

Cottarelli, Carlo

**Proceedings**

## Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 118

**Provided in Cooperation with:**

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Cottarelli, Carlo (2012) : Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego, BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 118, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128305>

**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.*



BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

# ⟨Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego⟩

Carlo Cottarelli



Zeszyty BRE Bank – CASE  
Nr 118/2012

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

Carlo Cottarelli

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 .....	5
WPROWADZENIE .....	7
PROBLEMY FISKALNE W CZASACH MALEJĄCEGO POPYTU I OBAW O WYSOKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO – <i>Carlo Cottarelli</i> .....	11

**Carlo Cottarelli** – dyrektor Departamentu Fiskalnego Międzynarodowego Funduszu Walutowego od listopada 2008 r. Obywatel Włoch. Ukończył ekonomię na Uniwersytecie w Sienie i London School of Economics, a następnie w latach 1981–1987 pracował w Dziale Analitycznym włoskiego banku centralnego. W MFW pracuje od 1988 r.: w Departamencie Fiskalnym, Departamencie Europejskim, Departamencie Rynków Pieniężnych i Kapitałowych oraz Departamencie Koordynacji Strategii i Polityki Gospodarczej. Był zastępcą dyrektora w Departamencie Europejskim i w Departamencie Koordynacji Strategii i Polityki Gospodarczej.

Zajmował się wieloma rynkami rozwiniętymi, wschodzącymi, a także krajami o niskim poziomie dochodów w kontekście nadzoru, programów wspieranych przez MFW i pomocy technicznej (m.in. Albania, Chorwacja, Liban, Rosja, Serbia, Tadżykistan, Turcja, Węgry, Wielka Brytania, Włochy). Opublikował liczne artykuły na temat polityki i instytucji fiskalnych i monetarnych. Jest redaktorem książek dotyczących inflacji, polityki pieniężnej i kursów walut.

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Mark Allen	MFW
Katarzyna Andrusz	Bloomberg
Maciej Banaś	GUS
Józef Chmiel	
Carlo Cottarelli	MFW
Mirosław Dusza	UW
Filip Dutkowski	PAP
Radomir Gibała	Ernst&Young
Stanisław Gomułka	BCC
Krzysztof Grudzień	TFI Quercus
Jarosław Janecki	SG CIB
Anna Jaros	Ambasada USA
Marek Kałkusiński	NOT TKP
Agnieszka Kamińska	Parkiet
Piotr Kazimierczyk	FPE
Marcin Koczor	UJ
Dominik Korniluk	MF
Olga Krasicka	MF
Krzysztof Krogulski	MFW
Maciej Krzak	Uczelnia Łazarskiego, CASE
Leszek Kubiak	UJK
Joanna Kulczycka	GUS
Ewa Lewicka	IGTE
Agnieszka Miłkaszewicz	NBP
Bogdan Nawrocki	Urząd m. st. Warszawy
Jarosław Neneman	Uczelnia Łazarskiego
Krystyna Olechowska	CASE
Wojciech Paczyński	CASE
Marta Pełka-Zagajewska	Raiffeisen
Patrick Pillon	Ambasada Francji
Grzegorz Podgórski	BRE Bank
Wioletta Reimer	Pekao
Rafał Rowiński	
Zofia Rutkowska	IPiSS
Robert Sierhej	MFW

Jakub Skibicki	MF
Tomasz Skurzewski	MF
Karolina Słowikowska	Reuters
Maciej Sobolewski	CASE
Jan Solarz	AF
Dorota Strauch	Raiffeisen
Stanisław Sudak	MRR
Paweł Tokarski	PISM
Ewa Tomaszewska	UW
Marcin Tomaszewski	CASE
Patryk Toporowski	PISM
Tomislav Tudić	Ambasada Republiki Chorwacji
Paweł Witkowski	
Robert Woreta	KNF
Marta Zagajewska	Raiffeisen
Tomasz Zając	tłumacz

# Wprowadzenie

Długi publiczne narastają bardzo szybko. Przykładem Irlandia, która niewielu lat potrzebowała, aby dług skoczył z 30 do ponad 100% PKB. Natomiast likwidacja długów trwa latami, a nawet dziesiątkami lat. Świadczy o tym historia wychodzenia z zadłużenia krajów po II wojnie światowej i to mimo ich szybkiego wzrostu gospodarczego. Dzisiaj zaś mamy największy poziom zadłużenia krajów wysoko rozwiniętych w czasach pokojowych. Jak się uporać z dzisiejszą lawiną długów, zwłaszcza pod presją rynków finansowych? Jak długo będziemy wychodzić z zadłużenia? Jakie powinno być tempo dostosowań zmian fiskalnych? O problemach fiskalnych w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego dyskutowali goście 118 seminarium BRE-CASE. Seminarium odbyło się w Warszawie, w styczniu 2012 r. Wykład wygłosił specjalny gość seminarium Carlo Cottarelli, dyrektor Departamentu Fiskalnego MFW.

Osiągnięcie wskaźnika długu publicznego do PKB sprzed kryzysu, czyli średnio do poziomu 60%, oznacza, że saldo pierwotne musiałyby zejść z -4% do +4% PKB w ciągu pierwszych 10 lat, a potem, przez kolejne 10 lat, utrzymać co najmniej 4-proc. wzrost (**Carlo Cottarelli**). Zatem, zwiększenie PKB o 1 punkt procentowy przez 20 kolejnych lat obniży stosunek zadłużenia do PKB o 60 pkt proc. I to nawet w sytuacji, kiedy część dodatkowych dochodów wynikających z szybszego wzrostu zostanie wydana na inne cele. W każdym razie, znacznie skuteczniejsze jest stopniowe obniżanie deficytu niż jego gwałtowna redukcja.

Z analizy MFW opisującej stan świata w 2011 r. wynika, że Stany Zjednoczone i Japonia wciąż mają ogromny deficyt i dług publiczny, ale ze względu na bardzo sprzyjającą strukturę finansowania stopy nadal są niskie. Sytuacja ta będzie trwała tak długo, jak długo centralne banki zagraniczne bę-



dą uznawały walutę amerykańską za walutę solidną i rzetelną. I, oczywiście, dopóki krajowe banki japońskie nie zdywersyfikują swoich portfeli. Natomiast w Europie niektóre kraje będą musiały dokonać bardzo restrykcyjnych korekt fiskalnych. Zatem niezwykle ważną sprawą staje się dostępność źródeł finansowania dla krajów, które wprowadzają większą dyscyplinę fiskalną. Ale skoncentrowanie się jedynie na dostosowaniu fiskalnym nie zapewni wzrostu gospodarczego. Zatem przeprowadzenie reform jest koniecznością, aby wzmocnić potencjalny wzrost, bo jest on niezwykle ważny z punktu widzenia salda fiskalnego. Koniecznością jest również wzmocnienie systemów bankowych.

Decydenci postulują wzmocnienie banków. Przede wszystkim mają być podwyższone wymogi kapitałowe. Słusznie, ale skąd ma się wziąć ten kapitał? Czy chodzi o dodruk pieniądza i tym sposobem wyposażenie banków? Jak to zrobić w warunkach gospodarki wolnorynkowej, gdzie banki są prywatne? (**Piotr Kazimierczyk, FPE**).

Projektowany wzrost wymogów kapitałowych ma zwiększyć poziom kapitałów i jednocześnie nie zmniejszyć poziomu kredytowania. Jak to zrobić? Może nastąpić wzrost finansowania przez sektor publiczny (**C. Cottarelli**), są bowiem kraje, które mają jeszcze rezerwy i mogą inwestować, i mogą dokapitalizować sektor bankowy. W 2009 r. rząd Stanów Zjednoczonych przeprowadził interwencję na rynku wspierając kapitałowo swój sektor bankowy. Dwa lata temu podczas konferencji prasowej główny ekonomista MFW Olivier Blanchard powiedział, że mnożnik z inwestowania w banki może być bardzo wysoki, ponieważ inwestowanie w banki oznacza zwiększenie akcji kredytowej, zatem są to pieniądze dobrze wydane. Oczywiście, są takie kraje, które nie mają takiego pola manewru, nie mogą zbyt dużo inwestować. Dlatego dyrektor zarządzająca MFW Christine Lagarde optuje za stworzeniem puli środków na poziomie europejskim, aby dokapitalizować banki.

Przedmiotem analizy MFW jest jedynie dług publiczny, natomiast w przyszłych kryzysach możemy mieć do czynienia z nadmiernym zadłużeniem sektora prywatnego. Czy analiza wyglądałaby wówczas inaczej? Czy długookresowa analiza nie powinna uwzględniać przebiegu procesów starzenia się społeczeństwa? Czy nie powinna uwzględniać stanu systemów emerytalnych? (**Jarosław Janecki, główny ekonomista Societe Generale**).

