przedstawiają oficjalne prognozy Komisji Europejskiej i the Economist Intelligence Unit z końca lutego 2010 r. oraz MFW w końca stycznia 2010 r.

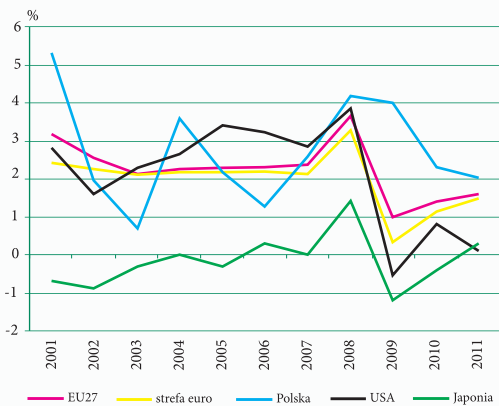
Z prognoz wszystkich trzech instytucji wynika, że w perspektywie 3–4 lat inflacja nie powinna się wymknąć spod kontroli i pozostanie na niskim poziomie 0–2% w UE, USA i Japonii. Za niską inflacją przemawiają także oczekiwania inflacyjne, które są mocno zakotwiczone na niskim poziomie zarówno w USA jak i w UE. Oczekuje się ponadto stopniowego zaciśnięcia polityki monetarnej od 2010 r. (Fed) i od 2011 r. (EBC), a polityka fiskalna w UE będzie podlegać rygorom procedury nadmiernego deficytu w większości krajów UE, co również oznaczać będzie jej stopniowe zacieśniania. Ryzyko nadmiernego rozpędzenia kredytu dla gospodarki również nie wydaje się być duże – lekcja sektora finansowego z kryzysu, a także wprowadzone świeżo procedury ostrożnościowe do tego nie dopuszczają.

**Wykres 10. Indeksy cen wybranych surowców przemysłowych i żywnościowych oraz zagregowany Światowy Indeks Surowców, III kw 2008 r. = 100 oraz zmiany rok do roku**



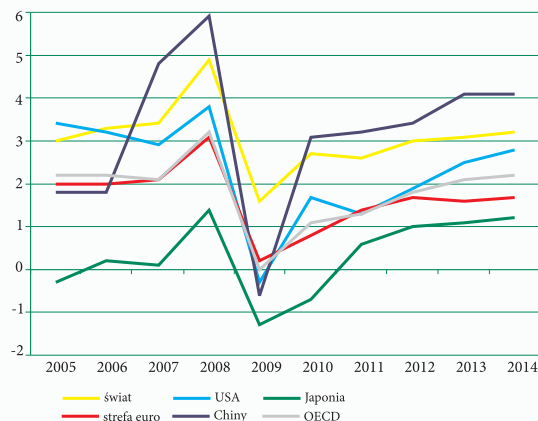
Źródło: The Economist Intelligence Unit, February 2010.

**Wykres 11. Inflacja HICP- prognozy Komisji Europejskiej, roczne zmiany w %**



Źródło: Update of the Autumn 2009 European Commission Forecasts, dated 25.02.2010.

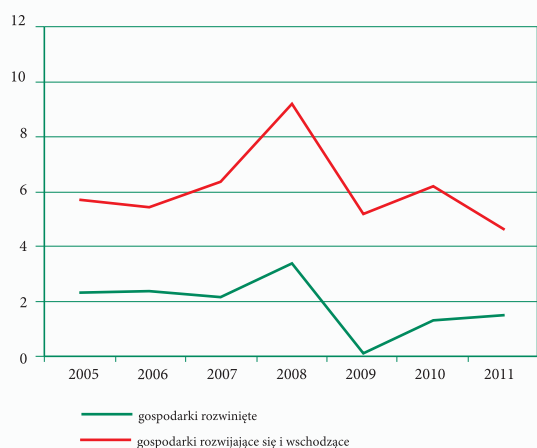
**Wykres 12. Inflacja CPI- prognozy The Economist Intelligence Unit, roczne zmiany w %**



Źródło: The Economist Intelligence Unit, February 2010.

Z prognoz EIU wynika, że inflacja w krajach OECD wzrośnie bardzo wolno z 0% w 2009 r. do 1% w 2010 r. i następnie stopniowo do nieco ponad 2% w latach 2013–2014. W Chinach inflacja wzrośnie z ok. 3–3,5% w latach 2010–2012 do nieco ponad 4% w 2013–2014. Ogólnoświatowa inflacja będzie bardzo wolno wzrastać z 2,8% w 2010 r. do 3,1% w roku 2014.