Rzeczywiście, przede wszystkim, skoncentrowałem się na zadłużeniu sektora publicznego (**C. Cottarelli**), jednak w ciągu ostatnich kilku lat MFW zauważył, że również istotnym i problematycznym aspektem jest zadłużenie sektora prywatnego. Przykładowo, Włochy nie mają długu prywatnego, a mają spory dług publiczny. W wielu krajach słabość, o której mowa, występuje w jednym i w drugim sektorze. Faktycznie, najczęściej kryzys w sektorze finansowym poprzedza okres dużego zadłużenia, bo rynki są optymistyczne, akcja kredytowa kwitnie i dochodzi do momentu

krytycznego. MFW dostrzega problem starzenia się społeczeństwa. W ciągu ostatnich dwóch lat Fundusz opublikował dwa raporty dotyczące gospodarek rozwiniętych oraz wschodzących. Jeden raport dotyczył wydatków na ochronę zdrowia w roku 2011, drugi (wydany w styczniu 2012 r.) – wydatków na cele emerytalne. Raporty zawierają prognozy na kolejne 40 lat na podstawie sytuacji w 60. krajach świata. Podstawowym problemem (opisanym w raportach) są nakłady na ochronę zdrowia. W najbliższych 20 latach przewiduje się wzrost nakładów na ochronę zdrowia na poziomie 3% PKB, z kolei wzrost wydatków na zabezpieczenie emerytalne na poziomie 1% PKB. Wzrost nakładów na ochronę zdrowia nie jest związany jedynie ze starzeniem się społeczeństw. Spowodowany jest również rosnącymi kosztami opieki medycznej, bo zmienia się struktura ochrony zdrowia, co powoduje zwiększenie kosztów. Stąd nawoływanie o powszechne reformy. One są możliwe. Co prawda, częściej dotyczą zabezpieczenia emerytalnego. Gdyby ich nie było, to szacowany wzrost nakładów na zabezpieczenie emerytalne byłby co najmniej na poziomie 3% PKB. Warto odnotować, że wprowadzone zmiany we włoskim systemie emerytalnym zmniejszą a nie zwiększą wydatki związane z zabezpieczeniem emerytalnym. Wprowadzane reformy pokazują, że są one możliwe i potrzebne. Niestety, reforma ochrony zdrowia jest wyzwaniem o wiele trudniejszym.

Nowe państwa członkowskie UE są małymi gospodarkami otwartymi. Zachowują się nieco inaczej niż Francja, czy Niemcy. Wydaje się, że uzdrowienie sytuacji finansowej tych państw wymaga nie tylko ograniczania deficytu, ale jednocześnie silnych działań pro wzrostowych (**Patryk Toporowski, PISM**).

Różnicowanie wniosków dla gospodarek mniejszych i większych wydaje się bezzasadne (**C. Cottarelli**). Przecież mowa o krajach, które mają niezależne polityki walutowe i fiskalne. Istotą problemu jest to, czy i na ile polityka fiskalna wpływa na politykę gospodarczą. Jeżeli mówimy o krajach, które wciąż mają niezależną politykę walutową, to w takim przypadku wielkość gospodarki ma większe znaczenie niż w krajach strefy euro. Kraje z niezależną polityką walutową mają dodatkowe narzędzia. Przeszłość dostarcza nam wielu przykładów, kiedy i zacieśniano politykę fiskalną, i wspierano wzrost gospodarczy. Natomiast w strefie euro stopy procentowe ustalone są mniej więcej na tym samym poziomie.

UE dąży do wprowadzenia wspólnej polityki fiskalnej. Czy dla niektórych krajów rozwijających się w szybszym tempie, takich jak na przykład Polska, zbyt ostra polityka fiskalna nie będzie zabójcza? (**pytanie internautki**).

Rozważania dotyczące wspólnej polityki fiskalnej dla UE wymagają przyjrzenia się temu, co Europa robi, by zwiększyć poziom koordynacji, by zwiększyć poziom jednorodności polityk fiskalnych, ponie-

waż różne zdarzenia pokazują, że trudno jest prowadzić wspólną politykę walutową bez jednorodności w sferze fiskalnej (**C. Cottarelli**). Zatem zacieśnienie współpracy fiskalnej jest bardzo ważne w Europie. W dzisiejszych warunkach, przy bardzo dużej niepewności ważne jest to, żeby dostosowanie fiskalne było przeprowadzane w sposób stopniowy. W roku 2010 wspólnie z Olivierem Blanchardem napisaliśmy dziesięć przykazań polityki fiskalnej. Jedno z nich brzmi: Jeśli można dostosować politykę fiskalną stabilnie i stopniowo, bez zbytniego zacieśniania, i bez zbytniego luzowania, to jest to najlepsze rozwiązanie. Przy czym nie określamy optymalnego poziomu, chociaż te 2% rocznie wydają się być tym, co statystycznie najbardziej się sprawdzało; przy ogromnych różnicach między krajami. Dzisiaj, na kolejny rok, w warunkach obniżonego poziomu aktywności gospodarczej, uważamy, że należy być świadomym ryzyka, jakie wiąże się ze zbytnim zacieśnieniem. Oczywiście opcja zerowa, czyli nierobienie niczego, absolutnie nie jest zalecana.

# Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego

Co pół roku, w kwietniu i wrześniu, Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) wydaje *Fiscal Monitor* – publikację poświęconą analizie sytuacji finansów publicznych. Ponadto, w styczniu i czerwcu prezentowane są krótkie uaktualnienia uzupełniające analizę o bieżące wydarzenia. Poniższy artykuł prezentuje wybrane aspekty opisane w jesiennym wydaniu *Fiscal Monitor* oraz w styczniowej aktualizacji. Skupia się on na krajach rozwiniętych, ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro, w której problemy fiskalne są najlepiej widoczne. Część uwagi zostanie poświęcona także krajom rozwijającym się, również w regionie Europy Środkowej i Wschodniej.

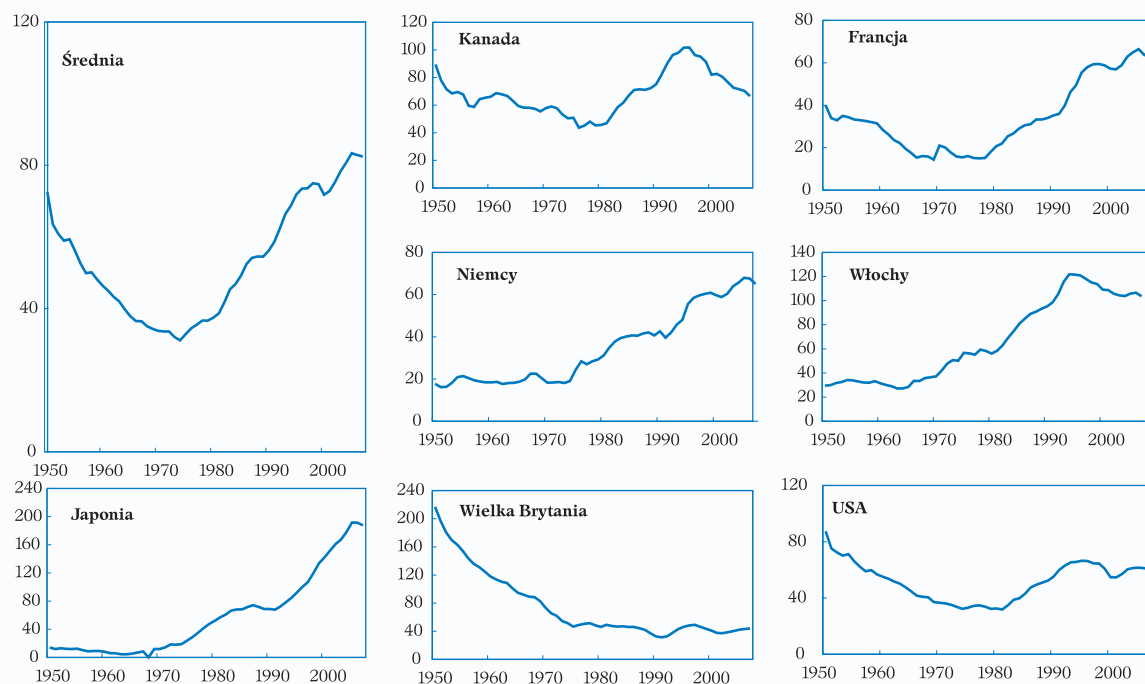
Artykuł został podzielony na cztery części:

1. Stan finansów publicznych przed kryzysem 2008 r.
2. Wpływ kryzysu na finanse publiczne
3. Strategie konsolidacji fiskalnej
4. Wnioski dla polityki fiskalnej.

## 1. Stan finansów publicznych przed kryzysem roku 2008

Na finanse publiczne przed rokiem 2008 najlepiej spojrzeć przez pryzmat wskaźnika zadłużenia (stosunku długu publicznego do PKB). Rysunek 1 przedstawia jego przebieg dla krajów G7 od lat 50. W wielu przypadkach linia ma kształt litery U. Aż do początku lat 70. stosunek długu do PKB obniżał się z wysokich poziomów, będących pozostałością II wojny światowej, by potem znów rosnąć osiągając poziom wyższy niż w latach 50. Taki scenariusz był obserwowany we Francji, Niemczech, Włoszech, Japonii oraz Stanach Zjednoczonych, podczas gdy w Wielkiej Brytanii i Kanadzie w przededniu kryzysu dług był poniżej rekordowych poziomów. Przed 2008 r. dług publiczny Wielkiej Brytanii był niski, lecz ryzyka dla stabilności finansów publicznych były ukryte w bardzo dużym sektorze finansowym. Przypadek Kanady jest z kolei

Rysunek 1. Dług sektora finansów publicznych krajów G7, 1950-2007, w proc. PKB



Źródło: IMF, *Historical Public Debt Database*; IMF, *Fiscal Monitor*, wrzesień 2011.

szczególnie adekwatny w kontekście strategii obniżania długu publicznego. Między rokiem 1995 a 2005 kraj ten zdołał zredukować stosunek długu publicznego do PKB o 40 pkt proc., co stanowi dobry przykład skutecznego stopniowego zejścia z wysokiego poziomu zadłużenia publicznego. Należy jednak pamiętać, że wysoki wzrost gospodarczy był niewątpliwie pomocny w osiągnięciu tego celu. Dzisiaj wyzwaniem dla wielu krajów rozwiniętych, zmagających się z wysokim poziomem długu, jest obniżenie go w warunkach niskiego wzrostu.

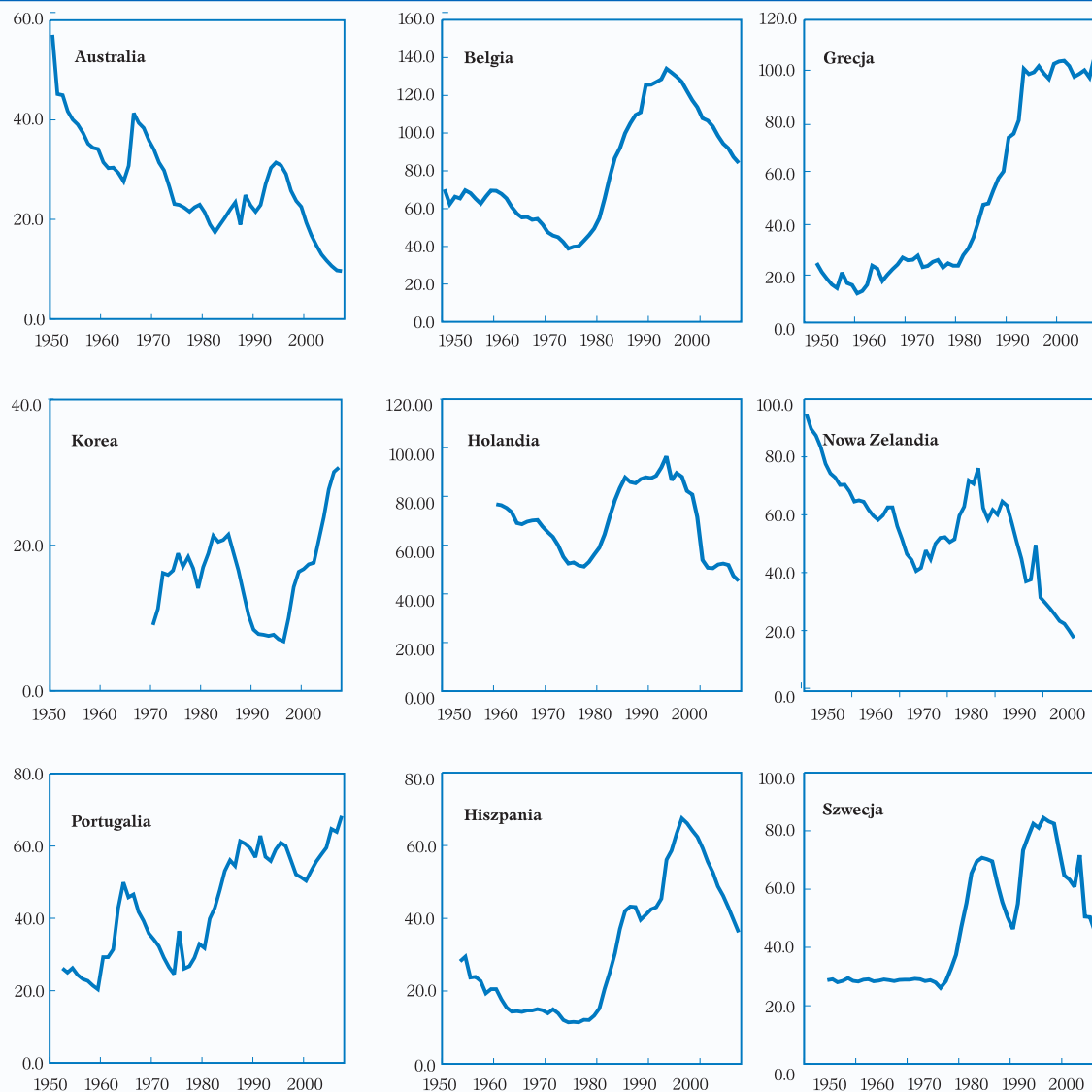
W przypadku mniejszych krajów rozwiniętych sytuacja jest bardziej zróżnicowana. W niektórych przypadkach, jak Australia i Nowa Zelandia poziom długu został obniżony trwale, w innych, jak Holandia

i Szwecja, dług był ponownie zredukowany w latach 90. W Korei dług wzrósł, lecz pozostaje na bezpiecznym poziomie poniżej 40 proc. PKB. Rysunek 2 pokazuje także rozwój sytuacji w Grecji, która już w 2007 r. miała dług w wysokości ponad 100 proc. PKB. Można zaobserwować, że generalnie świat uprzemysłowiony charakteryzował się wysokimi poziomami długu już przed kryzysem.

## 2. Wpływ kryzysu na finanse publiczne

W jaki sposób kryzys odbił się na finansach publicznych? Na rysunku 3 każdy kraj przedstawiony został jako koło, którego średnica jest proporcjonalna do wielkości PKB kraju. Na osi poziomej zaznaczo-

**Rysunek 2. Dług sektora finansów publicznych wybranych krajów rozwiniętych w latach 1950-2007, w proc. PKB**

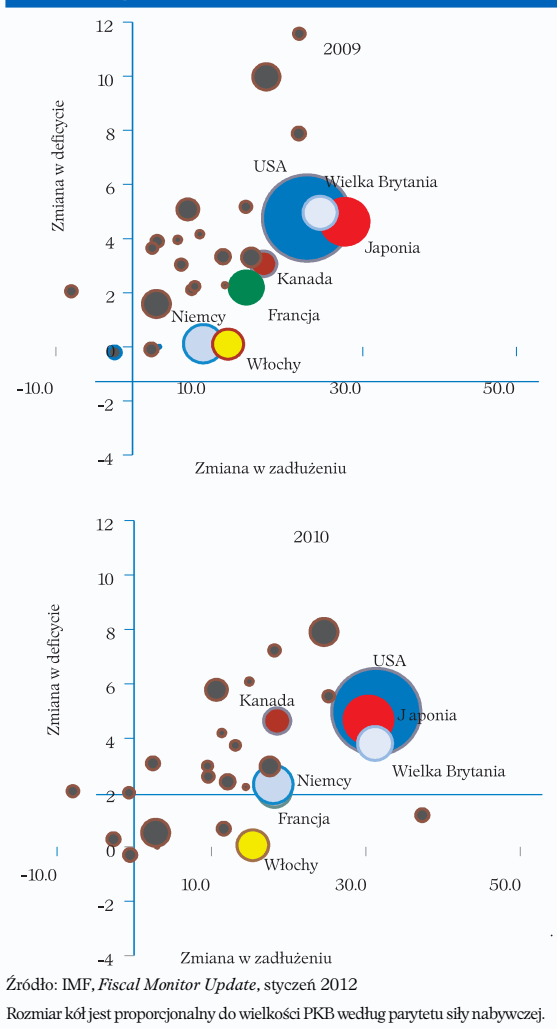


Źródło: IMF, *Historical Public Debt Database*; IMF, *Fiscal Monitor*, wrzesień 2011.

no zmianę wskaźnika zadłużenia w stosunku do roku 2007, a na osi pionowej zmiany strukturalnego deficytu sektora finansów publicznych w stosunku do PKB. Podczas gdy deficyty pogłębiły się w już w 2008 r., znaczące pogorszenie przyszło dopiero w 2009 r. Na rysunku 3 jest to odzwierciedlone w ru-

chu niemal wszystkich kół w stronę prawego górnego rogu. Średnio w latach 2007-2009 dług publiczny wzrósł o 20 proc. PKB. Choć w 2010 r. deficyty nie pogłębiły się już tak znacznie, to pozostały na wysokim poziomie, a koła przesunęły się dalej w prawo odzwierciedlając rosnące zadłużenie publiczne.

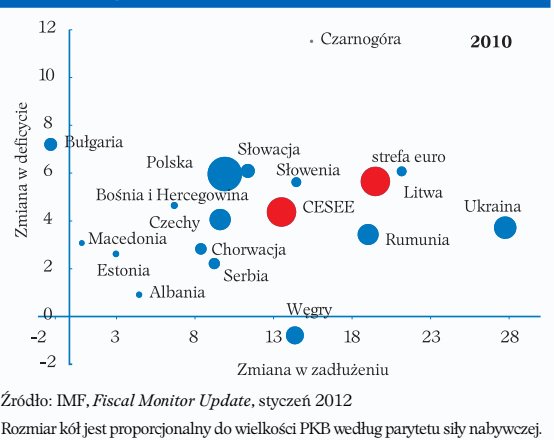
**Rysunek 3. Kraje rozwinięte: Zmiana długu publicznego i deficytu strukturalnego względem 2007 r., w proc. PKB**



Warto zauważyć, że Włochy niewiele odchyliły się od osi poziomej, co odzwierciedla fakt, że w tym kraju nie stosowano polityki fiskalnej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. Deficyt strukturalny, czyli deficyt finansów publicznych skorygowany o cykl koniunkturalny, w 2010 r. był na tym samym poziomie, co w 2007 r. Jednak, ponieważ dług był wysoki już w przededniu kryzysu, Włochy nie uniknęły problemów fiskalnych. Rysunek 4 pokazuje kraje Europy

Środkowej i Wschodniej (CESEE) i średnie wartości dla strefy euro w tej samej przestrzeni co rysunek poprzedni. Wpływ kryzysu na pozycję fiskalną krajów regionu był znaczny, choć mniejszy niż w krajach unii monetarnej. W znacznej mierze jest to skutek mniejszego spadku PKB spowodowanego przez kryzys.