**Wykres 13. Inflacja CPI- prognozy MFW, roczne zmiany w %**



Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

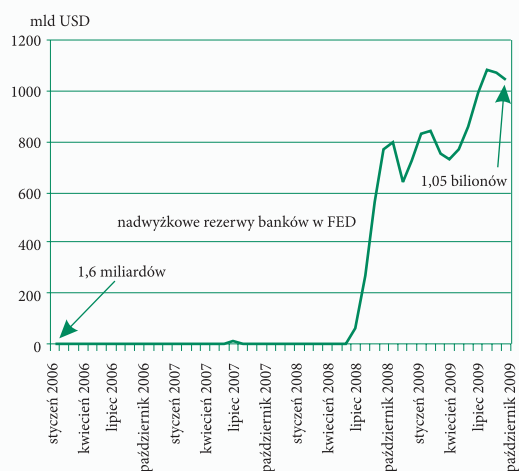
Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje nieznaczny wzrost inflacji w gospodarkach rozwiniętych w latach 2010–2011 do ok. 1,7% w roku 2011. Prognoza dla reszty świata to ok. 6% w 2010 r., a następnie spadek do 4,5% w roku 2011.

## 5. Czynniki ryzyka

Naturalnie powyższe prognozy są obciążone ryzykiem. Obecnie można wymienić wiele jego źródeł, choć w dużym stopniu prowadzą one do nieodpowiedniego dopasowania przyszłego zacieśnienia polityk monetarnej i fiskalnej do dynamiki gospodarczej. Najwięk-

szym ryzykiem jest pojawienie się bąbli spekulacyjnych na rynkach akcji surowców czy innych aktywów przed wzrostem stóp procentowych. Kluczowa staje się zatem strategia wyjścia z obecnej wyjątkowo luźnej polityki monetarnej i fiskalnej. Wyzwaniem jest także stopniowe, rozsądne wycofywanie się z przeróżnych pakietów fiskalnych.

**Wykres 14. Nadwyżkowe rezerwy banków w FED**



Źródło: FED.

Szczególnie duże ryzyko wiąże się z polityką FED. Amerykański pakiet anty kryzysowy był bowiem nieporównanie większy niż pakiety w innych krajach, a w jego ramach FED użył wielu niekonwencjonalnych i nigdy wcześniej niestosowanych rozwiązań. I właśnie co do efektów tych działań w dłuższym okresie jest pewna obawa.

Niepokojące jest przede wszystkim gwałtowne zwiększenie nadwyżkowych rezerw banków w FED po wybuchu kryzysu (wykres 14)<sup>3</sup> Z kilku miliardów dolarów (1,5 – 4,8) w latach 2006, 2007 i do sierpnia 2008, rezerwy te wzrosły we wrześniu 2008 r. do 60 miliardów, a następnie do 267, 559 i 767 miliardów w kolejnych miesiącach czwartego kwartału 2008 r. W roku 2009 rezer-

wy nadwyżkowe rosły już mniej gwałtownie, ale cały czas wzrost był szybki i w końcu roku rezerwy przekroczyły już bilion dolarów. W odniesieniu do PKB zwiększenie rezerw jest jeszcze bardziej znaczące: oznaczało wzrost z 0,014% i 0,012% PKB odpowiednio w latach 2006 i 2007 do 5,31% na koniec roku 2008 i 14,15% na koniec roku 2009.