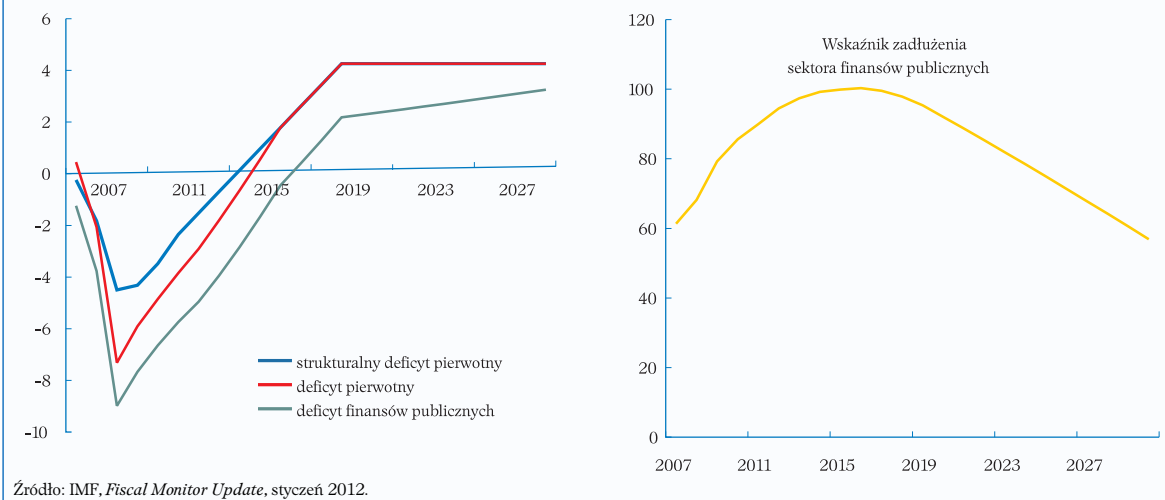
**Rysunek 4. Kraje Europy Środkowej i Wschodniej (CESEE): Zmiana długu publicznego i deficytu strukturalnego względem 2007 r., w proc. PKB**



W latach 2007-2010 dług publiczny w krajach rozwiniętych gwałtownie wzrósł: o 30 proc. PKB w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz średnio o 20 proc. PKB w strefie euro. Należy jednak pamiętać, że część tego wzrostu wynika ze spadku PKB, który zmniejszył mianownik wskaźników deficytu i zadłużenia publicznego.

Szokowy wpływ kryzysu na sytuację fiskalną w strefie euro był bardzo duży i jednym ze sposobów spójnienia na jego rozmiar jest obliczenie, jak dużym wyzwaniem jest przywrócenie stanu sprzed kryzysu. W szczególności, jak wysoka musi być strukturalna nadwyżka finansów publicznych, aby zmniejszyć

**Rysunek 5. Kraje rozwinięte: Przykładowy scenariusz dostosowania fiskalnego obniżającego dług, w proc. PKB**



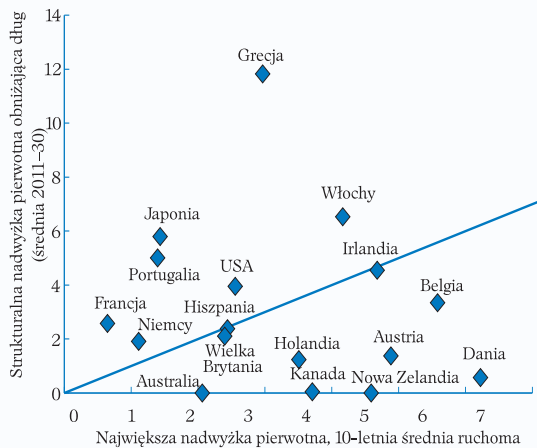
wskaźnik zadłużenia przeciętnego europejskiego kraju do poziomu 60 proc. PKB. Rysunek 5 prezentuje scenariusz, w którym dzięki konsolidacji fiskalnej cel ten może zostać osiągnięty w ciągu 20 lat. W ciągu pierwszej dekady strukturalny bilans finansów publicznych musi poprawić się z -4 do +4 proc. PKB i pozostać na tym poziomie przez kolejną dekadę. Oznacza to bardzo głęboką konsolidację o 8 pkt proc. PKB. Innymi słowy, przez pierwsze dziesięć lat bilans musi poprawiać się o prawie pkt proc. PKB rocznie, a nadwyżka wysokości 4 proc. PKB będzie musiała być utrzymana przez kolejne dziesięć lat. Po rozpoczęciu realizacji tego scenariusza w pierwszych latach dług wciąż będzie rósł w relacji do PKB, by potem systematycznie spadać do poziomu 60 proc. PKB w roku 2030. Rozmiar dostosowania potrzebnego, żeby przywrócić poziom zadłużenia sprzed kryzysu pokazuje, jak poważne wyzwanie stoi przed krajami europejskimi.

Rozważając sytuację poszczególnych krajów należy zwrócić uwagę na założenie dotyczące róż-

niczy między stopą procentową i tempem wzrostu gospodarczego, które jest kluczowe dla dynamiki wskaźnika zadłużenia. Na potrzeby rysunku 6 zastosowano połączenie projekcji wynikających z modelu oraz historycznych wartości tej różnicy. Na pionowej osi zaznaczono nadwyżkę pierwotną potrzebną, aby obniżyć zadłużenia do poziomu 60 proc. PKB w 2030 r. Oś pozioma pokazuje największą średnią 10-letnią nadwyżkę pierwotną, jaką dany kraj wypracował po roku 1970. Kraje poniżej niebieskiej linii historycznie osiągnęły nadwyżkę, która aktualnie jest potrzebna do redukcji zadłużenia, zgodnie z zarysowanym wcześniej scenariuszem. Kraje poniżej linii w badanym okresie nie zacieśniały polityki fiskalnej w takim stopniu. Nie oznacza to, że nie były lub nie są w stanie tego osiągnąć, ale pokazuje, że dzisiejsze wyzwanie jest o wiele większe niż dotychczasowe. Pomijając Grecję, która znacznie odstaje od pozostałych krajów oraz Japonię (dla której przyjęto cel 80 zamiast 60 proc. długu w stosunku



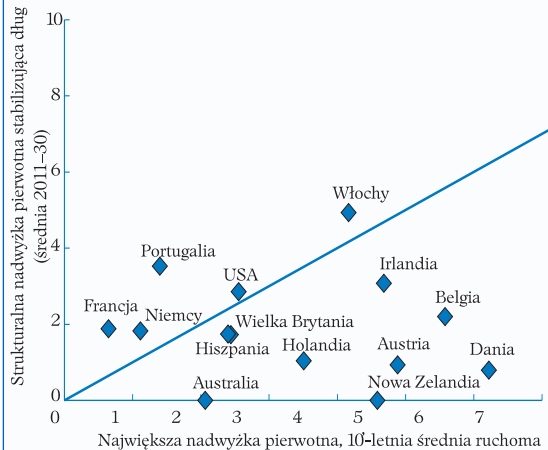
**Rysunek 6. Bilans strukturalny konieczny do obniżenia wskaźnika zadłużenia, w proc. PKB**



Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012; obliczenia własne.

Dla każdego kraju rozwiniętego na rysunku pokazano: na osi poziomej – największą średnią 10-letnią nadwyżkę pierwotną osiągniętą po 1970 r.; na osi pionowej – średni poziom strukturalnej nadwyżki pierwotnej, którą dany kraj musi osiągnąć w latach 2011–2030, aby zredukować poziom zadłużenia do 60 proc. PKB biorąc pod uwagę endogeniczny i dynamiczny wpływ poziomu długu na różnicę między tempem wzrostu gospodarczego a oprocentowaniem długu. Dla długu Japonii przyjęto cel 80 proc. PKB. Dla krajów o współczynniku zadłużenia poniżej 60 proc. PKB celem jest utrzymanie tego poziomu.

**Rysunek 7. Bilans strukturalny konieczny do ustabilizowania wskaźnika zadłużenia, w proc. PKB**



Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012; obliczenia własne.

Dla każdego kraju rozwiniętego na rysunku pokazano: na osi poziomej – największą średnią 10-letnią nadwyżkę pierwotną osiągniętą po 1970 r.; na osi pionowej – średni poziom strukturalnej nadwyżki pierwotnej, którą dany kraj musi osiągnąć w latach 2011–2030, aby ustabilizować poziom zadłużenia biorąc pod uwagę endogeniczny i dynamiczny wpływ poziomu długu na różnicę między tempem wzrostu gospodarczego a oprocentowaniem długu. Dla krajów o współczynniku zadłużenia poniżej 60 proc. PKB celem jest utrzymanie tego poziomu.

do PKB), Irlandia, Włochy, Portugalia oraz Stany Zjednoczone będą musiały dokonać dostosowania głębszego niż w ubiegłych dziesięcioleciach. Rysunek 7 pokazuje wielkość koniecznego dostosowania fiskalnego w kontekście historycznych epizodów konsolidacji. Tym razem celem nie jest jednak obniżenie poziomu długu, a jedynie jego stabilizacja. W przypadku Irlandii i Włoch wyzwanie jest porównywalne do tych, którym kraje te sprostały w przeszłości. Chociaż wciąż wiele krajów znajduje się powyżej niebieskiej linii, stabilizacja długu jest w widoczny sposób łatwiejsza niż jego obniżenie. Zadanie jest jeszcze trudniejsze, jeżeli zejście z wysokich poziomów zadłużenia ma nastąpić szybko. Okres dwudziestu lat nie wydaje się krótki. Mniej więcej tyle trwało obniżenie długów

po II wojnie światowej. Pamiętajmy jednak, że ówczesna redukcja długów odbywała się w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego. Można zatem oczekiwać, że tym razem wysoki poziom zadłużenia publicznego będzie nam towarzyszył jeszcze długi czas.

### 3. Strategie konsolidacji fiskalnej

Jakie jest optymalne tempo konsolidacji fiskalnej? Istnieje interesująca zależność między zacieśnieniem fiskalnym a przekonaniem rynków finansowych o wypłacalności rządu; między konsolidacją a potrzebą podtrzymania wzrostu gospodarczego lub przynajmniej nieprzeciążaniem gospodarki restrykcyjną polityką fiskalną.

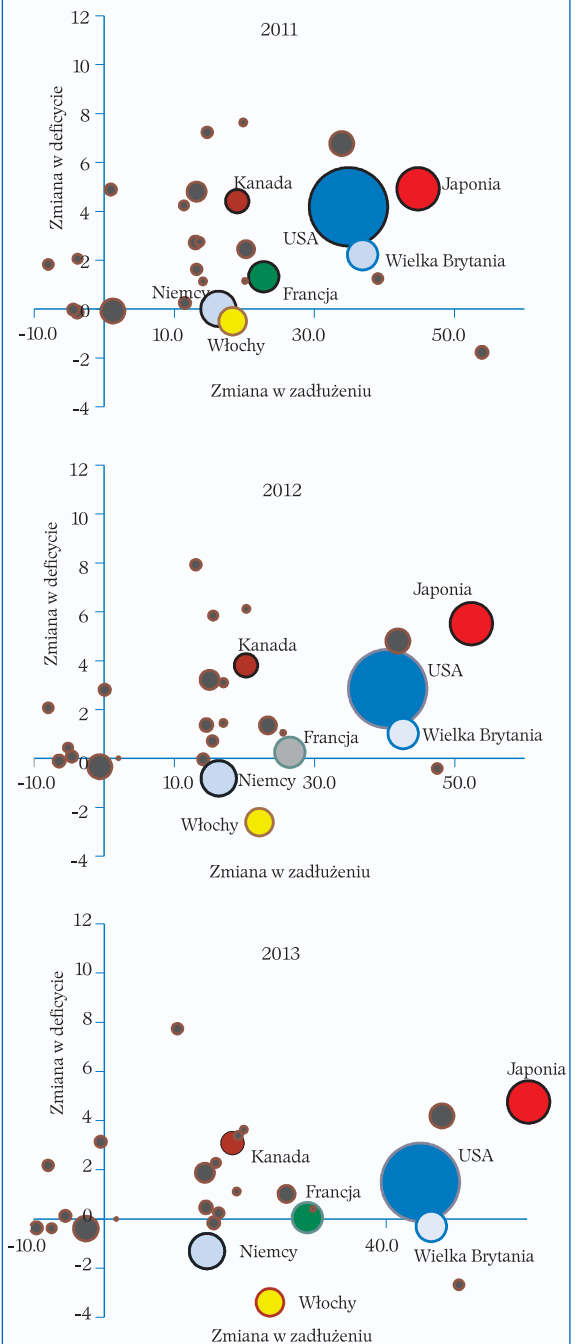
Na rysunku 8 przedstawiono aktualną sytuację fiskalną dużych krajów rozwiniętych. W 2011 r., gdy wiele krajów rozpoczęło działania konsolidacyjne, deficyty obniżyły się, lecz wielkość długów publicznych w relacji do PKB wciąż rosła. Wnioskując na podstawie uchwalonych budżetów i już podjętych działań zacieśnienia fiskalne ma przyspieszyć w 2012 r. Co do roku 2013, prognozy są obciążone dużą dozą niepewności.

W Stanach Zjednoczonych, które notują jeden z najwyższych deficytów, jeżeli tymczasowe zapisy luzujące politykę fiskalną wygasną, zacieśnienie w 2012 r. sięgnie 2 proc. PKB i będzie największym jednorocznym zacieśnieniem w tym kraju w ostatnich czterech dekadach. MFW prognozuje jednak, że ten scenariusz nie zostanie zrealizowany i wprowadzone zostaną środki wspierające wzrost. W szczególności, prognozy zakładają, że zasiłki dla długotrwale bezrobotnych zostaną utrzymane, podobnie jak wprowadzone w 2009 r. ulgi w podatkach od wynagrodzeń. Uwzględniając te środki, deficyt w USA zostanie ograniczony o 1,25 proc. PKB w 2012 r. a w roku 2013 oczekiwana jest kontynuacja.

Japonia jest jedynym dużym krajem, w którym deficyt finansów publicznych zwiększy się w 2012 r. Włochy natomiast planują poprawić strukturalne saldo finansów aż o 4 proc. PKB względem 2010 r.

Do 2013 roku sytuacja w Europie Środkowej i Wschodniej powinna być lepsza niż w strefie euro. Średni deficyt obniży się prawie do poziomu z 2007 r., a przyrost długu będzie prawie o połowę mniejszy niż w strefie euro.

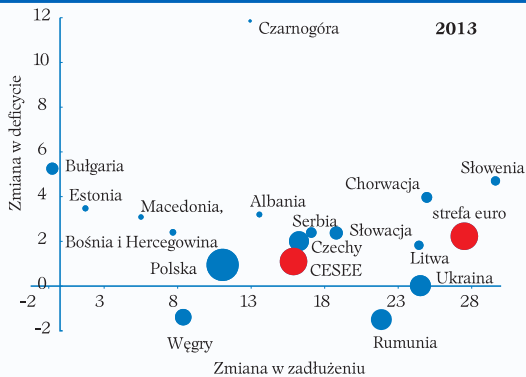
**Rysunek 8. Kraje rozwinięte: Zmiana długu publicznego i deficytu strukturalnego względem 2007 r., w proc. PKB**



Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012.

Rozmiar kół jest proporcjonalny do wielkości PKB według parytetu siły nabywczej.

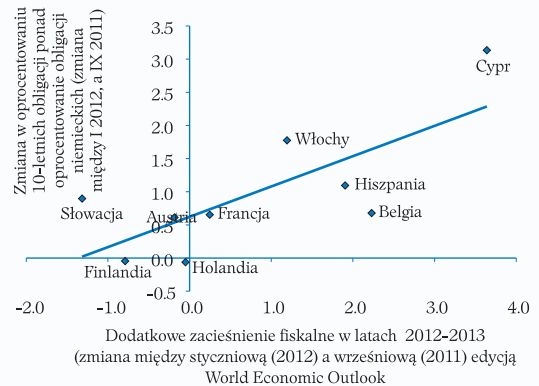
**Rysunek 9. Kraje Europy Środkowej i Wschodniej (CESEE): Zmiana długu publicznego i deficytu strukturalnego względem 2007 r., w proc. PKB**



Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012.

Rozmiar kół jest proporcjonalny do wielkości PKB według parytetu siły nabywczej.

**Rysunek 10. Dodatkowe zacieśnienie fiskalne i zmiany rentowności 10-letnich obligacji**



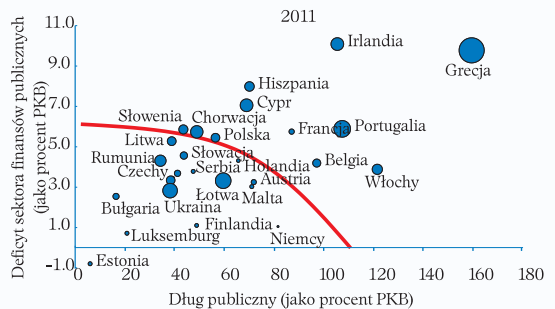
Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012.

Zacieśnianie fiskalne jest zatem widoczne, szczególnie w krajach, które znajdują się pod presją rynków. Problemem jest jednak to, że kraje, które ponoszą duży koszt konsolidacji, nie widzą pozytywnych efektów tych działań. Rysunek 10 pokazuje, jak kraje zmieniły planowane deficyty finansów na lata 2012 i 2013 od czasu publikacji wrześniowego *Fiscal Monitor*, oraz oprocentowanie 10-letnich obligacji w relacji do obligacji niemieckich. Okazuje się, że kraje, których dług ma wyższą rentowność to te same, które przyspieszyły działania konsolidacyjne. Można przypuszczać, że przyczyną takich decyzji jest próba obniżenia kosztu obsługi swojego zadłużenia. Rozczarowujący musi być zatem dla nich fakt, że mimo konsolidacji fiskalnej, oprocentowanie nie spada albo wręcz rośnie.

Analizując powyższe obserwacje należy unikać dwóch błędnych interpretacji. Pierwszą jest twierdzenie, że sytuacja fiskalna nie ma znaczenia. Choć kraje naprawiające sytuację fiskalną mogą nie

widzieć nagrody w postaci niższych rentowności papierów skarbowych, to – jak pokazuje rysunek 11 – jest to przedwczesny wniosek. Na osiach zaznaczone są wskaźniki deficytu finansów i długu publicznego, a każdy kraj jest przedstawiony przez koło, którego średnica jest proporcjonalna do różnicy między rentownościami jego długoterminowych obligacji i 10-letnich obligacji niemieckich. Na rysunku pokazano, że wszystkie duże koła reprezentu-

**Rysunek 11. Fundamenty fiskalne mają znaczenie**



Źródło: IMF, *Fiscal Monitor Update*, styczeń 2012.

Rozmiar kół jest proporcjonalny do różnicy między oprocentowaniem długoterminowych obligacji skarbowych danego kraju, a oprocentowaniem 10-letnich obligacji niemieckich.