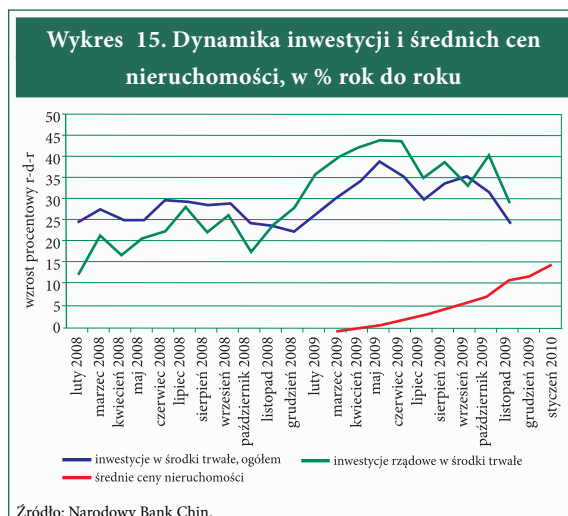
Ponieważ tak gwałtowny wzrost nadwyżkowych rezerw nigdy wcześniej nie miał miejsca, strategia wyjścia z tej sytuacji jest obecnie kluczowym wyzwaniem dla polityki monetarnej USA. Nieprzemysłane uwolnienie środków w wysokości kilkunastu procent PKB może wywołać ogromne presje inflacyjne, a wręcz doprowadzić do destabilizacji gospodarki USA. Dlatego tak ważny jest sposób, w jaki FED będzie radził sobie z uwolnieniem tej sumy pieniędzy nagromadzonej na swoich kontach, ale będącej własnością banków komercyjnych.

Kolejne ryzyko dla stabilnej i niskiej inflacji to niepewna sytuacja w Chinach i Indiach. Oba kraje są poważnie zagrożone gwałtownym wzrostem cen, gdyż znacznie szybciej niż inne kraje poradziły sobie ze spowolnieniem gospodarczym, co jednak nie znalazło odpowiedniego silnego odzwierciedlenia w zmianie polityki monetarnej i fiskalnej. Indie mają ogromny problem z deficytem budżetowym i ogólnie luźną polityką fiskalną. Ryzyko inflacji dodatkowo zwiększają tam słabe zbiory i nieuchronny wzrost cen żywności.

Ryzyko wzrostu inflacji w Chinach jest jeszcze większe, gdyż kraj ten doświadczył tylko nieznacznego spowolnienia wzrostu w kryzysie – z ok. 12% w latach 2006–2007 do ok. 9% w latach 2008–2009. Najnowsze dane mówią o przyspieszeniu wzrostu PKB do 10,8% w czwartym kwartale 2009 r. Cały czas bardzo szybko rośnie tam kredyt krajowy, który w czasie kryzysu nie

tylko nie zwolnił, ale przyspieszył: z 11,7% rok do roku na koniec 2008 r. do 33% na koniec roku 2009.

W dużym stopniu za to przyspieszenie odpowiedzialny jest rządowy pakiet pomocowy o wartości ok. 0,6 biliona dolarów, którego sporą część stanowiły projekty inwestycyjne w środki trwałe. Wykres 14 przedstawia roczną dynamikę inwestycji w środki trwałe ogółem oraz inwestycje rządowe w środki trwałe, a także średnich cen nieruchomości. Wysoka dynamika inwestycji, a szczególnie tych rządowych, świadczy dobitnie o braku oznak kryzysu inwestycji w Chinach, a przyspieszające ceny nieruchomości sugerują, że istnieje prawdopodobieństwo bąbla na tym rynku w niedalekiej przyszłości.



## 6. Wnioski

Wbrew obawom, inflacyjny efekt rządowych programów antykryzysowych okazał się dużo mniejszy niż deflacyjny wpływ erozji bogactwa w wyniku gwałtownego spadku cen wielu aktywów, w tym akcji, surowców i nieruchomości. Programy rządowe, choć zakrojone na ogromną skalę, nie miały aż tak dużego znaczenia, ponieważ

znakomitą ich większość stanowiły gwarancje bankowe – na razie prawie niezrealizowane.

Presje popytowe i kosztowe, mimo pewnego odbicia w 2010 r., nadal pozostaną na bardzo niskim poziomie z uwagi na utrzymującą się ujemną lukę popytową i rosnące bezrobocie. Inflacja w krótkim i średnim okresie pozostanie zatem niska.

Ryzyko znacznego jej zwiększenia w średnim lub dłuższym okresie jest związane z nieodpowiednimi strategiami wyjścia z programów antykryzysowych, z tym z powolnym uwolnieniem narosłych rezerw nadwyżkowych banków komercyjnych w FED. Ryzyko inflacji (w krótkim i średnim okresie) wyraźne jest też w Azji w następstwie przegrzania inwestycyjnego i bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości w Chinach oraz luźnej polityki fiskalnej i drożejącej żywności w Indiach.

## Przypisy

<sup>1</sup> IMF, *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, June 2009.

<sup>2</sup> IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

<sup>3</sup> J.D. Foster, *Is the Inflation Threat Real?* Heritage Foundation, February 2010.

# 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 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
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?
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)