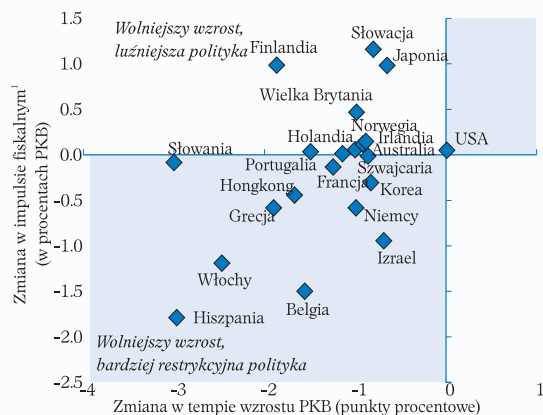
jące kraje strefy euro znajdują się powyżej czerwonej linii. Jednocześnie, powyżej linii znajdują się też pojedyncze małe koła, co może świadczyć o tym, że zła sytuacja fiskalna jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym, by rentowności rosły.

Obraz jest nieco inny dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Nawet poniżej czerwonej linii znalazły się koła o dość dużej średnicy, co może potwierdzać powszechny pogląd, że ocena wypłacalności krajów rozwijających się jest bardziej wrażliwa na sytuację fiskalną niż w krajach rozwiniętych.

Drugą błędną interpretacją, której należy unikać, jest twierdzenie, że sytuacja fiskalna to jedyny czynnik, który decyduje o ocenie kraju. Podążając tym tokiem rozumowania można by wnioskować, że skoro zacieśnienie fiskalne nie obniża rentowności, to należy tę politykę zintensyfikować. Może to doprowadzić do sytuacji, w której polityka fiskalna stanie się procykliczna. Negatywny wpływ restrykcyjnej polityki fiskalnej na PKB i, co za tym idzie, na wskaźnik zadłużenia i deficytu może skłonić decydentów do głębszego zacieśnienia wtłaczając gospodarkę w szkodliwą pętlę.

Na rysunku 12 pozioma oś pokazuje zmianę prognozy wzrostu PKB w 2012 r. między wrześniową publikacją *World Economic Outlook*, a styczniową aktualizacją. Oś pionowa natomiast wyznacza zmianę prognozowanego strukturalnego bilansu finansów publicznych w tym samym czasie. Kolorowy prostokąt zaznacza obszar, w którym prognozowany wzrost gospodarczy jest wolniejszy, a impuls fiskalny silniejszy, czyli obszar gdzie polityka fiskalna jest bardziej procykliczna niż było to prognozowane wcześniej.

**Rysunek 12. Kraje rozwinięte: Zmiana impulsu fiskalnego i tempa realnego PKB, 2012 r., proc.**



Źródło: Szacunki i projekcje MFW.

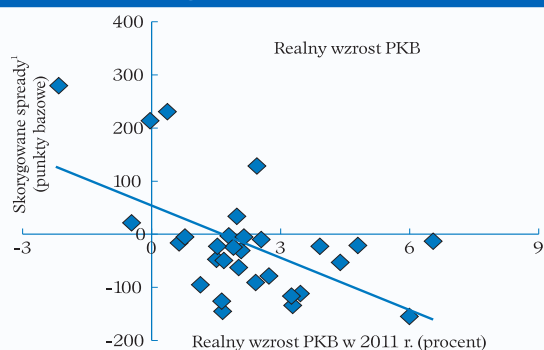
Zmiany we wzroście i impulsie fiskalnym odnoszą się do różnicy między danymi ze styczniowego (2012) a wrześniowego (2011) IMF *Fiscal Monitor*. Zacienione prostokąty zaznaczają obszary, gdzie polityka jest bardziej procykliczna niż oczekiwano.

<sup>1</sup> Impuls fiskalny jest zdefiniowany jako różnica między strukturalnym deficytem pierwotnym w roku 2011 i 2012 r. Ujemna wartość oznacza zacieśnienie.

Jeżeli zacieśnienie fiskalne jest normalną i poprawną reakcją na wzrost rentowności, dlaczego taka polityka nie przynosi oczekiwanej poprawy? Problem może leżeć w wyborze strategii ograniczenia deficytu. Jeżeli zacieśnienie jest zbyt mocne, spada zagregowany popyt i wzrost PKB zwalnia, a to z kolei wywołuje obawy rynku o perspektywę gospodarki. Okazuje się, że inwestorzy śledzą nie tylko sytuację fiskalną, ale martwi ich także spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Rysunek 13 pokazuje zjawisko opisane powyżej. Pozioma oś wyznacza wzrost gospodarczy w poszczególnych krajach w 2011 r., a pionowa średnie wysokości spreadów *Credit Default Swap* (CDS) skorygowane o wpływ szeregu innych czynników. Widoczna ujemna zależność oznacza, że kraje, które rozwijają się wolniej są uznawane za bardziej ryzykowne.

**Rysunek 13. Realny wzrost PKB i skorygowane spready CDS**

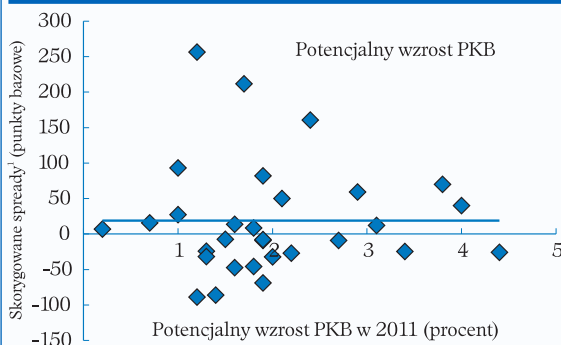


Źródło: Szacunki i projekcje MFW.

Skorygowane spready to spready 5-letnich CDS obniżone o wartości dopasowane wynikające z regresji 5-letnich spreadów 31 krajów rozwiniętych objaśnianych wskaźnikiem zadłużenia, wielkością długu trzymaną przez krajowe i zagraniczne banki centralne (jako proc. PKB), deficyt pierwotny (dla krajów strefy euro; także jako proc. PKB), inflację oraz realny wzrost PKB. Jak wyjaśniono poniżej, jeden z regresorów został pominięty dla wyliczenia wartości skorygowanej. Więcej informacji (w języku angielskim): <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/111811.htm>

<sup>1</sup> Wpływ realnego wzrostu PKB został usunięty z wartości dopasowanej, aby otrzymać skorygowaną wartość spreadów.

**Rysunek 14. Wzrost potencjalnego PKB i skorygowane spready CDS**



Źródło: Szacunki i projekcje MFW.

Skorygowane spready to spready 5-letnich CDS obniżone o wartości dopasowane wynikające z regresji 5-letnich spreadów 31 krajów rozwiniętych objaśnianych wskaźnikiem zadłużenia, wielkością długu trzymaną przez krajowe i zagraniczne banki centralne (jako proc. PKB), deficyt pierwotny (dla krajów strefy euro; także jako proc. PKB), inflację oraz realny wzrost PKB. Więcej informacji (w języku angielskim): <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/111811.htm>

<sup>1</sup> skorygowana wartość spreadów otrzymano przez odjęcie wartości dopasowanych wynikających z regresji od obserwowanych wartości spreadów.

Istnienie takiej zależności jest dla mnie, jako ekonomisty, niepokojące. Choć wzrost gospodarczy jest bardzo ważny dla sytuacji fiskalnej, to inwestorzy powinni zwracać większą uwagę na wzrost

potencjalny niż na krótkookresowe wahania. Naturalnie, w roku, w którym rząd zacieśnia politykę fiskalną (jak w 2011), wskaźnik zadłużenia może wzrosnąć, jeżeli na skutek efektu mnożnikowego PKB spadnie. Okazuje się jednak, że rynki mimo to śledzą raczej krótkookresowy wzrost i w 2011 r. praktycznie nie było zależności między potencjalnym wzrostem (szacowanym na różne sposoby), a wysokością spreadów. Można to tłumaczyć szeregiem czynników. Być może w warunkach niepewności inwestorzy stają się krótkowzroczni. Nie wierzą, że po okresie zacieśnienia wzrost przyspieszy lub myślą, że jeżeli restrykcyjna polityka doprowadzi do znacznego spadku PKB, dostosowanie fiskalne zostanie porzucone z powodów politycznych. Być może obserwowane zależności są specyficzne dla aktualnej niepewnej sytuacji rynkowej, niemniej rynki reagują na krótko-, a nie długookresowe perspektywy PKB. Znajduje to potwierdzenie w komunikacie agencji Standard and Poor's po tym, jak 13 stycznia 2012 r. ratingi kilku europejskich krajów zostały obniżone: „... wierzymy, że proces reform oparty jedynie na zacieśnianiu fiskalnym może być nieskuteczny, ponieważ popyt wewnętrzny spada wraz z rosnącym niepokojem konsumentów o zatrudnienie oraz malejącymi dochodami, które z kolei obniżają wpływy podatkowe”.

Bardziej sformalizowana analiza pozwala zobaczyć ten mechanizm z większą dokładnością. Należy pamiętać, że nie jest to opis wyjaśniający, jak te zależności wyglądały kiedyś, albo jak będą wyglądały w przyszłości, a jedynie pokazujący to zjawisko w 2011 r. Na potrzeby poniższej analizy zastosowano regresję przekrojową opartą na 31 obserwacjach sięgających 2009 r. (tabela 1).

**Tabela 1. Determinanty spreadów CDS – analiza przekrojowa, 2011 r.**

ZMIENNE NIEZALEŻNE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Stosunek długu publicznego do PKB 2011 r.	0.0159** (2.6970)	0.0137** (2.6430)	0.0149*** (3.9570)	0.0149*** (4.0630)	0.0150*** (4.1220)
Bilans pierwotny sektora finansów publicznych w stosunku do PKB 2011 r. (dla krajów strefy euro)	-0.206*** (-3.708)	-0.202*** (-3.325)	-0.188*** (-3.288)	-0.186*** (-3.661)	-0.191*** (-3.821)
Realy wzrost PKB 2011 r.	-0.212*** (-3.260)	-0.190** (-2.711)	-0.207*** (-3.361)	-0.209*** (-3.501)	-0.200*** (-3.684)
Realy wzrost PKB 2011 r. do kwadratu	0.0084 (0.4930)	0.0176 (1.6170)	0.0192* (1.7270)	0.0198* (1.9340)	0.0198* (1.8970)
Dług trzymany przez krajowe i zagraniczne banki centralne w stosunku do PKB	-0.0262 (-1.473)	-0.0244 (-1.430)	-0.0285* (-2.020)	-0.0279* (-1.986)	-0.0321*** (-2.800)
Stopa inflacji 2011 r.	0.294** (2.5930)	0.311*** (2.9390)	0.324*** (3.6100)	0.322*** (3.7310)	0.304*** (3.8350)
Bieżąca zdyskontowana wartość wydatków na opiekę zdrowotną w stosunku do PKB 2010 r.	-0.00244 (-0.883)	-0.00149 (-0.579)	-0.00157 (-0.614)	-0.00168 (-0.658)	
Bieżąca zdyskontowana wartość wydatków związanych z systemem emerytalnym w stosunku do PKB 2010 r.	-0.000412 (-0.0985)	0.0000268 (0.0065)	-0.00039 (-0.104)		
Bilans pierwotny sektora finansów publicznych do PKB 2014 r. dla krajów strefy euro	0.0721 (0.7060)	0.0516 (0.4880)			
Wzrost produktu potencjalnego 2011-16	0.2470 (1.1710)				
Stała	2.704*** (4.0750)	3.089*** (5.5140)	3.061*** (5.8660)	3.054*** (5.9680)	2.984*** (6.3010)
Liczba obserwacji	31.0000	31.0000	31.0000	31.0000	31.0000
R-kwadrat	0.78	0.77	0.77	0.77	0.76

Statystyki t w nawiasach \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Zmienną zależną jest wysokość spreadów 5-letnich CDS, a zmiennymi niezależnymi – szereg fiskalnych i niefiskalnych wskaźników. Pierwsze dwa wiersze kolumny potwierdzają, że sytuacja fiskalna ma znaczenie i wpływa na spready w kierunku zgodnym z oczekiwaniami – tam, gdzie wskaźnik zadłużenia jest mniejszy, a pozycja fiskalna mocniejsza, tam spready są niższe. Ale w tabeli są też inne statystycznie istotne zmienne. Wzrost PKB został wprowadzony do równania w sposób nieliniowy – w formie kwa-

dratowej. Zgodnie z intuicją, wyższy wzrost PKB obniża spready. Dodatni znak, przy kwadracie wzrostu może sugerować, że bardzo wysoki wzrost gospodarczy może odwrócić tę zależność, jednak tak wysoki jego poziom nie jest obserwowany w badanej próbie, dlatego nie zmienia to wniosków z analizy, a jedynie pokazuje charakter nieliniowości.

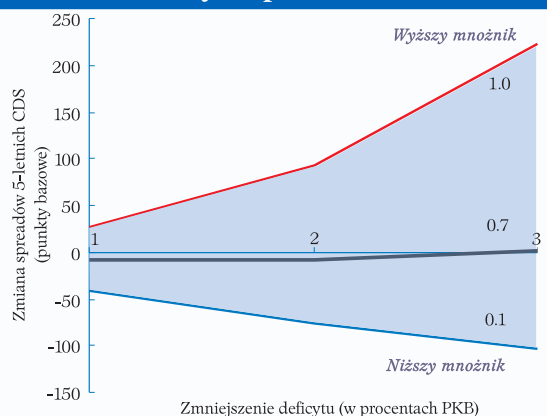
Co te wyniki mówią o efektach zacieśnienia fiskalnego? Rysunek 15 prezentuje implikowaną przez po-



wyższą regresję zależność między dostosowaniem fiskalnym a zmianami spreadów. W zależności od założonego mnożnika polityki fiskalnej, przedstawione zostały różne efekty obniżenia deficytu. Okazuje się, że istnieją kombinacje mnożnika i stopnia zacieśnienia fiskalnego, dla których spready wzrosną zamiast spadać. Jeżeli zacieśnienie jest silne, a mnożnik dostatecznie duży, PKB spada na tyle mocno, że efektem jest spadek wiarygodności kraju. Potwierdza to tezę, że strategia dostosowania fiskalnego oparta jedynie na obniżaniu deficytu może być nieskuteczna. Tam, gdzie to możliwe, polityka fiskalna powinna być zacieśniana w sposób stopniowy. Gwałtowny spadek popytu publicznego może skutkować wzrostem spreadów tam, gdzie wzrost jest słaby lub mniejszą redukcją spreadów niż miałyby miejsce, gdyby zacieśnianie było stopniowe. Istotne jest zatem, aby unikać na tyle silnego zacieśniania, że brak widocznych efektów tworzyłby wrażenie nieskuteczności i mógł doprowadzić do porzucenia konsolidacji w ogóle. Oczywiście, niektóre kraje nie mają przestrzeni fiskalnej i muszą obniżać deficyt agresywnie. Niestety, jak zostanie pokazane poniżej, strategia oparta wyłącznie na zacieśnieniu fiskalnym może napotkać na problemy.

Jakie inne wnioski płyną z analizy regresji? Okazuje się, że sposób finansowania długu jest bardzo istotny. Współczynnik przy zmiennej reprezentującej wielkość długu w posiadaniu krajowych lub zagranicznych banków centralnych w stosunku do PKB ma ujemny znak. Innymi słowy, im więcej obligacji znajduje się w posiadaniu banków centralnych, tym niższe spready CDS. Warto odnotowania jest fakt, że współczynnik ten ma wyższą wartość bezwzględną niż współczynnik przy zmiennej odpowiadającej wskaźnikowi zadłużenia. Oznacza

**Rysunek 15. Dostosowanie fiskalne i zmiany w spreadach CDS**



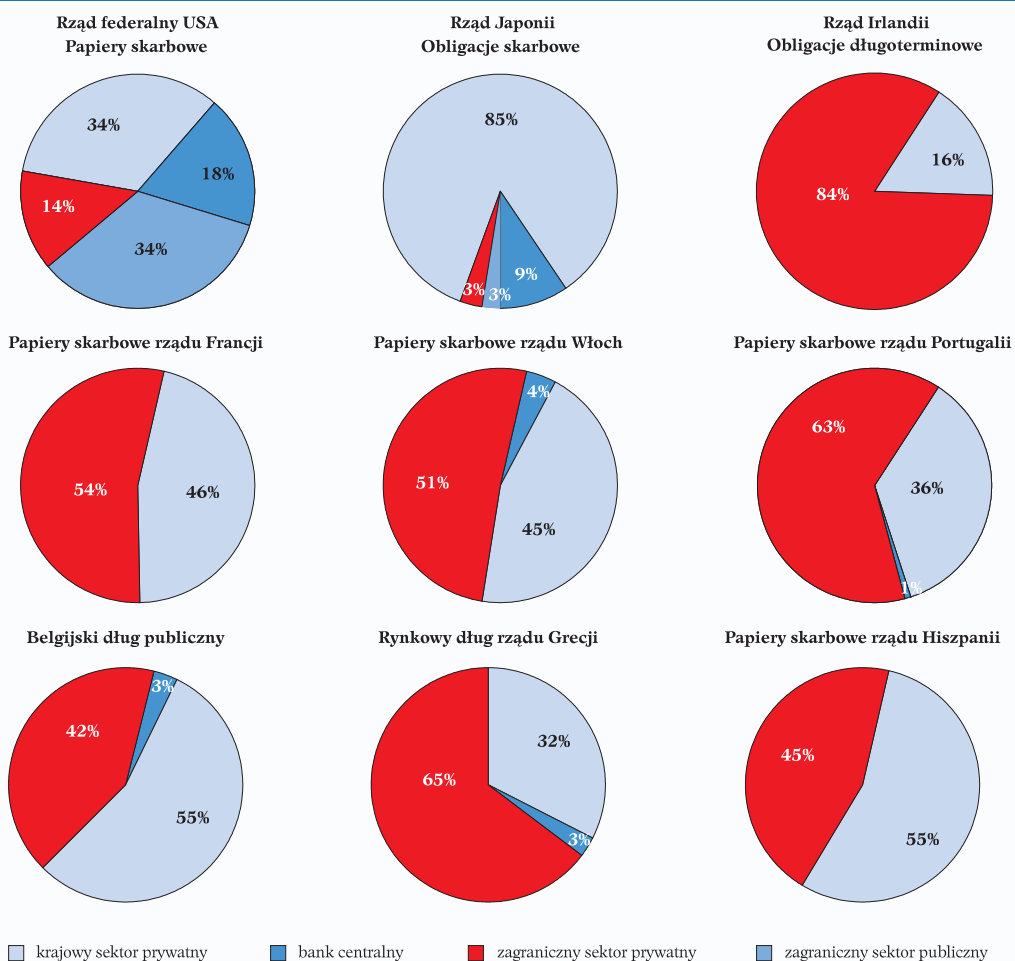
Źródło: Szacunki i projekcje MFW.

Rysunek ilustruje związek między zacieśnieniem fiskalnym, a zmianami w spreadach CDS wynikający z regresji. Zależność prezentowana jest na przykładzie reprezentatywnego kraju zadłużeniu 100 proc. PKB, deficycie pierwotnym 3,5 proc. PKB i wzroście gospodarczym wysokości 1,5 proc. Każda linia pokazuje zależność przy różnych założeniach co do wielkości mnożnika wydatkowego. Dla dużych impulsów fiskalnych większy mnożnik osłabia albo wręcz odwraca wpływ niższego deficytu i długu na spready CDS.

to, że efekt skupienia obligacji z rynku przez bank centralny ma mocniejszy wpływ na spready CDS niż zmniejszenie współczynnika zadłużenia o taką samą wielkość. Można przypuszczać, że dzieje się tak dlatego, że aktywny bank centralny dostarczając płynność zwiększa zaufanie do kraju. Ktoś mógłby spytać, czemu w takim razie nie finansować długu przez dodruk pieniądza. Niestety, kolejny wiersz tabeli 1 pokazuje, że stopa inflacji także jest istotna. Finansowanie długu przez bank centralny jest skuteczne tak długo, jak długo nie zwiększa inflacji, która obniża wiarygodność waluty. Zależność spreadów CDS od sposobu finansowania w dużym stopniu tłumaczy, dlaczego aktualnie w niektórych krajach koszt obsługi długu nie rośnie, mimo bardzo złej pozycji fiskalnej.

Na rysunku 16 zaprezentowano strukturę finansowania długu publicznego w kilku krajach. Czerwonym kolorem zostało zaznaczone najbardziej wra-

**Rysunek 16. Źródła finansowania długu publicznego: wierzyciele**



Dla Irlandii, Francji, Włoch, Portugalii, Grecji i Hiszpanii dług prywatny nierezidentów zawiera dług trzymany przez Europejski Bank Centralny.

źliwe źródło finansowania – zagraniczny sektor prywatny. W Stanach Zjednoczonych jego udział sięga jedynie 14 proc. całości, podczas gdy aż 34 proc. jest w posiadaniu zagranicznych banków centralnych, a kolejne 20 proc. – Rezerwy Federalnej. Pomijając część absorbowaną przez system emerytalny, tylko połowa obligacji skarbowych jest przedmiotem obrotu na rynku. Z kolei w Japonii niemal cały dług jest sprzedawany krajowym instytucjom finansowym. Okazuje się, że tak długo jak rządowy dług jest kupowany przez krajowych

inwestorów lub krajowe i zagraniczne banki centralne, rentowności nie powinny gwałtownie rosnąć. Sposób finansowania jest zatem bardzo istotny.

Nie uważam, że finansowanie długu publicznego powinno płynąć koniecznie z banków centralnych. W Europie toczy się dyskusja na temat stworzenia dostatecznie dużej tzw. zapory ogniowej – funduszu, który osłabiłby mechanizm niepożądanego wpływu zacieśnienia fiskalnego na rentowności. Sama konsolidacja fiskalna w krajach pod presją rynku mo-



że okazać się niewystarczająca dla powodzenia procesu naprawy finansów publicznych.

#### 4. Wnioski dla polityki fiskalnej

Przede wszystkim, podczas gdy zarówno Stany Zjednoczone, jak i Japonia notują bardzo wysoki deficyt i dług publiczny, rentowności ich papierów skarbowych są niskie. W dużym stopniu można to wyjaśnić sposobem finansowania długu. Kluczowym pytaniem jest, jak dług taki stan może trwać? Choć aktualnie może to nie być największe zmartwienie, jako że wszystkie oczy zwrócone są na Europę, jednak sytuacja fiskalna USA i Japonii jest niekorzystna. Fakt ten nie stanowi zagrożenia dopóty, dopóki zagraniczne banki centralne przestrzegają amerykańskiego dolara jako walutę rezerwową i dopóki japońskie banki nie będą dywersyfikowały swoich portfeli. Taki stan może trwać jeszcze długo i miejmy nadzieję, że tak będzie, aby kraje te miały czas na stopniowe dostosowanie fiskalne. Nie ulega wątpliwości, że USA i Japonia powinny przedstawić klarowną średnioterminową strategię fiskalną, jednak wciąż żaden tego nie uczynił.

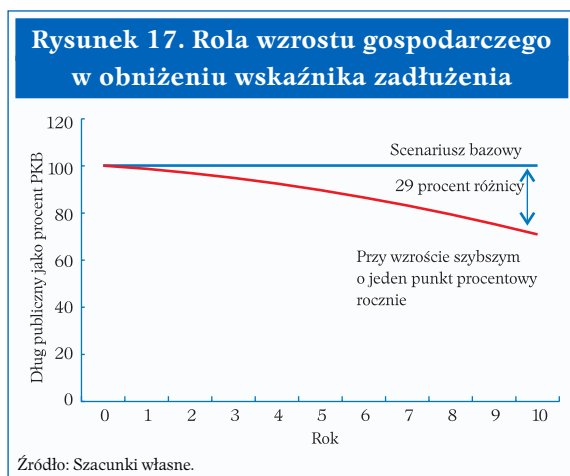
Stany Zjednoczone nie opracowały średnioterminowego planu konsolidacji fiskalnej, który byłby zatwierdzony przez Kongres. Nie ma nawet planu, który byłby popierany przez dwie największe partie. Japonia ma taki plan, ale nie należy on do szczególnie ambitnych, ani nie został wsparty konkretnymi działaniami. Jeżeli zostanie wprowadzony, wskaźnik zadłużenia ustabilizuje się dopiero w 2020 r. na poziomie 260 proc. PKB, a wskaźnik długu publicznego netto na poziomie 170

proc. PKB. To są nieprzyjemnie duże liczby i szybsza ścieżka redukcji długu może być niezbędna. Z jednej strony w krótkim okresie oba kraje powinny prowadzić na tyle elastyczną politykę, aby nie zdusić słabego wzrostu gospodarczego, a z drugiej strony, realizacja przejrzystej średnioterminowej strategii konsolidacji fiskalnej jest niezbędna, aby obniżyć wskaźniki zadłużenia. Dodatkowo należy pamiętać o rosnących zobowiązaniach wynikających z kosztów opieki zdrowotnej i świadczeń emerytalnych, które wykraczają poza zakres tego tekstu, ale są poważnym problemem w większości krajów rozwiniętych.

Europa potrzebuje uzdrowienia swojej sytuacji fiskalnej, szczególnie w krajach, które są słabe i znajdują się pod presją rynku. Niektóre rządy muszą przeprowadzić zacieśnienie oparte na bardzo gwałtownych działaniach i te starania są widoczne. Szacujemy, że w latach 2011–2020 deficyt strukturalny Włoch musiałby poprawić się o 6 pkt PKB, aby do 2030 r. dług publiczny obniżył się do 60 proc. PKB. Jednocześnie projekcje pokazują, że większość tego dostosowania (5,6 proc. PKB) zostanie osiągnięta do 2013 r. Korekcja polityki fiskalnej postępuje szybko, ale jak pokazano wcześniej taka strategia może być niewystarczająca, jeżeli nie chce się zdusić wzrostu. Dlatego tym, co jest rzeczywiście potrzebne są reformy strukturalne podnoszące potencjał gospodarki.

Rysunek 17 pokazuje, jak istotny jest wzrost gospodarczy dla sytuacji fiskalnej. Spójrzmy na przeciętny europejski kraj, gdzie poziom długu publicznego sięga 100 proc. PKB, a stosunek podatków do PKB wynosi około 40 proc. Podniesienie tempa wzrostu gospodarczego o punkt procentowy

i oszczędzenie dodatkowych przychodów z tego tytułu daje zmniejszenie stosunku długu do PKB o niemal 30 pkt proc. w ciągu 10 lat. Wzrost gospodarczy może rozwiązać dużą część naszych problemów fiskalnych.



Gospodarki muszą się reformować, aby rosnąć szybciej i dlatego reformy strukturalne są częścią strategii rządów Włoch i Hiszpanii. Oczywiście, to nie jest łatwe zadanie i, jak pokazuje przykład Włoch, liberalizacja jest dużo bardziej kontrowersyjna i wywołuje większy sprzeciw niż cięcia budżetowe.

Kolejną istotną kwestią jest ochrona sektora bankowego. MFW od dawna nawołuje do wzmocnienia kapitałów europejskich banków, aby nie nastąpiło wstrzymanie kredytu dla gospodarki. Jeżeli wzrost gospodarczy jest ważnym aspektem strategii dostosowania fiskalnego, banki muszą mieć możliwość kredytowania sektora prywatnego. Jednocześnie, naprawa sytuacji fiskalnej pomaga bankom, bo wzmacnia ich aktywa, których część stanowi dług publiczny.

Ostatnim i bardzo istotnym aspektem jest zapewnienie dostatecznego wsparcia krajom, które na-

prawiają swoją sytuację fiskalną. Tak ja wspomniano wcześniej, adekwatne zapory ogniowe są kluczowe dla powodzenia konsolidacji. W przemówieniu, które dyrektor zarządzająca MFW Lagarde wygłosiła 25 stycznia w Londynie, padły słowa, że choć włączenie środków EFSF do ESM wciąż jest kontrowersyjne, jest to krytyczny krok, aby obniżyć rentowności obligacji krajów, które konsolidują swoje finanse.



# 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
- 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 gospodarke
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	<i>Credit crunch</i> w Polsce?
106	System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109	Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110	Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111	Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112	Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113	Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114	Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115	Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116	Zróznicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie116.
117	Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118	Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119	Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach-córkach w Polsce
120	Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego