

**DYLEMATY POLITYKI
MAKROEKONOMICZNEJ
W WARUNKACH KRYZYSU
ZADŁUŻENIOWEGO
W UNII EUROPEJSKIEJ**

DYLEMATY POLITYKI MAKROEKONOMICZNEJ W WARUNKACH KRYZYSU ZADŁUŻENIOWEGO W UNII EUROPEJSKIEJ

**REDAKCJA NAUKOWA
PIOTR ALBIŃSKI
ZBIGNIEW POLAŃSKI**



**OFICyna WYDAWNICZA
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSZAWA 2015**

**Publikacja współfinansowana przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego
w ramach badania statutowego KZIF/S/23/13/14**

Recenzent

Bogusław Pietrzak

Redaktor

Danuta Dąbrowska

© Copyright by Piotr Albiński, Marek Chrzanowski, Krzysztof Marczewski, Zbigniew Polański

& Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2015

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-7378-964-7

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

tel. +48 22 564 94 77, 22 564 95 46

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Monika Trypuz

Skład i łamanie

Gemma

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

tel. +48 42 639 52 92

e-mail: quick@druk.pdi.pl

Zamówienie 19/II/15

Spis treści

Wykaz skrótów	9
---------------------	---

Od Autorów	13
------------------	----

Piotr Albiński

Rozdział 1

Polityka stabilizacyjna a polityka fiskalna w dobie kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej	17
---	-----------

1.1. Wprowadzenie	17
1.2. Polityka stabilizacyjna a antycykliczna polityka fiskalna – uwagi definicyjne	17
1.3. Polityka oszczędnościowa (zacieśnienie fiskalne i dochodowe)	22
1.4. Główne współzależności pojęciowe polityki stabilizacyjnej	23
1.5. Kryzys finansowo-ekonomiczny oraz polityka stabilizacyjna w UE i jej skutki	25
1.5.1. Dwie fazy kryzysu w UE	26
1.5.2. Dwie fazy polityki stabilizacyjnej w UE	28
1.6. Polityka oszczędnościowa a wzrost gospodarczy	35
1.6.1. Wpływ polityki oszczędnościowej na wzrost	35
1.6.2. Wielkość długu publicznego a wzrost	38
1.6.3. Strategia polityki oszczędnościowej	39
1.7. Podsumowanie	40
Bibliografia	41

Zbigniew Polański

Rozdział 2

Otoczenie monetarne dla polityki zacieśnienia fiskalnego	45
---	-----------

2.1. Wprowadzenie	45
2.2. Strefa euro	47
2.2.1. Kryzys finansowy, programy pomocowe oraz fragmentacja otoczenia monetarnego	47
2.2.2. Polityka pieniężna EBC	54
2.2.2.1. Cele EBC a sytuacja inflacyjna w strefie euro	54
2.2.2.2. Polityka stopy procentowej	56
2.2.2.3. Instrumenty niekonwencjonalne	62

2.2.2.4. Rezultaty i dylematy polityki EBC	71
2.3. Pozostałe kraje Unii Europejskiej	76
2.3.1. Zróżnicowanie krajów spoza strefy euro	76
2.3.2. Polityka pieniężna	80
2.3.2.1. Polityka stopy procentowej (i kursu walutowego)	80
2.3.2.2. Instrumenty niekonwencjonalne	85
2.3.2.3. Rezultaty i dylematy polityki pieniężnej w pozostałych krajach UE	87
2.4. Podsumowanie	89
Bibliografia	91

Krzysztof Marczewski

Rozdział 3

Refleksje teoretyczne nad polityką stabilizacyjną	95
3.1. Wprowadzenie	95
3.2. Kwestia przyczyny kryzysu finansów publicznych w strefie euro	95
3.3. Kwestia warunków stosowania polityki zacieśnienia fiskalnego	98
3.3.1. Problem poziomu relacji długu do PKB	98
3.3.2. Problem poziomu mnożnika fiskalnego	102
3.4. Dewaluacja wewnętrzna jako mechanizm dostosowawczy w warunkach nierównowagi zewnętrznej	106
3.5. Podsumowanie	110
Bibliografia	111

Marek Chrzanowski

Rozdział 4

Polityka fiskalna w wybranych państwach	113
4.1. Wprowadzenie	113
4.2. Koordynacja polityki fiskalnej w UE	113
4.2.1. Nierównowaga fiskalna i koordynacja polityki gospodarczej	114
4.2.2. Sytuacja fiskalna w UE	119
4.3. Polityka fiskalna w wybranych krajach strefy euro	121
4.3.1. Niemcy	121
4.3.2. Francja	123
4.3.3. Hiszpania	125
4.3.4. Grecja	127
4.3.5. Portugalia	130
4.3.6. Cypr	132
4.4. Polityka fiskalna – poza strefą euro	135
4.4.1. Wielka Brytania	135
4.4.2. Polska	137
4.4.3. Czechy	140

4.4.4. Węgry	142
4.4.5. Litwa	144
4.5. Podsumowanie	147
Bibliografia	150
 <i>Piotr Albiński</i>	
Zakończenie – wnioski	153
 Spis tabel	159
 Spis rysunków	161

Wykaz skrótów

- ABS** – (*Asset Backed Security*) – dłużny papier wartościowy zabezpieczony aktywami, który powstał w wyniku procesu sekurytyzacji
- APF** – (*Asset Purchase Facility*) – program skupu papierów wartościowych na rynku wtórnym przez Bank Anglii w latach 2009–2012
- BCI** – Bezpośredni Cel Inflacyjny (*Direct Inflation Targeting*) – strategia (polityki pieniężnej) bezpośredniego celu inflacyjnego
- CBPP** – (*Covered Bonds Purchase Programme*) – program skupu przez Eurosystem listów zastawnych, tj. zabezpieczonych obligacji wyemitowanych pod zastaw kredytów hipotecznych. EBC uruchomił trzy edycje tego programu w latach 2009–2010 (CBPP1), 2011–2012 (CBPP2) oraz od października 2014 r. (CBPP3)
- CPI** – (*Consumer Price Index*) – wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
- EBC** – Europejski Bank Centralny – (*European Central Bank – ECB*)
- EDP** – (*Excessive Deficit Procedure*) – procedura nadmiernego deficytu sektora finansów publicznych
- EFSSF** – (*European Financial Stability Facility*) – Europejski Instrument Stabilności Finansowej
- EFSM** – (*European Financial Stabilisation Mechanism*) – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej
- EONIA** – (*Euro Overnight Index Average*) – stopa (stawka) odzwierciedlająca kształtowanie się „najkrótszych” (jednodniowych, O/N – *overnight*), efektywnych (tj. średnio ważonych wielkością transakcji), stóp procentowych niezabezpieczonych pożyczek w euro na rynku międzybankowym
- ERM2** – (*Exchange Rate Mechanism 2*) – unijny mechanizm kursowy (wszedł w życie w 1999 r.), którego standardowe pasmo wahań waluty krajowej wobec euro wynosi $\pm 15\%$
- ESA 95** – (*European System of Accounts 1995*) – obowiązujący do września 2014 r. w UE Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r.
- ESA 2010** – (*European System of Accounts 2010*) – obowiązujący od września 2014 r. w UE Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 2010 r.
- ESBC** – Europejski System Banków Centralnych (*European System of Central Banks*) – EBC oraz banki centralne wszystkich państw członkowskich UE

- ESM** – (*European Stability Mechanism*) – Europejski Mechanizm Stabilności
- EURIBOR** – (*Euro Interbank Offered Rate*) – stopa (stawka) odzwierciedlająca kształtowanie się proponowanych (oferowanych) stóp procentowych (średnia arytmetyczna) pożyczek (depozytów), w euro o terminie zapadalności do roku, pomiędzy pierwszorzędnymi bankami
- Eurostat** – (*Eurostat*) – biuro statystyczne UE
- Eurosystem** – (*Eurosystem*) – EBC oraz banki centralne krajów strefy euro
- Fed** – (*Federal Reserve System*) – System Rezerwy Federalnej (bank centralny USA)
- FLS** – (*Funding for Lending Scheme*) – rozpoczęty w 2012 r. program Banku Anglii mający na celu wzrost kredytu bankowego dla gospodarstw domowych oraz małych i średnich przedsiębiorstw
- G-20** – (*Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors*) – forum koordynacji polityki gospodarczej dwudziestu największych krajów świata oraz Unii Europejskiej
- GIIPS** – (też PIIGS) – akronim od nazw angielskich pięciu państw UE najbardziej dotkniętych kryzysem: Grecji (*Greece*), Irlandii (*Ireland*), Włoch (*Italy*), Portugalii (*Portugal*) oraz Hiszpanii (*Spain*)
- HICP** – (*Harmonised Index of Consumer Prices*) – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych; ujednolicony dla krajów UE wskaźnik CPI publikowany przez Eurostat
- KE** – Komisja Europejska – (*European Commission*)
- LTRO** – (*Longer-Term Refinancing Operation*) – dłuższa operacja refinansująca; kredyt udzielany bankom (w ramach odwracalnych operacji otwartego rynku) przez Eurosystem z terminem zapadalności od powyżej jednego tygodnia (do 4 lat w wypadku pierwszych transakcji TLTRO)
- MFW** – Międzynarodowy Fundusz Walutowy – (*International Monetary Fund* – IMF)
- MIP** – (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) – procedura nierównowagi makroekonomicznej
- MRO** – (*Main Refinancing Operation*) – podstawowa, odwracalna, cotygodniowo przeprowadzana, o tygodniowym terminie zapadalności, refinansująca operacja otwartego rynku Eurosystemu; jej oprocentowanie to główna (podstawowa) stopa procentowa EBC
- OECD** – (*Organisation for Economic Cooperation and Development*) – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
- OMT** – (*Outright Monetary Transactions*) – program bezpośrednich transakcji monetarnych (oficjalne tłumaczenie: „bezw warunkowe transakcje monetarne”) – warunkowy skup przez Eurosystem na rynku wtórnym obligacji rządowych (z terminami zapadalności od roku do 3 lat) zagrożonych

- niewypłacalnością państw strefy euro (najbardziej dotkniętych kryzysem)
- p.b.** – punkt bazowy – miara zmiany wielkości procentowych, w tym np. stóp procentowych (100 punktów bazowych = 1 punkt procentowy)
- p.p.** – punkt procentowy – miara zmiany wielkości procentowych, w tym np. stóp procentowych (1 punkt procentowy = 100 punktów bazowych)
- PIIGS** – synonim dla krajów GIIPS (zob.)
- PSW** – Pakt Stabilności i Wzrostu – (*Stability and Growth Pact* – SGP)
- QE** – (*Quantitative Easing*) – poluzowanie ilościowe polityki pieniężnej w drodze zakupu przez banki centralne aktywów finansowych na rynku wtórnym na dużą skalę
- repo** – (*repurchase agreement*) – transakcja o funkcjach kredytowych, podobna do sprzedaży z zastrzeżeniem odkupu
- SMP** – (*Securities Markets Programme*) – program rynków papierów wartościowych – dotyczył (maj 2010–wrzesień 2012) skupu na rynku wtórnym obligacji rządowych pięciu krajów najpoważniej dotkniętych kryzysem przez Eurosystem
- SSM** – (*Single Supervisory Mechanism*) – jednolity mechanizm nadzorczy
- TARGET2** – (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer 2*) – druga wersja transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym dla płatności w euro, prowadzonego przez Eurosystem
- TLTRO** – (*Targeted Longer-Term Refinancing Operation*) – ukierunkowana dłuższa operacja refinansująca; kredyt typu LTRO różniący się od jego pozostałych odmian tym, że nie jest instrumentem kontroli ogólnej, tylko selektywnej (nakierowany na finansowanie działalności produkcyjnej). Operacje tego typu uruchomiono we wrześniu 2014 r., a termin ich zapadalności przypada we wrześniu 2018 r. Do czerwca 2016 r. planowanych jest osiem transakcji TLTRO.

Od Autorów

Kryzys finansów publicznych oraz towarzyszące mu kryzysy sektora bankowego i sfery realnej stały się przedmiotem światowej debaty nad kształtem polityki makroekonomicznej, szczególnie w strefie euro oraz w pozostałych państwach Unii Europejskiej. Kryzysowy stan zadłużenia publicznego w wielu krajach strefy euro wskazuje, że ze stabilizacyjnego punktu widzenia polityka fiskalna była do tej pory niedostatecznie skuteczna zarówno w poszczególnych państwach, jak i w dziedzinie jej koordynacji na szczeblu unijnym. Niskie tempo wzrostu gospodarczego uniemożliwia wielu rządów rozwiązanie problemu wysokiego bezrobocia oraz narastania długu publicznego. Zjawiskom tym nie jest też w stanie zapobiec polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego, która znalazła się w pułapce płynności. Zrozumiały w tej sytuacji stał się np. apel jego prezesa Mario Draghiego z października 2014 r. o skupienie się na polityce reform strukturalnych, w tym w odniesieniu do sektora finansowego, nakierowanych na podniesienie produktu potencjalnego. Postuluje on również, aby nie przeciwstawiać polityce nakierowanej na wzrost popytu, polityki mającej na celu wzrost podaży, gdyż oba wspomniane jej rodzaje służą jednocześnie wzrostowi potencjalnego PKB.

Wspomniana debata stała się inspiracją dla autorów prezentowanej Czytelnikom książki, aby dokonać analizy nurtu dyskusji, który dotyczy głównego obecnie dylematu polityki makroekonomicznej w UE, tj. tego, jak zrealizować jednocześnie dwa, sprzeczne na pierwszy rzut oka, cele, tzn. przywrócenie stabilnego wzrostu gospodarczego i zahamowanie pogłębiania się zadłużenia publicznego.

W państwach najbardziej dotkniętych kryzysem, tj. w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii, we Włoszech i na Cyprze, a także w gospodarce państw dobrze radzących sobie ze zjawiskami kryzysowymi, jak np. Niemcy, od 2010 r. położono nacisk w polityce stabilizacyjnej na programy oszczędnościowe, zwłaszcza na redukcję wydatków sektora publicznego. Efektami tego były spowolnienie wzrostu w wielu państwach strefy euro oraz recesja, przed czym ostrzegano w toczącej się od wybuchu kryzysu polemice na temat skuteczności tego rodzaju programów. Wskazywano, że priorytetem powinna być polityka pro wzrostowa, którą warunkuje utrzymanie wydatków publicznych na poziomie niezbędnym dla zachowania potencjału rozwojowego.

Celem badań omawianych w książce było przedstawienie dylematów szczególnych polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w UE i poszukiwanie odpowiedzi na związane z nimi pytania badawcze:

- Czy istnieje sprzężenie zwrotne między programem oszczędnościowym a długoterminowym wzrostem?
- Czy skuteczny program oszczędnościowy jest warunkiem wstępnym zrównoważonego długoterminowego wzrostu?
- Czy wszystkie kraje strefy euro powinny równocześnie realizować programy oszczędnościowe?

W związku z powyższymi pytaniami badano, jakie znaczenie i charakter od początku obecnej dekady miała w UE polityka pieniężna, a jakie polityka fiskalna.

W wypadku polityki pieniężnej chodziło o znalezienie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- Jaka była rola polityki pieniężnej w kształtowaniu środowiska monetarnego wobec polityki zacieśnienia fiskalnego w UE?
- Jakie było znaczenie polityki pieniężnej EBC w ograniczaniu fragmentacji finansowej i ujednolicaniu otoczenia monetarnego strefy euro?
- Jakie rodzaje polityki pieniężnej stosowały banki centralne państw UE nienależących do strefy euro?

W odniesieniu do polityki fiskalnej podjęto próbę wyjaśnienia genezy jej kryzysu w UE i dylematów programów oszczędnościowych. Ponadto zbadano, na czym polegają nowe mechanizmy jej koordynacji na szczeblu unijnym oraz jakie rezultaty osiągnięto, zwłaszcza w obszarze redukcji deficytu i długu sektora finansów publicznych, w wybranych państwach strefy euro i pozostających poza nią.

Czytelnik znajdzie w książce wyjaśnienie, na czym polegają aktualne działania stabilizacyjne najważniejszych instytucji unijnych, jakie zastosowano kombinacje polityki fiskalnej i pieniężnej oraz – szerzej – jak była prowadzona w ostatnich latach w państwach UE polityka stabilizacyjna. Autorzy podjęli próbę zbadania wspomnianego wcześniej dylematu, tj. jak pogodzić politykę oszczędnościową (*austerity*), mającą za zadanie w pierwszej kolejności ograniczenie ekspansji wydatków i zadłużenia, ze wzrostem gospodarczym, zwłaszcza w krajach UE najbardziej dotkniętych kryzysem.

Pierwszy rozdział ma charakter definicyjny i wprowadzający. Zawiera wyjaśnienie, jakie działania są podejmowane w ramach polityki stabilizacyjnej oraz jakie znaczenie mają antycykliczna polityka fiskalna i polityka pieniężna, w tym ich kombinacje, tj. tzw. *policy mix*. Wobec rosnącego znaczenia polityki fiskalnej w polityce stabilizacyjnej UE, w tym kontrowersyjnych programów zacieśnienia fiskalnego nazywanych w anglojęzycznej literaturze *fiscal austerity* lub *fiscal consolidation*, względnie *fiscal exit strategy*, wyjaśniono istotę szerzej rozumianej polityki oszczędnościowej, a także główne współzależności pojęciowe w obrębie polityki stabilizacyjnej, w tym antycyklicznej polityki fiskalnej i pieniężnej. Umożliwiło to dalszą analizę wielu dylematów

w toczącej się dyskusji dotyczącej polityki oszczędnościowej i wzrostu w kontekście faz kryzysu oraz polityki stabilizacyjnej w UE.

Drugi rozdział poświęcony jest polityce pieniężnej w UE od roku 2010. Polityka ta i związane z nią reformy instytucjonalne kształtowały otoczenie monetarne dla prowadzonej w tym czasie polityki zacieśnienia fiskalnego. Z tego punktu widzenia przebadano zarówno politykę pieniężną strefy euro, jak i państw znajdujących się poza nią.

W trzecim rozdziale naszkicowane zostały teoretyczne ramy dyskusji o genezie kryzysu finansów publicznych w strefie euro, a także o zaistniałej w konsekwencji potrzebie konsolidacji fiskalnej oraz rachunku jej korzyści i kosztów, profilu czasowego i warunków powodzenia. W pierwszej kolejności chodziło o wyjaśnienie przyczyn kryzysu finansów publicznych. Kolejnym celem w tym rozdziale było ustalenie krytycznego poziomu relacji długu publicznego do PKB w kontekście warunków stosowania polityki zacieśnienia fiskalnego. Dotyczyło to takiego poziomu, na którym lokuje się tzw. zła równowaga, a jej naruszenie prowadzi do wybuchowej, niekontrolowanej eksplozji zadłużenia. Ponadto podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, jaki jest poziom mnożnika fiskalnego, powyżej którego „koszty wzrostowe” konsolidacji fiskalnej przekraczają korzyści z redukcji deficytu finansów publicznych. Ukazany został też zakres dewaluacji wewnętrznej podjętej w wielu krajach UE w reakcji na wystąpienie ostrej nierównowagi zewnętrznej.

W czwartym rozdziale przedstawiono mechanizmy koordynacji polityki fiskalnej w UE oraz poddano analizie tę politykę w wybranych państwach strefy euro i pozostających poza nią, w kontekście istniejącej nierównowagi fiskalnej. Dobrane do analizy kraje reprezentują szerokie spektrum problemów, dla rozwiązania których stabilizacyjne działania w sferze polityki fiskalnej przyniosły opisane w rozdziale rezultaty.

Syntezę przeprowadzonych analiz zawarto w końcowej części opracowania, tj. w zakończeniu – wnioskach.

Pracę merytoryczną nad książką ukończono późną jesienią 2014 r. W badaniach posłużono się analizą materiału statystycznego publikowanego przez Eurostat, Komisję Europejską, EBC i MFW.

Na zakończenie pozostaje nam miły obowiązek złożenia podziękowania prof. dr. hab. Bogusławowi Pietrzakowi, pierwszemu recenzentowi przedkładanej książki. Oczywiście ewentualne błędy obciążają wyłącznie autorów.

Autorzy pragną również podziękować władzom dziekańskim Kolegium Zarządzania i Finansów SGH za wsparcie finansowe badań i wydania książki.

Rozdział 1

Polityka stabilizacyjna a polityka fiskalna w dobie kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej

1.1. Wprowadzenie

Myślą przewodnią, jaka towarzyszy pierwszemu rozdziałowi niniejszej monografii, jest wyjaśnienie zakresu działań dotyczących antycyklicznej polityki fiskalnej i pieniężnej tworzących kombinacje *policy mix* w ramach polityki stabilizacyjnej. Związane z nią główne współzależności pojęciowe przedstawiono w formie schematu blokowego (rysunek 1.1), za pomocą którego można określić, na czym polega ekspansywność i restrykcyjność obu wspomnianych rodzajów polityki, w tym np. prowadzona w UE fiskalna polityka oszczędnościowa i akomodacyjna polityka pieniężna.

Dokonane uporządkowanie pojęciowe daje możliwość ukazania w kategoriach *policy mix* dwóch faz polityki stabilizacyjnej w UE od 2007 r. oraz pozwala na przedstawienie poglądów na temat kierunków i skutków tej polityki w dziedzinie wzrostu gospodarczego, a także odnośnie do stabilności fiskalnej państw dotkniętych kryzysem, w tym rosnącego w nich zadłużenia publicznego.

1.2. Polityka stabilizacyjna a antycykliczna polityka fiskalna – uwagi definicyjne

Polityka stabilizacyjna definiowana jest jako wykorzystywanie przez organy państwa narzędzi polityki makroekonomicznej do łagodzenia okresów recesji oraz do unikania nadmiernie szybkiego wzrostu; politykę tę można prowadzić z wykorzystaniem polityki fiskalnej i polityki pieniężnej (monetarnej)¹ (Krugman, Wells 2012, s. 683).

¹ Jak wiadomo, obok funkcji stabilizacyjnej, polityka fiskalna pełni ponadto funkcję alokacyjną i redystrybucyjną (Musgrave, Musgrave 1984, s. 5–6), a podstawowym celem polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilności cen.

Kształtowanie wydatków i dochodów państwa ma na celu ich zbilansowanie, a najczęściej – wobec braku wystarczających dochodów bieżących – kontrolowanie deficytu sektora publicznego. Celem strategicznym polityki fiskalnej jest minimalizacja tego deficytu lub uzyskanie w ramach cyklu koniunkturalnego równowagi budżetowej.

Zwyczajowo rozróżnia się pasywne i aktywne podejście w odniesieniu do stabilizacyjnej polityki fiskalnej. Część autorów wyodrębnia pasywną i aktywną politykę fiskalną (por. Winiarski 2006, s. 391). Pasywna polityka fiskalna opiera się na założeniu, że na poziom zagregowanego popytu działają samoczynnie (tj. bez konieczności podejmowania przez rząd żadnych decyzji) automatyczne stabilizatory koniunktury. Innymi słowy, istniejący i uregulowany dotychczasowymi ustawami system poboru podatków i realizacji wydatków wyzwala impulsy kompensujące wahania koniunktury. Zawarta w systemie progresywna struktura stawek podatkowych zapewnia w warunkach poprawy koniunktury wyższe opodatkowanie dochodów brutto grup lepiej zarabiających i tym samym dodatkowy wzrost dochodów budżetowych powodujący zmniejszenie deficytu budżetowego lub uzyskanie nadwyżki. Tego rodzaju polityka fiskalna (ustalona dotychczasowymi ustawami) staje się w takich warunkach automatycznie restrykcyjna i ogranicza nadmierny wzrost zagregowanego popytu.

W czasie dekoniunktury, gdy gospodarka kurczy się, tempo spadku dochodów brutto gospodarstw domowych opodatkowanych niższymi stawkami (właściwymi dla progów opodatkowania mniej zarabiających) jest mniejsze w porównaniu do tempa obniżania się wpływów budżetowych; jednocześnie nieredukowane stosownie wydatki budżetowe powodują wzrost deficytu budżetowego. W ten sposób ograniczany jest nadmierny spadek zagregowanego popytu na dobra i usługi. Zawarta w systemie wspomniana struktura stawek podatkowych powoduje, że tego rodzaju pasywna polityka fiskalna staje się automatycznie ekspansywna, gdy słabnie działalność gospodarcza, stabilizując przebieg cyklu koniunkturalnego w gospodarce.

Opisane działanie automatycznych stabilizatorów powstrzymuje nadmierne wahania cyklu koniunkturalnego, w tym wahania stopy bezrobocia.

W trakcie cyklu koniunkturalnego może się okazać, iż automatyczne stabilizatory nie są w stanie skutecznie ograniczyć nadmiernej amplitudy jego wahań, tzn. mimo ich działania, istnieje niebezpieczeństwo głębokiej recesji i towarzyszących jej spadków zagregowanego popytu, produkcji, dochodu oraz wzrostu bezrobocia. Podobnie, mało efektywne może się też okazać działanie tych stabilizatorów w fazie ożywienia i wzrostu, wobec groźby przegrzania koniunktury.

W takich sytuacjach banki centralne podejmują stosowne działania w ramach antycyklicznej polityki pieniężnej. W celu przezwyciężenia recesji prowadzą ekspansywną politykę pieniężną, która przez obniżkę stopy procentowej zwiększa zagregowany popyt i tym samym produkcję oraz zatrudnienie, co prowadzi do wzrostu gospodarczego. Natomiast w fazie ożywienia, gdy pojawia się groźba przegrzania

koniunktury i nadmiernego wzrostu inflacji, stosują restrykcyjną politykę pieniężną, która – przez podniesienie stopy procentowej – spowalnia wzrost zagregowanego popytu i tym samym produkcję oraz ogranicza zatrudnienie. Tego rodzaju politykę określa się też jako zacieśnienie pieniężne.

Może się jednak zdarzyć, że banki centralne prowadzą zbyt mało skuteczną politykę pieniężną dla osiągnięcia zamierzonych celów stabilizacji cyklu koniunkturalnego. Polityka pieniężna nie nadaje się bowiem zawsze do „dostrajania” gospodarki. Aby była ona efektywna, konieczne są duże interwencje, przy czym jej skuteczność w wypadku pobudzania (tj. zwiększania jej ekspansywności) jest mniejsza (np. w związku z możliwością wystąpienia pułapki płynności) niż w wypadku restrykcyjnej polityki pieniężnej (Acocella 2002, s. 380).

W związku z powyższym, istnieje potrzeba zastosowania *policy mix*, czyli określonej kombinacji działań z zakresu polityki pieniężnej realizowanej przez bank centralny i polityki fiskalnej prowadzonej przez rząd. W podręcznikach ekonomii występują tak rozumiane cztery warianty *policy mix*. Ilustruje je tabela 1.1.

Tabela 1.1. Warianty *policy mix*

Wariant	Restrykcyjna polityka pieniężna	Ekspansywna polityka pieniężna
Restrykcyjna polityka fiskalna	I	II
Ekspansywna polityka fiskalna	III	IV

Źródło: Samuelson, Nordhaus (2012, s. 656).

Wariant pierwszy polega na równoczesnym prowadzeniu restrykcyjnej polityki pieniężnej i fiskalnej w warunkach silnego przegrzania koniunktury, natomiast wariant czwarty może wystąpić w warunkach głębokiej recesji, dla przewyciężenia której stosowana jest zarówno ekspansywna polityka pieniężna, jak i fiskalna. Są to warianty czyste i kierunkowo zbieżne.

Najczęściej w ramach *policy mix* rządy państw i banki centralne wybierają warianty mieszane (i kierunkowo rozbieżne), tj. drugi i trzeci, dokonując zmiany polityki fiskalnej i pieniężnej przez zacieśnienie (restrykcyjność) jednej i luzowanie (ekspansywność) drugiej w taki sposób, by globalny popyt, a wraz z nim całkowita produkcja, pozostały na niezmińszonym poziomie. Stosowane warianty polityki są przejawem kierowania popytem i służą do stabilizowania gospodarki oraz wywierają wpływ na kompozycję produkcji. Modyfikując kombinację podatków, wydatków budżetowych i polityki pieniężnej, władze publiczne mogą zmieniać odsetek PKB przeznaczony na inwestycje przedsiębiorstw, eksport netto czy rządowe zakupy dóbr i usług (Samuelson, Nordhaus 2012, s. 655).

Ekspansywną politykę fiskalną i restrykcyjną politykę pieniężną, tj. wariant trzeci *policy mix*, zastosowano np. w USA w latach 80. Zwiększono wtedy wydatki na obronę bez podnoszenia podatków, przy czym Fed (amerykański bank centralny) prowadził politykę trudnego pieniądza i utrzymywał niską inflację. Doprowadziło to do wzrostu deficytu budżetowego i efektywnego popytu oraz zmiany struktury produktu krajowego w postaci zmniejszenia w nim udziału (w związku z utrzymującą się wysoką realną stopą procentową) inwestycji krajowych i eksportu netto.

Z kolei w latach 90. administracja prezydenta Clintona prowadziła restrykcyjną politykę fiskalną, a Fed ekspansywną politykę pieniężną, tj. wariant drugi *policy mix*. W celu pobudzenia inwestycji i wzrostu gospodarczego podniesiono wtedy podatki konsumpcyjne i ograniczono płatności transferowe. Towarzyszyły tym działaniom obniżki stóp procentowych i kursu dolara. Następujący w efekcie wzrost oszczędności pobudził inwestycje prywatne i eksport. W rezultacie tej polityki USA osiągnęły na koniec dziesięciolecia nadwyżkę budżetową.

Praktyka wielu krajów wskazuje, że cele krótko- i średniookresowe banków centralnych i rządów mogą się różnić, np. gdy rząd chce zdobyć popularność wyborców w krótkim okresie, poluzowuje politykę fiskalną, a bank centralny w tym czasie prowadzi restrykcyjną politykę pieniężną. Wystąpić może też odmienna sytuacja, w której rządy redukują deficyt sektora publicznego lub też zapowiadają takie działania, a banki centralne w tym czasie prowadzą politykę ekspansywną, tak jak opisany wyżej drugi wariant *policy mix* w USA. Działania zmierzające do stymulacji wzrostu gospodarczego przez obniżanie krótkookresowych stóp procentowych określa się jako akomodacyjną politykę pieniężną (*accommodative monetary policy*), tj. politykę taniego pieniądza (*easy monetary policy*) (Webster's... 2010).

W ten sposób polityka pieniężna „akomoduje”, tj. dostraja lub modyfikuje, przez tworzenie łagodnego otoczenia, potencjalnie negatywne dla wzrostu gospodarczego skutki polityki zacieśnienia fiskalnego. Celem banków centralnych jest zwiększenie za pomocą polityki taniego pieniądza akcji kredytowej, stymulującej wzrost efektywnego popytu. Podobnemu celowi służą ekspansywne operacje otwartego rynku i poluzowanie ilościowe (*Quantitative Easing, QE*).

Analogicznie jak w wypadku polityki pieniężnej, w zależności od fazy cyklu, stosowana jest ekspansywna lub restrykcyjna polityka fiskalna. Ta pierwsza zwiększa zagregowany popyt za pomocą zakupów rządowych lub obniżania podatków (i/ lub zwiększania transferów); druga zmniejsza zagregowany popyt przez obniżenie rządowych zakupów, podniesienie podatków lub obniżenie transferów (Krugman, Wells 2012, s. 678 i 685).

Jeśli skuteczność bieżącej stabilizacyjnej polityki pieniężnej oraz pasywnej polityki fiskalnej (automatycznych stabilizatorów) jest niezadowalająca, rządy stosują aktywną

lub, stanowiącą jej synonim, dyskrejonálną politykę fiskálną (budżetową). Taka polityka fiskalna ma wiele zalet w porównaniu do antykryzysowej polityki pieniężnej, ponieważ może być: uruchomiona w krótkim czasie (*timely*), odpowiednio nacelowana (*targeted*), np. na wzrost liczby miejsc pracy, i ograniczona w czasie (*temporary*). Rozszerza też zbiór dostępnych instrumentów stymulacji (Summers 2008, s. 3).

Antycykliczna polityka fiskalna pozwala osiągnąć trzy główne cele: wygładzenie prywatnej konsumpcji (*consumption smoothing*), wygładzenie podatków (*tax smoothing*) i podtrzymanie prywatnych dochodów (Burda, Wyplosz 2013, s. 703).

Wygładzanie prywatnej konsumpcji ma miejsce, gdy obywatele chcąc utrzymać osiągnięty wcześniej poziom konsumpcji, w tzw. złych latach zapożyczają się, a spłacają zaciągnięte pożyczki w tzw. dobrych latach. Zjawisko wygładzania dotyczy także konsumpcji dóbr i usług publicznych, gdyż obywatele oczekują od państwa zapewnienia stabilnego ich dostarczania. „W tym celu państwo, podobnie jak gospodarstwa domowe, zmuszone jest zaciągać pożyczki lub oszczędzać w zależności od sytuacji gospodarczej. Przyczyną tego jest m.in. silne uzależnienie dochodów państwa od cyklicznych wahań koniunktury” (Burda, Wyplosz 2013, s. 680).

Odnosnie do wygładzania podatków przyjmuje się, iż następuje ono w wyniku w pełni swobodnego działania automatycznych stabilizatorów (Bénassy-Quéré i in. 2010, s. 209). Uważają tak zarówno zwolennicy teorii Keynesa, jak i ekonomiści związani ze szkołą neoklasyczną, wśród nich R. Barro, chociaż z odmiennych powodów. Według niego nie należy podnosić podatków w czasie, gdy wpływy z nich zagrożone są recesją. Sugeruje on również, aby podatki były stałe w czasie trwania cyklu, co minimalizowałoby obniżenie poziomu dobrobytu społecznego.

Obie grupy ekonomistów zgadzają się, że można dopuścić do powstania deficytu budżetowego w czasie recesji. Keynesiści popierają jednak wzrost wydatków publicznych, natomiast zwolennicy teorii neoklasycznej są temu przeciwni, podkreślając, że doprowadzi to w przyszłości do podwyżek podatków i ograniczenia konsumpcji. Obie grupy zgadzają się co do celowości obniżek podatków w długim okresie (podtrzymane będą w ten sposób prywatne dochody), przy czym keynesiści uważają, iż przez to stymulowany będzie wzrost popytu, natomiast według poglądu neoklasycznego spowoduje to wzrost podaży. Jest on generowany spadkiem cen na każdym poziomie produkcji, co w efekcie stymuluje wzmożenie aktywności w gospodarce i jej wzrost. Natomiast według keynesistów wzrost gospodarczy zależy głównie od pobudzania efektywnego popytu, w czym wydatki publiczne odgrywają bardzo ważną rolę, zaś efekty cenowe pośrednią.

Opisana wielość instrumentów antycyklicznej polityki fiskalnej i możliwość szybkiego jej oddziaływania na przebieg cyklu koniunkturalnego powodują, że władze publiczne często sięgają po nią w celu przezwyciężania kryzysu. Rządy, pod presją opinii publicznej oczekującej dostarczania przez państwo stabilnego strumienia dóbr

i usług publicznych w warunkach niedoboru bieżących dochodów, zadłużają gospodarkę, czego skutkiem jest utrzymywanie się deficytu sektora finansów publicznych i narastanie długu publicznego.

Głównymi instrumentami aktywnej polityki budżetowej są zmiany stawek podatkowych, zmiany transferów z budżetu państwa oraz wydatków na roboty i inwestycje publiczne. Działania te uruchamiają efekty mnożnikowe. Polegają one na uzyskaniu, wskutek podjętych inwestycji, wzrostu zatrudnienia i dochodu narodowego w warunkach pobudzenia popytu. Z kolei sytuacja przegrzania gospodarki stwarza pole do podwyżek podatków, zmniejszania transferów i ograniczania popytu.

1.3. Polityka oszczędnościowa (zacieśnienie fiskalne i dochodowe)

Groźba przegrzania koniunktury, a także przeciwdziałanie nadmiernemu zadłużaniu się państwa powodują, iż w ramach aktywnej polityki budżetowej rządu hamują wydatki państwa, co określa się zacieśnieniem fiskalnym (*austerity*, *fiscal consolidation* lub *fiscal exit strategy*), a w szerszym rozumieniu polityką oszczędnościową. Motyw przeciwdziałania nadmiernemu zadłużaniu się państw, zwłaszcza w strefie euro, był np. powodem uruchomienia w UE programów zacieśnienia fiskalnego od 2010 r.

Zacieśnienie fiskalne polega na realizacji pakietu działań rządowych zmierzających do redukcji deficytu sektora finansów publicznych, w tym ograniczenia wydatków rządowych, oraz wzrostu podatków lub kombinacji tych działań (BRE-CASE 2013). Istota zacieśnienia fiskalnego polega na tym, że wydajemy jedynie tyle, ile zarabiamy. W wypadku państwa to nic innego jak dążenie do zrównoważonego budżetu. Zaciskanie pasa nie przysparza popularności rządowi, co powstrzymuje je przed podejmowaniem niezbędnych, ale trudnych politycznie reform strukturalnych. Zacieśnienie fiskalne może być także postrzegane jako sygnał zademonstrowania płynności w finansach publicznych wobec wierzycieli i agencji ratingowych przez zbliżanie poziomu wydatków do dochodów (Wikipedia 2013).

Synonimem zacieśnienia fiskalnego jest konsolidacja fiskalna (*fiscal consolidation*), rozumiana jako polityka mająca na celu zmniejszenie deficytu budżetowego oraz zadłużenia publicznego². Tak rozumiana konsolidacja fiskalna to poprawa salda budżetowego według określonej metodologii poprzez środki dyskrecjonalnej polityki

² W aspekcie technicznym, przez konsolidację sektora finansów publicznych rozumie się zestawienie dochodów i wydatków po wyeliminowaniu transferów wewnątrz tego sektora między jego elementami. Ujęcie to eliminuje podwójne liczenie niektórych wielkości i zapewnia poprawne wyliczenie deficytu (lub nadwyżki budżetowej) całego sektora i jego podsektorów z punktu widzenia przyjętej metodologii (*Konsolidacja fiskalna* 2014, s. 1).

fiskalnej, określone albo przez kwoty poprawy (*amount of improvement*)³, albo przez długość okresu, w którym poprawa ma nastąpić (*Konsolidacja fiskalna 2014*, s. 1; *European Commission 2013*, s. 205).

Należy podkreślić, że na politykę oszczędnościową składa się nie tylko zacieśnienie fiskalne, ale również restrykcyjna polityka dochodowa (zacieśnienie dochodowe) polegająca na hamowaniu wzrostu wynagrodzeń oraz – ewentualnie – na kontroli cen, w ramach uzgodnień między związkami zawodowymi, pracodawcami i rządem. Tego rodzaju politykę dochodową stosowano np. w latach 70. w USA i Wielkiej Brytanii, a w ostatnich 10 latach w Niemczech. W efekcie tempo wzrostu płac nominalnych w tym ostatnim kraju utrzymywało się poniżej tempa wzrostu wydajności pracy oraz inflacji. Hamowano w ten sposób wzrost konsumpcji krajowej i przy rosnącej jednocześnie konkurencyjności gospodarki niemieckiej utrwalano nadwyżkę bilansu obrotów bieżących. Innym przykładem restrykcyjnej polityki dochodowej mogą być obniżki płac w sferze budżetowej w Grecji, Portugalii i Hiszpanii po roku 2009.

1.4. Główne współzależności pojęciowe polityki stabilizacyjnej

Dokonany przegląd pojęć w ramach polityki stabilizacyjnej umożliwił ich uporządkowanie w formie schematu współzależności (rysunek 1.1). Sprecyzowano w nim m.in. zakres pojęciowy antycyklicznej polityki fiskalnej i pieniężnej.

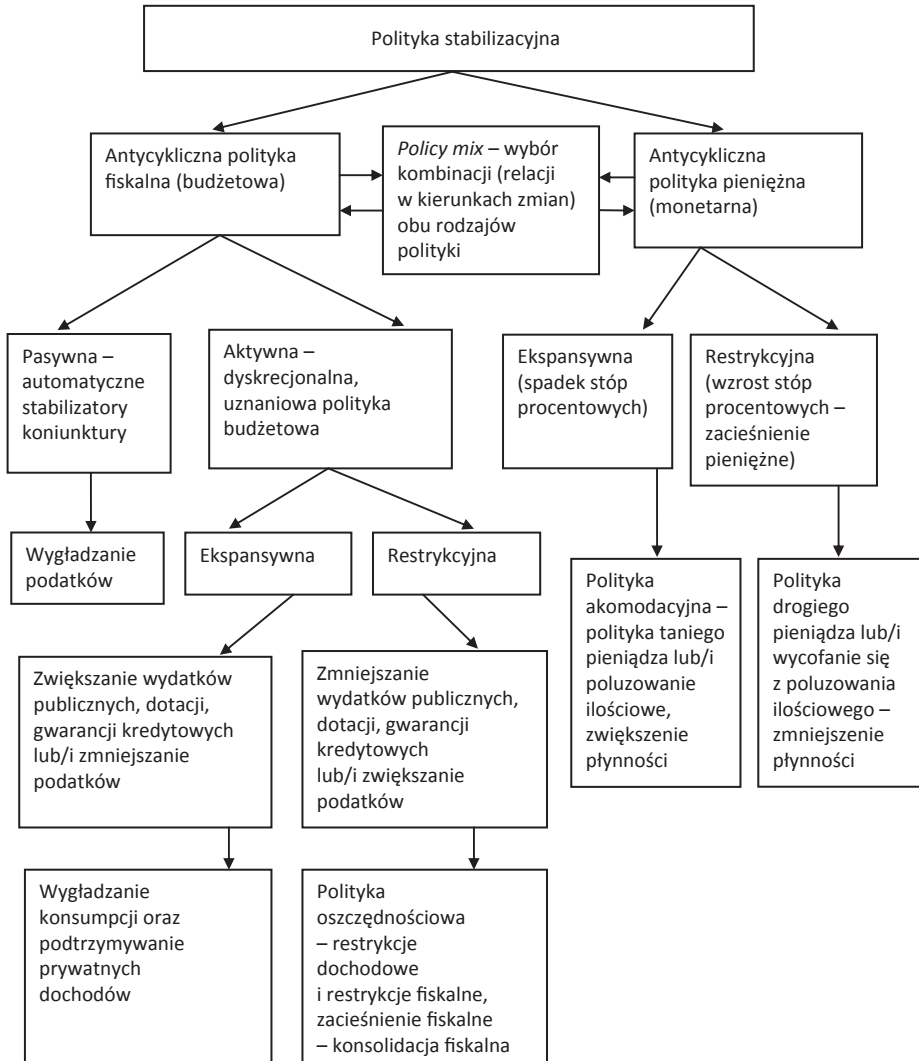
Autorzy cytowanych prac z dziedziny ekonomii w odniesieniu do polityki fiskalnej nie stosują jej podziału na aktywną i pasywną, jaki występuje np. w niektórych polskich podręcznikach polityki gospodarczej (zob. np. wspomniany już Winiarski 2006). Posługują się oni natomiast pojęciami antycyklicznej polityki fiskalnej (tj. wprowadzane na bieżąco zmiany instrumentów) oraz automatycznych stabilizatorów koniunktury (tj. samoczynnie działające, niepodlegające bieżącym zmianom, istniejące na podstawie ustalonych w poprzedzających cykl koniunkturalny latach, reguły podatkowe, wydatkowe, w tym socjalne). Te ostatnie działają również antycyklicznie w wyniku wyładzania podatków.

Wymaga też uściślenia pojęcie polityka oszczędnościowa, które obejmuje zarówno restrykcyjną politykę dochodową, jak i restrykcyjną politykę fiskalną. Jeśli restrykcje dochodowe dotyczą tylko wynagrodzeń w sferze budżetowej, to zaliczyć je można do działań polityki budżetowej. Polityka dochodowa wychodząca poza tę sferę, np. ustalanie minimalnej płacy w gospodarce, wykracza poza wspomniany

³ Kwoty poprawy to sumy pieniężne planowanych oszczędności w wydatkach lub inne cele finansowe.

schemat i jest elementem dochodowej polityki stabilizacyjnej (*incomes policy*) związanej z kontrolą płac oraz – historycznie – kontrolą cen.

Ekspansywna (aktywna) polityka budżetowa polega na zwiększaniu wydatków publicznych, dotacji i gwarancji kredytowych oraz prowadzi do wygładzania konsumpcji i podtrzymywania prywatnych dochodów. W ramach restrykcyjnej polityki budżetowej może być stosowane zarówno zacieśnienie fiskalne, jak i restrykcyjna polityka dochodowa, które składają się na politykę oszczędnościową.



Rysunek 1.1. Schemat głównych współzależności pojęciowych polityki stabilizacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

W odniesieniu do ekspansywnej polityki pieniężnej (monetarnej) na podkreślenie zasługuje wyodrębnienie w niej polityki akomodacyjnej, tj. polityki taniego pieniądza lub/i poluzowania ilościowego, stosowanej równoległe z restrykcyjną polityką fiskalną w ramach prowadzonej *policy mix*. Restrykcyjna polityka pieniężna w wyniku wzrostu stóp procentowych przynosi skutki w postaci drogiego pieniądza i wycofania się z działań zwiększających płynność.

1.5. Kryzys finansowo-ekonomiczny oraz polityka stabilizacyjna w UE i jej skutki

Od 2007 r. w gospodarce światowej rozwijał się kryzys finansowo-ekonomiczny, nazywany też międzynarodowym kryzysem ekonomicznym lub/i finansowym. Jego przejawami były wewnętrzna i zewnętrzna nierównowaga makroekonomiczna, rosnące ryzyko działalności gospodarczej i zahamowanie akcji kredytowej, powodujące spowolnienie ekonomiczne z recesją włącznie w 2009 r. w wielu krajach świata.

Rozwijający się kryzys w sektorze finansowym uległ gwałtownemu zaostreniu po upadku amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. Na kryzys finansowy (objawiający się wspomnianą nierównowagą makroekonomiczną i związanymi z nią napięciami na rynkach finansowych w postaci gwałtownych zmian wskaźników finansowych oraz ich *spreadów*) składały się kryzys bankowy (instytucji finansowych), którego początki sięgają ekspansji na rynku kredytów hipotecznych w USA, oraz kryzys zadłużenia publicznego.

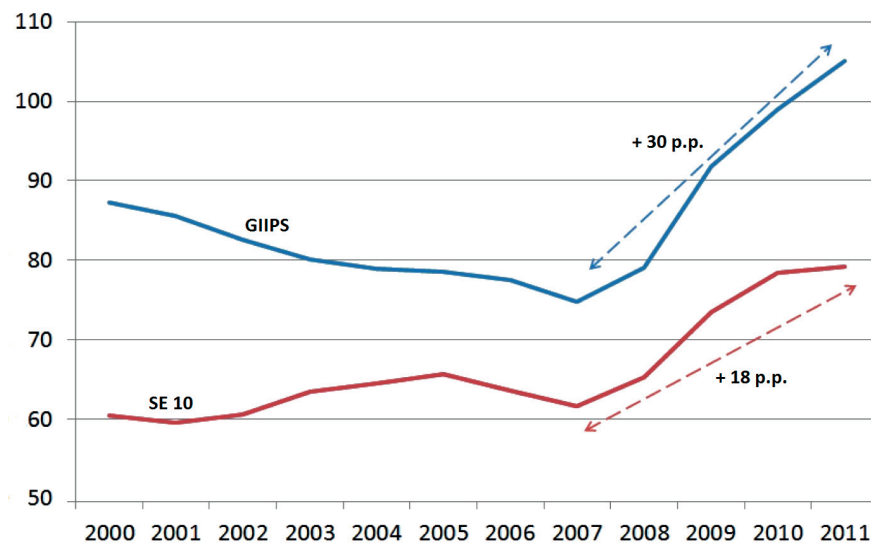
Kryzys bankowy przejawiał się perturbacjami na rynkach finansowych skutkującymi brakiem płynności i często niewypłacalnością instytucji finansowych. Z kolei kryzys zadłużenia publicznego, określane też jako kryzys finansów publicznych, charakteryzował się szybkim narastaniem długu publicznego (wewnętrznego – *internal default* lub/i zagranicznego – *sovereign external debt crisis/external default*) w wielu krajach dotkniętych recesją lub spowolnieniem wzrostu.

Kryzysy finansów publicznych i bankowy wzajemnie się przeplatały, prowadząc do kryzysu w sferze realnej (recesja i generalne silne spowolnienie wzrostu gospodarczego). Istotny wpływ wywarł tu kryzys bankowy, w wyniku którego ograniczona została akcja kredytowa, co uniemożliwiło finansowanie na dotychczasowym poziomie działalności gospodarczej i rozwoju. Wraz ze spadkiem popytu i produkcji rosło bezrobocie.

1.5.1. Dwie fazy kryzysu w UE

Latem 2007 r. rozpoczęła się pierwsza faza kryzysu w UE, która w 2008 r. charakteryzowała się gwałtownym spowolnieniem wzrostu, a w 2009 r. recesją. Spadek PKB w UE wyniósł wtedy aż 4,3%⁴, a bezrobocie wzrosło do 9% (European Commission 2012, s. 148 i 159). Jednocześnie w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem, tj. na Cyprze, w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i we Włoszech utrwał się trend spadku konkurencyjności.

Od 2010 r. UE weszła w drugą fazę kryzysu. W latach 2010–2011 nastąpiło pewne ożywienie gospodarcze (nie objęło ono Grecji i Hiszpanii, a Portugalia i Irlandia zanotowały tylko jednoroczny wzrost PKB w tych latach), które w 2012 r. przeszło w łagodną recesję, a następnie w stagnację w 2013 r., przy czym prawie połowa państw strefy euro tkwiła nadal w recesji. Recesja i stagnacja sprzyjały zwiększaniu się długu publicznego w wielu państwach UE (rysunek 1.2).



Rysunek 1.2. Dług publiczny w Grecji, Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii razem oraz w pozostałych 10 największych państwach strefy euro w latach 2000–2011 (w % PKB)

Uwaga:

GIIPS – Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia, Hiszpania

SE 10 – 10 największych państw strefy euro

p.p. – punkty procentowe

Źródło: Mendoza i in. (2014, s. 43).

⁴ Według systemu ESA 95. Zgodnie z ESA 2010 spadek ten wyniósł 4,5% (por. tabela 4.1).

Dane na rysunku 1.2 ukazują proces gwałtownego, wręcz szokowego, narastania tego długu w relacji do PKB w latach 2007–2011 (aż o 30 p.p.) w pięciu państwach najbardziej dotkniętych kryzysem i nieco wolniejszego, ale bardzo znacznego (o 18 p.p.) w pozostałych 10 największych państwach strefy euro.

Również wielkość długu publicznego w UE i w strefie euro jako całości nadal rosła w latach późniejszych. Działo się tak mimo prowadzonego od 2010 r. zacieśnienia fiskalnego, które ilustruje obniżanie się wielkości deficytu w relacji do PKB w UE i strefie euro w tym czasie (tabela 1.2).

Tabela 1.2. Deficyt i dług sektora finansów publicznych w państwach UE i strefy euro w latach 2010–2015 (w % PKB)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Deficyt budżetowy w UE	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-3,0	-2,7
Deficyt budżetowy w strefie euro	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4
Dług publiczny w UE	78,4	81,3	85,0	87,1	88,1	88,3
Dług publiczny w strefie euro	83,8	86,4	90,8	93,1	94,5	94,8

^a – prognoza

Uwaga: Wszystkie dane dotyczą UE w składzie 28 państw, zaś strefy euro w składzie z 2015 r. (19 państw).

Źródło: European Commission (2014, s. 161 i 164).

Rok 2014 jest być może początkiem pozytywnych zmian w UE. Mimo utrzymujących się zjawisk kryzysowych (spowolnienie wymiany międzynarodowej, kryzys polityczny związany z wydarzeniami na Ukrainie), wzrost PKB w UE szacowano w 2014 r. na 1,3%, a w strefie euro na 0,8% PKB. W krajach najbardziej dotkniętych kryzysem nastąpiło odwrócenie trendów recesyjnych z oznakami ożywienia (tabela 1.5). Szacunki wzrostu PKB w 2014 r. przewidują, że najszybszy był w Irlandii, tj. wyniósł 4,6% PKB, następnie w Hiszpanii 1,2% PKB, a w Portugalii i Grecji odpowiednio 0,9% i 0,6%.

Te pozytywne zjawiska w warunkach niewielkiej poprawy koniunktury w 2014 r. nie dają jeszcze gwarancji przezwyciężenia kryzysu. Wzrost w wielu państwach jest ciągle zbliżony do stagnacji. We Włoszech w 2014 r. przewidywany jest nawet spadek PKB o 0,4% (tabela 1.5). Na utrzymujący się nadal kryzys wskazują też wysokie stopy bezrobocia w wielu krajach UE (tabela 1.6). Ponad stuprocentowy poziom długu publicznego w relacji do PKB świadczy też o kruchości stanu względnej stabilności fiskalnej w Grecji, Irlandii, Portugalii, we Włoszech i na Cyprze (tabela 1.4; por. też rozdz. 4).

1.5.2. Dwie fazy polityki stabilizacyjnej w UE

W ramach polityki stabilizacyjnej prowadzonej w UE od drugiej połowy 2007 r. zmierzano do opanowania kryzysu bankowego, finansów publicznych i prywatnych oraz głębokiej recesji. Działania te można uznać za tożsame z polityką antykryzysową, która od polityki stabilizacji wahań cyklicznych różni się większą intensywnością działań w związku z gwałtownym rozwojem wspomnianych kryzysów, w tym silnego spadku PKB w 2009 r. w krajach UE i szybko narastającego długu publicznego. Od początku kryzysu wyróżnić można co najmniej dwie fazy unijnej polityki stabilizacyjnej (Albiński 2014, s. 36).

Pierwsza trwała od sierpnia 2007 do końca 2009 r. EBC podejmował wówczas głównie działania płynnościowe, lecz w celu zapobieżenia wzrostowi inflacji w lipcu 2008 r. krótkotrwale, nieznacznie, podniósł podstawowe stopy procentowe (stopę refinansową do 4,25%), które jednak de facto utrzymywał na realnie niskim poziomie, biorąc pod uwagę ówczesną 4% stopę inflacji. W obliczu rozwijającej się recesji EBC zaczął szybko obniżać te stopy jesienią 2008 r. i w maju następnego roku ustalił stopę refinansową na poziomie 1% (Polański 2014a, s. 73; por. też rysunek 2.8 w rozdz. 2).

Ponadto w drugiej połowie 2008 r. opracowano wiele dokumentów wytyczających ścieżkę wyjścia z kryzysu. Jednym z nich był Europejski plan naprawy gospodarczej (Komisja Europejska 2008). W marcu 2009 r. Parlament Europejski w pełni poparł w swej rezolucji ten plan i zalecił Komisji Europejskiej (KE) jego wdrożenie. Głównym jego elementem były programy stymulacyjne w latach 2008–2009, które stanowią przykład aktywnej polityki fiskalnej podjętej na szeroką skalę w wielu państwach członkowskich w celu przeciwdziałania załamaniu popytu i głębokiej recesji. Zgodnie z nimi, państwa członkowskie miały ustalić natychmiastowy bodziec budżetowy w wysokości 200 mld euro (1,5% PKB UE) w celu zwiększenia popytu i przeznaczyć z tej kwoty 170 mld euro na zwiększenie wydatków budżetowych, tj. prowadzenie ekspansywnej polityki budżetowej (dopuszczające rozluźnienie dyscypliny budżetowej w ramach zaktualizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu, PSW) przy wsparciu natychmiast tych działań ze środków unijnych w kwocie 30 mld euro (European Commission 2008, s. 7)⁵.

⁵ Określenie *budgetary expansion*, tj. „zwiększenie wydatków budżetowych” zawarte w anglojęzycznej wersji Europejskiego planu naprawy gospodarczej, odpowiadające działaniu w ramach ekspansywnej polityki budżetowej, zostało mylnie przetłumaczone w oficjalnej polskiej jego wersji, jako „rozszerzenie dyscypliny budżetowej” (Komisja Europejska 2008, s. 7), co dosłownie może oznaczać jej zaostwienie, a więc przeciwieństwo ekspansywnej polityki budżetowej. Błąd ten powielany jest w wielu polskich publikacjach.

Krajowe pakiety bodźców, polegające m.in. na zwiększeniu wydatków publicznych, miały być wdrażane przy założeniu, że pogorszenie stanu finansów publicznych mogło być tylko przejściowe i nienaruszające długoterminowej równowagi budżetowej. Taki sposób stymulowania popytu, głównie za pomocą narzędzi dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, przewidziany był najpóźniej do 2010 r., w którym miały kończyć się pakiety wspierania koniunktury.

Teoretyczną podstawę krajowych programów stymulacyjnych zalecanych przez UE stanowił model QUEST III (Roeger, in't Vel 2009), który uwzględniał wpływ stosowanej w UE i USA dyskrecjonalnej polityki fiskalnej na zmiany PKB. Wpływ ten zależny był od stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej oraz od struktury działań dyskrecjonalnej polityki fiskalnej i czasu ich stosowania. Na działania te składały się: zwiększenie subwencji inwestycyjnych i inwestycji rządowych, zwiększenie nakładów na konsumpcję rządową (zakupy dóbr i usług), obniżki podatków od konsumpcji, transfery budżetowe, obniżki obciążeń kosztów pracy i redukcja opodatkowania przedsiębiorstw.

Dla działań tych oszacowano wskaźniki (mnożniki fiskalne), które określają siłę wpływu szoków fiskalnych na zmianę PKB⁶. Wskaźniki te zostały przyjęte przez KE do analizy skuteczności tej polityki i podane wraz z prognozami w maju 2009 r. Najbardziej skutecznym działaniem aktywnej polityki budżetowej było przeznaczenie 1% PKB w celu jednorocznego subsydiowania inwestycji, które powinno umożliwić roczny wzrost PKB (lub zahamować jego spadek) odpowiednio od 1,37% do 2,19% w warunkach akomodacyjnej polityki pieniężnej. Dla inwestycji rządowych wskaźniki te (również jako wpływ jednorocznego stymulowania na zmianę 1% PKB) wynosiły od 1,07% do 1,40%, a dla zakupów rządowych od 0,99% do 1,4%. Mniej skuteczne było przeznaczenie 1% PKB w odniesieniu do (redukcji) podatku VAT oraz (zwiększenia) transferów budżetowych, dla których odpowiednio wskaźniki te wynosiły od 0,55% do 0,78% oraz od 0,67% do 0,99%. Najmniejszy wzrost PKB przynosiło przeznaczenie jednego jego procenta na (łagodniejsze) opodatkowanie przedsiębiorstw – wskaźniki od 0,03% do 0,05% (European Commission 2009, s. 44 i 50).

Wdrożeniu wspomnianych działań stymulacyjnych w pierwszej fazie kryzysu towarzyszyła stopniowo łagodzona polityka pieniężna. W odniesieniu do strefy euro tego rodzaju *policy mix* w pierwszej fazie polityki stabilizacyjnej w latach 2007–2009, a szczególnie od jesieni 2008 r., odpowiadała z grubsza jej wariantowi czwartemu (tabela 1.1), tj. kombinacji ekspansywnej polityki fiskalnej i dominującej w tym okresie ekspansywnej polityki pieniężnej.

⁶ Mnożnik fiskalny jest też definiowany jako wpływ zmiany wydatków lub dochodów państwa (wzróżonych w relacji do PKB) o 1 p.p. na zmianę rocznej dynamiki PKB (w p.p.) (NBP 2013, s. 33).

Od 2010 r. zaczęła się druga faza unijnej polityki stabilizacyjnej, w której pod presją narastającego długu publicznego zalecono strategię odejścia (*fiscal exit strategy*) od dotychczasowej ekspansywnej polityki fiskalnej, tj. nadzwyczajnego stymulowania popytu, i powrót do zrównoważonych finansów publicznych oraz redukcji długu⁷. Faza ta miała na celu wykorzystanie ożywienia i rosnących wraz z nim dochodów budżetowych do racjonalizacji wydatków rządowych oraz konsolidacji fiskalnej (*austerity programmes*), która umożliwiłaby redukcję deficytu i długu publicznego. Kilkanaście krajów UE objętych procedurą nadmiernego deficytu rozpoczęło konsolidację fiskalną już w 2010 r. Była ona zgodna z zaleceniami zaakceptowanymi przez Radę UE w październiku tego roku, przewidującymi m.in. rozpoczęcie wspomnianej procedury również w wypadku przekroczenia długu publicznego powyżej poziomu 60% PKB, wprowadzenie sankcji finansowych z możliwością uchylenia jedynie wetem kwalifikowanej większości tej Rady, wprowadzenie procedury nierównowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*), ocenę *ex-ante* od 2011 r. w ramach Europejskiego Semestru założeń budżetowych i reform państw członkowskich, a także polityki fiskalnej i wzmocnienia nad nią krajowego nadzoru (IMF 2010b, s. 58; zob. też rozdz. 4).

Drugą fazę unijnej polityki stabilizacyjnej poprzedziły inicjatywy KE w tym zakresie z października 2009 r. Potwierdził je szczyt państw G-20 w czerwcu 2010 r., z udziałem czołowych krajów UE, na którym zadeklarowano plan redukcji deficytów o połowę do 2013 r. i zmniejszenia lub stabilizacji długu w relacji do PKB do 2016 r. (G-20 2010, s. 1). Podobne rekomendacje wdrożenia programów oszczędnościowych i konsolidacji fiskalnej zalecał rządowi państw w 2010 r. współpracujący z G-20 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF 2010a, s. 12–21).

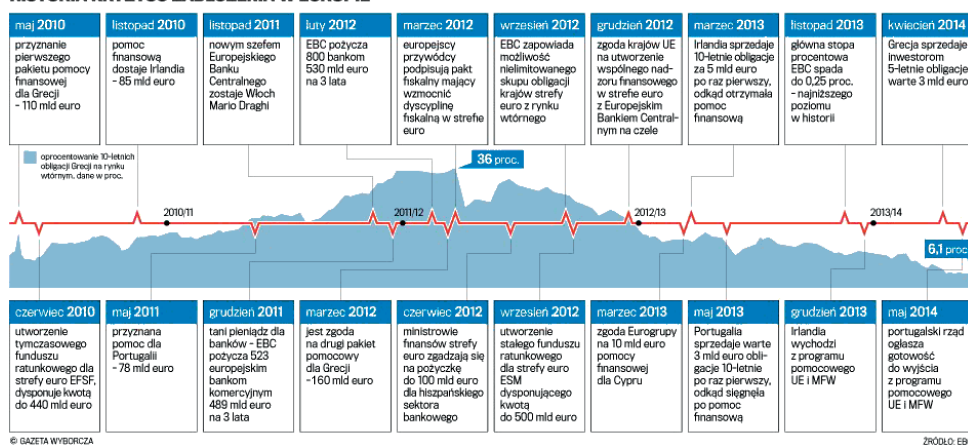
W strefie euro podjęto wiele działań wobec krajów najbardziej dotkniętych kryzysem. Należały do nich realizowany przez EBC od maja 2010 r. do września 2012 r. program rynków papierów wartościowych (*Securities Markets Programme*) polegający na skupie na rynku wtórnym państwowych instrumentów dłużnych wyemitowanych w tych krajach. Ponadto EBC kontynuował podstawowe (*main refinancing operations – MRO*) i dłuższe (*longer-term refinancing operations – LTRO*) operacje refinansujące, tj. zapewniające bankom płynność odpowiednio w krótkim i dłuższym okresie (Polański 2014b, s. 118).

Kolejne działania stabilizacyjne przytacza rysunek 1.3. W latach 2010–2011 przyznano pomoc finansową Grecji, Irlandii i Portugalii. Wykorzystano w tym celu

⁷ Według zaleceń MFW *fiscal exit strategy* obejmowała działania zmierzające do obniżenia relacji długu do PKB i utworzenia nadwyżki salda bilansu pierwotnego, tj. cięcia wydatków publicznych połączone z programem reform oraz podwyżki podatków i zwiększenie dochodów państwa (IMF 2010a, s. 12–21).

m.in. środki MFW oraz Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (*European Financial Stability Facility* – EFSF) i Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej (*European Financial Stabilisation Mechanism* – EFSM), tj. dwóch funduszy ratunkowych utworzonych w maju 2010 r. w celu wzmocnienia stabilności finansowej strefy euro oraz ewentualnego wsparcia państw potrzebujących pomocy⁸.

HISTORIA KRYZYSU ZADŁUŻENIA W EUROPIE



Rysunek 1.3. Kryzys zadłużenia publicznego i działania stabilizacyjne w strefie euro: maj 2010–maj 2014

Źródło: „Gazeta Wyborcza” (2014) za EBC (<http://www.ecb.europa.eu>).

Decyzją Rady Europejskiej w marcu 2011 r. dwa wyżej wymienione tymczasowe europejskie mechanizmy stabilności zostały zastąpione stałym mechanizmem pomocy finansowej dla państw strefy euro, tj. Europejskim Mechanizmem Stabilności (*European Stability Mechanism* – ESM). Ma on zapewnić stałe rozwiązanie ramowe na wypadek sytuacji kryzysowej, a jego celem jest ochrona stabilności finansowej w strefie euro (Ministerstwo Finansów 2012, s. 1).

Wraz z objęciem w końcu 2011 r. przez Mario Dragiego funkcji prezesa EBC nastąpiło dalsze zwiększenie aktywności tej instytucji. W grudniu tego roku oraz w lutym 2012 r. EBC przeprowadził trzyletnie operacje LTRO. Łączna wartość niskooprocentowanych, tj. według stopy 1%, kredytów udzielonych wtedy wielu bankom komercyjnym z przeznaczeniem m.in. na wykup obligacji rządowych państw najbardziej dotkniętych kryzysem, wyniosła ponad 1 bln euro.

⁸ Zob. dalsze szczegóły w tabeli 2.1 (rozdz. 2).

Tymczasem, mimo tych działań, nadal osłabiała się wiarygodność Grecji, której 10-letnie obligacje rządowe były oprocentowane w marcu 2012 r. aż na 36% (rysunek 1.3). Znaczny spadek oprocentowania obligacji greckich nastąpił w tym samym miesiącu dopiero po udzieleniu jej kolejnego pakietu pomocowego i po podpisaniu przez większość państw UE paktu fiskalnego.

W latach 2012–2013 udzielono pomocy hiszpańskiemu sektorowi bankowemu (do 100 mld euro) oraz Cyprowi (10 mld euro), a EBC po utworzeniu we wrześniu 2012 r. ESM (o zdolności udzielania pożyczek do 500 mld euro) kontynuował działania antykryzysowe, które przyczyniły się do znacznego spadku oprocentowania obligacji skarbowych państw najbardziej dotkniętych kryzysem (zob. też rysunek 2.3 w rozdz. 2). Już w grudniu 2013 r. Irlandia wyszła z programu pomocowego UE i MFW. Portugalia ogłosiła gotowość wyjścia z takiego programu w maju 2014 r., a miesiąc wcześniej Grecja wróciła na rynek długu, sprzedając inwestorom 5-letnie obligacje skarbowe warte 3 mld euro (rysunek 1.3). W 2013 r. także Irlandia i Portugalia wróciły na względnie ustabilizowany rynek długu i znalazły nabywców na swoje obligacje. Wiosną 2014 r. oprocentowanie 10-letnich obligacji greckich spadło do 6,1% (rysunek 1.3).

Na początku drugiej fazy unijnej polityki stabilizacyjnej i w kolejnych dwóch latach utrzymywał się wysoki poziom deficytów budżetowych, szczególnie w Irlandii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii, we Włoszech i na Cyprze. Jednak wprowadzone wcześniej zacieśnienie fiskalne spowodowało, że w latach 2013–2014 zarówno w państwach najbardziej dotkniętych kryzysem, jak i w całej UE oraz w strefie euro poziom tych deficytów znacznie się obniżył (tabela 1.2 i 1.3). Większość krajów UE od 2009 r. była objęta procedurą nadmiernego deficytu i została zobowiązana do wprowadzenia rygorów fiskalnych zmierzających do jego obniżenia. Pewne ich złagodzenie w latach 2012–2013 spowodowało, że tempo jego redukcji w UE było wolniejsze od pierwotnie zamierzonego.

Tabela 1.3. Deficyt sektora finansów publicznych w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w % PKB)

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Grecja	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	-1,6	-0,1
Hiszpania	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,6
Irlandia	-32,4	-12,6	-8,0	-5,7	-3,7	-2,9
Portugalia	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	-4,9	-3,3
Włochy	-4,2	-3,5	-3,0	-2,8	-3,0	-2,7
Cypr	-4,8	-5,8	-5,8	-4,9	-3,0	-3,0

^a – prognoza

Źródło: European Commission (2014, s. 161).

Ubocznym tego skutkiem było dalsze narastanie długu publicznego w UE, w tym w strefie euro, do 2014 r. (tabela 1.2). Jednak główną przyczyną jego narastania było spowolnienie gospodarcze, w tym znaczne spadki PKB oraz wysoki poziom średnio- i długoterminowych stóp procentowych (prowadzący do tzw. efektu kuli śniegowej, o którym piszemy szerzej w punkcie 1.6.2), szczególnie w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem (tabela 1.5).

Rozpoczęte w tej fazie zacieśnienie fiskalne okazało się być za wcześnie i za szybko wprowadzone oraz niedostatecznie skuteczne z punktu widzenia kontroli długu publicznego. Podobnie krytyczne stanowisko zawarte zostało w opinii Niezależnego Biura Ewaluacyjnego MFW w 2014 r. (IMF 2014, s. V). Krytyka zaleceń oszczędnościowych MFW z 2010 r. znajduje swoje uzasadnienie zarówno w odniesieniu do państw UE, jak i strefy euro, w których wielkość długu publicznego stale rosła w latach 2010–2014, choć dokonywały one w tym czasie konsolidacji fiskalnej (tabela 1.2). Swoistym rekordzistą, mimo umorzenia części długu i wprowadzenia wspomnianych pakietów pomocowych, stała się Grecja (175,5% PKB w 2014 r.), a w dalszej kolejności Włochy, Portugalia, Cypr, Irlandia i Hiszpania (tabela 1.4).

Tabela 1.4. Dług sektora finansów publicznych w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w % PKB)

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Grecja	146,0	171,3	156,9	174,9	175,5	168,8
Hiszpania	60,1	69,2	84,4	92,1	98,1	101,2
Irlandia	87,4	111,1	121,7	123,3	110,5	109,4
Portugalia	96,2	111,1	124,8	128,0	127,7	125,1
Włochy	115,3	116,4	122,2	127,9	132,2	133,8
Cypr	56,5	66,0	79,5	102,2	107,5	115,2

^a – prognoza

Źródło: European Commission (2014, s. 164).

W latach 2010–2011 pojawiła się groźba niewypłacalności niektórych z tych państw i zagrożenie stabilności finansowej w całej strefie euro, co spowodowało podjęcie wspomnianych wcześniej działań pomocowych nie tylko wobec Grecji, ale także wobec Irlandii, Portugalii i Hiszpanii.

Mimo tych działań zacieśnienie fiskalne przyniosło negatywne skutki w postaci spowolnienia wzrostu lub recesji w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem (tabela 1.5) oraz wysokiego bezrobocia (tabela 1.6) i protestów społecznych.

Tabela 1.5. Tempo wzrostu PKB w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w %)

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Grecja	-5,4	-8,9	-6,6	-3,3	0,6	2,9
Hiszpania	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,2	1,7
Irlandia	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,6	3,6
Portugalia	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	0,9	1,3
Włochy	1,7	0,6	-2,3	-1,9	-0,4	0,6
Cypr	1,4	0,3	-2,4	-5,4	-2,8	0,4

^a – prognoza

Źródło: European Commission (2014, s. 144).

Tabela 1.6. Stopa bezrobocia w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w %)

Państwo	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Grecja	12,7	17,9	24,5	27,5	26,8	25,0
Hiszpania	19,9	21,4	24,8	26,1	24,8	23,5
Irlandia	13,9	14,7	14,7	13,1	11,1	9,6
Portugalia	12,0	12,9	15,8	16,4	14,5	13,6
Włochy	8,4	8,4	10,7	12,2	12,6	12,6
Cypr	6,3	7,9	11,9	15,9	16,2	15,8

^a – prognoza

Źródło: European Commission (2014, s. 155).

Wprowadzeniu restrykcji fiskalnych w drugiej fazie unijnej polityki stabilizacyjnej towarzyszyła polityka EBC dużo niższych, niż w pierwszej fazie, podstawowych stóp procentowych oraz podejmowanie wielu działań zwiększających płynność za pomocą podstawowych (MRO) i dłuższych (LTRO) operacji refinansujących. Nie zmieniły tego nawet dwie drobne podwyżki stóp EBC obowiązujące w okresie od kwietnia do listopada 2011 r., gdyż od tego ostatniego miesiąca, w kolejnych latach (Polański 2014b, s. 120), a także w 2014 r., EBC dokonywał dalszych obniżek stóp oraz prowadził wspomniane operacje wspierające płynność sektora bankowego (zob. szerzej rozdz. 2). Można zatem stwierdzić, że w tym czasie polityka pieniężna w strefie euro miała wyraźnie ekspansywny charakter.

W trzecim kwartale 2012 r. zaczęto nieco łagodzić w UE politykę oszczędnościową w obliczu jej niepowodzeń, zwłaszcza w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem, lecz nie zaniechano kontynuacji programów oszczędnościowych. Wspomniane łagodzenie polegało głównie na wydłużaniu terminów redukcji deficytu sektora finansów

publicznych o kolejne lata, przy utrzymywaniu ekspansywnej akomodacyjnej polityki pieniężnej. Dane w tabeli 1.2 wskazują, że w rezultacie w latach 2012–2014, w porównaniu do lat 2010–2012, zmniejszyło się tempo redukcji deficytu sektora finansów publicznych w UE i w strefie euro. Tym niemniej poziomy tego deficytu w 2014 r. osiągnęły wartość referencyjną, a nawet dla strefy euro są poniżej niej. Według jesiennych prognoz KE deficyty te wyniosły odpowiednio –3,0% PKB i –2,6% PKB (tabela 1.2), co jest pozytywnym skutkiem programów polityki oszczędnościowej.

Należy podkreślić, że poziom tego deficytu również w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem, choć zazwyczaj wyższy od tych w UE i strefie euro jako całości, ustabilizował się lub obniżył w 2014 r. (tabela 1.3). Zmalało też tempo narastania długu publicznego. Nadal utrzymywała się jednak wysoka stopa bezrobocia (tabela 1.6).

W świetle powyższego można stwierdzić, że w drugiej fazie polityki stabilizacyjnej (od 2010 r.) unijna *policy mix* dla strefy euro odpowiadała w zasadzie wariantowi drugiemu, tj. restrykcyjnej polityce fiskalnej i ekspansywnej (akomodacyjnej) polityce pieniężnej (być może z wyjątkiem okresu od kwietnia do listopada 2011 r., w którym przeprowadzono dwie niewielkie podwyżki stóp procentowych). Od listopada 2011 r. EBC dokonywał już jednak wyłącznie obniżek stopy procentowej tak, że od września 2014 r. jego stopa refinansowa wynosi zaledwie 0,05% (zob. szerzej w następnym rozdziale).

Na podkreślenie zasługuje fakt, że kraje najbardziej dotknięte kryzysem w 2014 r. zaczęły wychodzić z recesji (z wyjątkiem Włoch i Cypru) oraz nieco zmniejszać bezrobocie (tabele 1.5 i 1.6). Do tych pozytywnych zjawisk, mimo kryzysowego poziomu bezrobocia, powolnego wzrostu i wysokiego poziomu długu publicznego, przyczyniły się działania w ramach *policy mix* w strefie euro podejmowane od roku 2012.

Na lata 2014–2015 szacowany jest znaczny spadek deficytu budżetowego w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i we Włoszech, co oznacza poprawę ich stabilności fiskalnej, podobnie jak w odniesieniu do kilku pozostałych państw członkowskich UE. W warunkach powrotu na ścieżkę niewielkiego wzrostu, w Grecji, Irlandii i Portugalii ma nastąpić w 2015 r. pewne zmniejszenie długu publicznego w relacji do PKB (tabela 1.4).

1.6. Polityka oszczędnościowa a wzrost gospodarczy

1.6.1. Wpływ polityki oszczędnościowej na wzrost

Wspomniane negatywne skutki programów polityki oszczędnościowej, szczególnie w najbardziej dotkniętych kryzysem państwach strefy euro, stały się ważnym argumentem w krytyce tego rodzaju programów. Już w 2010 r. P. Krugman (2010, s. 1) przestrzegął,

że zacieśnienie fiskalne przynosi efekt odwrotny do zamierzonego (*self-defeating austerity*), tj. zahamowanie wzrostu i narastanie długu. Dwa lata później, badając zależność między wzrostem realnego PKB i wydatkami rządowymi wskazywał na znaczną między nimi korelację i podał Polskę jako przykład pozytywnego wpływu wzrostu wydatków rządowych na wzrost PKB w latach 2008–2011 oraz silnego wpływu znacznych cięć tych wydatków na spadek PKB na Łotwie, w Grecji i Irlandii w tym okresie (Krugman 2012a, s. 1). W kolejnej publikacji (Krugman 2012b, s. 1), analizując zależność między poziomem PKB a redukcją deficytu budżetowego w latach 2009–2011 w strefie euro, wskazywał, że oszczędność 1 euro PKB zmniejsza ten deficyt tylko o 0,4 euro nawet w krótkim okresie, a cały program oszczędnościowy prowadzi tam do katastrofy.

Ch. Wyplosz w obszernej krytyce programu polityki oszczędnościowej UE (Wyplosz 2012, s. 1–4) postawił najpoważniejszy zarzut, że działa on procyklicznie, czego najlepszym dowodem są np. recesja i stagnacja w Grecji, Hiszpanii, Portugalii i we Włoszech. Według tego autora błędem było przyjęcie nieudokumentowanego empirycznie założenia o pozytywnej zależności między (krótkookresową) dyscypliną fiskalną a długookresowym wzrostem. Są to bowiem dwa niezależne cele, przy czym dyscyplina fiskalna jest wymogiem długookresowym. W związku z tym – argumentował – niezbędne jest stworzenie w strefie euro takich możliwości działania w polityce fiskalnej (w tym głęboka restrukturyzacja długów publicznych i opodatkowanie rynkowych transakcji finansowych), które mimo ograniczeń zawartych w Pakcie Fiskalnym i sześciopaku⁹ umożliwiłyby krajom dotkniętym kryzysem pro wzrostową, ekspansywną politykę, także przy użyciu środków pomocy finansowej z EFSF i ESM. Dotychczas – stwierdził – wykorzystanie tych środków sprzyjało recesji w tych krajach. Wynikało to z faktu, że pomoc finansowa przeznaczona została w głównej mierze na pokrycie zobowiązań zewnętrznych, a nie na potrzeby rozwojowe gospodarki.

Do wspomnianej krytyki przyłączyli się również wcześniejsi zwolennicy polityki oszczędnościowej, przyznając, że błędna (zbyt optymistyczna) była prognoza wzrostu w relacji do planowanej konsolidacji fiskalnej, przy czym należy założyć, że wartości mnożników z nią związanych (tzn. spowalniające wzrost) powinny być wyższe niż przed kryzysem (Blanchard, Leigh 2013, s. 1 i 20). Ponadto stwierdzili oni, że wartości przyjętych mnożników fiskalnych, np. w modelu QUEST III, mogły być trafne jedynie we wczesnej fazie kryzysu lat 2008–2010, a doświadczenie wskazuje, iż nie ma jednego mnożnika (tj. oszacowanej jego wartości) właściwego dla każdego okresu i dla wszystkich krajów. Okazuje się też, że program stymulacyjny w jednym kraju,

⁹ W sześciopaku przewidziano m.in. zagrożony sankcją finansową obowiązek obniżenia deficytu budżetowego do co najmniej 3% PKB w ramach średniookresowego celu budżetowego oraz redukcji nadwyżki długu publicznego przewyższającego 60% PKB o co najmniej 1/20 rocznie przez trzy lata.

w wyniku efektu rozlania (*spillover effect*), może ograniczać skuteczność programu stymulacyjnego w innym kraju i hamować wzrost PKB.

Efekt rozlania w postaci wpływu zacieśnienia fiskalnego w Niemczech na spadek PKB we Francji, Hiszpanii, Holandii, Włoszech oraz w grupie małych krajów w strefie euro potwierdza też analiza wyników badań przeprowadzonych z użyciem nowego wielokrajowego modelu (*New Multi-Country Model*, NMCM) opracowanego w EBC (Dieppe i in. 2011; ECB 2014, s. 79).

Zmienność mnożników fiskalnych i liczne kontrowersje wokół siły ich efektów (Lubiński 2010, s. 13) w kontekście osłabienia dynamiki PKB i narastania długu publicznego stały się głównym argumentem przemawiającym za częściowym odłożeniem w czasie zacieśnienia fiskalnego w UE (NBP 2014, s. 33). Przyczynił się do tego ponadto brak zaufania rynków finansowych co do skuteczności programów zacieśnienia fiskalnego, szczególnie w odniesieniu do najbardziej dotkniętych kryzysem krajów strefy euro, które w warunkach wdrożenia tych programów ugięły się pod ciężarem narastającego długu publicznego i nie mogły przewyciężyć spowolnienia gospodarczego. Prowadziło to w latach 2010–2013 do utrzymywania się nadal wysokiej rentowności obligacji skarbowych tych państw (por. rysunek 2.3), co utrudniało im wychodzenie z zadłużenia.

Przy omawianiu ważniejszych głosów w debacie na temat skutków polityki fiskalnej w krótkim okresie, należy wspomnieć o jej możliwych tzw. „niekeynesowskich” efektach. W 1990 r. zwrócono uwagę na podstawie analizy polityki fiskalnej prowadzonej w Danii i Irlandii w latach 80., że skutkiem zmniejszenia deficytu budżetowego w tych państwach była poprawa koniunktury (Giavazzi, Pagano 1990, s. 3). Zjawisko to zostało częściowo potwierdzone w wielu innych badaniach (Siwińska 2005, s. 88), z których wynikało, że w niektórych wypadkach skutkiem restrykcyjnej polityki fiskalnej jest poprawa koniunktury, a konsekwencją ekspansywnej polityki fiskalnej może być spadek zagregowanego popytu i produkcji, co nie odpowiada logice teorii Keynesa. Stąd powstało określenie „niekeynesowskie” efekty polityki fiskalnej.

Warto dodać, że wspomniany wcześniej O. Blanchard w 1990 r. reprezentował w swoim komentarzu do artykułu F. Giavazziego i M. Pagano stanowisko wspierające występowanie efektów „niekeynesowskich” (i wnioski obu autorów). Skutki te mogą wystąpić w sytuacji, gdy dług publiczny w relacji do PKB jest już znaczny i rośnie mimo wysokich podatków. Wówczas wiarygodne i odpowiednio silne ograniczenie deficytu budżetowego może spowodować w bieżącym okresie odwrotną od keynesowskich przewidywań reakcję konsumentów (Blanchard 1990, s. 111). Bieżąca redukcja deficytu budżetowego zapowiada bowiem wzrost konsumpcji w przyszłości, jako że rząd nie będzie miał podstaw do dalszego zwiększania podatków i tym samym do zmniejszania dochodu permanentnego gospodarstw domowych.

Jak wynika z wcześniej przytoczonej, podjętej przez Blancharda, krytyki polityki oszczędnościowej prowadzonej w UE w latach 2010–2013, uznał on, że polityka ta nie potwierdziła występowania efektów „niekeynesowskich”.

1.6.2. Wielkość długu publicznego a wzrost

W 2010 r. ukazało się opracowanie C. Reinhart i K. Rogoffa pt. *Wzrost w czasach długu*. Wynikało z niego, że w państwach przekraczających progowe poziomy zadłużenia publicznego powyżej 90% PKB dochodzi do obniżenia tempa wzrostu (Reinhart, Rogoff 2010, s. 11 i 22). Wywołało to polemiczną dyskusję podważającą istnienie tej zależności. Główny błąd analityczny tej koncepcji polegał na tym, że na niskie tempo wzrostu mogą wpływać także inne przyczyny (Krugman 2013, s. 1). Ponadto inni polemicy wytknęli autorom błędy kodowania w arkuszach Excela wykorzystanych w analizie i po ponownym jej przeprowadzeniu stwierdzili, iż nie ma dowodu na to, że wielkość długu publicznego powyżej poziomu 90% PKB powoduje osłabienie wzrostu, a w związku z tym należy poddać ponownej ocenie programy oszczędnościowe w USA i Europie (Herndon i in. 2013, s. 14).

Jednak po korekcie swoich błędów Reinhart i Rogoff nadal utrzymują, że istnieje negatywna zależność między wysokim poziomem długu publicznego a wzrostem, przy czym podkreślają, iż w warunkach wysokiego bezrobocia nie należy stosować zacieśnienia fiskalnego jako środka redukcji długu publicznego (Reinhart i in. 2012, s. 85).

Warunki narastania długu publicznego można wyjaśnić za pomocą następującego równania (ECB 2014, s. 84):

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t + dda_t, \quad (1)$$

gdzie:

d – stanowi relację długu publicznego do PKB,

i – jest efektywną nominalną stopą procentową,

pb – odpowiada udziałowi pierwotnego salda budżetu w PKB,

g – jest stopą wzrostu nominalnego PKB

oraz

dda – jest tzw. dostosowaniem strumieniowo-zasobowym, zwanym także wartością rezydualną zmiany długu (*stock-flow adjustment, deficit debt adjustment*). Zalicza się do niej głównie wpływy z prywatyzacji, kupno i sprzedaż aktywów państwowych, różnice w ujęciu kasowym i memoriałowym oraz efekty różnic kursowych w przeliczaniu długu.

Z równania (1) wynika, że narastanie długu Δd_t zależy przede wszystkim od wielkości relacji między wyrażeniem $i - g$, tj. różnicą między poziomem nominalnej efektywnej stopy procentowej i stopą wzrostu nominalnego PKB a udziałem bilansu pierwotnego w PKB. Zakładając, że dda wynosi 0, to spadek tempa wzrostu PKB g wymaga, dla stabilizacji relacji długu do PKB, stosownego wzrostu salda bilansu pierwotnego, a więc np. wdrożenia programu oszczędności w wydatkach publicznych.

Narastanie długu publicznego powoduje powtarzająca się w kolejnych latach sytuacja, w której efektywna nominalna stopa oprocentowania jest wyższa od tempa wzrostu nominalnego PKB, tj. $i_t > g_t$, a wyrażenie $(i_t - g_t) / (1 + g_t)$ stanowi efekt kuli śniegowej. Im większa jest różnica między i_t a g_t , tym bardziej zwiększa się wartość ułamka w równaniu (1), co odzwierciedla zwiększenie tempa narastania długu publicznego, przy założeniu że wartości d_{t-1} , pb_t oraz dda_t nie zmieniają się.

Działający na globalnym rynku finansowym inwestorzy szacują ryzyko narastania tego długu przy zakupie emitowanych przez rządy papierów skarbowych. W państwach, w których poziomy progowe zadłużenia publicznego przekraczają 90% PKB lub które mają poziomy tego zadłużenia powyżej 100% PKB (IMF 2012, s. 108), (wspomniane poziomy progowe są kontestowane, np. przez Krugmana) dochodzi do obniżenia tempa wzrostu i trudności w obsłudze zadłużenia. Inwestorzy traktują dużą część państw, które przekraczają takie poziomy zadłużenia publicznego jako zagrożone utratą płynności lub niewypłacalnością i żądają coraz większych premii za ryzyko przy zakupie kolejnych emisji instrumentów dłużnych. Działania te nasilają spekulacyjny wzrost rentowności nabywanych przez nich obligacji rządowych. Rosnące lawinowo zadłużenie publiczne oraz koszty jego obsługi w tych państwach ograniczają możliwości stymulowania wzrostu. Kraje te popadają w recesję, która dodatkowo ogranicza ich możliwości spłaty zobowiązań przy utrzymującej się dodatniej wartości $i_t - g_t$. W ten sposób działania rynków finansowych pogłębiają kryzys finansów publicznych.

1.6.3. Strategia polityki oszczędnościowej

Jak pokazują doświadczenia państw członkowskich strefy euro od 2010 r., w fazie załamania wzrostu zacieśnienie fiskalne uzupełniane jest restrykcyjną polityką dochodową, tj. np. ograniczeniami wzrostu płac, co pogłębia tylko recesję i opóźnia wychodzenie z zadłużenia. Na podwyższone wartości mnożników fiskalnych, które powodują te zjawiska, mają wpływ takie czynniki jak zerowy poziom stóp procentowych i obniżona skuteczność polityki pieniężnej, choć pozostają w jej gestii inne efektywne narzędzia, jak np. poluzowanie ilościowe (Fischer 2011, s. 1). Do kolejnych czynników należą zaburzenia w funkcjonowaniu systemu finansowego (Corsetti

i in. 2012, s. 23–24) oraz występowanie niewykorzystanych mocy produkcyjnych i efektów histerezy, w tym szczególnie utrwalenie się bezrobocia wśród osób długo pozostających bez pracy, a także jednocześnie przeprowadzona konsolidacja fiskalna w wielu krajach.

Z badań dotyczących symulacji efektów zacieśnienia fiskalnego w czasie recesji i ekspansji w USA, Japonii i w strefie euro wynika, że dla gospodarki znajdującej się w recesji preferowana powinna być łagodna i stopniowa konsolidacja fiskalna a nie jej agresywny wariant, zaś kluczem do sukcesu redukcji długu publicznego jest ochrona wzrostu (Batini i in. 2012, s. 1). Jednak, jak wskazuje Krugman, w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem w strefie euro niezbędna jest nie tylko restrukturyzacja długu, ale również nawet brutalna dewaluacja wewnętrzna, które łącznie mogą przyczynić się do poprawy wiarygodności tych państw na rynkach finansowych (Krugman 2011, s. 2–4). Należy podkreślić, że agresywna konsolidacja fiskalna powoduje wysokie koszty społeczne, czego ilustracją są bardzo wysokie stopy bezrobocia w najbardziej dotkniętych kryzysem krajach strefy euro (tabela 1.6) i narastające tam konflikty społeczne.

Ponadto, w ustalaniu strategii polityki oszczędnościowej należy brać pod uwagę właściwy czas jej wdrożenia, np. poza fazą recesji i stagnacji, a stopniowe i łagodne działania oszczędnościowe należy umiejętnie łączyć z fazą wprowadzenia gospodarki na ścieżkę wzrostu. Nie oznacza to jednak, że rządy państw dotkniętych kryzysem nie powinny dokonywać wcześniej redukcji nieracjonalnych wydatków budżetowych oraz nie podejmować prób ograniczania deficytu. Podkreślić należy, że polityka oszczędnościowa nie powinna być wprowadzana dla całej grupy krajów jednocześnie, np. w strefie euro, gdyż działa to ujemnie na wzrost gospodarczy i konkurencyjność.

1.7. Podsumowanie

Z omawianych badań wynika, że polityka oszczędnościowa powinna być antycykliczna, raczej łagodna i stopniowa (w odniesieniu do państw najbardziej zagrożonych kryzysem niezbędna jest restrukturyzacja długów i dewaluacja wewnętrzna) oraz wprowadzana w sposób zróżnicowany czasowo w odniesieniu do poszczególnych państw danej grupy. Polityka ta powinna mieć charakter długofalowy, polegający na przygotowaniu reform zmniejszających przyszłe wydatki (wydłużanie wieku uprawniającego do przejścia na emeryturę, zmiany w systemach świadczeń socjalnych itp.). Jednocześnie postulat utrzymania wzrostu i zwiększenia zatrudnienia oznacza konieczność wykorzystania jednego z najbardziej skutecznych instrumentów

antycyklicznej polityki fiskalnej, jakim jest krótkookresowa stymulacja, która przez zwiększenie bieżących wydatków lub/i ulg podatkowych przyczynia się do szybkiego wzrostu efektywnego popytu. Ograniczeniem dla takiej polityki państw zmagających się z wysokim długiem publicznym i stagnacją/recesją jest niski stopień ich wiarygodności na rynkach finansowych, co zmusza rządy tych państw do wdrażania wieloletnich restrykcyjnych programów oszczędnościowych zmierzających do poprawy wiarygodności i w ten sposób przygotowania warunków do ponownego wzrostu gospodarczego. Nie oznacza to jednak, że restrykcyjna polityka fiskalna powinna się sprawdzić w postaci „niekeynesowskich” efektów.

Bibliografia

- Acocella N. (2002) *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Albiński P. (2014) *Kryzysy i polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, w: P. Albiński (red. nauk.), *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Albiński P. (red. nauk.) (2014) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Batini N., Callegari G., Melina G. (2012) *Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*, “IMF Working Paper”, WP/12/190, lipiec.
- Bénassy-Quéré A., Cœuré B., Jacquet P., Pisani-Ferry J. (2010) *Economic Policy. Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Blanchard O. (1990) *Comment*, “NBER Macroeconomics Annual”, w: O. Blanchard, S. Fischer (eds.), MIT Press.
- Blanchard O., Leigh D. (2013) *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, “IMF Working Paper”, WP 13/1, styczeń.
- BRE-CASE (2013) *Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym*, 127 Seminarium, 14 czerwca, <http://www.case-research.eu/pl/node/58054>
- Burda M., Wyplosz Ch. (2013) *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Corsetti G., Meier A., Müller G.J. (2012) *What Determines Government Spending Multipliers?*, “IMF Working Paper”, WP/12/150, czerwiec.
- Dieppe A., González Pandiella A., Hall S., Willman A. (2011) *The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – with boundedly rational learning expectations*, “Working Paper Series”, 1316, ECB, Frankfurt am Main.
- Draghi M. (2014) *Recovery and Reform in the euro area, Opening remarks by Mario Draghi, President of the ECB*, 9 października.
- ECB (2014) *Fiscal Multipliers and the Timing of Consolidation*, “Monthly Bulletin”, 4.
- European Commission (2008) *A European Economic Recovery Plan*, Communication From The Commission To The European Council, Brussels, 26 listopada, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf

- European Commission (2009) *Economic Forecast Spring*, Brussels.
- European Commission (2012) *European Economic Forecast Autumn*, Brussels.
- European Commission (2013) *EU Glossary w: Report on Public Finances in EMU*, "European Economy", 4, Brussels.
- European Commission (2014) *European Economic Forecast. Autumn 2014*, "European Economy", 7, Brussels.
- Fischer S. (2011) *Central Bank Lessons from the Global Crisis*, paper presented as the Brahma-
mananda Lecture at the Reserve Bank of India, Mumbai, 11 lutego, [http://www.rbi.org.in/
content/Pub_St Stanley_Fischer_lecture.aspx](http://www.rbi.org.in/content/Pub_St Stanley_Fischer_lecture.aspx)
- G-20 (2010) *The G-20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 czerwca, [http://www.g20.
utoronto.ca/2010/to-communicue.html#top](http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communicue.html#top)
- „Gazeta Wyborcza” (2014), 12 maja, [http://m.wyborcza.pl/wyborcza/55,105226,15943123,,,1
5943971.html?i=0&piano_t=1](http://m.wyborcza.pl/wyborcza/55,105226,15943123,,,15943971.html?i=0&piano_t=1)
- Giavazzi F., Pagano M. (1990) *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two
Small European Countries*, "NBER Macroeconomics Annual", t. 5.
- Herndon T., Ash M., Pollin R. (2013) *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic
Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*, PERI, University of Massachusetts-Amherst
Department of Economics, 15 kwietnia.
- IMF (2010a) *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*, 4 lutego.
- IMF (2010b) *Fiscal Exit: From Strategy to Implementation*, "Fiscal Monitor", listopad.
- IMF (2012) *Coping with High Debt and Sluggish Growth*, "World Economic Outlook",
październik.
- IMF (2014) *IMF Response to the Financial and Economic Crises: An IEO Assessment*,
8 października.
- Komisja Europejska (2008) *Europejski plan naprawy gospodarczej*, Komunikat Komisji do Rady
Europejskiej, Bruksela, 26 listopada.
- Konsolidacja fiskalna* (2014) „Leksykon Budżetowy”, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, [http://
www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/BASLeksykon.xsp?id=96F2A53CC8289E76C1257A680030
F57E&litera=K](http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/BASLeksykon.xsp?id=96F2A53CC8289E76C1257A680030F57E&litera=K)
- Krugman P. (2010) *Self-defeating austerity*, "The New York Times", 7 lipca.
- Krugman P. (2011) *Can Europe be saved?*, "The New York Times", 12 stycznia.
- Krugman P. (2012a) *Austerity and Growth*, "The New York Times", 18 lutego.
- Krugman P. (2012b) *Austerity and Growth, Again (Wonkish)*, "The New York Times", 24 kwiet-
nia.
- Krugman P. (2013) *Reinhart and Rogoff Are Not Happy*, "The New York Times", 26 maja.
- Krugman P., Wells R. (2012) *Makroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lubiński M. (2010) *Polityka fiskalna wobec kryzysu finansowego. Próba oceny*, „Gospodarka
Narodowa”, 9.
- Mendoza E.G., Tesar L.L., Zhang J. (2014) *Saving Europe? The Unpleasant Arithmetic of Fiscal
Austerity in Integrated Economies*, SAFE, Goethe University, Frankfurt am Main, maj.

- Ministerstwo Finansów (2012), *Co to jest EFSF i ESM?*, http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1417826/23_efs-f-esm.pdf
- Musgrave R.A., Musgrave P.B. (1984) *Public Finance in the Theory and Practice*, New York.
- NBP (2013) *Raport o inflacji*, Warszawa, lipiec.
- NBP (2014) *Raport o inflacji*, Warszawa, marzec.
- Polański Z. (2014a) *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 62–94.
- Polański Z. (2014b) *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 113–154.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2010) *Growth in a Time of Debt*, “NBER Working Papers Series”, Working Paper 15639, styczeń.
- Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. (2012) *Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800*, “Journal of Economic Perspectives”, 26(3).
- Roeger W., in’t Veld J. (2009) *Fiscal Policy with Credit Constrained Households*, “European Economy Economic Papers”, 357, styczeń.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2012) *Ekonomia*, Ebis, Poznań.
- Siwińska J. (2005) *Wpływ polityki fiskalnej na konsumpcję gospodarstw domowych w krajach Unii Europejskiej*, „Gospodarka Narodowa”, 7–8.
- Summers L.H. (2008) *Fiscal Stimulus Issues Testimony before the Joint Economic Committee*, 16 stycznia, http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2012/10/1-16-08_Fiscal_Stimulus_Issues.pdf
- Webster’s New World Finance and Investment Dictionary* (2010) Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana, <http://www.yourdictionary.com/accommodative-monetary-policy>
- Wikipedia (2013) *Austerity*, <https://en.wikipedia.org/wiki/Austerity>, pobrano 4 grudnia.
- Winiarski B. (red. nauk.) (2006) *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wyplosz Ch. (2012) *The coming revolt against austerity*, 2 maja, <http://mikenormaneconomics.blogspot.com/2012/05/charles-wyplosz-coming-revolt-against.html>

Rozdział 2

Otoczenie monetarne dla polityki zacieśnienia fiskalnego

2.1. Wprowadzenie

Jak powiedziano w poprzednim rozdziale, od początku obecnej dekady – w ramach walki z kryzysem finansowo-ekonomicznym – prowadzono w Unii Europejskiej politykę oszczędnościową, tj. politykę zacieśnienia fiskalnego (oraz restrykcyjną politykę dochodową). O tym, jak zadziałał drugi podstawowy filar polityki makroekonomicznej, tj. polityka pieniężna, będzie mowa obecnie.

Z punktu widzenia podmiotów gospodarujących (przede wszystkim podmiotów sfery gospodarki realnej, tj. przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) system finansowy tworzy środowisko (a więc otoczenie) finansowe, w którym one funkcjonują (czy też „działają”). Ze względu na fakt, że system finansowy składa się z dwóch komponentów, rynkowego i publicznego, tworzy on dla tych podmiotów odpowiednie otoczenie monetarne i fiskalne. W kształtowaniu pierwszego kluczową rolę odgrywa polityka pieniężna, zaś drugiego – polityka fiskalna².

Polityka pieniężna prowadzona przez bank centralny współkształtuje, wraz z instytucjami i rynkami finansowymi, otoczenie monetarne, w którym funkcjonują przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe oraz sektor publiczny i generalnie polityka fiskalna. Sformułowanie „otoczenie monetarne” dotyka samej istoty gospodarki rynkowej, którą jest jej zmonetaryzowany charakter. W tego typu gospodarce zasadnicza większość decyzji ekonomicznych ma naturę pieniężną, tzn. jest podejmowana przy wzięciu pod uwagę aspektów (warunków) monetarnych transakcji, a więc dostępności pieniądza lub kredytu oraz ich cen – stopy procentowej i kursu walutowego.

¹ Autor pragnie w tym miejscu podziękować M. Szadkowskiemu, M. Greli oraz M. Hołdzie za przygotowanie i opracowanie zamieszczonych w tym rozdziale rysunków.

² Na temat koncepcji systemu finansowego i jego relacji z pojęciami środowiska finansowego, monetarnego i fiskalnego w szerszym kontekście systemu ekonomicznego zob. Polański (2008, rozdz. 1, w szczególności s. 61–63).

W gospodarce rynkowej mamy zatem do czynienia z otoczeniem pieniężnym dla wszystkich podmiotów w niej działających, w tym dla sektora publicznego, rządu i jego polityki fiskalnej. Te ostatnie kształtują środowisko fiskalne, tj. wysokość i strukturę dochodów i wydatków sektora publicznego. Środowisko fiskalne musi jednak – jak wynika z naszych rozważań – uwzględniać także sytuację w otoczeniu monetarnym. W zależności od charakteru polityki pieniężnej otoczenie to może być względem środowiska fiskalnego restrykcyjne, ekspansywne (czyli łagodzące warunki monetarne, a więc akomodujące) albo, oczywiście, neutralne.

Od 1999 r., tj. od momentu wejścia w życie tzw. trzeciego etapu unii gospodarczo-walutowej i wprowadzenia euro, mamy w UE do czynienia z dwoma podstawowymi rodzajami otoczenia monetarnego. Po pierwsze, tworzonym przez strefę euro, a więc z obszarem ekonomicznym, w którym prowadzona jest jednolita polityka pieniężna przez Europejski Bank Centralny (EBC). Po drugie, z „otoczeniami” monetarnymi pozostałych krajów wchodzących w skład UE. W tym ostatnim wypadku chodzi zatem o państwa, które pozostały ze swoimi walutami narodowymi i prowadzą własną, odrębną politykę pieniężną. Jak się można spodziewać, te otoczenia monetarne nie są od siebie niezależne. Wprost przeciwnie, w ramach UE są one w większym lub mniejszym stopniu, formalnie i nieformalnie, ściśle ze sobą powiązane, choćby przez współpracę w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)³ oraz – ewentualnie – unijnego systemu kursowego ERM2⁴. Bardzo istotne jest to, że zarówno w strefie euro, jak i w pozostałych krajach UE mamy do czynienia w znacznym stopniu z niezależną, aczkolwiek coraz bardziej koordynowaną, polityką budżetową, a więc i z odmiennymi środowiskami fiskalnymi.

Dalsze rozważania w niniejszym rozdziale prowadzimy zgodnie z następującą sekwencją. W pierwszej kolejności omawiamy ewolucję polityki pieniężnej i dylematy decyzyjne w eurostrefie, a w następnej – w pozostałych krajach UE. Rozważania kończymy podsumowaniem, w którym wskazujemy na zasadniczo akomodacyjny charakter polityki pieniężnej w UE w czasie kryzysu rozpoczętego w 2007 r., z tym, że w jego drugiej fazie, jaka zaczęła się w 2010 r., polityka fiskalna istotnie zmieniła swój charakter.

³ Na ESBC składają się EBC oraz krajowe banki centralne wszystkich państw UE. W skład ESBC wchodzi Eurosystem obejmujący EBC oraz banki centralne krajów UE, których walutą jest euro. Terminy „Eurosystem” i „EBC” traktujemy dalej zazwyczaj zamiennie.

⁴ ERM to skrót od *Exchange Rate Mechanism*; cyfra „2” oznacza, że chodzi o jego postać obowiązującą od momentu utworzenia strefy euro.

2.2. Strefa euro

2.2.1. Kryzys finansowy, programy pomocowe oraz fragmentacja otoczenia monetarnego

W końcu pierwszej dekady obecnego stulecia strefa euro znalazła się w głębokim kryzysie finansowo-ekonomicznym, z tym, że w wymiarze finansowym jego rzadko spotykane nasilenie miało miejsce na początku następnego dziesięciolecia. Znalazło to m.in. odzwierciedlenie we wprowadzaniu programów pomocowych (ratunkowych) realizowanych w stosunku do państw najbardziej zagrożonych głęboką fragmentacją systemu finansowego. Zacznijmy od tych programów, aby następnie skoncentrować się na głównych jej przejawach.

W ramach strefy euro sześć krajów zostało najpoważniej dotkniętych kryzysem w jego drugiej fazie, zapoczątkowanej wiosną 2010 r., w związku z wydarzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych, dotyczącymi wyceny skarbowych papierów wartościowych rządu Grecji (Polański 2014b, s. 115–117). Pozostałe pięć krajów to: Irlandia, Portugalia, Hiszpania i Włochy (łącznie z Grecją określane często nieoficjalnie akronimem „GIIPS”⁵) oraz Cypr.

W stosunku do pięciu z tych krajów, poza Włochami, zastosowano różnego rodzaju międzynarodowe pakiety pomocowe dla ustabilizowania ich sytuacji finansowej spowodowanej silną przeceną wyemitowanych przez nie papierów wartościowych. Programy te syntetycznie charakteryzuje tabela 2.1. Nie wymienia ona (podobnie jak dalej rysunek 2.3) wszystkich państw strefy euro dotkniętych kryzysem (w gruncie rzeczy kryzys w jakimś stopniu dotknął przecież wszystkie kraje UE), a tylko te – jak powiedzieliśmy – w stosunku do których zastosowano programy ratunkowe. Niektóre inne państwa również silnie doświadczyły skutków kryzysu, jednak, jak dotąd, nie musiały one korzystać z oficjalnej pomocy zewnętrznej. Najbardziej efektywnym przykładem, jakkolwiek niejedynym w strefie euro, jest Słowenia, która w latach 2012–2013 miała bardzo poważne problemy wynikające z kryzysu bankowego i głębokiej nierównowagi fiskalnej na tle konieczności dokapitalizowania banków (zob. szerzej OECD 2013)⁶.

⁵ GIIPS (czasami „PIIGS”) to skrót od pierwszych liter angielskich nazw krajów Grecja (*Greece*), Irlandia (*Ireland*), Włochy (*Italy*), Portugalia (*Portugal*) i Hiszpania (*Spain*). Te pięć państw wraz z Cyprzem w książce określamy również jako „najbardziej (najpoważniej) dotknięte kryzysem”.

⁶ W konsekwencji czego Komisja Europejska zalicza obecnie to państwo, wraz z krajami PIIGS oraz Cyprzem, do „wrażliwych państw członkowskich” (*Vulnerable Member States*) (European Commission 2014b, s. 40).

Tabela 2.1. Programy pomocowe dla państw strefy euro w latach 2010–2014

Państwo	Czas trwania	Źródła finansowania i kwoty (w euro)	Główny cel
Grecja – program I	05.2010–12.2011	Pozostałe kraje strefy euro i MFW: 110 mld (wykorzystano 73 mld)	Zaęczenie kryzysu zadłużenia publicznego
Irlandia	11.2010–12.2013	EFSM i MFW (po 22,5 mld), EFSF (17,7 mld), Wielka Brytania (3,8 mld), Dania (0,4 mld), Szwecja (0,6 mld) i Irlandia (wkład własny 17,5 mld): 85 mld	Rekapitalizacja sektora bankowego
Portugalia	05.2011–05.2014	EFSM i EFSF (po 26 mld), MFW (27,5 mld): 79,5 mld	Zaęczenie kryzysu zadłużenia publicznego i finansowanie reform
Grecja – program II	03.2012–03.2016	EFSF (144,6 mld, w tym 30 mld od sektora prywatnego), MFW (19,1 mld): 160 mld ^a	Zaęczenie kryzysu zadłużenia publicznego i ograniczenie deficytu na rachunku bieżącym
Hiszpania	07.2012–12.2013	ESM (udostępnił kwotę do 100 mld euro; wykorzystano 41,3 mld)	Rekapitalizacja sektora bankowego
Cypr	05.2013–03.2016	ESM (9 mld) i MFW (1 mld): 10 mld	Rekapitalizacja sektora bankowego

^a – liczby nie sumują się do tej kwoty, ponieważ wykorzystano także środki z pierwszego programu pomocowego. Ponadto w marcu 2012 r. dokonano restrukturyzacji (umorzenia) znacznej części długu publicznego państwa greckiego (o wartości prawie 200 mld euro).

Uwaga:

EFSE – Europejski Instrument Stabilności Finansowej (*European Financial Stability Facility*)

EFSM – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (*European Financial Stabilisation Mechanism*)

ESM – Europejski Mechanizm Stabilności (*European Stability Mechanism*)

MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy

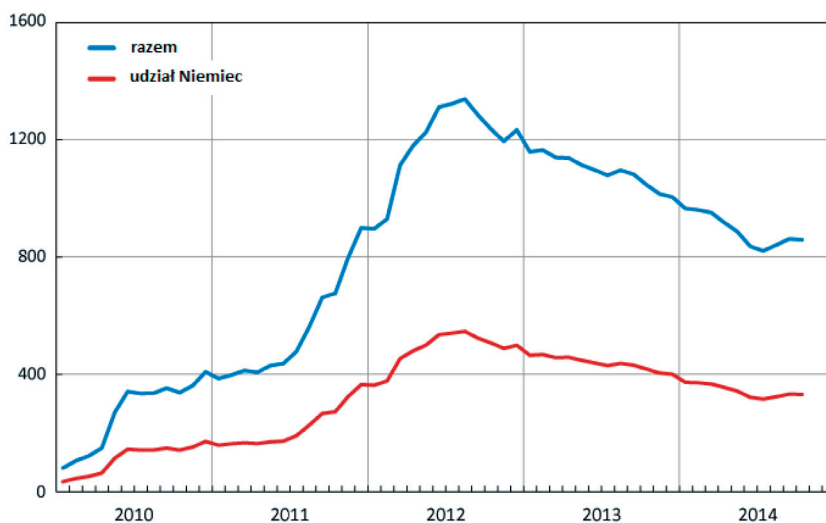
Źródło: Niemieckie Federalne Ministerstwo Finansów (http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Articles/Stabilising_the_euro/Figures_Facts/european-financial-assistance-pdf.pdf?__blob=publicationFile&v=40) oraz ESM (<http://www.esm.europa.eu/assistance/spain/index.htm>), <http://www.esm.europa.eu/assistance/cyprus/index.htm>) oraz Wikipedia (2014), pobrano 28 listopada 2014 r.

Rysunek 2.1 w syntetyczny sposób pokazuje z kolei rozmiary faktycznie zaangażowanych przez społeczność międzynarodową funduszy pomocowych oraz znaczącą rolę Niemiec w finansowaniu pomocy dla sześciu państw najbardziej dotkniętych kryzysem. Przyglądając się temu rysunkowi, trzeba zwrócić uwagę na bardzo silny wzrost wykorzystywanych środków pomocowych w okresie 2011–2012 oraz ich stopniowy spadek od lata tego drugiego roku. Wskazuje to, podobnie jak dalsze rysunki, że największe nasilenie kryzysu w obszarze finansów miało miejsce w tych dwóch latach.

Tabela 2.1 podaje główne bezpośrednie decyzje, które spowodowały taką dynamikę wypłat funduszy pomocowych, jaką widać na rysunku 2.1⁷. W tym miejscu należy jednak zapytać, jakie przyczyny legły u podstaw decyzji o udzieleniu pomocy finansowej omawianym krajom. Wspominaliśmy już, że jedną z nich była głęboka przecena papierów skarbowych, która podnosiła koszty emisji oraz obsługi tego długu

⁷ Zauważmy, że rysunek ten obejmuje również salda w systemie TARGET 2 (piszemy o nich dalej), których powstawanie nie było przedmiotem indywidualnych decyzji pomocowych.

do wysokości nieakceptowalnych dla ich rządów. Dlaczego jednak tak się działo? U podstaw leżały ogromne deficyty budżetowe niektórych państw strefy euro (a także niektórych krajów spoza niej), jakie narosły m.in. w związku z polityką stabilizacyjną w pierwszej fazie kryzysu (2007–2009). Taka polityka była z kolei często wymuszana zaistniałą sytuacją w sektorze bankowym, który wymagał dużego dokapitalizowania. Niewypłacalność banków była natomiast w znacznym stopniu spowodowana wspomnianą przeceną aktywów skarbowych (a także wielu innych), która obniżała wartość nominalną portfela banków, prowadząc w wielu wypadkach do ich bankructwa w sensie ekonomicznym, a w niektórych nawet do faktycznego bankructwa.



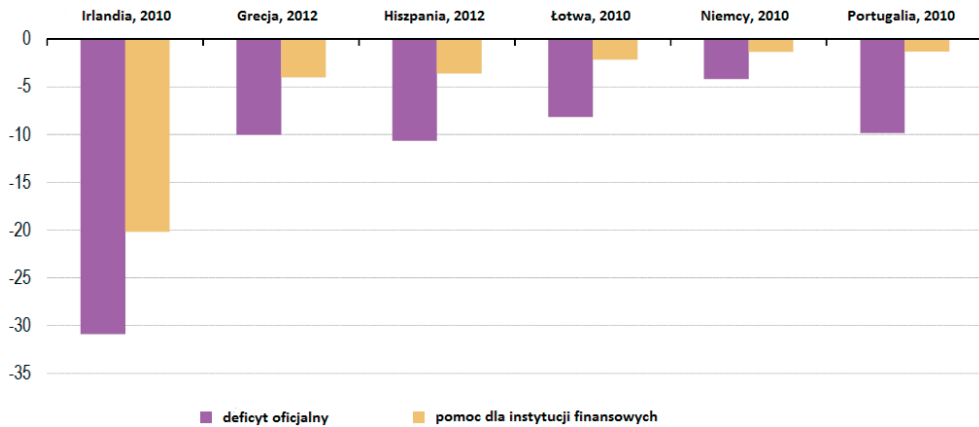
Rysunek 2.1. Fundusze pomocowe udostępnione przez państwa strefy euro, EBC i MFV sześciu krajom strefy najbardziej dotkniętym kryzysem w latach 2010–2014: łączne kwoty i udział Niemiec (w mld euro)

Uwaga: dane do listopada 2014 r.

Źródło: CESifo Group, Monachium (www.ifo.de/w/4WUzph8W), pobrano 15 grudnia 2014 r.

Rysunek 2.2 wskazuje na to, jakie było znaczenie pomocy publicznej dla instytucji finansowych w kształtowaniu deficytów budżetowych w wybranych państwach strefy euro⁸ w niektórych latach po roku 2009. Wyjątkowo niekorzystną sytuację miała Irlandia, której deficyt budżetowy w 2010 r. przekroczył ponad 30% PKB, z czego 20 punktów procentowych (p.p.), a więc niemal 65% deficytu, stanowiły koszty ratowania sektora instytucji finansowych.

⁸ Łotwa przystąpiła do strefy z początkiem 2014 r.



Rysunek 2.2. Wpływ pomocy rządowej dla instytucji finansowych na deficyty budżetowe wybranych państw strefy euro w latach 2010 i 2012 (w % PKB)

Uwaga: Łotwa jest w strefie euro od 2014 r.

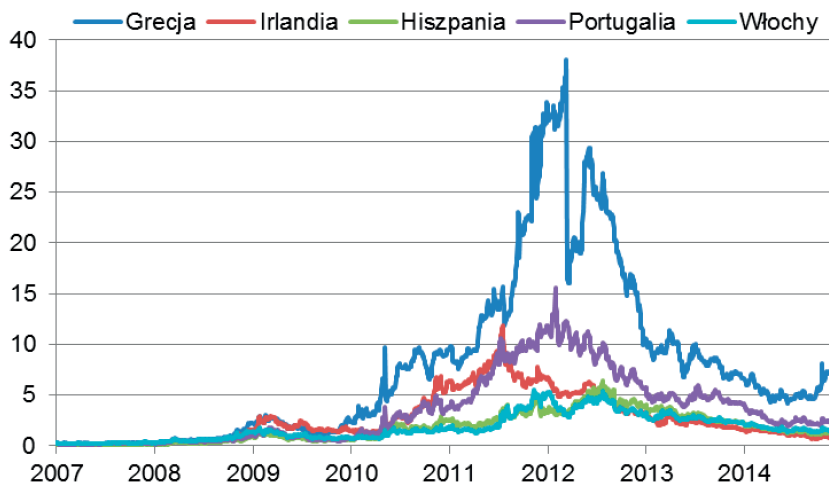
Źródło: Baciulis (2013).

Jak pod wpływem tych zjawisk ewoluowało otoczenie monetarne w strefie euro? Mowa o tym dalej bardziej szczegółowo. Teraz tylko powiedzmy, że z punktu widzenia EBC kluczową kwestią stała się fragmentacja strefy euro, tj. powstanie sytuacji, w której w różnych jej krajach otoczenie monetarne kształtowało się odmiennie, pomimo prowadzenia jednolitej (wspólnej) polityki pieniężnej.

Trzy zjawiska dobitnie wskazują na fragmentację otoczenia monetarnego w strefie euro i na zmiany jej skali.

Po pierwsze, różnice w stopach zwrotu od obligacji skarbowych państw tej strefy. Pokazuje je rysunek 2.3, podający kształtowanie się *spreadów* (różnic) pomiędzy oprocentowaniem 10-letnich obligacji niemieckich i takimi samymi obligacjami pięciu krajów najbardziej dotkniętych kryzysem.

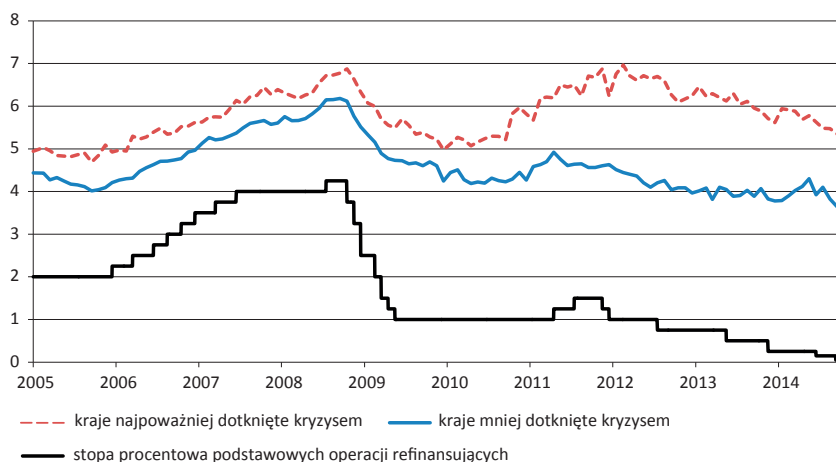
Po drugie, o zmianach we fragmentacji mówi kolejna ilustracja, tj. rysunek 2.4. Pokazuje on narastające zróżnicowanie oprocentowania takich samych kredytów bankowych w strefie euro w rozbiciu na sześć krajów najbardziej dotkniętych kryzysem (kraje GIIPS) oraz pozostałe, szczególnie widoczne od roku 2010.



Rysunek 2.3. Spready na 10-letnich obligacjach skarbowych pięciu państw strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich w latach 2007–2014 (w p.p.)

Uwaga: dane dziennie do 25 listopada 2014 r.

Źródło: NBP na podstawie danych Reuters EcoWin.

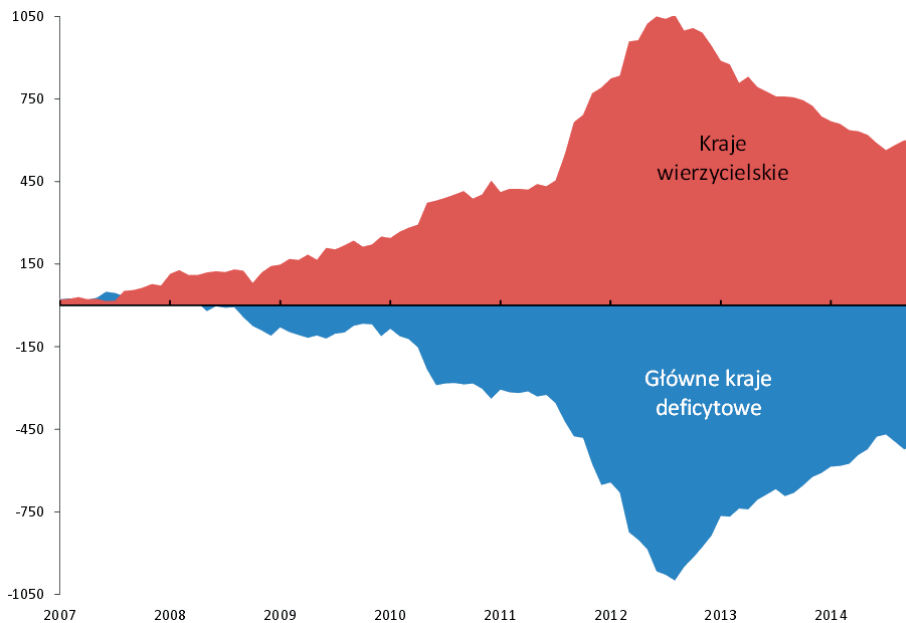


Rysunek 2.4. Fragmentacja w strefie euro: stopy procentowe EBC oraz kredytów bankowych zaciąganych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w latach 2005–2014 (w %)

Uwaga: średnia nieważona stóp procentowych kredytów od jednego do pięciu lat o wartości do 1 mln euro zaciąganych przez przedsiębiorstwa (1) w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem, tj. Cyprze, Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Włoszech (górną linią przerywaną), (2) w krajach mniej dotkniętych kryzysem, tj. pozostałych krajach strefy euro (linią środkową). (3) Dolna ciągła linia odzwierciedla stopę procentową EBC w podstawowych operacjach refinansujących (MRO), (4) dane do października 2014 r.

Źródło: IMF (2013, s. 3); EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Po trzecie, świadectwem fragmentacji środowiska monetarnego strefy euro są salda powstające w ramach „transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym”, czyli w ramach tzw. systemu TARGET2⁹ prowadzonego przez Eurosystem. Mechanizm ich tworzenia się, a zwłaszcza ich interpretacja, jest częścią szerszej debaty, którą przybliżyliśmy gdzie indziej¹⁰. Powstawanie tych sald można np. interpretować jako ukryty kryzys walutowy (bilansu płatniczego). „Ukryty” dlatego, że w sytuacji unii monetarnej nie może się on objawić w tradycyjny sposób, tj. poprzez silną deprecjację waluty krajowej. Jeśli zgodzimy się z taką interpretacją, to trzeba uznać, że salda, o których mowa odzwierciedlają różnice pomiędzy krajowymi środowiskami monetarnymi w układzie kraje centrum–kraje najbardziej dotknięte kryzysem (por. rysunek 2.5).



Rysunek 2.5. Łączne salda rozrachunkowe w systemie TARGET2: kraje wierzycielskie i główne kraje deficytowe w latach 2007–2014 (w mld euro)

Uwaga: (1) kraje wierzycielskie – Finlandia, Holandia, Luksemburg i Niemcy, (2) główne kraje deficytowe – Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Włochy, (3) dane do października 2014.

Źródło: „Euro Crisis Monitor”, Institute of Empirical Economic Research of Osnabrück University (<http://www.eurocrisismonitor.com/>), pobrano 12 grudnia 2014 r.

⁹ Akronim od *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*. Cyfra „2” oznacza, że jest to drugi, unowocześniony, taki system rozrachunku.

¹⁰ Zob. Polański (2014b, s. 132–136). Z ostatnio opublikowanych prac w języku polskim na ten temat zob. też Koronowski (2014).

Wszystkie trzy objawy fragmentacji otoczenia monetarnego zilustrowane rysunkami 2.3–2.5 potwierdzają, że w latach 2011–2012 nastąpiło największe nasilenie kryzysu finansowego, które zaczęło ustępować pod koniec tego okresu. Wskazują one jednak również, jak i wcześniejszy rysunek 2.1, że poprawa nie dokonuje się w sposób jednoznacznie konsekwentny, co jest szczególnie widoczne dla danych za rok 2014.

Bardzo powoli ustępuje również zjawisko przywiązania do krajowego rynku finansowego (*home bias*), występujące w relacjach pomiędzy rządami a bankami zarejestrowanymi na terenie ich państw. Przejawia się ono w tym, że wiele rządów koncentruje się na ratowaniu „swoich” banków¹¹, które z kolei za uzyskane środki nabywają dług (w postaci skarbowych papierów wartościowych) emitowany przez te państwa. W ten sposób, z jednej strony, powstaje swoista spirala wzajemnego podtrzymywania się sektora bankowego i rządów w ramach danego państwa, w konsekwencji czego, z drugiej strony, dalej utrzymuje się fragmentacja rynku długu publicznego strefy euro. Proces ten rozwija się pomimo potwierzonego rysunkiem 2.3 zdecydowanego ograniczenia fragmentacji cenowej (*spreadów* stóp procentowych) na tym rynku (Valiante 2014).

Mimo tego istotnego zastrzeżenia, nie można jednak negować trafności obserwacji, że od jesieni 2012 r. najbardziej widoczne cenowe (rysunek 2.3) i niektóre ilościowe (rysunek 2.5) przejawy fragmentacji finansowej uległy zmniejszeniu, co oznacza, że ponownie otoczenie monetarne stopniowo staje się coraz bardziej jednolite. Powstaje zatem uprawnione pytanie dotyczące tego, jak to się stało, że nastąpiło odwrócenie tych szkodliwych tendencji.

Poniżej koncentrujemy się na roli polityki EBC w tym procesie. Zauważmy jednak od razu, że nie tylko ona przyczyniła się do uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych strefy euro. Istotną rolę odegrały tu również przedsięwzięcia podejmowane w obszarach polityki fiskalnej i jej koordynacji oraz funkcjonowania rynków i instytucji finansowych (koncepcja unii bankowej). O kwestiach tych pisaliśmy już szeroko (Albiński 2014) i powracamy do nich dalej, w tym i ostatnim rozdziale.

¹¹ O skali środków, jaka tu wchodziła w rachubę mówi pośrednio i tylko dla kilku przykładów rysunek 2.2.

2.2.2. Polityka pieniężna EBC

2.2.2.1. Cele EBC a sytuacja inflacyjna w strefie euro

Przedstawione w poprzednim punkcie przemiany sytuacji finansowo-monetarnej były ściśle powiązane ze wspólną dla całej strefy euro polityką pieniężną prowadzoną przez EBC. Oznacza to, że jego decyzje były skutkiem procesów w gospodarce strefy, jak i to, że miały one na nią wpływ.

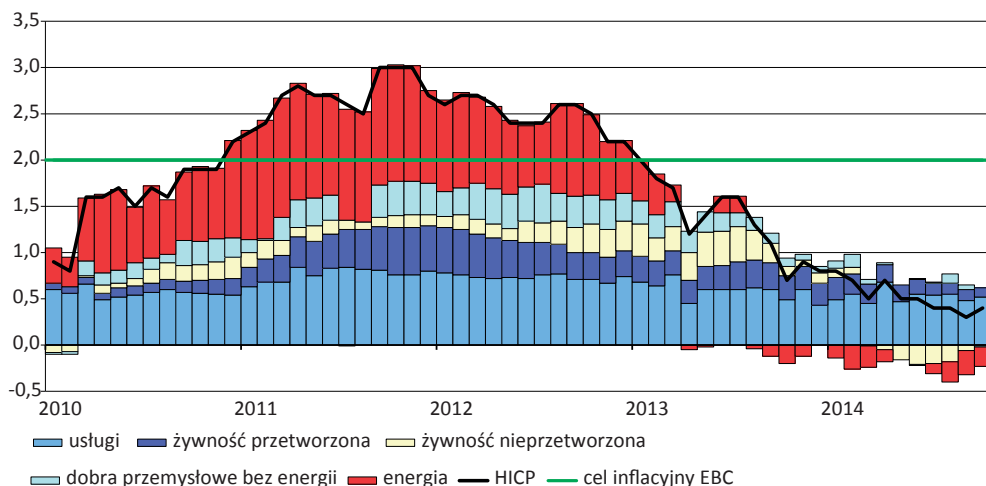
W tym miejscu warto więc przypomnieć, że według Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej głównym celem działalności EBC jest zapewnienie stabilności cen (*to maintain price stability*), co zostało skonkretyzowane przez Radę Prezesów EBC jako utrzymanie inflacji, wyrażonej za pomocą wskaźnika HICP¹², na poziomie „poniżej, ale blisko 2%” w średnim okresie. Zapis ten oczywiście nie oznacza, że EBC swoje pole obserwacji i działania ogranicza bezpośrednio tylko i wyłącznie do zjawisk cenowych. Wprost przeciwnie, w czasie kryzysu wykorzystanie wielu tzw. niekonwencjonalnych instrumentów, o których dalej szeroko mówimy, EBC uzasadniał koniecznością poprawy funkcjonowania mechanizmu transmisji monetarnej tak, aby zmiany jego stóp procentowych przekładały się w miarę jednoznacznie na oprocentowanie kredytów bankowych i w dalszej kolejności na dynamikę cen. Sytuacja w tym obszarze wskazywała na spadek wrażliwości stóp banków, zwłaszcza krajów najbardziej dotkniętych kryzysem, na zmiany stóp EBC (rysunek 2.4).

Z drugiej strony należy też pamiętać, że pełny mandat EBC mówi o jego obowiązkach nie tylko w obszarze cen. Przypomnijmy, że zgodnie z art. 127 § 1 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej „...wspiera [on również] ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii ustanowionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej”¹³. Ten ostatni z kolei wśród wielu innych wymienia dobrobyt narodów UE (punkt 1) oraz zrównoważony wzrost gospodarczy i stabilność cen, pełne zatrudnienie, a także spójność ekonomiczną (punkt 3).

Podstawowym celem polityki EBC, a właściwie Eurosystemu, pozostaje jednak stabilność poziomu cen, którego zmiany – jak już powiedzieliśmy – operacyjnie wyrażane są za pomocą wskaźnika HICP. Zmiany tego ostatniego, a także jego głównych części składowych, w okresie będącym przedmiotem analizy, pokazuje rysunek 2.6.

¹² Skrót od *Harmonised Index of Consumer Prices* – „zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych”. Jest to ujednolicony dla krajów UE wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI).

¹³ Zob. European Commission (2014a, s. 17 i 31). Cytat z polskiego tłumaczenia tego aktu prawnego pochodzi z TUETFUE (2010, s. 104).



Rysunek 2.6. Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”), czynniki bezpośrednio ją kształtujące oraz cel inflacyjny EBC w latach 2010–2014 (% i p.p.)

Uwaga: dane do października 2014 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Rysunek 2.6 pokazuje, że w ewolucji wskaźnika HICP dla strefy euro możemy wyodrębnić dwa podokresy. Pierwszy, trwający do jesieni 2011 r., kiedy to HICP praktycznie cały czas rósł (a dokładniej mówiąc, od października 2009 r., kiedy skończył pięciomiesięczne deflacyjne obniżanie się¹⁴). We wrześniu–listopadzie 2011 r. osiągnął on poziom 3%, a główną siłą napędową jego wzrostu był wzrost cen produktów energetycznych. Od końca tego ostatniego roku sytuacja zaczęła ulegać jednak zmianie: rola cen energii w kształtowaniu wskaźnika HICP zaczęła maleć, zaś od wiosny 2013 r. zaczęły one mieć praktycznie przez cały czas ujemny wpływ (gdyż następował spadek cen energii). Wraz ze spadkiem cen żywności nieprzetworzonej w drugim kwartale 2014 r. doszło do sytuacji, w której roczny wskaźnik HICP wyniósł 0,5%. Innymi słowy, w pierwszym z tych okresów, dochodząc do 3% wskaźnik HICP wyraźnie przekraczał ilościowy cel EBC, natomiast w drugim, osiągając zaledwie 0,3–0,4% jesienią 2014 r., pozostawał zdecydowanie poniżej jego poziomu.

¹⁴ Deflacja ta miała w dużym stopniu tzw. „techniczny” (tzn. czysto statystyczny) charakter. Zarówno bowiem niedługi czas jej trwania i niewielka skala, jak i przyczyny (głównie spadek cen energii) spowodowały, że omawiane obniżenie cen nie wywołało rozwoju oczekiwań deflacyjnych (tj. oczekiwań na dalszy spadek cen). Zob. szerzej Polański (2014a, s. 80–81).

W tym miejscu trzeba jednak jasno powiedzieć, że w badanym okresie deflacja w strefie euro jako całości jeszcze nie wystąpiła (zob. też dalej tabela 2.2)¹⁵. Jednak – jak podkreślał w swoich analizach EBC – w odróżnieniu od deflacji z 2009 r. oczekiwania inflacyjne wykazywały w roku 2014 wyraźną tendencję spadkową (por. np. Draghi 2014b). Deflacja w strefie euro jako całości pojawiła się statystycznie po raz pierwszy dopiero w grudniu 2014 r., kiedy to wskaźnik HICP (w ujęciu „grudzień do grudnia”) wyniósł – 0,2%.

Takie zmiany dynamiki cen, jak również wydarzenia opisane w poprzednim punkcie, a także nieomówione jeszcze procesy w obszarze wzrostu gospodarczego i bezrobocia, nie mogły pozostawać obojętne dla EBC. Dlatego też wykazywał on w tym czasie dużą aktywność i to nie tylko w dziedzinie zmian swoich stóp procentowych, ale także pozostałych instrumentów, które nazywamy niekonwencjonalnymi. Jak dalej będziemy pisać, wyodrębnienie tych ostatnich, choć potocznie wykorzystywane, nie jest w pełni jednoznaczne. Analizując działalność EBC zaczniemy jednak od tego, co jest w miarę jednoznaczne, tj. od jego polityki stopy procentowej.

2.2.2.2. Polityka stopy procentowej

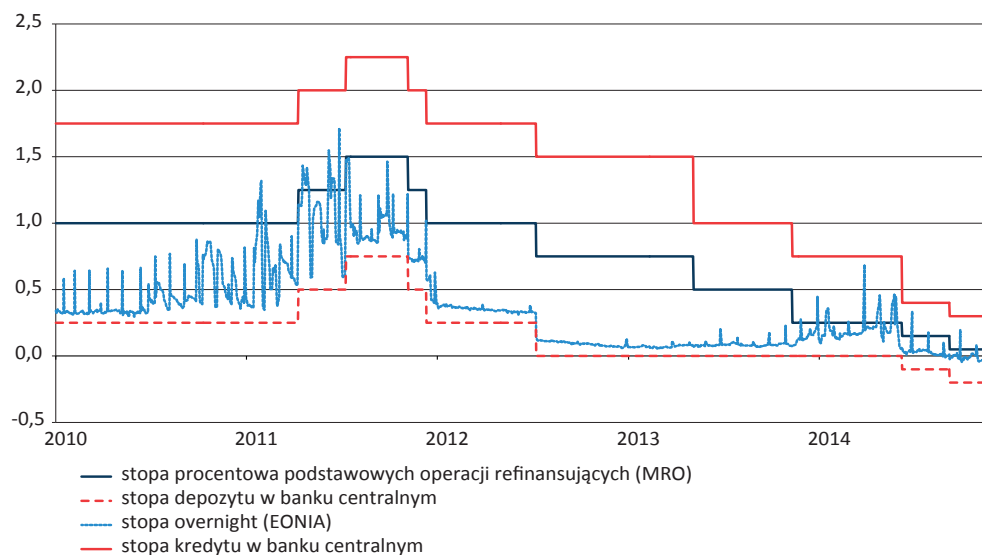
Pomimo że światowy kryzys finansowo-ekonomiczny rozpoczął się latem 2007 r., EBC zaczął obniżanie stóp procentowych dopiero od jesieni 2008 r.¹⁶, a więc od (ogłoszonego w połowie września 2008 r.) upadku amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers. W rezultacie dramatycznie przyspieszonego tym wydarzeniem procesu oddłużania (delewarowania) nastąpiło – poprzez gwałtowny spadek popytu – załamanie gospodarcze w większości krajów świata. Światowa recesja trwała krótko, do drugiej połowy roku 2009¹⁷. Od pierwszego kwartału następnego roku PKB strefy euro zaczął ponownie rosnąć, nie osiągając jednak przedkryzysowej dynamiki. Dlatego też do wiosny 2011 r. EBC nie zmieniał stóp procentowych, aczkolwiek dopuszczał do pewnego wzrostu stóp na międzybankowym rynku pieniężnym, co jest widoczne w kształtowaniu się stopy EONIA¹⁸ na rysunku 2.7.

¹⁵ Oczywiście deflacja w tym czasie wystąpiła w niektórych krajach strefy euro, np. w 2014 r. ogólny spadek cen (mierzony wskaźnikiem HICP) wystąpił na Cyprze, w Grecji (także w 2013 r.), w Hiszpanii oraz na Słowacji. Por. European Commission (2014b, s. 152).

¹⁶ Pisząc o stopach procentowych EBC, mamy na myśli trzy stopy. Po pierwsze, stopę podstawowych operacji refinansujących (odmiana operacji otwartego rynku prowadzonych przez EBC) – w skrócie: stopa refinansowa. Po drugie, stopę depozytu w EBC (po której banki mogą w Eurosystemie przetrzymywać swoje środki na jeden dzień) – stopa depozytowa. Po trzecie, stopę kredytu w EBC (a więc stopę, po której banki mogą pożyczać środki na jeden dzień) – stopa kredytowa. Dwie ostatnie z tych stóp wchodziły w skład operacji depozytowo-kredytowych. Wszystkie trzy ustalane są w trybie administracyjnym przez Radę Prezesów EBC.

¹⁷ Przypomnijmy, że według badań amerykańskiego instytutu NBER recesja w USA trwała od grudnia 2007 r. do czerwca 2009 r. (NBER 2010).

¹⁸ Stopa, czy też stawka, EONIA (akronim od *Euro Overnight Index Average*) jest to wskaźnik odzwierciedlający kształtowanie się „najkrótszych” (jednodniowych, O/N – *overnight*), efektywnych



Rysunek 2.7. Stopy procentowe EBC i stopy międzybankowego rynku pieniężnego strefy euro w latach 2010–2014 (w %)

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 21 listopada 2014 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Rysunek 2.7 wskazuje, że pomimo trwającego kryzysu, EBC podniósł wiosną i latem 2011 r. (odpowiednio 13 kwietnia i 13 lipca) swoje stopy procentowe, zezwalając także na dalszy wzrost najkrótszej stopy rynkowej (odzwierciedlającej się w kształtowaniu się stopy EONIA). W rezultacie wzrosły też inne stopy rynku międzybankowego, np. jednoroczny EURIBOR¹⁹ podniósł się między marcem 2010 r. a lipcem następnego roku z 1,2% do 2,2%.

Te zaskakujące, zwłaszcza z perspektywy późniejszych wydarzeń, decyzje EBC łatwo jednak wyjaśnić: bank dążył bowiem do pewnego zacieśnienia środowiska monetarnego, ponieważ wskaźnik HICP rósł, dochodząc – jak wspomnieliśmy – w drugiej połowie 2011 r. do 3%. Taki rozwój sytuacji inflacyjnej mógł się utrwalić w wyniku wzrostu oczekiwań inflacyjnych, aczkolwiek jak pamiętamy, wzrost wskaźnika HICP był spowodowany głównie wzrostem cen produktów energetycznych.

Dalsze decyzje EBC wiązały się już ze spadkiem wskaźnika cen, z tym jednak, że odnosiły się nie tylko do zmian stóp procentowych banku, ale także, i to w coraz

(tj. średnio ważonych wielkością transakcji), stóp procentowych niezabezpieczonych pożyczek w euro na rynku międzybankowym.

¹⁹ EURIBOR (akronim od *Euro Interbank Offered Rate*) jest to stopa (stawka) odzwierciedlająca kształtowanie się proponowanych (oferowanych) stóp procentowych (średnia arytmetyczna) pożyczek (depozytów) w euro pomiędzy pierwszorzędnymi bankami.

większym stopniu, do instrumentów niekonwencjonalnych. Wszystkie te zmiany były związane z ponownym, dramatycznym nasileniem się kryzysu finansowego (punkt 2.2.1), osłabieniem dynamiki wzrostu gospodarczego (stagnacja i recesja w latach 2012–2014), silnym wzrostem bezrobocia (w strefie euro osiągnęło ono szczyt 12-procentowy wiosną 2013 r.), jak również zmianami osobowymi w Zarządzie i Radzie Prezesów EBC. Z dniem 1 listopada 2011 r. kadencję prezesa EBC rozpoczął Włoch Mario Draghi, zastępując na tym stanowisku Francuza Jeana-Claude Tricheta. Ruch ten pociągnął za sobą dalsze zmiany personalne we władzach EBC, pozwalające, prawdopodobnie także w wyniku uzgodnień z innymi instytucjami unijnymi, na głęboką zmianę polityki banku. Od tego momentu do końca okresu objętego naszymi rozważaniami (grudzień 2014 r.) została ona jednoznacznie nakierowana na łagodzenie otoczenia monetarnego strefy euro. Dotyczyło to zarówno polityki stopy procentowej, jak i pozostałych działań EBC²⁰.

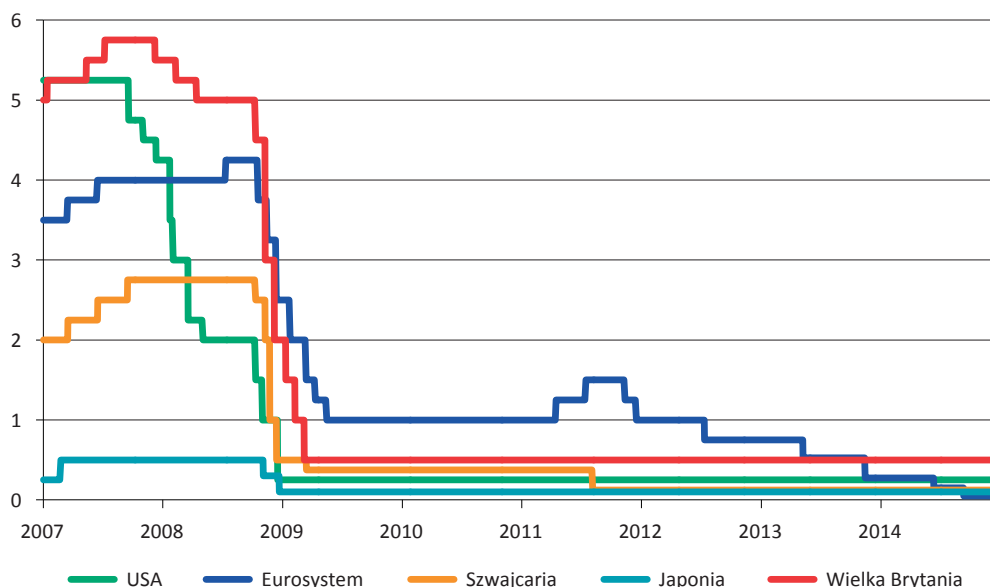
W obecnym podpunkcie kontynuujemy jednak rozważania dotyczące stóp procentowych. Jak pokazuje rysunek 2.7, od jesieni 2011 r. mieliśmy do czynienia wyłącznie z obniżkami stóp procentowych banku oraz, choć nie tak konsekwentnie, obniżaniem się stopy EONIA. Późną jesienią (listopad, grudzień) 2011 r. stopy EBC obniżono dwukrotnie, w następnym roku jednokrotnie (lipiec), w roku 2013 dwukrotnie (maj, listopad) oraz ponownie dwukrotnie w 2014 r. (czerwiec, wrzesień). W rezultacie, od 10 września tego roku stopy EBC ukształtowały się na poziomie: -0,2% (stopa depozytowa), 0,05% (stopa refinansowa) i 0,3% (stopa kredytowa). Rysunek 2.8 przedstawia z kolei ewolucję stopy refinansowej EBC od 2007 r., na tle zmian podstawowych stóp największych banków centralnych świata.

W związku z obniżkami stóp EBC zauważmy, co następuje.

Po pierwsze, EBC obniżał swoje stopy z dużym opóźnieniem w stosunku do innych głównych banków centralnych świata²¹. Jak pamiętamy, zaczął on redukować swoje stopy dopiero jesienią 2008 r. (w ramach skoordynowanej akcji głównych banków centralnych świata po upadku banku Lehman Brothers), a dopiero we wrześniu 2014 r. doprowadził stopę refinansową i EONIE do zerowych wysokości.

²⁰ Trzeba w tym miejscu podkreślić, że w czasie kryzysu za kadencji J.C. Tricheta akcentowano dwutorowe, czy też dychotomiczne, podejście do polityki pieniężnej (Wyplosz 2009). Zgodnie z nim EBC miał wykorzystywać stopy procentowe do kontroli inflacji, natomiast pozostałe instrumenty (niekonwencjonalne), nakierowane na dostarczanie płynności, do zapewnienia stabilności finansowej. Podejście to uległo zmianie wraz z objęciem fotela prezesa EBC przez M. Dragiego.

²¹ Zob. szerzej Polański (2014a, 2014b).



Rysunek 2.8. Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata w latach 2007–2014 (w %)

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 15 grudnia 2014 r.

Źródło: NBP na podstawie danych ze stron internetowych banków centralnych wymienionych państw i EBC.

Po drugie (rysunek 2.7), przez większość tego okresu zmiany stóp banku odbywały się w sposób symetryczny, co oznacza, że wszystkie trzy stopy zmieniano o tyle samo. W konsekwencji, od połowy maja 2009 r. do początku maja 2013 r. szerokość korytarza wahań stopy EONIA wyznaczona stopami depozytu i kredytu w Eurosystemie wynosiła $\pm 0,75$ p.p. względem stopy refinansowej. Sytuacja ta zmieniła się w maju 2013 r. i trwała do czerwca 2014 r. W tym czasie EBC wprowadzał zmiany stóp w sposób asymetryczny, a dokładniej mówiąc, dwukrotnie zredukował stopy od podstawowych operacji refinansujących o 0,25 p.p. i raz o 0,1 p.p., kredytu w banku centralnym kolejno o 0,5, 0,25 i 0,35 p.p., natomiast stopę depozytu utrzymywał od połowy 2012 r. na zerowym poziomie, obniżając ją w czerwcu 2014 r. do $-0,1\%$. W rezultacie korytarz stóp ulegał także niesymetrycznemu ograniczeniu: różnica pomiędzy stopami depozytu i od podstawowych operacji refinansujących obniżała się odpowiednio z 0,75 p.p. do 0,5 p.p., a następnie do 0,25 p.p.; po stronie stopy kredytu w banku centralnym różnica zmniejszyła się z 0,75 p.p. do 0,5 p.p. Dopiero (niesymetryczna) obniżka stóp EBC z czerwca 2014 r. spowodowała, że korytarz wahań wrócił do symetrycznego, ale węższego, przedziału $\pm 0,25$ p.p. Tak więc, w okresie od początku 2010 r. do czerwca 2014 r., omawiane pasmo wahań dla

stopy EONIA uległo ograniczeniu z $\pm 0,75$ p.p. do $\pm 0,25$ p.p.²². Kolejna obniżka stóp z września 2014 r. była symetryczna (wszystkie trzy stopy zredukowano o dalsze 0,1 p.p.) i tym samym szerokość pasma wahań nie uległa już zmianie.

Po trzecie, kolejną ważną obserwacją, jaką możemy poczynić, analizując rysunek 2.7 jest to, że stopy procentowe osiągnęły bardzo niskie wartości, w tym stopa depozytu przybrała wartości zerowe (od lipca 2012 r. do początku czerwca 2014 r.), zaś od 11 czerwca 2014 r. wartości ujemne ($-0,1\%$, a od września tego roku $-0,2\%$). Przejście do negatywnych stóp procentowych było w znacznym stopniu ewenementem i wymaga tym samym szerszego potraktowania.

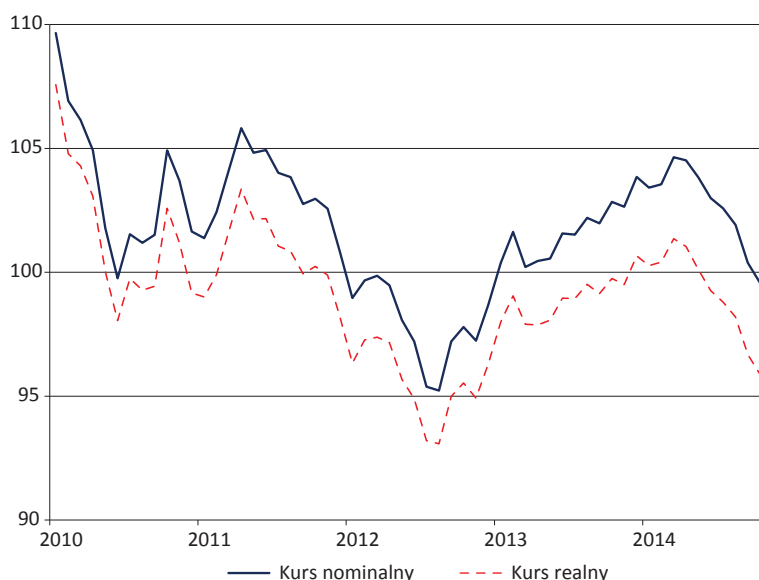
Wprowadzenie przez EBC nominalnie ujemnych stóp od depozytów banków było jak dotąd jedynym takim wypadkiem wśród głównych banków centralnych świata. Dwa mniejsze banki centralne z UE, spoza strefy euro, tj. Szwecji i Danii (w tej kolejności) wprowadziły jednak wcześniej ujemne stopy depozytowe. Miało to miejsce odpowiednio w okresach lipiec 2009–wrzesień 2010 r. (a także ponownie od lipca 2014 r.) oraz od lipca 2012 r. do kwietnia 2014 r. (i ponownie od września tego roku). O innych szczegółach tych przedsięwzięć piszemy w następnym podrozdziale. Podkreśliśmy tutaj tylko, że podejmując decyzję o ujemnych stopach depozytowych, EBC opierał się na doświadczeniach innych banków centralnych, co jednak nie umniejsza jego innowacyjności w skali światowej. Aczkolwiek o instrumentach niekonwencjonalnych piszemy dalej, nie możemy już teraz nie zauważyć, że obniżanie stóp do ujemnych wielkości jest również wysoce niekonwencjonalnym działaniem.

Motywacją dla wprowadzenia przez Eurosystem ujemnych nominalnie stóp depozytowych było zniechęcenie banków komercyjnych do przetrzymywania wolnych środków na rachunkach prowadzonych przez jego banki krajowe. W efekcie miało nastąpić dalsze obniżenie stóp na rynku międzybankowym, co w konsekwencji powinno zachęcić banki do rozwijania akcji kredytowej w stosunku do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. To z kolei powinno przyczynić się do wzrostu popytu wewnętrznego w strefie euro. Rysunek 2.7 wskazuje, że obniżenie stóp procentowych na międzybankowym rynku pieniężnym faktycznie miało miejsce: od czerwca 2014 r. stopa EONIA praktycznie osiągnęła zerowy poziom, a niekiedy nawet (jesienią) wartości ujemne (m.in. w wyniku realizowanych przez EBC programów zasilania w dodatkową płynność sektora bankowego – zob. następny punkt). Z kolei stopa jednorocznego EURIBOR-u ukształtowała się jesienią tego roku poniżej 0,35%.

²² Podobnego manewru zawężenia korytarza wahań, podczas obniżania stóp procentowych, EBC dokonał także w pierwszej fazie kryzysu. Zob. Polański (2014a, s. 75).

Trudno natomiast już jednoznacznie przesądzić o tym, czy w wyniku tych działań nastąpiło przyspieszenie akcji kredytowej banków. Być może w pewnym stopniu tak już się stało; zob. rysunek 2.14 w podpunkcie 2.2.2.4. Nawet jeśli przyspieszenie jednak miało miejsce, to nie było rezultatem wyłącznie samej polityki stóp procentowych EBC, ale także innych (niekonwencjonalnych) działań, o których za chwilę będziemy szerzej mówić.

Zanim przejdziemy do tych kwestii, warto jeszcze wspomnieć o kształtowaniu się kursu euro, a więc drugiej, obok stopy procentowej, cenie tej waluty. Do tego, co się działo z efektywnym kursem euro, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, w rozpatrywanym okresie, przybliży nas rysunek 2.9.



Rysunek 2.9. Efektywny nominalny i realny kurs euro w latach 2010–2014
(I kw. 1999 = 100)

Uwaga: (1) wzrost oznacza aprecjację, spadek – deprecjację, (2) kursy efektywne zostały obliczone w stosunku do walut 20 krajów, głównych partnerów handlowych strefy euro, jako średnie miesięczne, (3) kurs realny to efektywny nominalny kurs deflowany wskaźnikiem CPI, (4) ostatnia obserwacja odnosi się do października 2014 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Rysunek 2.9 pozwala również na interesujące obserwacje, a przede wszystkim na tę, że pomimo obniżania stóp procentowych (i szerokiego zastosowania innych instrumentów dalej poluzowujących politykę pieniężną EBC), od jesieni 2012 r. kurs euro wykazywał wyraźną aprecjację, która uległa zakończeniu dopiero w maju roku

2014²³. Tak więc, od drugiej połowy 2012 r. do tego momentu polityce łagodzenia środowiska monetarnego przez EBC towarzyszyło jego „utwardzanie się” w wymiarze kursowym. Spowodowało to dodatkowe utrudnienia dla wielu mniej konkurencyjnych producentów eksportujących swoje towary poza strefę. Dotyczyło to wytwórców zarówno z krajów najbardziej dotkniętych kryzysem, jak też z niektórych państw mniej nim dotkniętych (np. Francji), powodując dodatkowy istotny dylemat decyzyjny dla EBC, pomimo że sam poziom kursu walutowego nie jest celem jego działalności.

2.2.2.3. Instrumenty niekonwencjonalne

Poza opisanymi przed chwilą zmianami stóp procentowych na międzybankowym rynku pieniężnym, EBC – podobnie jak władze monetarne wielu innych państw – podjął w czasie kryzysu wiele przedsięwzięć, które określane są mianem instrumentów lub działań „niekonwencjonalnych” (czy też „niestandardowych”). Nie ma dokładnej, powszechnie akceptowanej definicji tego pojęcia²⁴. Dla naszych potrzeb przyjmiemy, że narzędzia niekonwencjonalne to przede wszystkim inne instrumenty polityki pieniężnej niż trzy podstawowe stopy procentowe banku centralnego, których ewolucję przedstawiono w poprzednim podpunkcie, oraz związane z nimi operacje otwartego rynku (czyli w wypadku EBC tzw. główne operacje refinansujące – *Main Refinancing Operations*, dalej krótko MRO)²⁵. Zgodnie jednak z przedkryzysową praktyką EBC, także zwykłe, tj. trzymiesięczne, dłuższe operacje refinansujące (*Longer-term Refinancing Operations*, dalej LTRO), implementowane w trybie miesięcznym, jesteśmy skłonni traktować jako narzędzia tradycyjne²⁶.

²³ Miała ona miejsce głównie dlatego, że w tym czasie (jak pokazuje rysunek 2.8) stopy EBC były wyższe niż większości innych głównych banków centralnych świata, co sprzyjało napływowi kapitału portfelowego do strefy euro i tym samym aprecjacji jej waluty.

²⁴ Por. np. próby podjęte w tej dziedzinie przez Borio i Disyatat (2009), a w polskiej literaturze przez Skopowskiego i Wiśniewskiego (2012, rozdz. 6).

²⁵ Takie bardzo upraszczające podejście może być słusznie kwestionowane, np. dlatego, że od początku swojego istnienia EBC posiada listę instrumentów polityki monetarnej, którą można by traktować jako zestawienie jego konwencjonalnych narzędzi, zob. jej omówienie np. w Scheller (2006, s. 89–93), a tylko inne, nowe, a więc spoza tej listy, instrumenty ujmować jako niekonwencjonalne. Zauważmy jednak, że niektóre instrumenty z tej listy nie były wykorzystywane przed kryzysem, dotyczy to np. *swapów* walutowych (zastosowano je tylko wyjątkowo po ataku na World Trade Center w Nowym Jorku we wrześniu 2001 r.). Innym przykładem problemów klasyfikacyjnych, jakie tu występują, są stopy rezerw obowiązkowych. EBC je wykorzystuje, ale do kryzysu pozostawały one na niezmiennym poziomie 2%, nie były więc aktywnie stosowane. W końcu 2011 r. zdecydowano się jednak obniżyć je o połowę. Decyzję tę, dotyczącą jakby nie było tradycyjnego instrumentu polityki pieniężnej, EBC traktuje jako działanie niekonwencjonalne (zob. np. ECB 2013, s. 33).

²⁶ Ich celem jest dostarczanie płynności bankom na dłuższy czas. Zob. szerzej Scheller (2006, s. 90).

EBC zaczął prowadzić pierwsze działania niekonwencjonalne już latem 2007 r. Przypomnijmy, że 9 sierpnia tego roku, w sytuacji wybuchu paniki na rynku międzybankowym w USA, dokonał on dodatkowej, nieograniczonej (tj. z pełnym zaspokojeniem popytu na płynność) operacji otwartego rynku. Została ona z czasem określona jako „dostrajająca”, rozpoczynając działania antykryzysowe EBC – nakierowane wtedy na ograniczenie przeniesienia się niestabilności finansowej do strefy euro (zob. szerzej Polański 2014a, s. 71–72).

O instrumentach niekonwencjonalnych wykorzystanych przez EBC w okresie pierwszego etapu kryzysu pisaliśmy szerzej już wcześniej (Polański 2014a, s. 72 oraz 77–79), dlatego tutaj przypominamy o nich tylko w kontekście rozwoju wydarzeń po roku 2009.

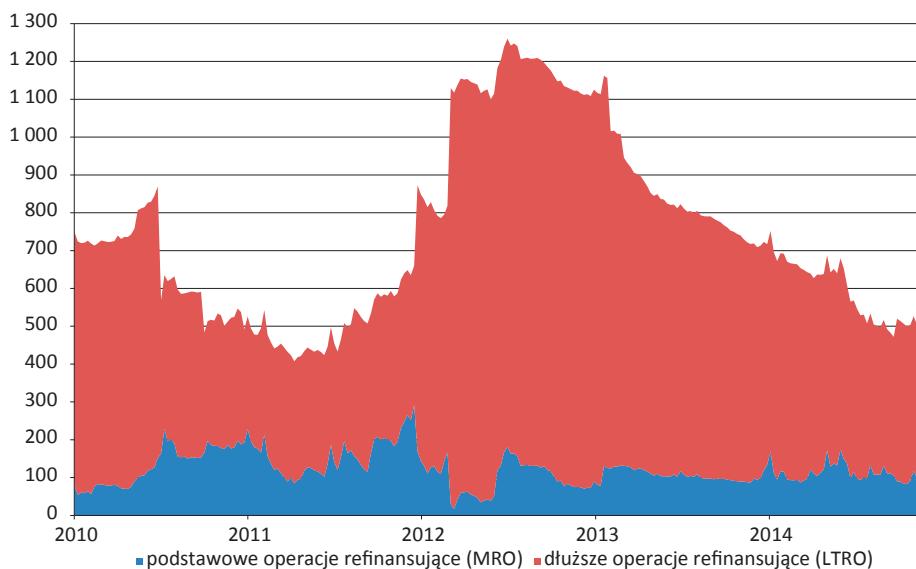
Już w grudniu 2007 r. EBC uruchomił w porozumieniu z amerykańskim Fedem linię *swapową*, zapewniając bankom – za pomocą *swapów* walutowych – dostępność dolarów na rynkach finansowych strefy euro. Z kolei w kwietniu 2008 r. EBC wprowadził nowego rodzaju zasilające w płynność dłuższe operacje otwartego rynku (LTRO); jak wspomnieliśmy, standardowo mają one trzymiesięczny termin zapadalności, w tym czasie wprowadzono jednak ich sześciomiesięczną odmianę.

Jednego i drugiego rodzaju działania kontynuowano w dalszych latach. W swojej istocie miały one ten sam cel, tj. ułatwienie instytucjom kredytowym dostępu do płynności, a więc poluzowanie środowiska monetarnego, w którym działają banki tak, aby z kolei one udzielały kredytów podmiotom operującym w strefie euro. Różnica polega tu na tym, że w wypadku *swapów* walutowych chodzi o zapewnienie płynności (i ostatecznie kredytu) w walutach obcych, natomiast w wypadku LTRO – płynności (i kredytu) w euro.

Eurosystem zawierał umowy na linii *swapowe* z innymi bankami centralnymi do końca rozpatrywanego okresu. Umowy te nie były jednak zawsze automatycznie odnawiane, a z niektórych z czasem się wycofano. Zdarzały się przerwy w ich obowiązywaniu nawet w stosunku do najważniejszych z nich, tj. umów *swapowych* na dolara zawieranych z amerykańskim Fedem. Umowy dotyczące linii *swapowych* były zawierane przez Eurosystem również z innymi bankami centralnymi, np. umowa z Narodowym Bankiem Szwajcarii na franka obowiązywała od jesieni 2008 r. do końca następnego roku. EBC zawierał także podobne umowy z innymi bankami centralnymi krajów UE spoza strefy euro, np. Duńskim Bankiem Narodowym, Bankiem Szwecji (Sveriges Riksbank) oraz Bankiem Anglii, z których jednak głównie korzystały te ostatnie²⁷.

²⁷ Podobne relacje EBC, jednak na gorszych warunkach prawnych (bo w formie umowy transakcji z przyrzeczeniem odkupu – *repo*), miały miejsce z niektórymi bankami centralnymi „nowych” państw UE, np. Polski i Węgier.

Z punktu widzenia rozmiarów wykorzystywanych instrumentów kluczową rolę w dostarczaniu płynności odegrały jednak zmiany w obszarze dłuższych operacji refinansujących (LTRO). Nie tylko wprowadzono nowe transakcje o wydłużonych terminach zapadalności (z pierwotnych trzech miesięcy) do sześciu i 12 miesięcy, a następnie do trzech lat (dwukrotnie: w grudniu 2011 r. i w lutym następnego), ale także je skrócono – do jednomiesięcznych (te ostatnie wprowadzono jesienią 2008 r.). W rezultacie w czasie kryzysu proporcje wartościowe pomiędzy operacjami MRO i LTRO uległy zasadniczej zmianie: o ile przed kryzysem dominowały te pierwsze, o tyle w czasie kryzysu sytuacja się tu zdecydowanie odwróciła (zob. szerzej Polański 2014a, s. 72). Rysunek 2.10 przedstawia rozwój tej sytuacji od początku obecnej dekady.



Rysunek 2.10. Podstawowe (MRO) oraz dłuższe (LTRO) operacje refinansujące Eurosystemu w latach 2010–2014 (w mld euro)

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 14 listopada 2014 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

W trakcie kryzysu Eurosystem prowadził operacje LTRO, jak również MRO, w nieograniczonym zakresie, tj. w pełni pokrywając zgłaszany na nie popyt. Wymagało to zmian w liście kwalifikacyjnej aktywów (papierów wartościowych) przyjmowanych pod zastaw udzielanych kredytów, przy zasilających operacjach otwartego rynku. Dla zwiększenia zakresu tych ostatnich kilkakrotnie zmniejszono wymagania dotyczące jakości instrumentów finansowych służących jako zabezpieczenie. Ten stopniowo postępujący proces nazwano *qualitative easing*, tj. poluzowaniem jakościowym. Z kolei

w celu ograniczenia ryzyka związanego z przyjmowaniem pod zastaw instrumentów o niższej jakości, Eurosystem zaktywizował swoje działania zmierzające do redukcji wartości wyceny zabezpieczenia, tj. tzw. *haircutu* (od ang. *haircut* – strzyżenie włosów). Manipulowanie wskaźnikiem *haircutu* spowodowało, że niektórzy autorzy zaczęli nawet o nim mówić jak o odrębnym, dodatkowym instrumencie polityki pieniężnej (zob. szerzej Jabłecki 2013).

W odniesieniu do operacji MRO i LTRO należy jeszcze dodać, że po bankructwie banku Lehman Brothers w połowie września 2008 r. oraz wybuchu światowego kryzysu finansowo-gospodarczego, EBC nie tylko obniżył stopy procentowe w następnym miesiącu (zob. poprzedni podpunkt), ale także zmienił zasady ich implementacji, przechodząc w wypadku obu operacji z przetargów o zmiennej stopie procentowej, w których ustalał minimalną stopę procentową, na przetargi ze stałą stopą procentową. Rozwiązanie to utrzymywane jest do dziś.

Tak jak powiedzieliśmy, operacje LTRO (oraz MRO) były nakierowane na zwiększenie płynności w euro banków zarejestrowanych w strefie euro. Ponieważ operacje otwartego rynku są tzw. instrumentami kontroli ogólnej, nie były one nakierowane na finansowanie konkretnych przedsięwzięć przez banki komercyjne. Ta sytuacja zaczęła się jednak stopniowo zmieniać. Już w latach 2009–2010 przeprowadzono pierwszy program skupu zabezpieczonych obligacji (CBPP1), o którym, w kontekście następnych tego typu programów, piszemy szerzej dalej. Teraz chcemy jednak przede wszystkim zwrócić uwagę na trzyletnie operacje LTRO (przeprowadzone w grudniu 2011 r. oraz w lutym następnego roku), których skala wyniosła w sumie nieco ponad 1 bln euro, a które były (nieoficjalnie) motywowane chęcią dostarczenia bankom niskoprocentowanych środków (płynności) w celu skupu obligacji rządowych w okresie największego nasilenia kryzysu na rynku skarbowych papierów wartościowych strefy euro (rysunek 2.3). W ten sposób EBC pośrednio (bo poprzez instytucje kredytowe) występował jako pożyczkodawca ostatniej instancji w stosunku do państw.

Latem 2014 r. operacje LTRO zaczęto już oficjalnie ukierunkowywać na osiągnięcie określonych celów gospodarczych. Z początkiem czerwca tego roku zdecydowano, że wobec nawrotu tendencji stagnacyjnych (i groźby deflacji) w strefie euro, tego typu operacje w pewnym zakresie powinny jednoznacznie stać się źródłem finansowania średniookresowych przedsięwzięć o charakterze produkcyjnym. Zdecydowano wówczas o uruchomieniu tzw. Targeted LTRO, tj. ukierunkowanych operacji LTRO (w skrócie będziemy je dalej nazywać TLTRO), mających na celu pobudzenie akcji kredytowej banków w stosunku do podmiotów sfery realnej gospodarki (z wyłączeniem obszaru kredytów mieszkaniowych). Przyjęto, że operacji TLTRO ma być w sumie osiem i że będą przeprowadzane w trybie kwartalnym, rozpoczynając od września 2014 r. Tym samym, ostatnia z nich ma mieć miejsce w czerwcu 2016 r.

Wszystkie operacje tego typu mają zapasć we wrześniu 2018 r., a więc okres ich zapadalności w wypadku najdłużej trwających wynosi cztery lata, z tym, że dopuszcza się możliwość ich przedwczesnej spłaty już po dwóch latach. Ich oprocentowanie jest stałe, równe stopie refinansowej w momencie zaciągnięcia kredytu, powiększone o 10 punktów bazowych (p.b.) (zob. szerzej ECB 2014b).

W wyniku pierwszej z TLTRO, przeprowadzonej w połowie września 2014 r., EBC przyznał bankom środki o wartości 82,6 mld euro, co zostało ocenione jako zdecydowanie poniżej oczekiwań (Merler 2014, ECB 2014e). Podobnie sytuacja wyglądała z operacją przeprowadzoną na początku drugiej dekady grudnia: tak jak poprzednio banki zgłosiły mniejszy popyt na te środki niż zakładano (tj. w wysokości 129,8 mld euro). W sumie, w 2014 r. banki w ramach operacji TLTRO miały prawo wypożyczenia ok. 400 mld euro (tj. wartości ok. 4% PKB strefy euro) (OECD 2014, s. 56), wykorzystały zaś 212,4 mld, tj. ok. 53%.

Zwiększenie płynności na międzybankowym rynku pieniężnym EBC próbował osiągnąć także innymi metodami. O jednej z nich już wspominaliśmy, tj. o obniżeniu współczynnika stopy rezerw obowiązkowych z 2% do 1%, które weszło w życie z początkiem 2012 r. (zob. też przypis 25).

Innym instrumentem mającym zwiększyć płynność, narzędziem kontroli selektywnej, a więc oddziałującym w ściśle nakierowany sposób, był trzykrotnie uruchomiony *Covered Bonds Purchase Programme* (CBPP), tj. program skupu listów zastawnych, czyli zabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez banki pod zastaw kredytów hipotecznych. Programy te wdrażano w latach 2009–2010 (CBPP1 – wartość nominalna skupu 60 mld euro) oraz w latach 2011–2012 (CBPP2 – wartość nominalna programu 40 mld euro, z tym, że zrealizowano 16,4 mld euro). Trzeci tego typu program (CBPP3) ogłoszono z początkiem września 2014 r., a rozpoczęto go wdrażać w następnym miesiącu. W jego ramach do końca roku Eurosystem nabył papiery o wartości prawie 30 mld euro.

Z początkiem września 2014 r. Rada Prezesów EBC ogłosiła również program skupu tzw. ABS (*Asset Backed Securities*), tj. dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, które to aktywa powstały w trakcie procesu sekurytyzacji. Skupywane są przejrzyste ABS-y o wysokiej jakości, których powstanie jest związane potrzebami rozwojowymi gospodarki realnej (zob. szerzej ECB 2014b; ECB 2014d). Do końca roku dokonano dwóch rund skupu tych instrumentów, o łącznej wartości ok. 1,7 mld euro. Jednak ani w wypadku programu CBPP3, ani programu skupu ABS-ów nie podano planowanej wartości zakupów.

Innym pociągnięciem zwiększającym rozmiary wolnych środków pieniężnych w posiadaniu banków, a więc ich płynność, było zaniechanie sterylizacji funduszy powstałych w wyniku skupu przez Eurosystem rządowych papierów dłużnych

prowadzonych w ramach Programu Rynków Papierów Wartościowych, o którym piszemy za chwilę. Z początkiem czerwca 2014 r. zaprzestano takich cotygodniowych operacji sterylizacyjnych (w połowie grudnia 2014 r. o wartości 143,9 mld euro).

Opisane dotąd działania miały na celu zwiększenie płynności na międzybankowym rynku pieniężnym strefy euro zarówno w walutach obcych (głównie płynności dolarowej) w drodze wykorzystania linii *swapowych*, jak i w euro (pozostałe działania). Oprócz tego EBC zastosował niekonwencjonalne przedsięwzięcia mające bezpośrednio na celu stabilizację sytuacji na rynku skarbowych papierów wartościowych strefy euro (rysunek 2.3).

Sygnalizowaliśmy już, że taką rolę pośrednio i nieoficjalnie pełniły obydwie trzyletnie operacje LTRO z przełomu lat 2011–2012. Oprócz nich jednak EBC wprowadził dwa programy, które bezpośrednio i oficjalnie były nakierowane na stabilizowanie rynku dłużnych aktywów emitowanych przez niektóre rządy unii monetarnej. Polegały one na bezpośrednim nabywaniu na rynku wtórnym przez Eurosystem instrumentów skarbowych. Pierwszym z nich był program rynków papierów wartościowych (*Securities Markets Programme*, SMP), drugim – program, którego nazwa jest oficjalnie tłumaczona jako „bezw warunkowe transakcje monetarne” (*Outright Monetary Transactions*, OMT).

Program SMP obowiązywał od maja 2010 r., a więc od momentu zdecydowanego nasilenia się kryzysu zadłużeniowego Grecji, do początku września 2012 r., kiedy został zastąpiony programem OMT. W ramach pierwszego z nich skupywano skarbowe papiery wartościowe pięciu państw, tj. Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Włoch. Aktywa te nabywano wraz z nasilaniem się działalności spekulacyjnej, tak aby ograniczyć jej dynamikę. De facto skupywano je bez ograniczeń, chociaż EBC starał się utrzymać wrażenie, że wprowadza na ich zakupy ograniczenia ilościowe. Z drugiej strony, coraz wyższe oprocentowanie, a więc ich coraz niższe ceny wskazywały, że podmioty działające na rynku finansowym traktowały omawiane aktywa jako coraz bardziej ryzykowne. W rezultacie, pomimo istotnego wzrostu zakupów (w szczytowym momencie, tj. w lutym 2012 r., skarbowe papiery wartościowe nabyte w ramach tego programu stanowiły ponad 8% aktywów Eurosystemu), program ten był co najwyżej okresowo skuteczny (por. rysunek 2.3) i stopniowo tracił na wiarygodności. Stąd też we wrześniu 2012 r. na jego miejsce wprowadzono drugi z programów, tj. program OMT. Obowiązuje on do dziś i zakłada, że skarbowe papiery wartościowe mogą być nabywane na rynku wtórnym przez Eurosystem w nieograniczonej wielkości, jednak ich zakup jest silnie uwarunkowany. Aby bowiem program mógł zostać uruchomiony, kraj został zobowiązany do przedłożenia stosownego planu naprawczego. W rezultacie program OMT nie został ani razu aktywowany, jednak *spready* na obligacjach zaczęły stopniowo spadać (por. rysunek 2.3).

Oczywiście to ograniczenie najbardziej spektakularnej fazy kryzysu zadłużenia państw zostało osiągnięte nie tylko poprzez samą zamianę programu SMP na program OMT. Pomogły tu też niewątpliwie wdrażane programy pomocowe (tabela 2.1, rysunek 2.1), a także inne działania omówione w tym punkcie.

Oprócz tego w uspokojeniu sytuacji znaczącą rolę odegrała polityka komunikacji z otoczeniem prowadzona przez EBC. W szczególności istotne znaczenie uspokajające rynki finansowe miała wypowiedź M. Draghiego w Londynie w końcu lipca 2012 r., a więc w okresie odchodzenia od programu SMP. Brzmiała ona: „Zgodnie ze swoim mandatem EBC jest gotów zrobić wszystko, co niezbędne, aby zachować euro. I wiercie mi – to wystarczy” (Draghi 2012)²⁸.

Ta konferencja z inwestorami światowymi, wraz z późniejszą zapowiedzią programu OMT, doprowadziła do psychologicznego przełomu na rynkach finansowych i zwiększenia zaufania do działań EBC. W tej sytuacji bank zdecydował się na pogłębienie swojej polityki komunikacyjnej i podobnie jak wiele innych banków centralnych rozpoczął z czasem, a dokładniej od połowy 2013 r. (ECB 2014a), działalność określaną jako *forward guidance*²⁹. Polega ona na upublicznianiu przez banki centralne opinii co do dalszych swoich działań i stabilizowaniu w ten sposób oczekiwań, szczególnie inwestorów portfelowych, dotyczących kształtowania się stóp procentowych w przyszłości, mobilizując ich do inwestycji bardziej długookresowych, co z kolei obniża stopy długoterminowe (Issing 2014).

Zakres wykorzystanych przez EBC niekonwencjonalnych instrumentów był zatem rzeczywiście imponujący. Ponieważ ich skala była znacząca, także bilans Eurosystemu od początku kryzysu bardzo wzrósł. Rysunek 2.11 pokazuje, że w szczytowym momencie, tj. wczesnym latem 2012 r., był on prawie trzykrotnie większy niż na początku roku 2007.

Jednak już w drugiej połowie 2012 r. suma bilansowa Eurosystemu zaczęła się wyraźnie zmniejszać. Było to spowodowane przede wszystkim tym, że zapadały terminy „krótszych” LTRO, a z czasem także tym, że część instytucji korzystających z kredytów w ramach trzyletnich LTRO zaczęła je spłacać, nierzadko przed terminami ich zapadalności.

Sam wzrost rozmiarów sumy bilansowej Eurosystemu nie był też jednak wyjątkowo duży, szczególnie jeśli porównamy go ze wzrostem bilansów innych czołowych banków centralnych świata w tym samym okresie (zob. rysunek 2.12, jak również rysunek 2.13 pokazujący rozmiary wybranych bilansów banków centralnych w relacji do PKB).

²⁸ Tłumaczenie własne autora.

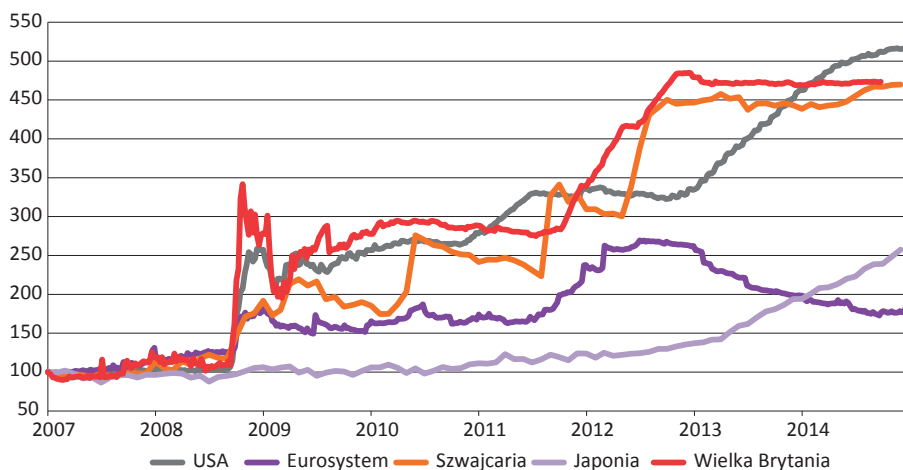
²⁹ Od tego czasu w komunikatach EBC publikowanych po posiedzeniach Rady Prezesów można często przeczytać, że „kluczowe stopy EBC pozostaną na obecnym albo niższym poziomie przez wydłużony okres”.



Rysunek 2.11. Suma bilansowa Eurosystemu w latach 2007–2014 (w mld euro)

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 14 listopada 2014 r.

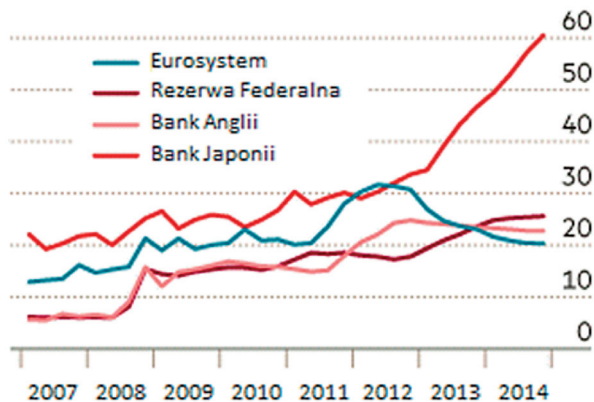
Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu>).



Rysunek 2.12. Zmiana sumy bilansowej wybranych banków centralnych w latach 2007–2014 (grudzień 2006 = 100)

Uwaga: dane dostępne na początku stycznia 2015 r. W wypadku Banku Anglii (dane do 24 września 2014 r.), Fedu i Eurosystemu dane publikowane tygodniowo, dla banków centralnych Japonii i Szwajcarii – dane publikowane miesięcznie.

Źródło: strony internetowe poszczególnych banków centralnych.



Rysunek 2.13. Sumy bilansowe Eurosystemu, Systemu Rezerwy Federalnej oraz banków centralnych Anglii i Japonii w relacji do PKB w latach 2007–2014 (w %)

Źródło: Thomson Reuters Datastream („Financial Times”, www.ft.com), pobrano w listopadzie 2014 r.

Z analizy obydwu rysunków wynika wyraźnie, że Eurosystem, może poza pierwszą połową 2012 r., nie był liderem w zwiększaniu rozmiarów sumy bilansowej. Co więcej, jak unaocznia rysunek 2.13, w 2014 r. rozmiary jego bilansu wyrażone jako ułamek PKB kształtowały się na najniższym poziomie spośród wymienionych tam banków centralnych (tj. ok. 20% PKB). W tej sytuacji EBC zadeklarował, że jego celem jest w najbliższym czasie zwiększenie sumy bilansowej Eurosystemu o połowę (tj. do ok. 3 bln euro), a więc do wielkości z początku roku 2012 (Draghi 2014a; Draghi 2014c).

Dotychczasowy stosunkowo skromny wzrost bilansu Eurosystemu widoczny na tle banków centralnych niektórych innych rozwiniętych krajów można wyjaśnić, sprwadzając wytłumaczenie do dwóch kwestii. Po pierwsze, jak pokazały doświadczenia z programami CBPP2 (niepełne wykorzystanie jego możliwości), LTRO (przedterminowe spłaty zobowiązań) i TLTRO (niepełne wykorzystanie jego możliwości w 2014 r.) instytucje kredytowe w strefie euro wykazują ograniczony popyt na dalszą płynność. Po drugie, mimo zastosowania szerokiej gamy działań niekonwencjonalnych, EBC nadal się nie zdecydował na pełne wykorzystanie instrumentu, który w literaturze i praktyce nazywany jest „poluzowaniem ilościowym” (*quantitative easing, QE*)³⁰. Polega ono na bezpośrednim skupie na dużą skalę przez banki centralne papierów wartościowych od banków, np. na nabywaniu przez te instytucje dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa³¹ lub rządy. W rezultacie,

³⁰ Piszemy, że EBC nie zdecydował się na pełne wykorzystanie tego instrumentu, aby podkreślić fakt, że niektóre jego działania miały jednak w pewnym zakresie taki charakter (np. programy CBPP i SMP oraz skupu ABS-ów).

³¹ Na tym przykładzie widzimy, że poluzowanie ilościowe pojmujemy szeroko, tj. obejmujemy nim działania określane niekiedy w literaturze jako „poluzowanie kredytowe” (*credit easing*), a więc skup przez

inaczej niż w wypadku operacji otwartego rynku, następuje tu długookresowe zasilanie tych instytucji w dodatkową płynność prowadzącą do dalszego poluzowania otoczenia monetarnego, w którym one działają, w tym do obniżenia stóp zwrotu od instrumentów finansowych, co powinno ułatwiać rozwój akcji kredytowej. Zrobiły tak banki centralne Japonii, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

W wypadku EBC do takiej działalności na pełną skalę jak dotąd jednak nie doszło. Poluzowanie ilościowe EBC musiałyby się skoncentrować na skupie skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez państwa członkowskie strefy euro. Zgodnie z przyjętą w UE zasadą równego traktowania oznaczałoby to, że skarbowe papiery wartościowe wszystkich krajów strefy stałyby się (najprawdopodobniej zgodnie z udziałem ich banków centralnych w kapitale założycielskim EBC) przedmiotem skupu. To z kolei oznaczałoby, że państwa, które podlegają programom pomocowym, uzyskałyby dodatkowe wsparcie, co mogłoby je zniechęcać do dalszych reform. Ten argument dotyczy jednak w gruncie rzeczy wszystkich krajów unii monetarnej: skup ich skarbowych papierów wartościowych, nawet na rynku wtórnym, mógłby demotywować rządy do przeprowadzenia stosownych przekształceń strukturalnych. Te ostatnie są zaś niezbędne nie tylko do zakończenia kryzysu rozpoczętego w 2007 r., ale także do zapewnienia bardziej dynamicznego i zrównoważonego rozwoju Unii w dalszej perspektywie. Nic zatem dziwnego, że kwestia programu QE jest przedmiotem głębokich kontrowersji decyzyjnych w Radzie Prezesów EBC (zob. np. Jones 2014).

Podsumowując ten ostatni wątek, zauważmy, że program poluzowania ilościowego akcentujący skup skarbowych papierów wartościowych mógłby w praktyce wielu krajów prowadzić do polityki sprzecznej z zacieśnieniem fiskalnym, a więc z oszczędnością polityką fiskalną, którą instytucje unijne i rządy krajów członkowskich wdrażają od roku 2010³².

2.2.2.4. Rezultaty i dylematy polityki EBC

Jakie były zatem dotychczasowe efekty tych wszystkich działań EBC, tj. zarówno jego polityki stopy procentowej, jak i podjętych niekonwencjonalnych przedsięwzięć?

bank centralny instrumentów dłużnych sektora prywatnego. Zob. np. IMF (2014, s. 10–11). W wypadku EBC programy skupu listów zastawnych (CBPP) oraz papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS-ami) mają taki charakter, lecz niewielkie rozmiary.

³² Jednak w styczniu 2015 r. Rada Prezesów EBC ogłosiła, że od marca tego roku Eurosystem rozpocznie skup na rynku wtórnym papierów dłużnych sektora publicznego (emitowanych przez rządy państw strefy euro oraz agencje i instytucje unijne). Eurosystem co najmniej do września 2016 r. będzie nabywał papiery sektorów prywatnego i publicznego o łącznej wartości 60 mld euro miesięcznie.

Niewątpliwie największym sukcesem było uspokojenie rynków finansowych i ograniczenie przejawów fragmentacji, o czym już pisaliśmy w punkcie 2.2.1, a w konsekwencji zmniejszenie obaw, szeroko rozpowszechnionych w latach 2010–2012, co do możliwości rozpadu strefy euro. Chociaż tego ostatniego scenariusza ciągle nie można w dłuższej perspektywie całkowicie wykluczyć (europejska unia monetarna nadal bowiem pozostaje unią o silnie heterogenicznym charakterze), z pewnością – jeśli w ogóle ten scenariusz zacząłby się materializować – jego przebieg nie będzie miał aż tak żywiołowego charakteru, na jaki się zanosilo w wymienionym trzyleciu.

Pisząc o tym niewątpliwym sukcesie EBC, nie można zapominać, że do ustabilizowania rynków finansowych przyczyniły się nie tylko jego działania, ale także kroki podejmowane przez inne instytucje unijne (w tym przede wszystkim przez Komisję Europejską), jak również przez poszczególne rządy. W rezultacie zmieniła się nie tylko polityka gospodarcza (w tym fiskalna) rządów, ale także powstały nowe mechanizmy jej koordynacji (np. zawarte w Traktacie o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej), jak również nowe instytucje i mechanizmy finansowe (np. Europejski Mechanizm Stabilności, *European Stability Mechanism* – ESM) oraz nadzorcze (z początkiem listopada 2014 r. rozpoczął w ramach EBC działalność nadzór bankowy będący częścią jednolitego mechanizmu nadzorczego, *Single Supervisory Mechanism* – SSM)³³. Bez tych przedsięwzięć, praktycznie nieprzerwane poluzowywanie otoczenia monetarnego przez EBC nie przyniosłoby takiego uspokojenia na rynkach skarbowych papierów wartościowych i obniżek stóp ich zwrotu, jak to było widać na rysunku 2.3.

Dodajmy jeszcze, że do tego spadku stóp zwrotu, poza wymienionymi, przyczyniły się także działania podejmowane poza strefą euro i Unią Europejską, tj. przede wszystkim przez najważniejsze banki centralne rozwiniętych krajów, co doprowadziło do niespotykanego w czasach pokojowych wzrostu ich bilansów (por. rysunki 2.12 i 2.13).

W konsekwencji wszystkich tych działań, w końcu lipca 2014 r., stopy zwrotu od skarbowych papierów wartościowych niektórych państw strefy euro mniej dotkniętych kryzysem osiągnęły ultra niski poziom, np. stopy zwrotu walorów państwa niemieckiego były najniższe od dwustu lat (z wyjątkiem lat 20. XX w.), państwa holenderskiego od pięciuset lat, natomiast Francji od 350 lat³⁴.

Bardzo głębokie obniżki stóp procentowych od różnego rodzaju instrumentów finansowych, w tym sterowane przez EBC, przyniosły jednak jak dotąd dość ograniczony skutek. Mówi o tym tabela 2.2.

³³ Na temat tych wszystkich zmian organizacyjnych i instytucjonalnych zob. też podrozdział 4.2 niniejszej książki oraz – szerzej – w Chrzanowski (2014), Polański (2014b, s. 150–154; 2014c; 2014d) i Waćko-Jasińska (2014, s. 225–229). Zob. ponadto Tchorek (2014).

³⁴ Zob. też dla innych krajów strefy euro w Moore (2014). Zob. również ECB (2014g, s. 46–48).

Tabela 2.2. Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC w latach 2010–2014 (w %)

Zmienna	2010	2011	2012	2013	2014
Inflacja					
– HICP ^a	1,6	2,7	2,5	1,4	0,5 ^e
– Deflator PKB	0,7	1,1	1,3	1,3	0,9 ^e
Pieniądz ^b	1,1	1,6	3,5	1,0	2,5 ^f
PKB	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8 ^e
Luka produktowa ^c	-2,0	-1,1	-2,1	-3,0	-2,8 ^e
Stopa bezrobocia ^d	10,1	10,1	11,3	11,9	11,6 ^e

^a – metoda „średnia roczna do średniej rocznej”

^b – M3

^c – zwana też luką popytową, tj. odchylenie rzeczywistego produktu od produktu potencjalnego jako odsetek tego ostatniego

^d – średnia roczna, definicja Eurostatu oparta na metodyce Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności – BAEL (*Labour Force Survey*)

^e – prognoza

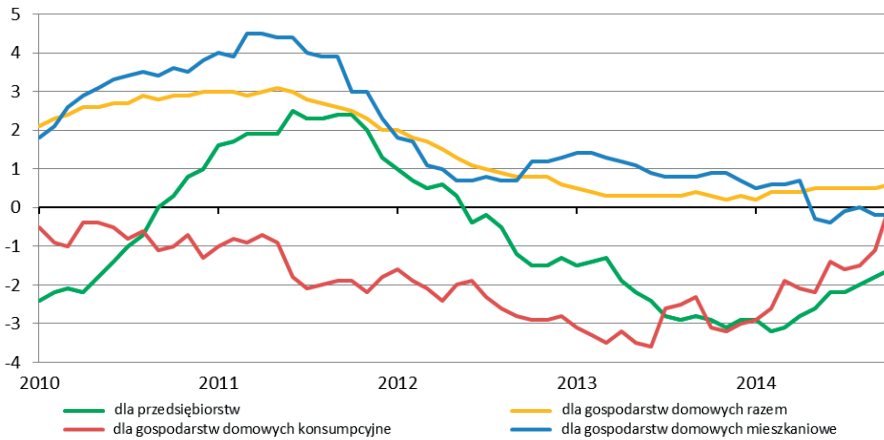
^f – październik

Uwaga: Wszystkie dane dotyczą strefy euro w składzie z 2015 r. (19 państw), oprócz danych o pieniądzu, które odnoszą się do zmieniającego się składu strefy.

Źródło: European Commission (2014b, s. 144, 150–152 i 155) oraz EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu>), pobrano 27 listopada 2014 r.

Tabela 2.2 potwierdza wiele zjawisk, o których już wspominaliśmy, ale także wskazuje na inne. O niskiej, spadającej od 2012 r. inflacji mierzonej indeksem HICP już pisaliśmy (por. podpunkt 2.2.2.1). Teraz możemy dodatkowo wskazać, że inflacja mierzona deflatorem PKB wykazywała podobną, choć nieco łagodniejszą, tendencję. Wspominaliśmy też o spadku PKB od 2012 r., ocierającym się do 2013 r. o łagodną recesję; tabela pokazuje ponadto, że ujemna luka produktowa (popytowa) występowała przez cały czas od początku dekady (a dokładniej mówiąc od 2009 r.). W kontekście gospodarki realnej zauważmy również, że stopa bezrobocia dla całej strefy euro osiągnęła swoje apogeum wiosną i latem 2013 r. (12,0%), po czym zaczęła powoli spadać, dochodząc jesienią 2014 r. do 11,5%.

Przyjrzyjmy się teraz informacjom na temat dwóch zmiennych, od których dotychczas abstrahowaliśmy, a które są bardzo istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej, nawet jeśli nie są jej celami. Mówimy o dynamice podaży pieniądza (tabela 2.2) oraz kredytu bankowego dla sektora realnego (rysunek 2.14). Od końca 2008 r. dynamika podaży pieniądza kształtowała się na bardzo niskim poziomie, przyjmując okresowo ujemne wartości (np. rozmiary agregatu pieniężnego M3 zmniejszyły się w 2009 r.). Rysunek 2.14 wskazuje natomiast, że dynamika wzrostu kredytu bankowego dla gospodarki realnej w ujęciu nominalnym malała od drugiej połowy 2011 r., przyjmując dla kredytów dla przedsiębiorstw wartości ujemne od połowy następnego roku.



Rysunek 2.14. Dynamika kredytu bankowego w strefie euro w latach 2010–2014, metoda „rok-do-roku” (w %)

Uwaga: (1) dane do października 2014 r., (2) dane dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych razem skorygowane o sprzedaż i sekurytyzację, (3) dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Pomimo opisanych działań EBC nie nastąpiło zatem *de facto* poluzowanie otoczenia monetarnego, w szczególności kredytowego, względem prywatnych podmiotów niefinansowych, głównie przedsiębiorstw, ale też gospodarstw domowych (kredyty konsumpcyjne i mieszkaniowe). Była tu więc odmienna sytuacja niż w wypadku otoczenia monetarnego dla instytucji kredytowych oraz rządów (sektora publicznego). Nie była ona jednak niczym nadzwyczajnym i występowała z reguły w okresach kryzysowych: pomimo zwiększenia dostarczanej przez bank centralny płynności, banki nie chciały udzielać kredytów, a podmioty często nie chciały ich zaciągać, koncentrując się na odłużaniu. W obu wypadkach było to związane z występującą w gospodarce niepewnością dotyczącą faktycznej sytuacji państw, ich gospodarki oraz strefy euro jako całości.

Daleko idące spowolnienie i kurczenie się akcji kredytowej pomimo bardzo silnego obniżenia stóp procentowych (i zasadniczo obfitego dostarczania płynności) przez Eurosystem, jest najczęściej nieco eufemistycznie (i technicznie) tłumaczone przez EBC w kategoriach „zaburzeń w mechanizmie transmisji monetarnej”, czyli trudnościami, z jakimi działania banku centralnego przekładają się na resztę gospodarki. Charakteryzując podobną sytuację w okresie wielkiego kryzysu (lata 30. XX w.), stosowano trafne angielskie przysłowie mówiące, że „konie można doprowadzić do wodopoju, ale nie można go zmusić do picia”³⁵. Na gruncie ekonomii, od czasów J.M. Keynesa, mówi się natomiast o możliwości powstania „pułapki płynności”,

³⁵ Woryginalie brzmi ono: *You can lead a horse to water, but you can't make it drink.*

tj. sytuacji, w której polityka pieniężna, a dokładniej rzecz biorąc polityka stopy procentowej, staje się bezsilna (obniżanie stóp procentowych przez bank centralny nie przekłada się na zmiany w szeroko rozumianej gospodarce)³⁶.

Niewątpliwie polityka EBC natrafiła na taką barierę w oddziaływaniu na procesy gospodarcze. Być może sytuacja od drugiego kwartału 2014 r. zaczęła się jednak powoli zmieniać: jak wskazały raporty EBC na temat sytuacji na rynku kredytowym strefy euro z lipca (ECB 2014c) i października (ECB 2014f) tego roku, banki zaczęły łagodzić swoje wymogi kredytowe w stosunku do przedsiębiorstw po raz pierwszy od drugiego kwartału 2007 r. (w stosunku do gospodarstw domowych zaczęły to robić wcześniej; por. też rysunek 2.14). W tej sytuacji dylematem dla EBC jest i było to, czy, a jeśli tak, to w jakim stopniu i jak, wpływać na dalsze poluzowanie monetarne w strefie euro. Jak pisaliśmy, EBC ma już ograniczone możliwości w stosowaniu dostępnych mu instrumentów: jego stopy depozytowe są ujemne, stopa EONIA jest praktycznie zerowa, niekiedy nawet ujemna, natomiast w obszarze narzędzi niekonwencjonalnych nie wprowadzono dotąd jedynie poluzowania ilościowego w stylu amerykańskiego Fedu czy banków centralnych Japonii i Anglii. To ostatnie, jak wskazywaliśmy, jest jednak w strefie euro trudne i może być niedostatecznie skuteczne ze względu na przyczyny nie tylko z pogranicza ekonomii politycznej.

Ograniczając się do zmiennych z tzw. reguły Taylora³⁷, w strefie euro, przynajmniej dla niektórych jej państw (Grecja, Portugalia, Hiszpania), niezbędną byłaby dalsza obniżka nominalnych stóp procentowych EBC, niekiedy do wartości głęboko ujemnych. Podjęte próby obliczenia stopy na podstawie tej zasady wskazują, że w połowie 2013 r. dla poszczególnych krajów strefy powinny się one wahać w przedziale od -15% do 4%³⁸. Takie wyniki po raz kolejny potwierdzają, że europejska unia monetarna nie jest, w sensie ekonomicznym, obszarem homogenicznym. Pojawia się tu jednak następny dylemat, przed jakim stoją władze monetarne unii: jak daleko i długo jeszcze można

³⁶ Sam Keynes (1936/1985, s. 232) wiązał możliwość powstania takiej sytuacji z funkcjonowaniem rynku obligacji prywatnych: w wyniku działalności banku centralnego w pewnym momencie ich ceny osiągają tak wysoki poziom, a więc ich oprocentowanie staje się tak niskie, że podmioty gospodarujące – oczekując spadku cen obligacji – wchłaniają każdy wzrost podaży pieniądza banku centralnego (popyt na pieniądz staje się nieograniczony); w konsekwencji wzrost zasobów pieniądza nie przekłada się na wzrost efektywnego popytu.

Przeprowadzona w tym rozdziale analiza nie wskazuje jednak, aby taka sytuacja wystąpiła w strefie euro. W tym wypadku pułapkę płynności należy rozumieć jako powstanie sytuacji, w której pomimo bardzo niskich, praktycznie zerowych, krótkoterminowych stóp procentowych, bank centralny nie jest w stanie pobudzić gospodarki (ani doprowadzić do jej realnego wzrostu, ani do podniesienia inflacji). Zob. też np. (Krugman 2000, s. 161; 2010) oraz Duprat (2013).

³⁷ Tj. kształtowania się faktycznej inflacji względem celu inflacyjnego oraz wielkości luki produktowej (popytowej).

³⁸ Według badań Darvasa i Merler (2013) dla Grecji w tym czasie stopa procentowa banku centralnego powinna wynieść -15%, natomiast dla Austrii, Luksemburga i Niemiec 4%.

łagodzić politykę pieniężną, aby osiągnąć takie poluzowanie środowiska monetarnego, które spowoduje – w sytuacji braku presji inflacyjnej – pobudzenie sfery realnej, nie grożąc destabilizacją (np. w postaci rozwoju różnego rodzaju baniek spekulacyjnych³⁹) w krajach, które potrzebują dodatnich nominalnie (i realnie) stóp procentowych.

2.3. Pozostałe kraje Unii Europejskiej

We wprowadzeniu do rozdziału wskazywaliśmy, że z punktu widzenia środowiska monetarnego w ramach UE możemy wyodrębnić dwie grupy państw: należące do strefy euro i pozostałe. Teraz zajmiemy się tymi drugimi.

Rozważania w obecnym podrozdziale podążają podobnym tropem jak w poprzednim, z tym, że w większym stopniu niż wcześniej poruszamy problematykę kursu walutowego, co jest bezpośrednio skutkiem tego, że mamy tu do czynienia z państwami o tzw. małej otwartej gospodarce ze zróżnicowanymi systemami kursowymi. W pierwszej kolejności omawiamy ogólnie sytuację krajów UE spoza strefy euro, następnie przechodzimy do kwestii polityki pieniężnej (w podziale na politykę stopy procentowej i kursu walutowego oraz wykorzystywanych instrumentów niekonwencjonalnych), aby zakończyć syntetycznym omówieniem jej rezultatów.

2.3.1. Zróżnicowanie krajów spoza strefy euro

Kraje Unii spoza strefy euro stanowią wyjątkowo zróżnicowaną grupę, przede wszystkim ze względu na historyczne uwarunkowania do dziś odciskające swoje piętno na ich funkcjonowaniu, w tym na prowadzonej polityce pieniężnej⁴⁰. W okresie od 2010 r. sytuacja była tu dodatkowo złożona, ponieważ w tym czasie, z jednej strony, kilka krajów z tej grupy przeszło do strefy euro, a z drugiej sama UE powiększyła się w wyniku przyjęcia nowego państwa. Do pierwszych należą kraje bałtyckie: w 2011 r. do strefy euro weszła Estonia, trzy lata później Łotwa, zaś z początkiem 2015 r. – Litwa. Z kolei w połowie 2013 r. do UE przystąpiła Chorwacja, na podobnych zasadach,

³⁹ Warto tu zwrócić uwagę, że EBC w jesiennym z 2014 r. przeglądzie stabilności finansowej (*Financial Stability Review*) wskazuje na rozszerzanie się zjawiska poszukiwania wyższej stopy zwrotu (*search for yield*) jako na kluczowe ryzyko na globalnych rynkach finansowych (ECB 2014g, s. 8–10). W sytuacji rozpowszechnienia się bardzo niskich stóp, inwestorzy akceptują wyższe ryzyko, np. w odniesieniu do papierów wartościowych emitowanych przez prywatne podmioty rynkowe. W rezultacie może się pojawić jakość portfela aktywów instytucji finansowych oraz dojść do rozwoju baniek spekulacyjnych na te instrumenty.

⁴⁰ Zob. szerzej Polański (2014a, s. 82–83).

na jakich wstępowały wcześniej kraje w 2004 i 2007 r., tj. jako państwo z derogacją, tzn. z czasowym zwolnieniem z przyjęcia euro.

Ze względu na to, że w omawianej grupie każde z państw ma swoją walutę, nadal występują w nich różne obiegi pieniądza i w rezultacie zróżnicowane poziomy stóp procentowych. W efekcie nie mamy tu do czynienia z takimi zjawiskami fragmentacji, jak to było w strefie euro, aczkolwiek występują różnice w stopach procentowych typowe dla krajów prowadzących własną politykę pieniężną.

Z tego ostatniego punktu widzenia, kluczową sprawą w tej grupie krajów jest charakter ich systemu (reżimu) kursowego. Dzielimy je na dwie podstawowe grupy: na kraje z kursami płynnymi oraz z kursami stałymi (por. tabele 2.3 i 2.4).

O grupie krajów z płynnymi kursami walutowymi mówią dane z pierwszej z tabel. Mamy tu sześć państw, których banki centralne w ramach swojej polityki pieniężnej deklarują prowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (lub krócej – strategii celu inflacyjnego).

Tabela 2.3. Inflacja (deflator PKB) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych w latach 2010–2014 (w %)

Kraje	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	Komentarz
Czechy						Kurs płynny
– Inflacja	–1,5	–0,2	1,4	1,7	1,6	
– PKB	2,3	2,0	–0,8	–0,7	2,5	
Polska						Kurs płynny
– Inflacja	1,8	3,2	2,2	1,2	0,2	
– PKB	3,7	4,8	1,8	1,7	3,0	
Rumunia						Kurs płynny kierowany
– Inflacja	5,4	4,7	4,9	3,5	3,2	
– PKB	–0,8	1,1	0,6	3,5	2,0	
Szwecja						Kurs płynny
– Inflacja	1,0	1,2	1,1	1,0	1,3	
– PKB	6,0	2,7	–0,3	1,5	2,0	
Węgry						Kurs płynny
– Inflacja	2,1	2,2	3,4	3,0	1,7	
– PKB	0,8	1,8	–1,5	1,5	3,2	
Wielka Brytania						Kurs płynny
– Inflacja	3,2	2,1	1,7	1,7	1,9	
– PKB	1,9	1,6	0,7	1,7	3,1	

^a – prognoza

Źródło: European Commission (2014b, s. 144 i 151) oraz strony internetowe wymienionych banków centralnych.

Z kolei drugi zbiór krajów charakteryzuje tabela 2.4. W odróżnieniu od poprzedniej grupy sytuacja jest tu bardziej zróżnicowana. Po pierwsze, występują tu państwa, które weszły⁴¹ lub były w trakcie procesu (Litwa) przystępowania do strefy euro. Po drugie, mamy do czynienia z zupełnie nowym państwem w UE (Chorwacją⁴²). Po trzecie, występują tu różne reżimy kursu stałego: od systemu izby walutowej (*currency board arrangement*), poprzez tradycyjny kurs stały funkcjonujący w ramach systemu ERM2, do systemu zbliżonego do reżimu kursu pełzającego.

Tabela 2.4. Inflacja (deflator PKB) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych w latach 2010–2014 (w %)

Kraje	2010	2011	2012	2013	2014 ^d	Komentarz
Bułgaria						
– Inflacja	1,2	7,0	1,6	–0,8	–0,4	Izba walutowa
– PKB	0,7	2,0	0,5	1,1	1,2	
Chorwacja ^a						
– Inflacja	(0,8)	(1,7)	(1,6)	0,9	0,5	Kurs pełzający
– PKB	(–1,7)	(–0,3)	(–2,2)	–0,9	–0,7	
Dania						
– Inflacja	3,2	0,6	2,5	1,6	1,2	ERM2 (pasma $\pm 2,25\%$)
– PKB	1,6	1,3	–0,8	–0,1	0,8	
Estonia ^b						
– Inflacja	1,5	–	–	–	–	Izba walutowa i ERM2
– PKB	2,5	–	–	–	–	
Litwa						
– Inflacja	2,3	5,2	2,7	1,6	0,8	Izba walutowa i ERM2
– PKB	1,6	6,1	3,8	3,3	2,7	
Łotwa ^c						
– Inflacja	–1,0	6,4	3,6	1,1	–	ERM2 (pasma $\pm 1\%$)
– PKB	–2,9	5,0	4,8	4,2	–	

^a – dla lat przed przystąpieniem Chorwacji do UE liczby w nawiasach

^b – w 2011 r. Estonia weszła do strefy euro

^c – w 2014 r. Łotwa weszła do strefy euro

^d – prognoza

^e – w rzeczywistości wahania korony duńskiej wobec euro mieszczą się zazwyczaj w przedziale $\pm 0,5\%$

Źródło: European Commission (2014b, s. 144 i 151) oraz strony internetowe wymienionych banków centralnych.

Pobieżny ogład danych zawartych w obu tabelach nie wskazuje na jakieś zasadnicze różnice w rozwoju (dynamiki inflacji i PKB) w obydwu grupach krajów. Bardzo

⁴¹ Dlatego danych dla Estonii i Łotwy po wejściu do strefy euro w tabeli 2.4 nie podajemy.

⁴² Z tego powodu w tabeli 2.4 dane dla lat 2010–2012 dla tego kraju podajemy w nawiasach.

niska inflacja⁴³, przechodząca niekiedy w deflację, oraz ogólnie biorąc słaby wzrost gospodarczy, ocierający się czasami o recesję, wskazują, że kraje te były znacząco uzależnione od rozwoju sytuacji w strefie euro. Oczywiście były też pewne różnice. W pierwszej grupie (kursy płynne, tabela 2.3) tendencje recesyjne były jednak słabsze, a tendencje wzrostowe mocniejsze. Było to szczególnie widoczne w Polsce. Jak wskazują szacunki luki produktowej dokonane przez Komisję Europejską, tylko w Polsce w okresie 2010–2012, w gronie krajów znajdujących się poza strefą euro, luka ta miała znak dodatni (European Commission 2014b, s. 150). Polska jako jedyna od początku kryzysu nie doświadczyła recesji⁴⁴. Z kolei taki kraj, o systemie płynnego kursu walutowego, jak Wielka Brytania nie doznał recesji od 2010 r. Co więcej, jeśli abstrahować od Irlandii⁴⁵, w 2014 r. Wielka Brytania i Węgry były najszybciej rosnącymi krajami w całej UE (European Commission 2014b, s. 144).

Mniej jednoznaczna była sytuacja w krajach o kursach stałych (tabela 2.4). Przede wszystkim należy brać pod uwagę, że trzy państwa bałtyckie intensywnie przygotowywały się do przystąpienia do strefy euro, a jednocześnie były one wyjątkowo mocno dotknięte kryzysem w pierwszej fazie. Przygotowywanie się do wejścia do strefy euro powodowało, że pole manewru dla polityki gospodarczej, w tym pieniężnej, było bardzo wąskie. Recesja w pierwszej fazie kryzysu spowodowała, że dane statystyczne przytoczone w tabeli 2.4 zawierają też w sobie efekt „odbicia” po załamaniu z wcześniejszych lat. Z kolei Chorwacja przystąpiła do UE w czasie recesji ciągnącej się od 2009 r. Pozostałe dwa państwa z tej grupy też nie miały szczególnie dobrej sytuacji: Danię w latach 2012–2013 dotknęła recesja, natomiast Bułgarię w okresie 2013–2014 wyraźna deflacja (zob. też tabela 2.5), przy niezbyt silnym wzroście gospodarczym.

Tak jak mówiliśmy, od początku obecnej dekady wzrost gospodarczy i inflacja we wszystkich tych krajach kształtowały się pod wpływem zmian zachodzących u ich głównego partnera handlowego, tj. w strefie euro. Różnice, o których wspomnieliśmy, wskazują jednak, że cechy polityki krajowej miały tu pewne, mniej lub bardziej istotne, znaczenie. Mowa o tym w następnym punkcie.

⁴³ Zwróćmy uwagę, że inflację rozumiemy teraz w kategoriach deflatora PKB (obejmuje on zmiany cen wszystkich produktów wchodzących w skład tego miernika aktywności gospodarczej). Tym samym, czasami wyłania się nieco inny obraz tendencji inflacyjnych niż przy analizie wskaźników HICP (zob. dalej tabela 2.5).

⁴⁴ Szerszą argumentację dotyczącą tego, dlaczego w Polsce w okresie kryzysu wystąpiło zaledwie spowolnienie gospodarcze można znaleźć w Bogumil i Wielądek (2014) oraz Polański (2014e).

⁴⁵ Por. tabela 1.5 w rozdz. 1.

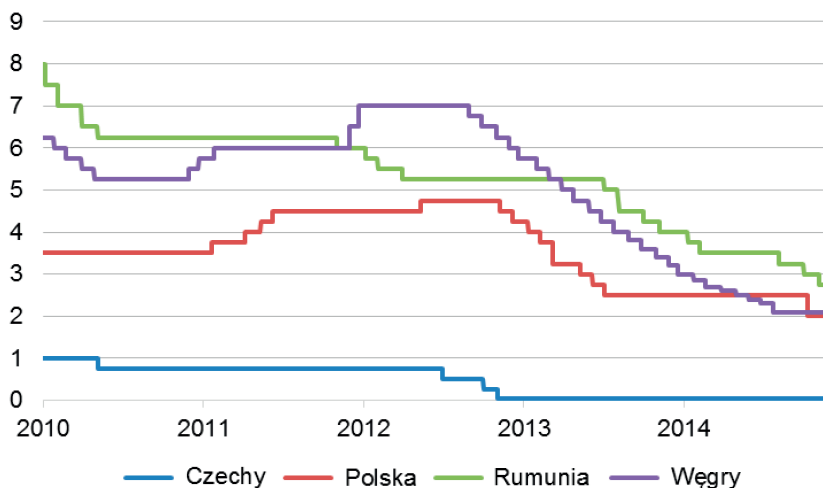
2.3.2. Polityka pieniężna

2.3.2.1. Polityka stopy procentowej (i kursu walutowego)

Zacznijmy od grupy krajów z płynnymi kursami walutowymi (tabela 2.3), deklarujących w tym czasie – jak wspomnieliśmy – prowadzenie polityki pieniężnej opartej na koncepcji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Mówimy o deklaracjach, ponieważ w okresie kryzysu w praktyce następowały istotne zmiany w prowadzeniu polityki pieniężnej, o czym za chwilę szerzej powiemy. Należy mimo to stwierdzić, że z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej jest to wyjątkowo spójna grupa krajów.

Najkrócej rzecz ujmując, w strategii BCI dominuje zadanie stabilizowania inflacji (na poziomie ok. 2–3% mierzonej wskaźnikiem CPI; zob. tabela 2.5) nad innymi celami i do jego realizacji wykorzystuje się głównie politykę stopy procentowej. Aby banki centralne realizujące taką strategię miały swobodę reakcji na wahania inflacji, muszą funkcjonować w ramach systemu płynnego kursu walutowego.

W pierwszej kolejności spójrzmy na cztery unijne kraje posocjalistyczne, które prowadzą politykę pieniężną opartą na tej strategii (rysunek 2.15).



Rysunek 2.15. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski, Rumunii i Węgry w latach 2010–2014 (w %)

Uwaga: dane do 25 listopada 2014 r.

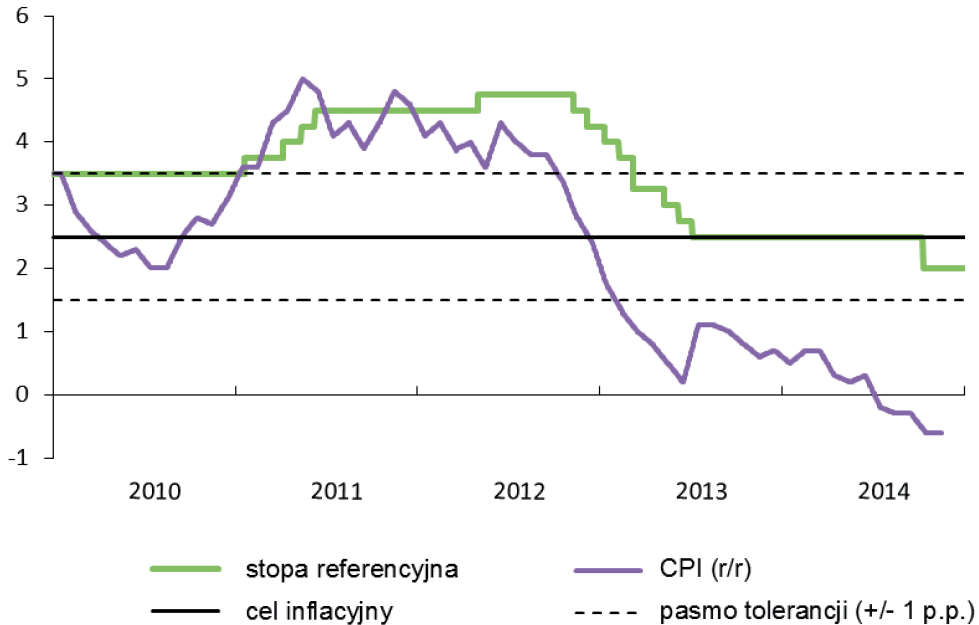
Źródło: strony internetowe banków centralnych wymienionych krajów.

W pięcioleciu 2010–2014 banki centralne Czech i Rumunii nie podwyższyły stóp procentowych. Wyjątkowo niskie były one w pierwszym z tych krajów. Już jesienią 2012 r. podstawowa stopa procentowa banku centralnego Czech osiągnęła praktycznie zerowy poziom i wynosi ona od tego momentu 0,05%. Tak niskie stopy procentowe zostały spowodowane nie najlepszymi wynikami w dziedzinie inflacji (deflacja w latach 2010–2011, jeśli zmiany cen mierzyć delatorem PKB), jak i wzrostu gospodarczego (jawna recesja w okresie 2012–2013). Ponieważ występowała presja aprecjacyjna na kurs korony, sprzyjająca dalszemu obniżaniu się inflacji, zarząd Narodowego Banku Czeskiego podjął decyzję o bardzo niekonwencjonalnym w ramach strategii BCI pociągnięciu. Mianowicie w listopadzie 2013 r. ogłosił, że będzie wykorzystywał kurs walutowy jako instrument polityki pieniężnej, co przybrało formę jednostronnego stabilizowania kursu korony. Wzorując się na podobnej inicjatywie banku centralnego Szwajcarii z września 2011 r., bank Czech zdecydował się na takie interwencje walutowe, które spowodowały, że kurs euro względem korony czeskiej nie spadał już poniżej 27 koron. Decyzja ta przyniosła oczekiwane zmiany: pomimo dalszego obniżania się inflacji udało się zapobiec deflacji (zob. też tabela 2.5), natomiast eksport wykazał silną ekspansję, przyczyniając się do odbudowy wzrostu gospodarczego (European Commission 2014b, s. 62). Można nawet zaryzykować twierdzenie, że ten manewr kursowy, implikujący w pierwszej chwili deprecjację kursu korony o ok. 5%, pozwolił Republice Czeskiej uniknąć wejścia w pułapkę płynności⁴⁶.

Inaczej wyglądała polityka stopy procentowej w Polsce i na Węgrzech. W obu tych krajach z początkiem obecnej dekady banki centralne podwyższyły stopy (rysunek 2.15). W szczególności na Węgrzech polityka stopy procentowej wykazała się dużą zmiennością, co było m.in. spowodowane obawą przed zaburzeniami na rynku walutowym forinta jesienią 2011 r. oraz szerszymi zmianami politycznymi. W okresie od połowy 2012 r. do połowy 2014 r. Węgierski Bank Narodowy dokonał serii aż 24 obniżek stóp procentowych, tnąc je w sumie o prawie 5 p.p. (a dokładnie o 490 p.b.), tj. do poziomu 2,1%. Inflacja mierzona wskaźnikiem HICP w tym czasie praktycznie zanikła, zaś łagodna deflacja wystąpiła okazjonalnie w niektórych miesiącach roku 2014.

Przyjrzyjmy się teraz polityce stopy procentowej prowadzonej w Polsce (rysunek 2.16).

⁴⁶ W rozumieniu przyjętym w przypisie 36.



Rysunek 2.16. Inflacja (CPI) w Polsce i stopa referencyjna NBP w latach 2010–2014 (w %)

Uwaga: (1) roczne zmiany CPI w poszczególnych miesiącach (metoda „rok-do-roku”), (2) wskaźnik CPI do listopada, zaś stopa referencyjna do grudnia 2014 r.

Źródło: GUS i NBP.

W Polsce, podobnie jak w innych krajach UE (w tym znajdujących się w strefie euro), od 2012 r. następował stopniowy spadek dynamiki inflacji. Redukcje stóp banku centralnego nie podążały jednak za tym procesem na tyle szybko, aby utrzymać realną wartość stopy referencyjnej na z grubsza niezmiennym poziomie. Na rysunku 2.16 obserwujemy wyraźne rozchodzenie się linii inflacji i stopy procentowej NBP, a więc wzrost realnej wartości tej ostatniej. W związku z deflacją, jaka miała miejsce od połowy 2014 r., tak rozumiana stopa realna uległa dalszemu podwyższeniu, stając się (z wyjątkiem Chorwacji) najwyższą realnie stopą procentową banku centralnego w Europie, pomimo że w październiku tego roku NBP obniżył jej nominalną wysokość o 0,5 p.p., do poziomu 2,0%⁴⁷.

NBP w drugiej fazie kryzysu konsekwentnie realizował zasady strategii celu inflacyjnego. Nie wprowadził żadnych niekonwencjonalnych instrumentów, poza

⁴⁷ Odpowiedź na pytanie o to, dlaczego prowadzono taką politykę stopy procentowej możemy znaleźć w komunikatach prasowych publikowanych bezpośrednio po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, w opisach dyskusji z jej posiedzeń (tzw. *minutes*) oraz w raportach o inflacji. Zob. też Rzońca (2014).

pewnymi elementami działań typu *forward guidance*, będącymi w gruncie rzeczy rozwinięciem prowadzonej wcześniej polityki komunikacji z otoczeniem⁴⁸. W odróżnieniu np. od banków centralnych Czech czy też Rumunii, NBP tylko bardzo okazjonalnie wpływał na kształtowanie się kursu narodowej waluty w drodze interwencji walutowych. Takich interwencji dokonał zaledwie kilkakrotnie: w kwietniu 2010 r. (interwencja przeciw aprecjacji złotego), od ostatnich dni września do końca 2011 r. (kilka interwencji przeciw deprecjacji złotego) oraz w czerwcu 2013 r. (także przeciw deprecjacji złotego).

Sveriges Riksbank, szwedzki bank centralny, również konsekwentnie prowadził strategię BCI, z tym, że był on bardzo elastyczny w obszarze polityki stopy procentowej. Było tak już w pierwszej fazie kryzysu (np. w okresie od lipca 2009 do września 2010 r. wprowadził ujemne stopy depozytowe), jak i w drugiej (od lipca 2014 r. ponownie zastosował ujemne stopy tego rodzaju). Podobnie jak NBP, Riksbank też nie wykorzystywał w drugiej fazie kryzysu instrumentów niekonwencjonalnych (poza *forward guidance*).

Polityce stopy procentowej Riksbanku w okresie od 2010 r. trzeba się jednak przyjrzeć nieco dokładniej, ponieważ wskazuje ona na to, co może się stać, jeśli dylemat dotyczący tempa odchodzenia od bardzo niskich stóp procentowych po recesji zostanie rozstrzygnięty na rzecz ich szybkiego, zbyt szybkiego jak się okazało, podniesienia. Po pierwszej fazie kryzysu Riksbank zaczął bardzo szybko podnosić stopy. W samym tylko 2010 r. jego podstawowa stopa, tzw. stopa *repo*, wzrosła z 0,25% do 1,25%, aby w połowie następnego roku osiągnąć 2,0%, a więc poziom z przełomu lat 2008–2009. Jak wskazują odpowiednie dane z tabel 2.3 i 2.5 nie było to w pełni uzasadnione nasileniem presji inflacyjnej, co najwyżej przyspieszeniem (odbiciem po recesji) wzrostu gospodarczego, który jednak w 2012 r. ponownie przeszedł w recesję (choć dużo łżejszą). Główną przesłanką decyzji o podnoszeniu stóp była obawa o dalszy wzrost wydatków prywatnych i rozwój banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Bank Szwecji, podnosząc stopy procentowe, chciał zahamować ten proces, tj. „przekłuć” bankę. Mówiąc jeszcze bardziej metaforycznie, próbował on prowadzić politykę „przeciwstawiania się wiatrowi” (*leaning against the wind*) związaną z nadmierną akcją kredytową, która była podstawą finansowania działalności spekulacyjnej (Milne 2014). Niestety decyzjami tymi nie zdołał on ograniczyć banki na rynku nieruchomości, powodując jednocześnie wspomniane tendencje recesyjne i generalne spowolnienie wzrostu (tabela 2.3) oraz silne zahamowanie inflacji tak, że od 2011 r. kształtowała się ona wyraźnie poniżej celu polityki pieniężnej, a w 2014 r.

⁴⁸ Zob. szerzej NBP (2014, s. 87–88).

wystąpiły zjawiska deflacyjne na rynku cen detalicznych⁴⁹. Riksbank zaczął obniżać stopy procentowe już od końca 2011 r., doprowadzając jesienią 2014 r. stopę *repo* do poziomu 0,0%, a stopę depozytową aż do -0,75%. W rezultacie stopy szwedzkiego banku centralnego stały się jeszcze niższe niż odpowiednie stopy EBC⁵⁰.

Polityka BCI Banku Anglii (co jest w następnym podpunkcie szerzej udokumentowane) została uzupełniona wieloma istotnymi niekonwencjonalnymi przedsięwzięciami⁵¹. Natomiast w obszarze podstawowej stopy procentowej nie dokonano żadnych zmian: od marca 2009 r. pozostawała ona przez cały czas na poziomie 0,5% (por. rysunek 2.8), tj. jej najniższej wysokości od założenia banku w 1694 r. Być może, jak sugeruje Krugman (2010), Wielka Brytania w latach 2009–2010 znalazła się w pułapce płynności. Nawet jeśli tak było, to wymienione przedsięwzięcia sprawiły, że recesja nie powróciła i nie pojawiło się zagrożenie deflacyjne.

Polityka stopy procentowej banków centralnych działających w ramach systemu stałych kursów walutowych była z natury rzeczy w znacznym stopniu ograniczona. Bułgarski Bank Narodowy, funkcjonujący w ramach systemu izby walutowej, nie wyznacza stopy procentowej nakierowanej na regulowanie procesów ekonomicznych. Z kolei polityka pieniężna banków centralnych krajów bałtyckich została w całości podporządkowana nadrzędnemu celowi, jakim było wejście do strefy euro, implikując to, że zmiany stóp zostały nakierowane na zrównanie ze stopami EBC w momencie wejścia do strefy. Również polityka stopy procentowej Chorwackiego Banku Narodowego nie mogła być bardzo elastyczna, tak ze względu na przyjęty reżim kursowy, jak i bardzo wysoką dolaryzację (a właściwie euryzację) gospodarki (w końcu 2013 r. depozyty bankowe w przeważającej części – ok. 65% – były nominowane w walutach obcych). W każdym razie, od dłuższego okresu, stopa dyskontowa banku centralnego Chorwacji wynosi 7%, a lombardowa 5%, co przy niskiej inflacji wskazuje na ich realnie – zwłaszcza jak na czasy recesji – bardzo wysoki poziom.

Bardziej elastyczna była polityka stopy procentowej duńskiego banku centralnego. Ze względu na ściśle powiązanie ze strefą euro zmiany jego stóp w dużym stopniu odbywały się w takt zmian stóp dokonywanych przez EBC, jednak w pewnych

⁴⁹ Por. tabela 2.5. Zjawiska deflacyjne lepiej jednak badać, wykorzystując roczne szwedzkie wskaźniki CPI: w ciągu 10 pierwszych miesięcy 2014 r. wykazały one ujemne wartości aż w siedmiu z nich, a w dwóch wielkości zerowe.

⁵⁰ Opisane doświadczenia Riksbanku wskazują jednocześnie, że w wypadku hamowania rozwoju bańki spekulacyjnej kluczową rolę powinny odegrać instrumenty regulacyjne (w tym podatkowe) (Milne 2014).

⁵¹ Trzeba w tym miejscu już jednak dodać, że nowelizacja ustawy o Banku Anglii dokonana w 2012 r. rozszerzyła jego mandat: obejmuje on obecnie dwa równorzędne cele, tj. zapewnienie stabilności cen i stabilności finansowej.

aspektach polityka Duńskiego Banku Narodowego charakteryzowała się odrębnością. Szczególnie warto podkreślić, że oprocentowanie jego depozytów (a właściwie certyfikatów depozytowych) dla banków było ujemne od połowy 2012 r. do kwietnia 2014 r. Zauważa się, że to doświadczenie (podobnie jak wcześniejsze banku Szwecji) EBC wziął pod uwagę, wprowadzając w czerwcu 2014 r. ujemne stopy depozytowe. Z początkiem września tego samego roku Duński Bank Narodowy ponownie obniżył oprocentowanie swoich depozytów do ujemnych wartości.

2.3.2.2. Instrumenty niekonwencjonalne

W obszarze działań o charakterze niekonwencjonalnym aktywność banków centralnych krajów UE nienależących do strefy euro była zdecydowanie mniejsza niż Eurosystemu. Było to uzasadnione w sumie lepszą sytuacją ekonomiczną tych krajów niż strefy wspólnego pieniądza jako całości (por. dane w tabelach 2.2, 2.3 i 2.4).

Zacznijmy od przypomnienia naszych wcześniejszych uwag na temat wykorzystywania *swapów* walutowych przez banki centralne⁵². EBC uruchomił linie *swapowe* z Danią, Szwecją i Wielką Brytanią, natomiast z Polską i Węgrami umowy dotyczące transakcji z przyrzeczeniem odkupu (*repo*). W rezultacie banki centralne tych państw mogły dostarczać płynności w euro na swoich obszarach walutowych.

Praktycznie wszystkie banki centralne państw spoza strefy euro posiadające systemy kursu płynnego rozwinęły działalność komunikacyjną, wprowadzając w mniejszym lub większym stopniu elementy *forward guidance* do swojej narracji na temat dalszej polityki pieniężnej w kontekście przyszłego rozwoju sytuacji gospodarczej. Najbardziej zaawansowany w tym obszarze był i jest Bank Anglii, który w sierpniu 2013 r. rozpoczął *forward guidance*.

Bank Anglii również najszerzej rozwinął działalność, która bezpośrednio przełożyła się na rozmiary jego bilansu: jak pokazują rysunki 2.12 i 2.13, był on jednym z liderów w tym obszarze. Już w 2009 r., pod nazwą *Asset Purchase Facility* (APF), rozpoczął program poluzowania ilościowego (QE), który następnie stopniowo rozszerzał aż do jesieni 2012 r.; rozmiary programu APF osiągnęły wtedy wartość 375 mld funtów, tj. ok. jednej czwartej PKB kraju (Polański 2014b, s. 149). W lipcu 2012 r. Bank Anglii wyszedł też z inicjatywą programu *Funding for Lending Scheme* (FLS), którego celem było pobudzenie kredytowania gospodarstw domowych oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Efekty tego ostatniego programu nie są zbyt pozytyw-

⁵² Zob. też Polański (2014a, s. 91).

nie oceniane (*The euro-zone economy...* 2014)⁵³. Niemniej, odegrał on dużą rolę inspirującą: program TLTRO rozpoczęty przez EBC w 2014 r. jest w pewnym stopniu na nim wzorowany, podobnie jak analogiczny program węgierski.

Węgierski Bank Narodowy jest bowiem drugą instytucją w omawianej grupie krajów, która szerzej rozwinęła działalność niekonwencjonalną. Przede wszystkim trzeba wspomnieć o rozpoczętym w połowie 2013 r. *Funding for Growth Scheme*, którego angielska nazwa nieprzypadkowo przypomina pełną nazwę brytyjskiego programu FLS. Program węgierski nakierowany jest na pobudzenie gospodarki realnej w drodze wprowadzenia działań zmierzających do długookresowego (maksymalnie do 10 lat) stymulowania akcji kredytowej sektora bankowego w stosunku do (tylko) małych i średnich przedsiębiorstw. Program przeszedł przez dwie fazy. W trakcie pierwszej, trwającej od czerwca do września 2013 r., dokonano alokacji po preferencyjnym oprocentowaniu 750 mld forintów, tj. ekwiwalentu ok. 2,5% PKB. Ponieważ program został oceniony pozytywnie (por. Magyar Nemzeti Bank 2013), już miesiąc później uruchomiono jego drugą fazę. Przeznaczono w niej do alokacji kredyty refinansowe o wartości 500 mld forintów, czyli ok. 1,7% PKB.

Ponadto niekonwencjonalne pociągnięcia banku Węgier wiązały się z porządkowaniem sytuacji, jaka powstała po nadmiernej ekspansji kredytów dla gospodarstw domowych w walutach zagranicznych w okresie przed kryzysem i w trakcie jego pierwszego etapu, a także ze zmniejszeniem uzależnienia gospodarki od zadłużenia zagranicznego. Działania te również wpływały poluzowująco na środowisko monetarne. Ze względu na znaczny stopień skomplikowania tych przedsięwzięć oraz nie do końca jasny ich przebieg i rezultaty, nie omawiamy ich tutaj szerzej.

Podobnie jak w wypadku EBC, wymienione w tym podpunkcie działania miały na celu dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, a więc i środowiska monetarnego. Polityka niskiej stopy procentowej oraz działań niekonwencjonalnych przyniosła, jak się wydaje, pewne pozytywne skutki, przede wszystkim w Wielkiej Brytanii, chociaż także i na Węgrzech. W obydwu tych krajach udało się utrzymać inflację w ryzach (por. tabele 2.3 i 2.5), aczkolwiek w wypadku drugiego z nich – jak już wspomniano – można było w trakcie 2014 r. zaobserwować miesiące z ujemną dynamiką wskaźnika HICP. W obu krajach też PKB wykazał w latach 2013–2014 stosunkowo silną dynamikę wzrostową. W trakcie 2013 r. brytyjski PKB przekroczył poziom przedkryzysowy (Giles 2014).

Warto też dla porządku dodać, że niektóre banki centralne operujące w ramach stałego systemu kursowego, poza *swapami* walutowymi stosowały też inne narzędzia

⁵³ Więcej informacji dotyczących obydwu programów Banku Anglii można znaleźć np. w Niedźwiedzińska (2014, s. 119–121).

niekonwencjonalne. Duński Bank Narodowy w końcu 2011 r., idąc śladem EBC, zaoferował trzyletnie pożyczki, które uruchomiono dwukrotnie w trakcie następnego roku (zob. szerzej Danmarks Nationalbank 2011).

Jeśli przyjmiemy, że minimalne rezerwy obowiązkowe od depozytów można zaliczać do instrumentów niekonwencjonalnych, to na koniec należy jeszcze wspomnieć, iż w niektórych krajach kształtowały się one na bardzo wysokim poziomie. I tak np. w Bułgarii utrzymywano je w latach 2012–2013 na średnim poziomie wynoszącym 8,9% (Bulgarian National Bank 2014, s. 40); z kolei w Chorwacji i Rumunii pojawiła się tendencja do ich obniżania. W 2014 r. w pierwszym z tych krajów stopa rezerwy nadal wynosiła 12% (Croatian National Bank 2014, s. 2), natomiast jesienią w drugim z nich obniżono rezerwy do 10% (dla depozytów nominowanych w lejach) i do 14% (dla depozytów nominowanych w walutach obcych) (Banca Nationala a Romaniei 2014a i 2014 b).

2.3.2.3. Rezultaty i dylematy polityki pieniężnej w pozostałych krajach UE

Podsumowując politykę pieniężną w krajach UE znajdujących się poza strefą euro, trzeba z jednej strony wskazać na jej wysoką różnorodność wynikającą z odmiennych systemów kursowych, w których działały banki centralne poszczególnych państw, odmiennie cele przed nimi stawiane (np. w wypadku krajów bałtyckich było to wejście do strefy euro) oraz różne uwarunkowania polityczno-ekonomiczne (np. na Węgrzech czy w Chorwacji).

Jak jednak wskazują tabele zamieszczone w tym podrozdziale (tabele 2.3–2.5), wszystkie kraje miały dylematy związane z pobudzaniem wzrostu gospodarczego, a od 2012 r. z uniknięciem nadmiernego spadku inflacji. Tabela 2.5 potwierdza, że problem bardzo słabego wzrostu cen stał się poważnym wyzwaniem dla banków centralnych wymienionych państw. Podobnie jak w wypadku strefy euro, niska inflacja, przechodząca niekiedy w deflację, była spowodowana wieloma czynnikami zewnętrznymi (spadek cen produktów energetycznych na rynkach światowych, który uległ szczególnemu przyspieszeniu w drugiej połowie 2014 r. w związku z ostrą przeceną ropy naftowej), regionalnymi (duży urodzaj warzyw i owoców w 2014 r., któremu towarzyszyło wprowadzenie ograniczeń na ich import ze strony Rosji), ale także z permanentnymi trudnościami z pobudzaniem popytu.

Tabela 2.5. Cele inflacyjne i faktyczna inflacja (HICP) w krajach UE nienależących do strefy euro w latach 2010–2014 (w % i p.p.)

Kraj	Cel inflacyjny	Inflacja				
		2010	2011	2012	2013	2014
Bułgaria	brak	3,0	3,4	2,4	0,4	-1,9
Chorwacja ^a	brak	(1,1)	(2,2)	(3,4)	2,3	0,3
Czechy	2,0% ±1p.p.	1,2	2,1	3,5	1,4	0,6
Dania	2,0% ±1p.p.	2,2	2,7	2,4	0,5	0,2
Estonia ^b	kryterium inflacyjne traktatu z Maastricht ^d	2,7	–	–	–	–
Litwa	kryterium inflacyjne traktatu z Maastricht ^d	1,2	4,1	3,2	1,2	0,4
Łotwa ^c	kryterium inflacyjne traktatu z Maastricht ^d	-1,2	4,2	2,3	0,0	–
Polska	2,5% ±1p.p.	2,7	3,9	3,7	0,8	-0,3
Rumunia	2010: 3,5% ±1p.p. 2011–2012: 3,0% ±1p.p. od 2013: 2,5% ±1p.p.	6,1	5,8	3,4	3,2	1,5
Szwecja	2,0%	1,9	1,4	0,9	0,4	0,3
Węgry	3,0% ±1p.p.	4,7	3,9	5,7	1,7	0,1
Wielka Brytania	2,0%	3,3	4,5	2,8	2,6	1,0

^a – dla lat przed przystąpieniem Chorwacji do UE liczby w nawiasach

^b – w 2011 r. Estonia weszła do strefy euro

^c – w 2014 r. Łotwa weszła do strefy euro

^d – mówi ono, że do strefy euro może przystąpić kraj, którego stopa inflacji mierzona wskaźnikiem HICP nie przekracza średniej stopy inflacji trzech krajów UE o najniższej inflacji powiększonej o 1,5 p.p.

Uwaga: (1) cele inflacyjne (poza krajami bałtyckimi) zdefiniowane w kategoriach krajowych wskaźników CPI, (2) lata 2010–2013: wskaźnik HICP – dane średnioroczne względem roku poprzedniego; rok 2014: wskaźnik HICP dla listopada oparty na metodzie „rok-do-roku”.

Źródło: strony internetowe banków centralnych wymienionych krajów; European Commission (2014b, s. 152); EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Przedstawiona sytuacja w sferach realnej i nominalnej (ceny) wskazuje, że w wypadku tych banków występowały podobne dylematy, jak w sytuacji EBC: jak bardzo poluzować politykę pieniężną, na jak długo i za pomocą jakich instrumentów? Oczywiście odnosi się to przede wszystkim do krajów, których banki centralne miały warunki do prowadzenia aktywnej polityki, a więc tych działających w ramach systemu kursu płynnego.

Innym dylematem uświadamianym i artykułowanym w tej grupie krajów, przede wszystkim przez władze monetarne Wielkiej Brytanii, jest problem odejścia od niekonwencjonalnej polityki pieniężnej praktykowanej w okresie kryzysu (tzw. *exit problem*). Analogicznie jak w wypadku EBC, ale także amerykańskiego Fedu i niektórych innych banków centralnych krajów wysoko rozwiniętych, powstają tu pytania, jak wycofać się z polityki bardzo niskich stóp procentowych i podjętych działań niekonwencjonalnych tak, aby nie zdusić raczkującego ożywienia gospodarczego,

nie zdestabilizować rynków finansowych i jednocześnie nie dopuścić do niekontrolowanego rozwoju inflacji. W tym kontekście trzeba zauważyć, że dla zdecydowanej większości krajów UE nienależących do strefy euro problem odejścia od polityki pieniężnej czasu kryzysu nie rodzi aż tak ostrych dylematów, jak to jest np. w wypadku Europejskiego Banku Centralnego.

2.4. Podsumowanie

Niniejszy rozdział pokazał, że w czasie kryzysu finansowo-ekonomicznego polityka pieniężna, tak w strefie euro, jak i właściwie we wszystkich krajach UE poza nią, dążyła do łagodzenia otoczenia monetarnego. Podejmowano co prawda pewne okresowe próby zaostrenia jej, głównie w latach 2010–2011, w związku z chwilowym wzrostem inflacji⁵⁴, ale wcześniej czy później następował powrót do poluzowania monetarnego, w ostateczności dużo większego niż w pierwszej fazie kryzysu. Jeśli bowiem spojrzeć na ten proces z dłuższej perspektywy czasowej, to widać, że polityka poluzowania monetarnego rozpoczęła się już w latach 2007–2008, w nieco odmiennych momentach w zależności od kraju (zob. rysunek 2.8 oraz szerzej Polański 2014a, s. 71–92).

Jednak pomiędzy pierwszą (2007–2009) a drugą (od 2010 r.) fazą kryzysu jest zasadnicza różnica po stronie polityki fiskalnej, a więc w układzie tzw. *policy mix*. O ile bowiem w pierwszej fazie rządy ratowały gospodarkę także poprzez silnie ekspansywną stymulację fiskalną, o tyle w drugiej fazie mamy do czynienia z prowadzeniem restrykcyjnej (oszczędnościowej) polityki fiskalnej (i dochodowej). Nawiązując do schematu zawartego w rozdziale 1 (tabela 1.1) należy powiedzieć, że w pierwszym etapie kryzysu mieliśmy do czynienia z IV wariantem *policy mix*, podczas gdy w drugiej fazie z jej wariantem II.

Od roku 2010 zacieśnienie fiskalne było postulowane i koordynowane w skali światowej⁵⁵. W wypadku UE, a przede wszystkim strefy euro, miało ono jednak szczególne znaczenie ze względu na ostry kryzys na rynku skarbowych papierów dłużnych, windujący kształtujące się tu stopy rentowności bardzo silnie w górę, w konsekwencji wymuszając obniżenie deficytu i ograniczenie wzrostu długu publicznego.

⁵⁴ Przypomnijmy tu o dwóch podwyżkach stóp procentowych dokonanych przez EBC w 2011 r. oraz o podwyżkach stóp banków centralnych Polski, Szwecji i Węgier w latach 2010–2012. Również spadek wielkości sumy bilansowej Eurosystemu od połowy 2012 r. (rysunki 2.11, 2.12 i 2.13) można interpretować jako niezamierzone zaostrenie jego polityki.

⁵⁵ Por. G-20 (2010, punkt 10). Zob. też IMF (2010).

Tak więc od pierwszej fazy kryzysu, a z pewnością od jesieni 2008 r., banki centralne coraz bardziej poluzowywały politykę pieniężną poprzez obniżanie stóp procentowych oraz wykorzystywanie przez niektóre z nich instrumentów niekonwencjonalnych, stwarzając dogodniejsze warunki dla oddziaływania polityki fiskalnej i jej zmian. O takiej polityce pieniężnej mówi się jako „akomodującej”, czyli dostosowującej się do polityki fiskalnej, a dokładniej mówiąc, stwarzającej warunki dla jej aktywności, prowadzącej do korzystnego wpływu na działalność gospodarczą. Do 2010 r. sytuacja była tu zasadniczo zgodna z tradycyjnymi postulatami ekonomii keynesowskiej (Krawczyk 2013, s. 9–10): recesja motywowała rządy do prowadzenia ekspansywnej, stymulującej wzrost polityki budżetowej, a więc do poluzowania otoczenia fiskalnego. Ponieważ mogło to jednak spowodować nacisk na wzrost rynkowych stóp procentowych, w pierwszej kolejności zwłaszcza skarbowych papierów wartościowych, prowadzono akomodacyjną politykę pieniężną, aby do tego nie doszło. I tak też się stało – do początku 2010 r. stopy zwrotu obligacji skarbowych krajów najpoważniej dotkniętych kryzysem niewiele wzrosły (por. rysunek 2.3).

Z kolei w drugiej fazie kryzysu, daleko idące zaostrzenie sytuacji na międzynarodowych rynkach długu publicznego niektórych państw strefy euro wymusiło ograniczanie deficytów budżetowych, co samo w sobie miało sprzyjać spadkowi rynkowych stóp procentowych skarbowych papierów wartościowych. Biorąc jednak pod uwagę poważne problemy ze wzrostem gospodarczym, zaostrzone ograniczaniem stymulacji fiskalnej, kontynuowano akomodacyjną politykę pieniężną, a więc poluzowywano środowisko monetarne⁵⁶, podczas gdy środowisko fiskalne ulegało utwardzeniu.

Z punktu widzenia praktyki gospodarczej (i teorii polityki stabilizacyjnej) w trakcie kryzysu miała zatem miejsce zasadnicza zmiana. Nastąpiło bowiem przekształcenie układu *policy mix*, prowadząc do nowej sytuacji, w której polityka pieniężna „akomoduje”, poprzez stworzenie łagodnego otoczenia, skutki polityki zacieśnienia fiskalnego. Polityka ta odniosła skutek w tym sensie, że rynkowe stopy procentowe (zwłaszcza skarbowych papierów wartościowych) zaczęły się obniżać, notując w drugiej połowie 2014 r. wyjątkowo niskie poziomy. Ponieważ jednak stopień poluzowania środowiska monetarnego nie zależy tylko od polityki stopy procentowej banku centralnego, ale jest także uwarunkowany działalnością banków komercyjnych, w większości krajów UE, zwłaszcza strefy euro znajdującej się w pułapce płynności, nie nastąpiło

⁵⁶ Warto w tym miejscu zauważyć, że o ile samo sformułowanie o akomodacyjności polityki sugeruje jej pasywność (dostosowanie się do zaistniałej sytuacji), o tyle w praktyce niektóre banki centralne UE próbowały ją jednak aktywizować poprzez ukierunkowanie jej na pobudzanie działalności przede wszystkim małych i średnich przedsiębiorstw (por. inicjatywy EBC, Banku Anglii oraz Węgierskiego Banku Narodowego z selektywnie działającymi instrumentami niekonwencjonalnymi).

dotąd silniejsze ożywienie gospodarcze, a inflacja pozostaje na zdecydowanie niższym poziomie niż wyznaczony przez cele inflacyjne banków centralnych.

Bibliografia

- Albiński P. (red. nauk.) (2014) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Baciulis M. (2013) *Support for financial institutions increases government deficits in 2012*, "Statistics in Focus", 10, Eurostat.
- Banca Nationala a Romaniei (2014a) *Press Release of the Board of the National Bank of Romania*, 30 września, <http://www.bnr.ro/page.aspx?prid=9456>
- Banca Nationala a Romaniei (2014b) *Press Release of the Board of the National Bank of Romania*, 4 listopada, <http://www.bnr.ro/page.aspx?prid=9596>
- Bogumil P., Wielądek R. (2014) *Securing Poland's economic success: A good time for reforms*, "ECFIN Country Focus", t. 11, 9.
- Borio C., Disyatat P. (2009) *Unconventional monetary policies: An appraisal*, "BIS Working Papers", 292, Basel.
- Bulgarian National Bank (2014) *Annual Report 2013*, Sofia.
- Chrzanowski M. (2014) *Nowe działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej wobec kryzysu finansów publicznych*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Croatian National Bank (2014) *Survey of Monetary Policy Instruments and Measures*, Zagreb, 15 października, http://www.hnb.hr/monet/instrumenti_i_mjere/2014/e-instrumenti-i-mjere_02-2014.pdf
- Danmarks Nationalbank (2011) *3-Year loans*, <http://www.nationalbanken.dk/en/monetary-policy/instruments/Documents/3-Year%20Loans.pdf>
- Darvas Z., Merler S. (2013) *-15% to +4%: Taylor-rule interest rates for euro area countries – does one size fit all?*, Breugel, 18 września.
- Draghi M. (2012) *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*, 26 lipca.
- Draghi M. (2014a) *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt am Main, 4 września.
- Draghi M. (2014b) *Monetary policy in the euro area*, Frankfurt am Main, 21 listopada.
- Draghi M. (2014c) *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt am Main, 4 grudnia.
- Duprat M.-H. (2013) *The Euro Zone: Falling into a Liquidity Trap?*, "Econote", Société Générale, Economic Studies Department, 22, grudzień.
- ECB (2013) *Raport roczny 2012*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2014a) *The ECB's forward guidance*, "Monthly Bulletin", 4.

- ECB (2014b) *ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary policy transmission mechanism*, 5 czerwca.
- ECB (2014c) *The euro area bank lending survey, 2nd quarter of 2014*, lipiec.
- ECB (2014d) *ECB modifies loan-level reporting requirements for some asset-backed securities*, 4 września.
- ECB (2014e) *The targeted longer-term refinancing operation of September 2014*, "Monthly Bulletin", 10, październik.
- ECB (2014f) *The euro area bank lending survey, 3rd quarter of 2014*, październik.
- ECB (2014g) *Financial Stability Review*, listopad.
- European Commission (2014a) *Economic and Monetary Union. Main Legal Texts*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- European Commission (2014b) *European Economic Forecast. Autumn 2014*, "European Economy", 7, Brussels, listopad.
- G-20 (2010) *The G20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 czerwca, <http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communicue.html#top>
- Giles C. (2014) *UK economy bigger than thought at 2.7% ahead of pre-crisis peak*, "Financial Times", 30 września.
- IMF (2010) *Fiscal Exit: From Strategy to Implementation*, "Fiscal Monitor", listopad.
- IMF (2013) *Euro Area Policies. Selected issues, 2013 Article IV Consultation*, "International Monetary Fund Country Report", 13(232), lipiec.
- IMF (2014) *Euro Area Policies. Selected issues, 2014 Article IV Consultation*, "International Monetary Fund Country Report", 14(198), lipiec.
- Issing O. (2014) *Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks*, SAFE, "White Paper Series", 16.
- Jablecki J. (2013) *Polityka zabezpieczeń banku centralnego. Nowy instrument polityki pieniężnej?*, NBP, Warszawa, 12 grudnia (materiał powielony).
- Jones C. (2014) *Bundesbank president Jens Weidmann steps up criticism of QE*, "Financial Times", 16 grudnia.
- Keynes J.M. (1936/1985) *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa.
- Koronowski A. (2014) *Salda Target2 w Eurosystemie: ich źródła, skutki i perspektywy rozwiązania problemu*, „Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula”, 36.
- Krawczyk M. (2013) *Pułapka płynności a monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Krugman P. (2000) *The Return of Depression Economics*, W.W. Norton & Company, New York, London.
- Krugman P. (2010) *How Much of the World is in a Liquidity Trap?*, "The New York Times", 17 marca.
- Magyar Nemzeti Bank (2013) *Analysis of the first phase of the Funding for Growth Scheme*, http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Monetaris_politika/fgs/FGS_analysis.pdf

- Merler S. (2014) *Fact: T.L.T.R.O. is Too Low To Resuscitate Optimism – the take up of liquidity under the ECB's new TLTRO programme was well below expectations yesterday*, 19 września, <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1436-fact-tiltro-is-too-low-to-resuscitate-optimism>
- Milne R. (2014) *Stockholm syndrome*, "Financial Times", 20 listopada.
- Moore E. (2014) *German borrowing costs reach record low*, "Financial Times", 30 lipca.
- NBER (2010) *September 20, 2010 announcement of June 2009 business cycle trough/end of last recession*, <http://www.nber.org/cycles/sept2010.pdf>
- NBP (2014) *Raport o inflacji*, Warszawa, listopad.
- Niedźwiedzińska J. (red.) (2014) *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, NBP, Warszawa, październik.
- OECD (2013) *OECD Economic Surveys: Slovenia 2013*, OECD Publishing, Paris, kwiecień, http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-svn-2013-en
- OECD (2014) *OECD Economic Outlook*, nr 96, OECD Publishing, Paris, listopad, http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2014-2-en
- Polański Z. (2008) *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red. nauk.) *System finansowy w Polsce*, t. 1, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Polański Z. (2014a) *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 62–94.
- Polański Z. (2014b) *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 113–154.
- Polański Z. (2014c) *Wizja Hermana Van Rompuy'a*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Polański Z. (2014d) *Unia bankowa*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Polański Z. (2014e) *Poland During the Crisis: A 'Green Island' Approaching the Euro Area?*, w: J. Hölscher (ed.) *Poland and the Eurozone*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke.
- Rzońca A. (2014) *10 powodów, by już nie ciąć stóp NBP*, „Rzeczpospolita”, 20 października.
- Scheller H.K. (2006) *Europejski Bank Centralny. Historia, rola i funkcje*, wyd. 2 poprawione, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- Skopowski M., Wiśniewski M. (2012) *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Tchorek G. (2014) *Źródła kryzysu a nowe rozwiązania instytucjonalne w strefie euro*, „Finanse”, 1(7).
- The euro-zone economy. Asset-backed indolence* (2014), "The Economist", 13 września.
- TUETFUE (2010) *Wersje skonsolidowane traktatu o Unii Europejskiej i traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (2010/C 83/01)*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 30 marca 2010.

- Valiante D. (2014) *Framing Banking Union in the Euro Area: Some empirical evidence*, "CEPS Working Document", 388, Centre for European Policy Studies, luty.
- Waćko-Jasińska K. (2014) *Unia fiskalna*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Wikipedia (2014) *Eurozone crisis*, http://en.wikipedia.org/wiki/Eurozone_crisis, pobrano 28 listopada.
- Wyplosz C. (2009) *The Euro's Finest Hour?*, "Finance & Development", czerwiec.

Rozdział 3

Refleksje teoretyczne nad polityką stabilizacyjną

3.1. Wprowadzenie

Wybuch światowego kryzysu finansowego i jego poważne reperkusje dla wzrostu gospodarczego w większości krajów rozwiniętych wywołały ożywioną dyskusję nad przyczynami kryzysu i właściwą w tych warunkach reakcją polityków w postaci odpowiednio zaprojektowanej polityki stabilizacyjnej. Szczególną uwagę poświęcono sytuacji strefy euro. Europejska unia monetarna doświadczyła bowiem całego kompleksu zjawisk kryzysowych, obejmujących sferę realną, system bankowy oraz sektor finansów publicznych. Choć na ogół w mniejszym zakresie, problemy te dotyczyły również pozostałych krajów członkowskich Unii Europejskiej. W tym rozdziale przedstawiono wybrane kwestie stanowiące przedmiot tej dyskusji, z uwzględnieniem ich teoretycznych podstaw.

3.2. Kwestia przyczyny kryzysu finansów publicznych w strefie euro

W literaturze występują dwie główne interpretacje genezy kryzysu finansów publicznych w strefie euro. Pierwsza z nich wskazuje jako przyczynę pierwotną nieodpowiedzialność fiskalną niektórych krajów członkowskich (Baldacci, Kumar 2010; Maltritz 2012). Według tego toku rozumowania utrzymujący się brak dyscypliny fiskalnej doprowadził w tych krajach do wzrostu deficytów budżetowych i długu publicznego. To z kolei spowodowało zwiększenie premii za ryzyko oczekiwanej przez inwestorów. Na jej zwyczaję oddziaływały również doniesienia o problemach z płynnością i o uruchamianiu w tych krajach rządowych pakietów pomocowych dla banków. Do tego dołożył się wzrost międzynarodowej awersji do ryzyka i idące za nim podwyższenie *spreadów* w relacji do rentowności papierów skarbowych krajów postrzeganych przez rynki jako najbardziej bezpieczne. W konsekwencji tego spłotu

czynników nastąpiła podwyżka wymaganych stóp zwrotu od papierów skarbowych, nie do uniesienia przez poszczególne państwa bez pomocy zewnętrznej.

Druga interpretacja przyjmuje za punkt wyjścia brak odpowiednich mechanizmów dostosowawczych w obrębie europejskiej unii monetarnej. Wybuch kryzysu obnażył ten mankament. Przyjęcie, wraz z wejściem do unii monetarnej, wspólnej podstawowej stopy procentowej oznaczało znaczny spadek stóp rynkowych w krajach południa¹ strefy euro. Pociągnął on za sobą wzrost popytu na kredyt zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Kapitał ten został w dużej mierze skierowany na konsumpcję i inwestycje mieszkaniowe, a nie na inwestycje w poprawę efektywności produkcji (Higgins, Klitgaard 2011). Jednocześnie doszło do spadku oszczędności krajowych, które były zastępowane przez napływające oszczędności zagraniczne. Powstała w ten sposób znaczna nierównowaga zewnętrzna w postaci równoległe występujących nadwyżek obrotów bieżących w krajach północy i deficytów tych obrotów w krajach południa strefy. Przy sztywności rynków pracy w poszczególnych państwach oraz wobec niemożności dokonywania międzyregionalnych transferów dostępnych w unii fiskalnej, krajom członkowskim pozostała w dyspozycji, jako narzędzie przywrócenia równowagi, jedynie zmiana relacji cenowo-kosztowych między krajami południa i północy.

Doprowadzenie do równoległego wzrostu dochodów i cen w krajach północy strefy oraz spadku dochodów i cen na południu powinno bowiem, dzięki osiągniętej w ten sposób poprawie konkurencyjności krajów południa względem północy, w miarę szybko zlikwidować nadmierną i różnokierunkową nierównowagę zewnętrzną w obu tych grupach państw². W warunkach ogólnej recesji główny ciężar takiego dostosowania powinny przy tym wziąć na siebie kraje nadwyżkowe, co oznaczałoby podjęcie przez nie ekspansywnej polityki fiskalnej i dochodowej³. Jednak, jak wiemy, nie były do tego skłonne. W rezultacie, pozostała tylko możliwość jednostronnego spadku dochodów i cen w krajach południa (w formie tzw. wewnętrznej dewaluacji), realizowanej poprzez narzucone im przez kraje północy działania dyscyplinujące⁴.

Wobec faktu, że wprowadzenie dewaluacji wewnętrznej wymaga czasu i generuje wysokie koszty społeczne oraz napięcia polityczne, rynki finansowe, wyrażając

¹ Określenia: „północ”, „południe” nie są tu używane jako ściśle geograficzne, lecz kontekstowe (bo np. jako południe rozumie tu się też Irlandię). W innych miejscach w książce „kraje południa” określamy jako „najbardziej dotknięte kryzysem” lub kraje GIIPS i Cypr. Natomiast „kraje północy” to tzw. kraje „rdzenia”, a więc najbardziej rozwinięte kraje strefy euro bez Włoch (przede wszystkim Niemcy i Austria, kraje Beneluksu, Finlandia i Francja).

² Nawiązując do popularnego zalecenia lekarskiego można ten postulat w uproszczeniu sformułować następująco: „kraje południa powinny więcej ćwiczyć i mniej jeść, a równocześnie kraje północy mniej ćwiczyć i więcej jeść”.

³ Jak wskazał Mundell (1968, s. 187) inicjatywa leży po stronie krajów nadwyżkowych, bo są w tych warunkach w lepszej pozycji wyjściowej do podjęcia ekspansywnej polityki.

⁴ Szerzej na temat dewaluacji wewnętrznej, por. podrozdział 3.4.

obawy co do skuteczności tej operacji, podniosły krajom o nadmiernych deficytach obrotów bieżących wysokość wymaganej premii za ryzyko w odniesieniu do ich długu publicznego.

Tak więc w pierwszym wypadku skokowy wzrost kosztów obsługi długu publicznego w krajach południa miałby mieć podłoże w niefrasobliwej polityce budżetowej, a w drugim w dopuszczeniu, po wejściu do unii monetarnej, do powstania boomu kredytowego przede wszystkim w sektorze prywatnym, pociągającego za sobą nierównowagę zewnętrzną.

Alessandrini i in. (2014) zwracają uwagę, że te obydwie objaśnienia nie wykluczają się wzajemnie, w tym sensie, że w warunkach recesji łatwo może dojść do substytucji długu prywatnego przez dług publiczny. Jako punkt wyjścia przyjmują podstawową tożsamość rachunków narodowych:

$$S - I = (G - T) + CA$$

gdzie:

S – oszczędności prywatne,

I – inwestycje prywatne,

G – wydatki budżetowe (w tym inwestycje publiczne),

T – wpływy budżetowe (podatki),

CA – saldo rachunku obrotów bieżących.

Ta zależność wskazuje na związki między nierównowagą w sektorze prywatnym, nierównowagą zagraniczną i nierównowagą w sektorze publicznym. Jeśli w gospodarce występuje nierównowaga zewnętrzna ($CA < 0$), to przy zrównoważonych finansach publicznych ($G - T = 0$), saldo oszczędności i inwestycji w sektorze prywatnym musi być ujemne ($S - I < 0$). Gdy z kolei pod wpływem recesji saldo to poprawia się (bo konsumpcja i nakłady inwestycyjne spadają) i dochodzi do wycofywania depozytów bankowych przez gospodarstwa domowe dążące do redukcji swojego zadłużenia, wówczas utrzymanie płynności w systemie bankowym wymaga wzrostu deficytu sektora publicznego, tj. wzrostu ($G - T$), i w konsekwencji wzrostu zadłużenia w tym sektorze. W ten sposób dochodzi do substytucji długu prywatnego przez dług publiczny, a sytuacja finansów publicznych pogarsza się, mimo że początkowo nie występuje zjawisko nieodpowiedzialności fiskalnej.

Oceniając sytuację poszczególnych państw w tej konwencji można uznać, że przypadek Grecji najwierniej egzemplifikuje pierwszy z wymienionych poglądów na genezę kryzysu finansów publicznych, przypadek Portugalii – drugi, a przypadek Irlandii i Hiszpanii – wariant wymuszonej substytucji długu prywatnego przez dług publiczny.

3.3. Kwestia warunków stosowania polityki zacieśnienia fiskalnego

Można wyodrębnić trzy poglądy na temat sensowności stosowania konsolidacji fiskalnej w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego (Allessandrini i in. 2014):

- 1) stanowisko twarde: konsolidacja fiskalna jest niezbędna dla redukcji *spreadów* stóp zwrotu od długu rządowego w krajach południa strefy euro w stosunku do stóp zwrotu od długu rządu Niemiec, aby doprowadzić do poprawy ocen zdolności tych krajów do obsługi swoich długów oraz zmniejszyć ryzyko opuszczenia przez nie strefy euro;
- 2) stanowisko miękkie: uznanie w duchu keynesowskim, że konsolidacja fiskalna jest nieproduktywna ze względu na wysoki poziom mnożników fiskalnych i marginalnych stawek podatkowych oraz spodziewany niski poziom długookresowego tempa wzrostu PKB;
- 3) stanowisko pośrednie: konsolidacja fiskalna jest potrzebna, ale nie w warunkach recesyjnych.

Ustalenie, które z tych stanowisk jest słuszne w odniesieniu do krajów strefy euro jest ważną kwestią teoretyczną, a w latach 2011–2013 miało zarazem istotne znaczenie praktyczne dla bieżącej polityki gospodarczej. Dwa szczegółowe zagadnienia stały się polem szczególnie ożywionej dyskusji.

Po pierwsze, był to problem ustalenia krytycznego poziomu relacji długu publicznego do PKB, powyżej którego podjęcie konsolidacji fiskalnej jest niezbędne, po drugie, była to kwestia kształtowania się wysokości mnożnika fiskalnego w warunkach recesyjnych. Wielkość tego mnożnika oddziałuje bowiem na skalę negatywnego wpływu konsolidacji fiskalnej na poziom aktywności gospodarczej, a więc określa koszty zacieśnienia fiskalnego. Poniżej zarysowane zostały ramy teoretyczne tych dwu zagadnień.

3.3.1. Problem poziomu relacji długu do PKB

Dobłą ilustracją pierwszej z wymienionych kwestii jest prosty 3-równaniowy model, który zaproponowali Padoan, Sila i van der Noord (2012). Pierwsze z równań tego modelu, który oznaczymy jako PSN, objaśnia tempo wzrostu PKB, z uwzględnieniem tzw. „reguły Reinhart-Rogoff” (2010), negatywnie wiążącej to tempo z relacją długu do PKB⁵. Związek ten oznaczymy jako RRR:

⁵ Reinhart i Rogoff (2010) stwierdzili występowanie statystycznie istotnego negatywnego wpływu relacji długu publicznego do PKB na tempo wzrostu PKB dla 90-procentowego i wyższego poziomu tej relacji. Poniżej poziomu 90% PKB wpływ ten jest słaby. O dyskusji po publikacji tych obliczeń zob. rozdz. 1.

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = a - b \frac{D}{Y} - fr + gp \quad (1)$$

gdzie:

Y – wolumen PKB,

D – dług publiczny,

r – stopa oprocentowania długu publicznego (stopa zwrotu od obligacji skarbowych),

p – stanowiący cel (egzogeniczny) poziom relacji pierwotnego deficytu fiskalnego do PKB,

a, b, f, g – parametry (>0), przy czym g reprezentuje mnożnik fiskalny, zaś kropka nad literą oznacza pochodną po czasie.

Tak więc przyjmujemy, że tempo wzrostu PKB jest tym wyższe, im niższa jest relacja długu publicznego do PKB, im niższa jest stopa oprocentowania tego długu oraz im wyższy jest stanowiący cel poziom relacji deficytu pierwotnego do PKB.

Drugie z równań objaśnia tempo wzrostu długu publicznego. Związek ten oznaczmy jako FPR (*Fixed Primary Deficit Rule*):

$$\frac{\dot{D}}{D} = r + \frac{p}{D/Y} \quad (2)$$

co uzyskujemy po obustronnym podzieleniu przez D równania dynamiki długu publicznego:

$$\dot{D} = rD + pY$$

Trzecie równanie przedstawia czynniki wpływające na poziom stopy oprocentowania długu publicznego:

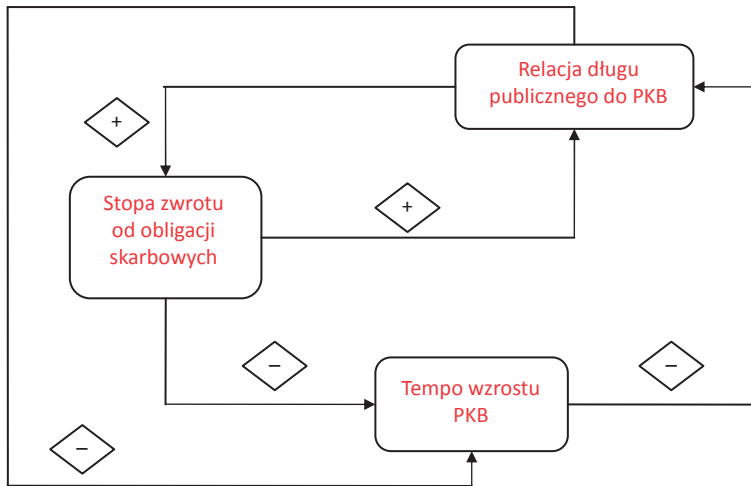
$$r = h + c \left(\frac{\dot{D}}{D} - \frac{\dot{Y}}{Y} \right) \quad (3)$$

gdzie:

h, c – parametry (>0).

Zatem poziom stopy oprocentowania długu publicznego jest tym wyższy, im silniejszy jest (egzogeniczny) efekt zarażenia h oraz im szybciej rośnie dług publiczny niż PKB, co odzwierciedla wpływ wzrostu premii za ryzyko.

Rysunek 3.1. ilustruje podstawowe współzależności ujęte w tym modelu.



Rysunek 3.1. Model PSN – podstawowe współzależności

Źródło: opracowanie własne.

Po podstawieniu (3) do (1) i (2) oraz przyjmując, że w stanie ustalonym udział długu publicznego w PKB stabilizuje się, tj.

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{Y}}{Y}$$

otrzymujemy:

$$-b\left(\frac{D}{Y}\right)^2 + [a + gp - (1 + f)h]\frac{D}{Y} - p = 0$$

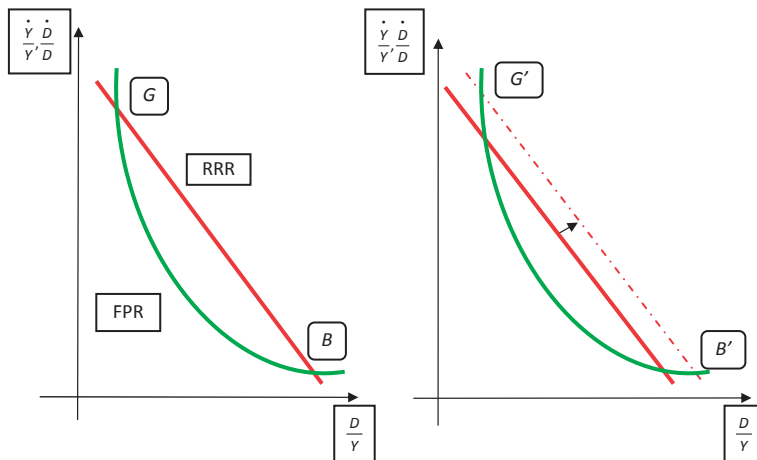
co pozwala wyznaczyć dwa stany równowagi dla relacji długu do PKB: tzw. dobrą równowagę (G) i złą równowagę (B):

$$\left\langle \frac{D}{Y} \right\rangle^G = \frac{[a + gp - (1 + f)h] - \sqrt{[a + gp - (1 + f)h]^2 - 4bp}}{2b} \quad (4)$$

$$\left\langle \frac{D}{Y} \right\rangle^B = \frac{[a + gp - (1 + f)h] + \sqrt{[a + gp - (1 + f)h]^2 - 4bp}}{2b} \quad (5)$$

Charakterystyczny dla dobrej równowagi jest stabilny lub malejący w jej otoczeniu dług publiczny w relacji do PKB, dodatnie tempo wzrostu PKB i niska stopa oprocentowania długu publicznego. W złej równowadze relacja długu do PKB jest wysoka i rosnąca w jej otoczeniu, tempo wzrostu PKB jest ujemne, a stopa oprocentowania

długu publicznego rośnie. Istotnie, na prawo od punktu G (por. lewy panel rysunku 3.2) tempo wzrostu PKB jest szybsze niż tempo wzrostu długu publicznego, a zatem relacja długu do PKB wykazuje tendencję do obniżania się w kierunku dobrego (niskiego) poziomu równowagi w G . Z kolei na lewo od punktu G tempo wzrostu PKB jest wolniejsze od tempa wzrostu długu publicznego, a relacja długu do PKB wykazuje tendencję do zwiększania się w kierunku poziomu równowagi G . Natomiast na prawo od punktu B tempo wzrostu PKB jest również wolniejsze niż tempo wzrostu długu publicznego, a relacja długu do PKB rośnie, „uciekając” od punktu równowagi B . Właśnie dlatego punkt B określamy mianem punktu złej równowagi. Padoan i in. (2012) oszacowali na podstawie modelu ekonometrycznego, że dla krajów OECD dobra równowaga lokuje się przeciętnie przy długu publicznym na poziomie 75% PKB, a zła równowaga na poziomie 106% PKB (Padoan i in. 2012, s. 21).



Rysunek 3.2. Model PSN – dobra i zła równowaga

Uwaga: RRR – wzór (1), FPR – wzór (2).

Źródło: Padoan, Sila i van der Noord (2012, s. 9).

Jako że zasadniczą kwestią jest wyprowadzenie gospodarki ze stanu złej równowagi, należy ustalić kierunek wpływu poszczególnych posunięć polityki gospodarczej na lokalizację punktu złej równowagi. Padoan i in. rozważają trzy takie działania. Po pierwsze, może to być wprowadzenie reform strukturalnych trwale podnoszących stopę wzrostu gospodarczego. W modelu odzwierciedla ten efekt wzrost wartości parametru a w równaniu (1). Po drugie, może to być podjęcie wysiłku konsolidacji fiskalnej. W modelu odzwierciedla ten efekt obniżka wartości docelowej relacji deficytu pierwotnego do PKB, tj. p . Po trzecie, może to być zapewnienie ochrony przed zarażeniem kryzysem przez rynki finansowe (np. w formie zakupów obligacji skarbowych

przez bank centralny, udzielenia gwarancji dla depozytów, restrukturyzacji długu). W modelu odzwierciedla ten efekt obniżka parametru h w równaniu (3).

Można pokazać, że wzrost a podnosi poziom relacji długu publicznego do PKB odpowiadający stanowi złej równowagi, czyli oddala niebezpieczeństwo popadnięcia gospodarki w ten stan (zob. prawy panel rysunku 3.2 i przesunięcie punktu złej równowagi z B do B'). Podobnie oddziałuje obniżka h . Natomiast kierunek oddziaływania zacieśnienia fiskalnego p nie jest jednoznaczny i zależy od znaku wyrażenia:

$$g \left\langle \frac{D}{Y} \right\rangle^B - 1 \quad (6)$$

Jeśli mnożnik fiskalny g oraz początkowy stan złej równowagi są wysokie (wyrażenie (6) ma wartość dodatnią), to konsolidacja fiskalna (czyli redukcja p) obniża poziom relacji długu publicznego do PKB odpowiadający stanowi złej równowagi, a więc przybliża niebezpieczeństwo popadnięcia gospodarki w ten stan. Jest to sytuacja gospodarki o zdrowych finansach i dużej wrażliwości na bodźce fiskalne, tak więc lepiej w niej dokonać ekspansji fiskalnej, a nie konsolidacji fiskalnej. I odwrotnie, gdy wyrażenie (6) ma wartość ujemną, a więc gospodarka jest w kiepskiej wyjściowej sytuacji fiskalnej i mnożnik jest niski, to zacieśnienie fiskalne podnosi poziom relacji długu publicznego do PKB odpowiadający stanowi złej równowagi i w rezultacie oddala niebezpieczeństwo popadnięcia w ten stan.

Z analizy tej płyną następujące wnioski: przy ustalaniu kształtu polityki gospodarczej w warunkach kryzysu kluczowe jest początkowe położenie gospodarki. Jeśli poziom relacji długu publicznego do PKB znajduje się powyżej punktu złej równowagi, niezbędnym posunięciem jest dokonanie zacieśnienia fiskalnego, choć krótkookresowo może to oznaczać pogłębienie recesji. Podjęte równoległe reformy strukturalne mogą ułatwić oddalanie się stanu gospodarki od złej równowagi, a zapewnienie ochrony przed zarażeniem idącym od rynków finansowych pozwolić „kupić czas” potrzebny dla zaistnienia pozytywnych skutków konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych. Natomiast tylko gospodarka będąca na poziomie bliskim punktu dobrej równowagi może pozwolić sobie na przewycięzanie recesji poprzez ekspansję fiskalną.

3.3.2. Problem poziomu mnożnika fiskalnego

Mnożnik fiskalny definiujemy jako zmianę wolumenu PKB wywołaną przez marginalną zmianę salda budżetu. Operacyjnie, najczęściej jest to procentowa zmiana realnego PKB (lub zmiana stopy wzrostu PKB) wywołana przez zmianę salda budżetu w wysokości 1% PKB (ECB 2014, s. 75). Z przeglądowej pracy Gecherta i Willa (2012)

wynika, że przeciętny poziom mnożnika waha się w krajach rozwiniętych między 0,5 a 1, z dominantą równą 0,6. W literaturze zidentyfikowano wiele czynników oddziałujących na poziom mnożnika. Do klasycznych należą (Bénassy-Quéré, Coeuré, Jacquet, Pisani-Ferry 2010, s. 182):

- importochłonność gospodarki: im wyższa, tym niższy jest poziom mnożnika,
- sztywność cen produktów i płac: im wyższa, tym wyższy jest poziom mnożnika,
- efekt wypierania wydatków prywatnych przez publiczne na skutek indukowanego wzrostu stóp procentowych: im silniejszy, tym poziom mnożnika jest niższy.

W publikowanych w ostatnich latach pracach zwraca się uwagę ponadto na (por. przegląd w: Berti, de Castro i de Salto 2013; ECB 2014):

- stopień związania polityki pieniężnej: im wysokość stopy procentowej jest bliższa bariery poziomu zerowego, tym poziom mnożnika jest wyższy,
- udział gospodarstw domowych o ograniczonym dostępie lub o braku dostępu do rynku kapitałowego (tzw. gospodarstwa niercardiańskie) wśród ogółu gospodarstw domowych: im wyższy, tym poziom mnożnika jest wyższy,
- reżim kursowy: im kurs waluty krajowej jest bardziej sztywny (lub w krańcowym wypadku, nieodwołalnie ustalony, jak to jest w unii monetarnej), tym poziom mnożnika jest wyższy,
- stopień ryzyka niewypłacalności dłużnika publicznego w ocenie rynków finansowych: im niższy, tym poziom mnożnika jest niższy,
- stopień wiary (zaufania) rynków finansowych w konsekwentne wdrażanie przez dłużnika publicznego zapowiedzianej konsolidacji fiskalnej: im wyższy, tym poziom mnożnika jest niższy,
- kompozycję zmiany salda budżetu: im większy jest w niej udział manewru wydatkami niż manewru podatkami, tym poziom mnożnika jest wyższy (zwłaszcza w krótkim okresie), jako że zmiany wydatków mają bardziej bezpośredni wpływ na popyt finalny niż zmiany podatków.

Analiza tego zestawu czynników z punktu widzenia ich znaczenia w warunkach recesji, pokazuje, że przeważają wówczas oddziaływania w kierunku wzrostu poziomu mnożnika fiskalnego. Stopy procentowe są bowiem wtedy na ogół bardzo niskie, efekt wypierania wydatków publicznych jest słaby lub wręcz nie występuje, udział gospodarstw domowych o ograniczonym dostępie do pożyczek jest duży, podobnie jak ryzyko niewypłacalności dłużnika publicznego. Badania empiryczne pokazują, że w recesji poziom mnożnika może przekraczać 1,5 (por. np. Auerbach, Gorodnichenko 2011 w odniesieniu do krajów OECD).

Wysoki poziom mnożnika fiskalnego utrudnia w tych warunkach podjęcie konsolidacji finansów publicznych. Pozytywne efekty zacieśnienia fiskalnego mogą

bowiem zostać w znacznej mierze zniweczone przez jego równoległe silnie negatywne oddziaływanie na wzrost gospodarczy. Czy zatem warto w warunkach recesji lub niskiego tempa wzrostu PKB podejmować duży jednorazowy wysiłek konsolidacyjny, czy lepiej rozłożyć go w czasie, koncentrując się w krótkim okresie przede wszystkim na podtrzymaniu wzrostu gospodarczego? Jednak z drugiej strony, wybierając tę ostatnią opcję, rząd naraża gospodarkę na utratę zaufania rynków finansowych do powodzenia odłożonej (a niezbędnej) konsolidacji oraz na wzrost stopnia ryzyka niewypłacalności dłużnika publicznego.

Dyskusja na ten temat podjęta została w wielu najnowszych publikacjach, zwłaszcza w odniesieniu do krajów należących do strefy euro, gdzie ruchy kursowe są niemożliwe, rynki pracy relatywnie sztywne, a stopa procentowa EBC jest bliska poziomowi zerowego⁶. Zwolennicy odłożenia lub rozłożenia w czasie wysiłku konsolidacyjnego, oprócz wątpliwości co do jego skuteczności, podnosili argumenty o obniżce poziomu mnożnika fiskalnego w miarę wychodzenia gospodarki z recesji oraz o niebezpieczeństwie trwałej utraty przez gospodarkę części możliwości rozwojowych (tzw. efekt histerezy) na skutek pogorszenia się umiejętności osób długookresowo bezrobotnych oraz dekapitalizacji majątku trwałego (DeLong, Summers 2012).

Ciekawą próbę empirycznego rozstrzygnięcia tego dylematu w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej przedstawili Berti i in. (2013). Podstawą ich analizy był poniższy model opisujący dynamikę relacji długu publicznego do PKB:

$$b_t = b_{t-1} \left(\frac{1+i_t}{1+g_t} \right) - pbal_t \approx [1+i_t - g_t(a_t)]b_{t-1} - pbal_t \quad (7)$$

$$pbal_t = eg_t(a_t) + a_t \quad (8)$$

gdzie:

- b – relacja długu publicznego do PKB,
- i – nominalna efektywna stopa oprocentowania długu publicznego,
- g – tempo wzrostu nominalnego PKB,
- $pbal$ – relacja pierwotnego salda budżetu do PKB,
- a – relacja strukturalnego pierwotnego salda budżetu do PKB,
- e – półelastyczność cyklicznego pierwotnego salda budżetu w relacji do PKB względem odchylenia PKB wobec bazowego poziomu odniesienia⁷.

⁶ Por. Blanchard, Leigh (2013a); Corsetti i in. (2012); De Grauwe, Ji (2013); Blanchard, Leigh (2013b).

⁷ Wielkość tę należy interpretować jako miarę wzrostu relacji cyklicznego pierwotnego salda budżetu do PKB (w p.p.) pod wpływem wzrostu PKB względem bazowego poziomu odniesienia o 1%.

Pierwsze z powyższych równań objaśnia wzrost relacji długu publicznego do PKB poprzez tzw. efekt kuli śniegowej, a więc występowanie nadwyżki nominalnej stopy procentowej nad tempem wzrostu nominalnego PKB oraz poprzez występowanie deficytu salda pierwotnego budżetu państwa. Drugie równanie definiuje relację salda pierwotnego budżetu do PKB jako sumę elementu cyklicznego i elementu strukturalnego tego salda (obydwa w relacji do PKB). Ten pierwszy jest przy tym funkcją tempa wzrostu PKB, w sensie odchylenia bieżącego poziomu PKB od bazowego poziomu odniesienia.

Można pokazać, przy dodatkowym założeniu egzogeniczności stopy oprocentowania i , że:

$$\frac{\partial b_t}{\partial a_t} = b_{t-1}m + em - 1 = (b_{t-1} + e)m - 1 \quad (9)$$

gdzie:

m – mnożnik fiskalny w pierwszym roku konsolidacji definiowany jako dg_t/da_t .

Z (9) wynika, że jeśli zacieśnienie fiskalne będziemy interpretowali jako wzrost a_p , to wówczas można wyodrębnić trzy skutki tego przedsięwzięcia dla relacji długu publicznego do PKB.

Po pierwsze, jest to efekt bezpośredni ($= -1$) zmniejszający tę relację dzięki wzrostowi salda budżetu (redukcji deficytu budżetowego). Po drugie, są to dwa negatywne efekty pośrednie zwiększające tę relację:

- a) oddziałujący na obniżenie mianownika tej relacji z powodu spadku PKB pod wpływem zacieśnienia ($= b_{t-1}m$),
- b) oddziałujący na spadek salda budżetu (wzrost deficytu budżetu) na skutek spadku elementu cyklicznego salda budżetu (wzrostu deficytu cyklicznego), pod wpływem spadku PKB generowanego przez zacieśnienie ($= em$)⁸.

Tak więc na pytanie, czy konsolidacja fiskalna spowoduje początkowo spadek czy wzrost relacji długu publicznego do PKB można odpowiedzieć tylko, porównując siłę tych przeciwstawnych efektów. Przy danych, właściwych dla badanej gospodarki, poziomach b_{t-1} oraz e , decyduje o wyniku tego porównania poziom mnożnika fiskalnego m . Berti i in. (2013), posługując się (9) i oszacowaniami b_{t-1} oraz e , obliczyli dla poszczególnych krajów Unii Europejskiej krytyczne wartości mnożnika fiskalnego, powyżej których negatywny efekt konsolidacji przeważałby w jej pierwszym roku

⁸ Warto zauważyć, że model ten nie uwzględnia wpływu recesji na poziom cen. Jeśli miałaby ona efekt deflacyjny, byłby to dodatkowy czynnik podwyższający relację długu publicznego do nominalnego PKB.

nad pozytywnym. Przykładowo, dla Grecji wyniósł on 0,5, dla Portugalii, Irlandii i Włoch – 0,6, dla Hiszpanii i Cypru – 0,8, a dla Polski – 1,1 i Czech – 1,2. Pamiętając, że przeciętny poziom mnożnika fiskalnego w „normalnych” czasach kształtuje się wokół 0,6 (a w warunkach recesji jest jeszcze wyższy), oznacza to, że w znacznej części krajów strefy euro pierwszy rok konsolidacji fiskalnej mógł pogorszyć wyjściową relację długu publicznego do PKB.

Jednak, jak argumentują Berti i in.(2013), dzięki temu, że z jednej strony efekt mnożnikowy z czasem ulega osłabieniu, a z drugiej, że przy niekrótkowzrocznej reakcji rynków finansowych na wysiłek konsolidacyjny stopa oprocentowania długu publicznego stopniowo obniża się, ostatecznie przeważa efekt pozytywny. Zejście poniżej poziomu relacji długu do PKB, wynikającego z wariantu bez konsolidacji, następuje w ich modelu, przy racjonalnie reagujących na początkowe pogorszenie tej relacji rynkach finansowych, już po 2–3 latach dla większości zagrożonych krajów strefy euro, nawet przy wysokim początkowym poziomie mnożnika ($m=1,5$). Jednak, gdy rynki finansowe reagują na początkowe pogorszenie krótkowzrocznie (są miopijne), okres ten wydłuża się do 5–7 lat. Okresy te skracają się, gdy początkowe wartości mnożnika są niższe. Z kolei odkładanie rozpoczęcia konsolidacji prowadzi do znacznego wydłużenia poprawy relacji długu do PKB. Z tego powodu wspomniani autorzy optują za bezzwłocznym podejmowaniem niezbędnego zacieśnienia fiskalnego.

3.4. Dewaluacja wewnętrzna jako mechanizm dostosowawczy w warunkach nierównowagi zewnętrznej

Dewaluacja wewnętrzna, realizowana na rynku pracy, najczęściej ma w praktyce postać zmian kodeksowych nakierowanych na zwiększenie elastyczności tego rynku i/lub sprowadza się do oddziaływania na wynagrodzenia w gospodarce poprzez ustalanie poziomu płacy minimalnej bądź poziomu wynagrodzeń pracowników zatrudnionych w sferze budżetowej. Ze względu na wpływ redukcji płacy minimalnej na wzrost nierówności społecznych preferuje się, w warunkach kryzysowych, pośrednie oddziaływanie na poziom wynagrodzeń w sektorze prywatnym poprzez redukowanie lub zamrażanie wynagrodzeń w sektorze publicznym. Takie działanie zostało podjęte w ostatnich latach m.in. w Hiszpanii, Portugalii i Włoszech, a na najszerszą skalę – w Grecji⁹.

Według obliczeń modelowych (European Commission 2011, s. 24–26) trwała 10-procentowa redukcja płacy realnej w sektorze publicznym prowadzi w ciągu 10 lat

⁹ Bardziej szczegółowe dane na ten temat zostały przedstawione w rozdz. 4.

do trwałej obniżki płacy realnej w sektorze prywatnym o 0,3%. W krótkim okresie dominuje, w relacji do scenariusza bazowego, efekt recesyjny tego posunięcia w postaci spadku popytu krajowego, zatrudnienia i PKB w sektorze prywatnym. Jednak w średnim horyzoncie (po 2–3 latach) zaczyna przeważać efekt ekspansywny (dzięki obniżce kosztów produkcji) i zatrudnienie ogółem podnosi się trwale o 0,3%, PKB w sektorze prywatnym – o 0,5%, a realny efektywny kurs walutowy deprecjonuje się o ok. 0,5%, doprowadzając do poprawy (jednak tylko czasowej) relacji salda handlu zagranicznego do PKB o 0,2%. Kluczowy dla tych wyników jest poziom elastyczności podaży pracy. Im jest wyższy, tym bardziej dynamicznie przebiega proces transmisji redukcji płac w sektorze publicznym na wzrost podaży pracy oferowanej sektorowi prywatnemu i idącą w ślad za tym poprawę jego konkurencyjności.

Pewne wyobrażenie o tym, jak te rozważania modelowe przekładają się na rzeczywiste procesy dostosowawcze w poszczególnych krajach Unii Europejskiej w ostatnich latach dają wyniki obliczeń zawarte w tabeli 3.1. Przedstawiona w niej została dekompozycja zmian realnego efektywnego kursu walutowego, deflowanego jednostkowymi kosztami pracy w całej gospodarce, między latami 2007 i 2013. Wykorzystana została następująca formuła dekompozycyjna, wynikająca z zapisania definicji tego kursu w postaci zlogarytmowanej:

$$\ln REKW = \ln JKP - \ln JKP^* + \ln NEKW = \ln w + \ln L - \ln Y - \ln JKP^* + \ln NEKW$$

gdzie:

$REKW$ – realny efektywny kurs walutowy,

$NEKW$ – nominalny efektywny kurs walutowy,

JKP – jednostkowy koszt pracy w kraju,

JKP^* – jednostkowy koszt pracy za granicą,

w – przeciętne wynagrodzenie nominalne w kraju,

L – zatrudnienie w kraju,

Y – wolumen PKB w kraju.

Tabela 3.1. Dekompozycja zmiany realnego efektywnego kursu walutowego w państwach UE w latach 2007–2013 (w p.p.)

Państwa	PKB	Zatrudnienie	Wydajność pracy	Przeciętne wynagrodzenie	JKP w kraju	JKP za granicą	NEKW	REKW 2013/2007	REKW 2007/1999
	(1)	(2)	(3)= (1)–(2)	(4)	(5)= (4)–(3)	(6)	(7)	(8)= (7) + (5)–(6)	
Belgia	2,3	3,6	-1,3	14,7	16,0	11,6	1,0	5,4	5,5
Bułgaria	4,0	-8,4	12,4	52,6	40,2	12,9	4,7	32,0	22,0
Czechy	0,7	0,7	0,0	8,8	8,8	12,5	8,2	4,5	41,1
Dania	-4,1	-4,4	0,3	14,0	13,7	12,0	-0,2	1,5	12,7
Niemcy	4,1	4,9	-0,7	12,0	12,7	11,2	0,2	1,7	-11,2
Estonia	-3,1	-5,2	2,1	21,8	19,7	13,3	0,2	6,6	37,4
Irlandia	-7,9	-13,0	5,1	-0,9	-6,0	10,7	1,2	-15,4	26,6
Grecja	-27,0	-20,6	-6,4	-9,7	-3,3	13,8	3,2	-13,9	5,1
Hiszpania	-6,1	-19,6	13,5	13,4	-0,2	11,9	1,7	-10,4	15,9
Francja	0,7	-0,9	1,6	13,5	11,9	10,8	0,7	1,8	7,6
Chorwacja	-10,6	-11,4	0,8	14,1	13,3	12,7	-2,2	-1,5	13,7
Włochy	-8,9	-7,2	-1,8	11,9	13,6	11,0	0,6	3,2	12,1
Cypr	-4,6	-7,8	3,2	3,8	0,6	9,1	2,7	-5,9	13,7
Łotwa	-9,3	-18,0	8,7	16,2	7,5	12,6	1,4	-3,7	36,9
Litwa	1,0	-16,9	17,9	24,4	6,5	12,8	1,4	-4,9	25,0
Luksemburg	0,4	14,6	-14,2	15,1	29,3	12,3	1,3	18,3	8,6
Węgry	-4,1	-2,7	-1,3	13,8	15,2	12,6	-14,7	-12,1	40,9
Malta	9,5	12,2	-2,7	13,7	16,4	9,6	-1,6	5,2	17,5
Holandia	-1,6	-1,1	-0,5	12,9	13,4	11,8	1,5	3,1	10,1
Austria	3,3	4,3	-1,0	13,7	14,7	11,9	0,2	3,0	-4,3
Polska	18,4	2,0	16,4	30,7	14,4	12,6	-9,2	-7,4	5,3
Portugalia	-7,0	-12,4	5,5	8,6	3,1	9,3	0,9	-5,3	10,6
Rumunia	5,5	-2,1	7,5	28,1	20,6	13,9	-25,2	-18,5	66,5
Słowenia	-6,7	-5,9	-0,8	13,3	14,1	13,0	1,7	2,8	2,5
Słowacja	10,5	0,7	9,8	19,7	9,9	12,7	13,5	10,7	43,0
Finlandia	-4,9	0,1	-5,0	17,0	22,0	11,4	-0,3	10,4	2,1
Szwecja	5,9	3,2	2,7	11,4	8,7	13,3	7,1	2,4	1,1
Wlk.Brytania	-1,4	2,1	-3,5	12,8	16,3	9,8	-23,9	-17,4	8,3

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy AMECO (pobrano 20 sierpnia 2014).

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 3.1 najsilniejsza, dwucyfrowa realna dewaluacja wystąpiła w tym okresie w grupie krajów strefy euro – w Irlandii, Grecji i Hiszpanii, zaś wśród pozostałych krajów – w Rumunii, Wielkiej Brytanii i na Węgrzech. Zauważmy, że w wypadku tych trzech ostatnich krajów był to wyłącznie

wynik deprecjacji zewnętrznej ich walut (tj. spadek NEKW). Jednostkowe koszty wzrosły bowiem w nich bardziej niż za granicą. Natomiast w krajach strefy euro ciężar dostosowania, siłą rzeczy, spadł na krajowe jednostkowe koszty pracy. Doszło do ich absolutnego spadku w Irlandii, Grecji i Hiszpanii, a minimalny tylko ich wzrost wystąpił na Cyprze i w Portugalii.

Dostosowania poprzez rynek pracy odbywały się zarówno kanałem zatrudnieniowym, jak i płacowym, z dominacją (co potwierdza, że jest to w UE na ogół sztywny rynek) tego pierwszego. Zatrudnienie najsilniej spadło w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii, a wśród krajów spoza strefy euro – na Łotwie i Litwie (kursy walut tych krajów były sztywno związane z euro). Do obniżki poziomu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia doszło jedynie w Grecji i Irlandii, a ledwie minimalny jego wzrost wystąpił na Cyprze. Negatywnie na redukcję jednostkowych kosztów pracy wpływał w większości krajów równoległy silny spadek wolumenu PKB. Najbardziej zostały nim dotknięte Grecja, Chorwacja, Łotwa, Włochy, Irlandia i Portugalia¹⁰. Na tym tle Polska wypada bardzo dobrze. Jednostkowy koszt pracy, dzięki znacznej poprawie wydajności pracy (osiągniętej bez spadku zatrudnienia), wzrósł niewiele bardziej niż u konkurentów, a zewnętrzna deprecjacja złotego (tj. spadek NEKW) zapewniła poprawę pozycji konkurencyjnej, mierzonej REKW.

Kraje twardego rdzenia strefy euro (Niemcy, Austria) odnotowały tylko lekkie wzrosty REKW. W efekcie doszło do zmniejszenia dystansu w tak liczonej pozycji konkurencyjnej krajów południa strefy względem pozycji centrum strefy. Jak bardzo powiększył się ten dystans w okresie przedkryzysowym pokazuje ostatnia kolumna tabeli 3.1. Między latami 1999 i 2007 pozycja ta, względem Niemiec, pogorszyła się w Irlandii o 37,8 p.p. (= 26,6 + 11,2), w Grecji – o 16,3 p.p., w Hiszpanii – o 27,1 p.p., a w Portugalii – o 21,8 p.p. Odrabianie tego dystansu po 2007 r. w największym stopniu dotyczyło Irlandii – o 17,1 p.p. (= 15,4 + 1,7), Grecji (o 15,6 p.p.) i Hiszpanii (o 12,1 p.p.).

Niektórzy autorzy (por. np. de Grauwe 2012) podkreślają, że realna aprecjacja w krajach twardego rdzenia powinna być jeszcze silniejsza, aby ułatwić odzyskiwanie konkurencyjności innym krajom członkowskim strefy¹¹. Zastrzeżenia zgłaszane są zwłaszcza wobec Niemiec, w których w latach 1999–2007 doszło do

¹⁰ Jest obszerna literatura nt. wysokich kosztów społecznych i politycznych wywoływanych przez dewaluację wewnętrzną realizowaną na rynku pracy, por. np. Armingeon, Baccaro (2012), Ruparel (2012), Weisbrot, Ray (2010; 2011).

¹¹ Temu m.in. ma służyć zalecenie nieprzekraczania przez kraj członkowski poziomu +6% salda obrotów bieżących w relacji do PKB, zawarte w procedurze nierównowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure*), wprowadzonej przez Parlament Europejski w grudniu 2011 r. Por. także uwagi w podrozdziale 3.1 na temat potrzeby zmiany relacji cenowo-kosztowych między południem a północą strefy euro.

ponad 11-procentowej realnej deprecjacji w kategoriach jednostkowych kosztów pracy i równoległego silnego wzrostu salda obrotów bieżących. Jednak inni autorzy (por. np. Kollmann i in. 2014) argumentują, że reformy niemieckiego rynku pracy nie były ani jedyną, ani nawet główną przyczyną tej poprawy salda obrotów bieżących. Stosując model DSGE, wykazują, że kluczowe znaczenie miał natomiast wyraźny wzrost stopy oszczędzania gospodarstw domowych (zatraskanych o wysokość przyszłych emerytur) oraz wzrost popytu na rynku światowym na niemieckie dobra kapitałowe.

3.5. Podsumowanie

Szybko narastający w wielu krajach, a zwłaszcza w strefie euro, w następstwie wybuchu światowego kryzysu finansowego, dług publiczny i idące za nim kryzys w sektorze bankowym oraz utrata zaufania rynków finansowych postawiły na porządku dnia potrzebę konsolidacji fiskalnej. Jej bolesnym skutkiem ubocznym jest jednak spowolnienie wzrostu gospodarczego i wzrost bezrobocia. Na tym tle pojawiła się dyskusja nt. rachunku korzyści i kosztów konsolidacji, jej profilu czasowego i warunków powodzenia. W rozdziale naszkicowane zostały teoretyczne ramy tej dyskusji w odniesieniu do genezy kryzysu finansów publicznych w strefie euro, kwestii ustalenia lokalizacji tzw. złej równowagi, której naruszenie prowadzi do wybuchowej, niekontrolowanej eksplozji zadłużenia, określenia krytycznego poziomu mnożnika fiskalnego, powyżej którego „koszty utraconego wzrostu” z powodu konsolidacji fiskalnej przekraczają korzyści z tytułu redukcji deficytu bilansu finansów publicznych. Przeanalizowany został ponadto zakres dewaluacji wewnętrznej podjętej w wielu krajach UE w reakcji na wystąpienie ostrej nierównowagi zewnętrznej.

Spór co do potrzeby i skuteczności konsolidacji fiskalnej wydaje się być obecnie rozstrzygnięty. Zwyciężyło stanowisko o konieczności jej szybkiego podjęcia, zwłaszcza w krajach o wysokim udziale długu publicznego w PKB, mimo początkowych negatywnych konsekwencji tego kroku dla wzrostu gospodarczego. W całościowym rachunku, jak się ocenia, przeważają bowiem pozytywne efekty średnio- i długookresowe konsolidacji fiskalnej.

Bibliografia

- Alessandrini P., Fratianni M., Hughes Hallet A., Presbitero A.F. (2014) *External Imbalances and Fiscal Fragility in the Euro Area*, "Open Economies Review", 1.
- Armington K., Baccaro L. (2012) *Political Economy of the Sovereign Debt Crisis: the Limits of Internal Devaluation*, "Industrial Law Journal", 41(3).
- Auerbach A.J., Gorodnichenko Y. (2011) *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*, "NBER Working Papers", 17447.
- Baldacci E., Kumar M. (2010) *Fiscal Deficits, Public Debt and Sovereign Bond Yields*, "IMF Working Paper", WP/10/184, Washington DC.
- Bénassy-Quéré A., Cœuré J.P., Jacquet P., Pisani-Ferry J. (2010) *Economic Policy. Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Berti K., de Castro F., de Salto M. (2013) *Effects of Fiscal Consolidation envisaged in the 2013 Stability and Convergence Programmes on Public Debt Dynamics in EU Member States*, European Economy, "Economic Papers", 504.
- Blanchard O., Leigh D. (2013a) *Fiscal Consolidation: at what Speed?*, "VoxEU", 3 maja.
- Blanchard O., Leigh D. (2013b) *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, "IMF Working Paper", WP/13/1.
- Corsetti G., Meier A., Müller G. (2012) *What determines Government Spending Multipliers?*, "Economic Policy", 27(72).
- De Grauwe P. (2012) *In Search of Symmetry in the Eurozone*, "CEPS Commentary", 2 maja.
- De Grauwe P., Ji Y. (2013) *Self-fulfilling Crises in the Eurozone: an Empirical Test*, "Journal of International Money and Finance", 34.
- DeLong B., Summers L. (2012) *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, "Brookings Papers on Economic Activity".
- ECB (2014) *Fiscal Multipliers and the Timing of Consolidation*, "Monthly Bulletin", 4.
- European Commission (2011) *Internal Devaluation and External Imbalances: a Model based Analysis*, "Quarterly Report on the Euro Area", 3, Brussels.
- Gechert S., Will H. (2012) *Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis*, "IMK Working Papers", 97.
- Higgins M., Klitgaard T. (2011) *Savings Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis*, Federal Reserve Bank of New York, "Current Issues in Economics and Finance", 17(5).
- Kollmann R., Ratto M., Roeger W., in't Veld J., Vogel L. (2014) *What drives the German Current Account? And how does it affect other EU Member States?*, European Economy, "Economic Papers", 516.
- Maltritz D. (2012) *Determinants of Sovereign Yield Spreads in the Eurozone: a Bayesian Approach*, "Journal of International Money and Finance", 31.
- Mundell R.A. (1968) *International Economics*, The Macmillan Company, New York.

- Padoan P.C., Sila U., van den Noord P. (2012) *Avoiding Debt Traps. Financial Backstops and Structural Reforms*, "OECD Economics Department Working Papers", 976, OECD Publishing.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2010) *Growth in a Time of Debt*, "American Economic Review", 100.
- Ruparel R. (2012) *Can struggling Eurozone Countries achieve the Necessary "Internal Devaluation" – and at what Political Cost?*, "Open Europe", wrzesień.
- Weisbrot M., Ray R. (2010) *Latvia's Recession: the Cost of Adjustment with an "Internal Devaluation"*, CEPR, luty.
- Weisbrot M., Ray R. (2011) *Latvia's Internal Devaluation: a Success Story?*, CEPR, grudzień.

Rozdział 4

Polityka fiskalna w wybranych państwach

4.1. Wprowadzenie

Jednym z rezultatów ostatniego kryzysu gospodarczego, który mocno dotknął Unię Europejską, było odnowienie zainteresowania problematyką stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej w warunkach unii gospodarczej, w tym monetarnej. W takiej sytuacji polityka fiskalna może być skuteczna jedynie na poziomie wykraczającym poza kompetencje władz krajowych (Carlino, Inman 2013b).

Rozdział przedstawia mechanizmy koordynacji polityki fiskalnej w UE, a także omawia jej realizację w wybranych państwach członkowskich w podziale na kraje strefy euro i spoza niej. Dobrane do analizy państwa reprezentują szerokie spektrum problemów, na które remedium miały być stabilizacyjne działania polityki fiskalnej. Analizą objęto zarówno kraje wybrane spośród najbardziej dotkniętych kryzysem (tj. Hiszpania, Grecja, Portugalia, Cypr), jak i mniej (Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Polska, Czechy, Węgry, Litwa). Motywem doboru wskazanych krajów były także różnice instytucjonalne między nimi. W toku analizy przedstawiono działania podjęte w zakresie polityki fiskalnej, a także ich rezultaty. Państwa uszeregowano według wielkości ich PKB (w 2013 r.).

4.2. Koordynacja polityki fiskalnej w UE

Już w latach 70. W. Oates w często przytaczanej publikacji na temat federalizmu fiskalnego sugerował, że na poziomie krajowym stabilizacja fiskalna może prowadzić do nieplanowanych rezultatów poprzez skłonność do zwracania się państwa w kierunku polityki podcinania konkurencyjności sąsiada (*beggar-thy-neighbour policies*), co rodzi potrzebę rozwiązywania problemu stabilizacji na poziomie unii gospodarczej (Oates 1972, s. 30).

Deficyty generowane przez rządy poszczególnych państw członkowskich UE mogą prowadzić do stymulowania lokalnego popytu na dobra i usługi, ale ponieważ produkty są tworzone i wymieniane wewnątrz całej Unii, wpływ deficytu na lokalne rynki pracy jest mniejszy niż się zakłada. Nawet w krótkim okresie początkowo rejestrowane pozytywne zmiany wskaźników rynku pracy z czasem ulegać muszą rozmyciu ze względu na otwarty rynek pracy i migrację zasobów ludzkich. Podczas gdy koszty działań stabilizacyjnych odczuwane są w postaci zwiększonego deficytu i kosztów obsługi długu na terenie danego kraju długo po realizacji działań stabilizacyjnych, pozytywne efekty są wymywane za sprawą wspólnego rynku. Zjawisko to zmniejsza skuteczność działań stabilizacyjnych podejmowanych przez poszczególne państwa członkowskie UE, jednocześnie zwiększając ich koszty przy założeniu nieskoordynowanej z innymi państwami interwencji. Jedynie działania stabilizacyjne skoordynowane na poziomie Unii są w stanie zapobiegać tym nieplanowanemu efektom, co znajduje potwierdzenie w wynikach wielu prowadzonych w ostatnich latach projektów badawczych (jako przykład wskazać można badania opisane w publikacjach: Beetsma i Giuiliodori 2011; Auerbach i Gorodnichenko 2013; Hebous i Zimmerman 2012; Carlino i Inman 2013a).

Koordinacja polityki fiskalnej na poziomie unijnym w obliczu wzmoczonego wykorzystywania jej w ramach działań stabilizacyjnych jest czynnikiem niezmiernie istotnym z punktu widzenia efektywności polityki gospodarczej na szczeblu krajowym i unijnym. W ostatnich latach instytucje unijne we współpracy z państwami członkowskimi podjęły wiele starań w celu wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej w obliczu wyzwań, jakie stanowi nierównowaga fiskalna.

4.2.1. Nierównowaga fiskalna i koordynacja polityki gospodarczej

Kluczowym dokumentem w UE w zakresie przeciwdziałania powstawaniu nierównowagi fiskalnej jest ratyfikowany w 1997 r. Pakt Stabilności i Wzrostu¹. Podstawą dla niego były doświadczenia krajów europejskich z lat 70. i 80., kiedy to procykliczna polityka fiskalna powodowała nadmierny wzrost długu publicznego. Filozofia Paktu zakłada, że polityka fiskalna powinna stabilizować gospodarkę tylko poprzez działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury. Kraje członkowskie natomiast nie powinny stosować dyskrecjonalnych środków polityki budżetowej poza sytuacjami nadzwyczajnymi².

¹ Szerzej dokumenty UE będące owocem wzmocnienia współpracy w zakresie koordynacji polityki gospodarczej opisano w Chrzanowski (2014).

² Jako przykład można wskazać warunki determinowane przez niskie (bliskie zerowej granicy) nominalne stopy procentowe i występowanie akomodacji monetarnej, w których ekspansja fiskalna

Celem Paktu jest zagwarantowanie dyscypliny fiskalnej w UE przez zabezpieczenie przestrzegania referencyjnych wartości rocznego deficytu sektora finansów publicznych i skumulowanego długu publicznego (ustalonych odpowiednio na 3% i 60% PKB). Pomimo że uregulowania Paktu dotyczą wszystkich członków UE, bardziej rygorystycznie stosuje się je wobec państw strefy euro.

Pakt realizowany jest za pomocą dwóch rodzajów działań – prewencyjnych i represyjnych.

Ramię prewencyjne Paktu to obecnie tzw. semestr europejski³. Celem semestru europejskiego jest koordynacja na szczeblu unijnym polityki gospodarczej i budżetowej państw członkowskich. Każdego roku w kwietniu państwa członkowskie przedkładają krajowe programy reform, a także programy stabilności (państwa strefy euro) lub konwergencji (państwa spoza strefy euro). Programy te, zawierające założenia ustaw budżetowych na rok kolejny, podlegają ocenie Komisji Europejskiej. Ważnym elementem oceny jest zgodność z minimalną wartością referencyjną ustaloną dla planowanej wysokości deficytu sektora finansów publicznych (jednego z tzw. średniookresowych celów budżetowych – *Medium Term Objectives*⁴).

Ocena programów stabilności i programów konwergencji ma na celu wsparcie państw członkowskich w utrzymaniu referencyjnych wartości długu i deficytu. Na podstawie powyższej oceny Komisja Europejska przygotowuje dla wszystkich państw członkowskich propozycje zaleceń (obejmujących rekomendacje co do odpowiednich instrumentów polityki gospodarczej), które są przyjmowane przez Radę Unii Europejskiej w lipcu danego roku.

Ramię represyjne Paktu to procedura nadmiernego deficytu. Procedurę wszczyna się, gdy deficyt sektora finansów publicznych w danym kraju UE przekracza 3% PKB. Kiedy Rada Unii Europejskiej stwierdza wystąpienie nadmiernego deficytu, przygotowuje rekomendacje dla kraju członkowskiego i ustala termin redukcji deficytu poniżej wartości referencyjnej. Termin ten może być przedłużany w sytuacji,

przynosi relatywnie wyższy wzrost produkcji niż w warunkach ścieżki stóp procentowych kształtowanych na podstawie typowej reguły polityki pieniężnej (empiryczne dowody tego zjawiska przedstawiają Szymańska 2014; Eggertsson 2011).

³ Semestr europejski definiowany jest w komunikacie Komisji Europejskiej z 30 czerwca 2010 r. w sprawie wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej w interesie stabilności, wzrostu gospodarczego i zatrudnienia – COM(2010) 367. W skrócie semestr europejski polega na corocznym cyklu koordynacji polityki gospodarczej. Prace w instytucjach UE trwają w pierwszej połowie roku, a w drugiej odbywają się prace w państwach członkowskich oraz przegląd realizacji zaleceń na poziomie UE.

Przed wprowadzeniem semestru europejskiego ramię prewencyjne stanowiły składane Radzie Unii Europejskiej i Komisji Europejskiej programy stabilności i konwergencji, zawierające średnioterminowe cele polityki budżetowej oraz ewentualnie ścieżkę dojścia do zdefiniowanych celów.

⁴ Cele te są określane w ujęciu strukturalnym, tj. po korekcie nominalnego salda o wpływ cyklu koniunkturalnego (w tym o część dochodów podatkowych wynikających z ożywienia gospodarczego) oraz czynniki jednorazowe i tymczasowe.

gdy kraj objęty procedurą implementuje otrzymane zalecenia, ale nie jest w stanie zredukować deficytu z powodu wyjątkowej sytuacji gospodarczej. W wypadku decyzji dotyczących państw strefy euro tylko ministrowie z tych państw mają głos, a sprawa wcześniej omawiana jest na spotkaniu eurogrupy.

Obecnie procedura nadmiernego deficytu jest wszczynana również w wypadku przekroczenia przez kraj członkowski UE referencyjnego poziomu długu sektora finansów publicznych (60% PKB). Po zmianach w Pakcie wynikających z implementacji tzw. sześciopaku⁵ redukcja zadłużenia stała się jednym z kryteriów w ocenie finansów publicznych. Państwa członkowskie wykazujące zadłużenie przekraczające próg 60% PKB muszą zmniejszać tę nadwyżkę o co najmniej 1/20 rocznie przez okres trzech lat.

Warto zwrócić uwagę na implementowaną w ramach sześciopaku, w odpowiedzi na pogorszenie stanu finansów publicznych państw UE, procedurę nierównowagi makroekonomicznej (MIP). Jest to poważna zmiana instytucjonalna, po raz pierwszy wprowadzająca w UE mechanizmy monitorowania i korekty nierównowagi wykazującej charakter makroekonomiczny. Przykładem nierównowagi jest utrata konkurencyjności producentów z państw silniej dotkniętych kryzysem, której objawy to szybszy wzrost cen produktów i kosztów pracy w tych krajach na tle całej UE, rosnący deficyt handlowy, wzrost zadłużenia wewnętrznego i spadek udziału w rynkach eksportowych. Procedura realizowana jest w ramach działań o charakterze prewencyjnym i korekcyjnym.

Jeżeli państwo członkowskie UE objęte procedurą nadmiernego deficytu nie wywiąże się z przyjętych zobowiązań w zakresie redukcji deficytu i długu, Rada może zastosować w stosunku do niego sankcje. Chociaż Pakt obowiązuje wszystkie państwa UE, to sankcje mogą być stosowane jedynie wobec państw strefy euro.

Sześciopak zmienił proces stosowania sankcji za nieprzestrzeganie zobowiązań wynikających z zapisów Paktu. W rezultacie wprowadzonych zmian, nałożenie sankcji

⁵ Sześciopak to pakiet sześciu dyrektyw i rozporządzeń mających zagwarantować wzmocnienie dyscypliny fiskalnej, który wszedł w życie 13 grudnia 2011 r. Wspomniane akty prawne to:

- Rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 1175/2011 z dnia 16 listopada zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru budżetowego i koordynacji polityki gospodarczej,
- Rozporządzenie Rady (UE) NR 1177/2011 z dnia 8 listopada 2011 roku zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu,
- Rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 1173/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro,
- Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich.

Sześciopak ma też przyczynić się do uniknięcia zakłóceń równowagi makroekonomicznej:

- Rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania,
- Rozporządzenie PE i Rady nr 1174/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie środków egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro.

jest procesem półautomatycznym i może być wprowadzone już we wcześniejszych fazach procedury. Przed 2011 r. Rada mogła nakładać sankcje jedynie, gdy kraj strefy euro wielokrotnie nie dotrzymywał wyznaczonych terminów redukcji deficytu. Obecnie proces ten zaczyna się już po przekroczeniu pierwszego wyznaczonego terminu, o ile Rada nie zdecyduje inaczej kwalifikowaną większością głosów (tzw. procedura odwróconej kwalifikowanej większości głosów).

Omawiając działania podejmowane w zakresie intensyfikacji koordynacji polityki gospodarczej państw członkowskich, warto wskazać też przyjęty w marcu 2011 r. Pakt Euro Plus, do którego przystąpiło 17 krajów strefy euro oraz Polska, Dania, Litwa, Łotwa, Rumunia i Bułgaria. Sygnatariusze Paktu zadeklarowali reformy i zwiększoną (w odniesieniu do wymaganej przez traktaty unijne) koordynację polityki gospodarczej.

Czterema głównymi celami Paktu Euro Plus są:

- wspieranie konkurencyjności,
- wspieranie zatrudnienia,
- przyczynianie się do zrównoważenia finansów publicznych,
- wzmocnienie stabilności finansowej.

Dodatkowym obszarem jest koordynacja polityki podatkowej państw UE.

Przynajmniej corocznie odbywają się spotkania przedstawicieli sygnatariuszy Paktu w celu ustalenia kierunków polityki gospodarczej. Głównym założeniem Paktu jest wzmocnienie konkurencyjności nie tylko strefy euro, ale także całej UE. Aby tego dokonać, wskazano wspólne cele, ale nie wspólne metody ich osiągnięcia. Mają do nich należeć wprowadzenie ustawowych limitów zadłużenia, reforma systemu emerytalnego, zwiększenie zatrudnienia, ograniczenia biurokracji czy powiązanie płac z produktywnością.

Pakt nie tworzy żadnych zobowiązań w ramach UE, nie zmienia traktatów wspólnotowych, a ewentualne wypracowane rozwiązania będą przyjmowane na zasadzie dobrowolności (zdecydowano się na korzystanie z otwartej metody koordynacji⁶). Dokument ten ma charakter głównie deklaracji politycznej, a nie nowego źródła prawa.

O wiele bardziej istotnym od Paktu Euro Plus jest podpisany rok później Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, nazywany również paktem fiskalnym. Traktat został podpisany przez przedstawicieli 25 państw członkowskich UE (nie podpisali go do tej pory przedstawiciele Republiki Czeskiej i Wielkiej Brytanii, nie obowiązuje on też Chorwacji, która przystąpiła do Unii w 2013 r.).

⁶ Szerzej opisana w Chrzanowski (2009).

Traktat wprowadza do prawa unijnego nowe zasady utrzymania dyscypliny budżetowej obowiązujące wszystkie państwa członkowskie, a także automatyczność sankcji w wypadku ich nieprzestrzegania. Wprowadzenie automatycznych mechanizmów wzmacnia obowiązek dyscypliny budżetowej państw sygnatariuszy, koordynację ich polityki gospodarczej oraz ma poprawić zarządzanie strefą euro. Reguły te mają wspierać osiągnięcie celów strategii Europa 2020: trwałego wzrostu, zatrudnienia, konkurencyjności i spójności społecznej.

Traktat wprowadził także do unijnego systemu instytucjonalnego trzy rodzaje szczytów. W szczytach pierwszej kategorii będą mogły uczestniczyć wszystkie kraje strefy euro, drugiej kraje, które podpisały Pakt Euro Plus, a trzeciej wszystkie kraje członkowskie.

Traktat odnosi się do dyscypliny budżetowej państw sygnatariuszy. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych musi być zrównoważone lub wykazywać nadwyżkę. Wymóg ten uważa się za spełniony, jeśli roczne saldo strukturalne sektora publicznego (czyli uwzględniające zmiany cykliczne oraz skorygowane o działania jednorazowe i tymczasowe) odpowiada celowi średniookresowemu danego państwa (dolny pułap deficytu strukturalnego wynosi 0,5% PKB). Jeśli dług publiczny nie przekracza 60% PKB, a ryzyko utraty długookresowej stabilności finansów publicznych jest niskie, dolny pułap deficytu strukturalnego może wynosić 1,0% PKB.

Traktat nakazuje automatyczne uruchomienie mechanizmu korygującego w sytuacji znacznego odchylenia od celu średniookresowego lub ścieżki dostosowawczej do niego. W takiej sytuacji państwo objęte jest procedurą nadmiernego deficytu i zmuszone jest przeprowadzić reformy strukturalne w celu zapewnienia trwałej korekty nadmiernego deficytu (program partnerstwa budżetowego i gospodarczego). Na mocy Traktatu państwa sygnatariusze zobowiązane są do powiadomienia organów UE o zamiarze emisji długu publicznego. W celu koordynacji polityki fiskalnej państw członkowskich UE, sygnatariusze Traktatu oddają organom UE wiele kompetencji w zakresie koordynacji i nadzoru nad realizacją zaleceń Traktatu, aż po nałożenie kar pieniężnych (do 0,1% PKB).

W zakresie koordynacji polityki gospodarczej i konwergencji państwa sygnatariusze zobowiązują się podejmować wspólne wysiłki na rzecz realizacji celów UE, takich jak pobudzanie konkurencyjności, wspieranie zatrudnienia i stabilizacja finansów publicznych. Państwa sygnatariusze zobowiązują się również do omawiania w ich gronie wszelkich „zasadniczych reform polityki gospodarczej, które planują realizować” celem ściślejszej koordynacji działań i umożliwienia oceny porównawczej najlepszych praktyk.

Dodatkowo rezultatem Traktatu jest ustanowienie posiedzeń szczytu państw strefy euro (co najmniej dwa razy w roku), na których omawiane są kwestie wspólnych

obowiązków państw strefy oraz wytyczne strategiczne dla polityki gospodarczej w celu zwiększenia konwergencji w strefie euro. Pozostałe państwa sygnatariusze Traktatu, niebędące w strefie euro, mają prawo uczestnictwa w debatach podczas posiedzeń szczytu dotyczących podstawowych zasad i struktury strefy euro w przyszłości.

4.2.2. Sytuacja fiskalna w UE

Działania związane z koordynacją polityki stabilizacyjnej, a także zmiany koniunktury o wymiarze europejskim i regionalnym doprowadziły do wyraźnych zmian podstawowych wskaźników makroekonomicznych ilustrujących sytuację fiskalną (por. tabele 4.1 i 4.2).

Tabela 4.1. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w UE w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-4,5	2,1	1,7	-0,4	0,0	1,3	1,5
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-6,9	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-3,0	-2,7
Saldo pierwotne (% PKB)	-4,2	-3,7	-1,6	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-5,0	-4,6	-3,8	-2,7	-1,7	-1,8	-1,8
Dług publiczny (% PKB)	74,6	78,4	81,3	85,0	87,1	88,1	88,3

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Tabela 4.2. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w strefie euro w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-4,5	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,1
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-6,4	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4
Saldo pierwotne (% PKB)	-3,5	-3,4	-1,2	-0,6	-0,1	0,1	0,3
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-3,0	-4,3	-3,6	-2,1	-1,2	-1,1	-1,1
Dług publiczny (% PKB)	80,0	83,8	86,4	90,8	93,1	94,5	94,8

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Deficyt sektora publicznego w 2013 r. wobec 2012 r. spadł w UE o 1 punkt procentowy (0,7 p.p. w wypadku strefy euro), aby osiągnąć wartość 3,2% PKB (2,9% PKB w strefie euro). Biorąc pod uwagę dynamikę PKB (0,0% UE i -0,5% strefa euro)

można przyjąć, że zmianę tę osiągnięto głównie dzięki wdrożeniu wielu działań konsolidacyjnych w sferze finansów publicznych⁷.

Deficyt sektora finansów publicznych zgodnie z prognozą Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 164)⁸ spadał w 2014 r. i będzie nadal spadać w 2015 r. w UE i w strefie euro, ale w tempie wolniejszym w porównaniu do zarejestrowanego w roku 2013 (o 0,2–0,3 p.p.). W 2014 r. po raz pierwszy od 2008 r. osiągnął wartość równą i niższą od 3% PKB (w 2015 r. ma to być odpowiednio dla całej UE i strefy euro: 2,7% PKB i 2,4% PKB). Przy założeniu braku zmian przyjętych kierunków polityki gospodarczej w 2015 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie więc notował nieznaczny spadek.

Po znacznych zmianach w prowadzonej polityce fiskalnej nakierowanych na konsolidację w sektorze finansów publicznych w latach 2011–2013, widać bardziej neutralny wymiar tej polityki w 2014 r. Trend ten prognozowany jest też na 2015 r. Wyraz temu dają prognozy zmian deficytu strukturalnego, który w 2015 r. powinien ustabilizować się na poziomie z roku poprzedniego, tzn. 1,8% PKB w UE i 1,1% PKB w strefie euro.

O ile, według statystyk, źródłem obniżenia wskaźnika nominalnego deficytu w UE były w latach 2011–2013 zarówno wzrost dochodów, jak i redukcja wydatków, o tyle w strefie euro w analogicznym okresie był to niemalże wyłącznie skutek przyrostu dochodów. W 2014 r. głównym motorem redukcji nominalnego deficytu (w UE i w strefie euro) były cięcia wydatków.

W 2014 r. dochody sektora finansów publicznych w UE nieznacznie spadły (do 45,2% PKB), a w kolejnych latach trend ten może zostać podtrzymany ze względu na wygaszanie tymczasowo podwyższonych stawek podatkowych oraz wprowadzanie w niektórych krajach członkowskich ograniczonych cięć podatków. Jednocześnie w strefie euro dochody sektora finansów publicznych utrzymywały się i pozostaną na poziomie 46,7% PKB w latach 2014–2015.

Pewne ożywienie koniunktury gospodarczej w 2014 r. i prognozowane podtrzymanie tego zjawiska w 2015 r. może prowadzić do redukcji wydatków sektora finansów publicznych związanej z działaniem automatycznych stabilizatorów przy

⁷ Na koniec 2014 r. procedurą nadmiernego deficytu objętych było 11 państw członkowskich UE.

⁸ Prognozy Komisji Europejskiej oparte są na analizie uwzględniającej 180 zmiennych, prowadzonej przez Dyрекcyję Generalną ds. Ekonomicznych i Finansowych (DG ECFIN). Prognozy mają co najmniej dwuletnią perspektywę czasową i nie opierają się na scentralizowanym modelu ekonometrycznym, lecz na analizach dokonywanych przez krajowe biura DG ECFIN, z wykorzystaniem modeli i wiedzy eksperckiej. Spójność zapewnia się poprzez porównanie krajów i zmiennych. Prognozy dla UE i strefy euro uzyskuje się przez połączenie danych poszczególnych państw członkowskich. Prognozy DG ECFIN są publikowane trzy razy w roku, zgodnie z rocznym cyklem procedur nadzoru gospodarczego zwanym europejskim semestrem na rzecz koordynacji polityki gospodarczej.

jednoczesnej dyskrecjonalnej polityce objawiającej się redukcją realnych wynagrodzeń i spadkiem zużycia pośredniego⁹ w sektorze publicznym.

Zwiększenie w 2013 r. wartości długu publicznego mierzonego w relacji do PKB w strefie euro było w dużej części skutkiem tzw. efektu kuli śniegowej związanego z wysokim udziałem kosztów obsługi długu w deficycie sektora finansów publicznych oraz wzrostu wartości rezydualnej zmiany długu (*stock-flow adjustment*)¹⁰. W 2014 r. wskaźnik ten rósł i nadal będzie rosnąć w 2015 r. pomimo nadwyżki pierwotnej i ożywienia koniunktury gospodarczej. Podobny trend można zaobserwować w wypadku poziomu zadłużenia do PKB w całej UE.

4.3. Polityka fiskalna w wybranych krajach strefy euro

4.3.1. Niemcy

W dniu 22 czerwca 2012 r. Komisja Europejska zamknęła procedurę nadmiernego deficytu wszczętą 2 grudnia 2009 r. w związku z przekroczeniem przez Niemcy wymaganych wartości referencyjnych. Deficyt sektora finansów publicznych wyniósł w Niemczech 3,1% PKB w 2009 r. oraz 4,1% w 2010 r. W 2011 r. deficyt został zredukowany do 0,9% PKB, czyli znacząco poniżej wartości referencyjnej 3% PKB, na dwa lata przed terminem wyznaczonym przez Radę Unii Europejskiej. Poprawa ta nastąpiła dzięki sprzyjającej koniunkturze, stabilnemu rynkowi pracy, wygaszeniu instrumentów stymulujących koniunkturę gospodarczą na rzecz konsolidacji budżetowej, jednorazowym działaniom stabilizacyjnym (np. sprzedaży licencji UMTS) oraz w wyniku wzrostu dochodów podatkowych o 7,1% (European Commission 2012a, s. 66). W 2012 r. udało się nie tylko zlikwidować deficyt, lecz nawet wygenerować nadwyżkę sektora finansów publicznych w wysokości 0,1% PKB. W 2014 r. wypracowano nadwyżkę dochodów nad wydatkami w wysokości 0,2% PKB, a w 2015 r. prognozowane jest zbilansowanie budżetu. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne zostały zaprezentowane w tabeli 4.3.

⁹ Tj. zużycia wyrobów i usług w procesie produkcji – szerzej definicję przedstawiono w publikacjach Głównego Urzędu Statystycznego http://old.stat.gov.pl/gus/definicje_PLK_HTML.htm?id=POJ-751.htm, pobrano 3 września 2014 r.

¹⁰ Wartość rezydualna zmiany długu określa różnicę pomiędzy zmianą długu sektora publicznego a saldem sektora finansów publicznych w danej jednostce czasu. Do głównych przyczyn występowania powyższego zjawiska Eurostat w swoich statystykach zalicza nabywanie aktywów finansowych netto, umorzenie długu czy rozbieżności statystyczne. Zob. też punkt 1.6.2 w rozdz. 1.

Tabela 4.3. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Niemczech w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	0,9	0,9
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-3,1	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,0
Saldo pierwotne (% PKB)	-0,4	-1,6	1,6	2,4	2,2	2,1	1,8
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-0,8	-2,1	-1,3	0,0	0,6	0,7	0,6
Dług publiczny (% PKB)	74,5	80,3	77,6	79,0	76,9	74,5	72,4

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Działania konsolidacyjne i stabilizacyjne podejmowane przez rząd w ostatnich latach sprzyjają wzrostowi konkurencyjności niemieckiej gospodarki. Poprawie kondycji finansów publicznych towarzyszy znaczny wzrost zatrudnienia. Konsolidacja dotyczy głównie poziomu federalnego (łącznie 1,75% PKB w latach 2011–2015), a w mniejszym stopniu krajów związkowych (0,75%) i jednostek samorządu lokalnego (0,5%) (Federal Ministry of Finance 2014, s. 22–28). Po stronie wydatków ograniczenia dotyczyły przede wszystkim świadczeń społecznych i rodzinnych (w tym np. zmniejszono wsparcie dla bezrobotnych i zniesiono zasiłek rodzicielski dla długotrwale bezrobotnych) oraz sektora publicznego (w tym ograniczenia płac, redukcji zatrudnienia oraz minimalizacji kosztów administracyjnych). Zmniejszono również wydatki na opiekę zdrowotną. Cięcia nie dotknęły systemu edukacji oraz inwestycji w działalność B+R. Działania po stronie przychodów to nałożenie podatku na stosowanie paliwa jądrowego, zwiększenie składki na ubezpieczenie zdrowotne, planowane wprowadzenie podatku od transakcji finansowych oraz reforma podatkowa (m.in. uproszczenie systemu i zwiększenie kwoty dochodu wolnej od podatku).

Stosunek długu do PKB wzrósł w 2010 r. o 5,8 p.p. do 80,3% głównie ze względu na przeniesienie toksycznych aktywów do „złych banków” w celu stabilizacji sektora finansowego. W 2011 r. wskaźnik zmniejszył się do 77,6% PKB, po czym ponownie wzrósł do 79% w 2012 r. na skutek podjętych działań stabilizacyjnych w strefie euro, które nie miały wpływu na wielkość niemieckiego deficytu (zasilenie Europejskiego Mechanizmu Stabilności nie zostało wliczone w poczet deficytu wyliczanego według kryteriów z Maastricht). W 2013 r. trend znów uległ odwróceniu i stosunek długu do PKB wyniósł 76,9%, a w 2014 r. 74,5% PKB. Szacuje się, że w najbliższych latach będzie on dalej spadał (do 72,4% PKB w 2015 r. zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej). Cele rządu federalnego obejmują redukcję wysokości wskaźnika poniżej wartości referencyjnej 60% PKB w ciągu najbliższych 10 lat, a poniżej 70% do końca 2017 r. (Federal Ministry of Finance 2014, s. 22–28).

W najbliższych latach prognozuje się wzrost wydatków sektora finansów publicznych, głównie za sprawą wzrostu emerytur i płac w sektorze publicznym, ustanowienia funduszu restrukturyzacyjnego (w odpowiedzi na katastrofę powodziową z 2013 r.) oraz nowego dodatku dla rodziców niekorzystających z infrastruktury opieki nad dziećmi (np. żłobków czy przedszkoli). Ponadto, prognozowany wzrost wydatków obejmuje projektowaną reformę systemu emerytalnego (w ramach której planowane są dodatkowe korzyści i świadczenia dla niektórych grup emerytów) oraz zwiększone wydatki na infrastrukturę transportową, rozwój miast, a także wsparcie działalności badawczo-rozwojowej (szerzej zmiany opisuje European Commission 2014c, s. 9–23). Ogółem przewiduje się, że budżet pozostanie w najbliższych latach zbilansowany, czego rezultatem będzie zmniejszanie się stosunku długu do PKB. Saldo strukturalne pozostanie dodatnie, jednak będzie się stopniowo zmniejszać.

4.3.2. Francja

W dniu 24 marca 2009 r. Komisja Europejska wniosła o wszczęcie wobec Francji procedury nadmiernego deficytu. Procedura ta była wcześniej stosowana w latach 2003–2007 (zakończono ją w styczniu 2007 r.), jednak po jej zamknięciu nastąpiło znaczne pogorszenie w sferze finansów publicznych, m.in. wynikające ze spowolnienia gospodarczego. Nową procedurę rozpoczęto decyzją Rady Unii Europejskiej z 27 kwietnia 2009 r. Rekomendacje Komisji Europejskiej i Rady Unii Europejskiej zawierające zalecenia co do sposobu likwidacji nadmiernego deficytu dotyczyły implementacji działań konsolidacyjnych oraz zapewnienia średniego, rocznego tzw. wysiłku fiskalnego (tj. zmniejszenia deficytu strukturalnego) w wysokości 1% PKB (w latach 2010–2013). Wartości kluczowych z perspektywy realizacji i oceny polityki fiskalnej wskaźników zostały zaprezentowane w tabeli 4.4.

Tabela 4.4. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne we Francji w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,3	0,7
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-7,5	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,4	-4,5
Saldo pierwotne (% PKB)	-5,1	-4,4	-2,5	-2,3	-1,9	-2,3	-2,2
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-6,1	-5,8	-5,0	-4,3	-3,3	-3,0	-2,9
Dług publiczny (% PKB)	79,2	81,5	85,0	89,2	92,2	95,5	98,1

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

W 2010 r. nastąpiło we Francji odbicie po recesji z roku poprzedniego. Deficyt sektora finansów publicznych nieznacznie spadł z 7,5% do 6,8% PKB, m.in. na skutek wdrażania planu naprawczego i wzrostu dywidendy od państwowych przedsiębiorstw. Ogłoszona w tym czasie przez francuski rząd konsolidacja zakładała liczne reformy strukturalne, w tym m.in. reformę emerytalną (ze stopniowym podniesieniem wieku emerytalnego z 60 do 62 lat), reorganizację systemu opieki zdrowotnej oraz wprowadzenie wieloletniego planowania budżetowego. Zdecydowano się także na zamrożenie płac w sektorze publicznym. Efekty tych działań zostały częściowo zrównoważone przez skutki reformy lokalnego podatku od przedsiębiorstw oraz obniżki podatku VAT w gastronomii (European Commission 2011, s. 112–115). W następnych latach deficyt nadal zmniejszał się, osiągając 5,1% PKB w 2011 r. (mniej o 0,4 p.p. niż zakładano w oficjalnych prognozach), 4,9% w 2012 r., 4,1% w 2013 r. oraz 4,4% w roku 2014.

Działania wpływające na stronę dochodową wiązały się w dużym stopniu ze zwiększaniem obciążeń podatkowych – aż do 43,5% PKB (tj. jednego z wyższych poziomów, zarówno w strefie euro, jak i całej UE). Podniesiono stawki podatku PIT i podatku od majątku, ograniczono możliwości odliczania straty z lat ubiegłych w CIT, ustanowiono dodatkowy, tymczasowy podatek od najwyższych dochodów i dużych przedsiębiorstw, podwyższono podatek od dochodów kapitałowych i zysków, o kilka kategorii zmniejszono liczbę towarów i usług objętych obniżonym podatkiem VAT oraz podniesiono akcyzę na tytoń i alkohol.

Zmiana na stanowisku prezydenta w maju 2012 r. spowodowała złagodzenie rygorystycznych reform strukturalnych (dotyczących m.in. systemu świadczeń socjalnych i systemu emerytalnego), co obecnie skutkuje wzrostem deficytu sektora finansów publicznych, wbrew wcześniejszym prognozom Komisji Europejskiej. Przewiduje się, że deficyt osiągnie 4,5% w roku 2015 (European Commission 2014e, s. 77).

Od 2010 r. systematycznie zmniejsza się deficyt strukturalny (z 6,1% w 2009 r. do 3,0% PKB w 2014 r.). Szacuje się, że wskaźnik ten będzie dalej malał, osiągając wielkość 2,9% w 2015 r. (European Commission 2014e, s. 77).

Relacja długu do PKB od 2003 r. przekracza wartość referencyjną, a dodatkowo w ostatnich latach rosła i nie jest przewidywana zmiana tego trendu. W 2009 r. wskaźnik ten osiągnął 79,2% PKB, a w kolejnych latach 81,5% (2010 r.), 85% (2011 r.), 89,2% (w 2012 r.), 92,2% (w 2013 r.) i 95,5% (w 2014 r.). Zgodnie z prognozami stosunek długu do PKB w 2015 r. wyniesie 98,1%. Wzrost wskaźnika następuje w związku z wysokim deficytem oraz stosunkowo niewielkim wzrostem nominalnego PKB.

W dniu 23 kwietnia 2014 r. rząd francuski przedstawił program stabilizacyjny na lata 2014–2017, który zakłada m.in. zrównanie tempa wzrostu wydatków sektora finansów publicznych z inflacją, wprowadzenie kontroli kosztów i reformy organizacyjnej

w sektorze rządowym i samorządowym (ogółem w latach 2015–2017 wydatki publiczne zostaną zredukowane o ok. 50 mld euro), ale także zmniejszenie kosztów pracy (w tym likwidację składek na ubezpieczenie społeczne od pensji minimalnej), redukcję obciążeń podatkowych przedsiębiorstw (w tym redukcję od 2015 r. i wycofanie od 2017 r. składki C3S¹¹ liczonej od obrotu, likwidację od 2016 r. dodatkowego podatku CIT dla dużych korporacji oraz stopniowe zmniejszanie podstawowej stawki CIT od 2017 r.). Zgodnie z planem zawartym w programie, deficyt sektora finansów publicznych zostanie zredukowany poniżej wartości referencyjnej 3% w roku 2016.

4.3.3. Hiszpania

Decyzją Rady Unii Europejskiej z 27 kwietnia 2009 r. wszczęto wobec Hiszpanii procedurę nadmiernego deficytu. Wartości najistotniejszych z perspektywy skutków realizacji polityki fiskalnej wskaźników zostały zaprezentowane w tabeli 4.5.

Tabela 4.5. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Hiszpanii w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,2	1,7
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-11,2	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,6
Saldo pierwotne (% PKB)	-9,4	-7,5	-7,0	-7,4	-3,5	-2,3	-1,2
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-8,5	-7,0	-6,3	-3,6	-2,3	-2,2	-2,3
Dług publiczny (% PKB)	53,9	60,1	69,2	84,4	92,1	98,1	101,2

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

W 2009 r. deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 11,2% PKB, jednak podjęte działania konsolidacji fiskalnej pozwoliły na zredukowanie go do poziomu 9,4% w roku 2010. Spadek ten nastąpił przede wszystkim poprzez wzrost dochodów z podatków nakładanych na produkcję i import (w szczególności zwiększyły się dochody z podatku VAT związane z podniesieniem stawek o 2 p.p. w połowie 2010 r.). W tym ostatnim roku działania konsolidacyjne na różnych szczeblach przebiegały jednak w zróżnicowanym stopniu – wysoka skuteczność rządu centralnego została

¹¹ *Contribution Sociale de Solidarité des Sociétés* – dodatek do funduszu emerytalnego dla osób samozatrudnionych, finansowany składką odpowiadającą 0,16% obrotu poddanego opodatkowaniu we Francji, płaconą przez firmy, których obrót roczny przekracza 760 tys. euro.

zrównoważona słabszymi wynikami systemu ubezpieczeń społecznych i władz regionalnych (European Commission 2011a).

W 2011 r. deficyt osiągnął ponownie poziom 9,4% PKB, czyli znacznie powyżej zakładanego na ten rok poziomu 6%. Większość tego odchylenia spowodowana była mniejszymi niż prognozowano dochodami – spadły dochody z podatku VAT oraz od transakcji na rynku nieruchomości, a także zmalały wpływy ze składek na ubezpieczenie społeczne (co związane było ze znaczącym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy). Deficyt w 2012 r. wyniósł 10,3% PKB pomimo podjętych działań sanacyjnych – tj. podwyżki podatku VAT, akcyzy i podatku środowiskowego, podniesienia stawek podatku PIT, zmian w CIT, likwidacji bonusów świątecznych w sektorze publicznym oraz cięć w sferze edukacji na poziomie regionalnym (łącznie 4,2% PKB). Efekty zaciskania pasa zostały jednak przytłumione znacznymi spadkami dochodów z podatków, zarówno pośrednich, jak i bezpośrednich na skutek osłabienia konsumpcji, spadku zatrudnienia i dochodów z pracy oraz spadku cen, a także z powodu dokapitalizowania banków (European Commission 2012a, s. 74–75). Deficyt w 2013 r. obniżył się jedynie nieznacznie – do 6,8% PKB mimo kontynuacji rozpoczętych w poprzednich latach działań konsolidacji fiskalnej oraz wprowadzenia nowych (o łącznym efekcie fiskalnym w wysokości 3,2% PKB). Spadek deficytu był ograniczony m.in. przez koszty dokapitalizowania banków oraz zwiększenie wydatków socjalnych.

Poprawiająca się sytuacja makroekonomiczna i dalsza konsolidacja pozwoliły na zmniejszenie deficytu do 5,6% PKB w 2014 r. i dają szansę na kontynuowanie tego trendu w 2015 r. (prognozowane obniżenie deficytu do 4,6% PKB). Sprzyja temu obniżenie wydatków, m.in. na świadczenia socjalne (ze względu na niższe bezrobocie i zmianę formuły indeksacji emerytur). Niekorzystny wpływ na deficyt mogą mieć – decyzja Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości dotycząca nielegalności specjalnego podatku nakładanego przez regiony, zwanego „céntimo sanitario”, co może doprowadzić do skutecznych roszczeń o zwrot wpłat oraz nowa, obowiązująca od lutego 2014 r., niższa składka na ubezpieczenie społeczne od nowych umów o pracę na czas nieokreślony.

Stosunek długu do PKB w 2008 r. wyniósł w Hiszpanii 39,8%, czyli znacząco poniżej wartości referencyjnej, jednak wskaźnik ten szybko rósł, osiągając 53,9% w 2009 r., 60,1% w 2010 r., 69,2% w 2011 r., 84,4% w 2012 r., 92,1% w 2013 r. i 98,1% w roku 2014. Zgodnie z prognozą Komisji Europejskiej relacja długu do PKB w 2015 r. przekroczy 100% (wyniesie 101,2%). Wzrosty te spowodowane były wysokim deficytem, niskim wzrostem nominalnego PKB oraz stosunkowo wysokimi kosztami dokapitalizowania banków (European Commission 2013a, s. 59; European Commission 2014a, s. 63).

Zaplanowana w programie stabilizacyjnym na lata 2014–2017 strategia fiskalna obejmuje rekomendacje otrzymane przez Hiszpanię w ramach trwającej procedury nadmiernego deficytu. Planowane działania skupiają się przede wszystkim po stronie

dochodów i obejmują m.in. poprawę efektywności systemu podatkowego (w szczególności w zakresie podatku środowiskowego oraz od transakcji finansowych), a także nałożenie pełnej stawki VAT na część kategorii dóbr i usług dotychczas objętych niższymi stawkami. Do zmniejszenia deficytu przyczynią się też wyższe wpływy z podatków bezpośrednich w związku z lepszą sytuacją na rynku pracy. Po stronie wydatków zmniejszone zostaną niemal wszystkie kategorie (poza wydatkami na obsługę długu, które wzrosnąć mają z 3,4 do 3,8% PKB pomiędzy 2013 r. i 2017 r.), co pozwoli na zmniejszenie wydatków w stosunku do PKB o 5 p.p. w latach 2013–2017. Głównym celem programu jest likwidacja nadmiernego deficytu do 2016 r. (Kingdom of Spain 2014, s. 6–8).

4.3.4. Grecja

W dniu 27 kwietnia 2009 r. Rada Unii Europejskiej wszczęła procedurę nadmiernego deficytu wobec Grecji, wyznaczając termin 27 października 2009 r. na podjęcie skutecznych działań. W dniu 2 grudnia 2009 r. Rada stwierdziła jednak, że nie zostały podjęte żadne czynności w tym kierunku. Ponadto, 22 października 2009 r. Eurostat wyraził zaniepokojenie co do wiarygodności przedstawianych przez Grecję danych finansowych. Dane publikowane przez Eurostat na początku 2009 r. wskazywały, że deficyt sektora finansów publicznych osiągnął 3,5% PKB w 2007 r. oraz 3,6% w 2008 r., jednak po weryfikacji okazało się, że wartości te są znacząco wyższe i osiągnęły odpowiednio 6,4% oraz 9,8% PKB.

Stosunek długu do PKB zgodnie z pierwotnymi danymi ukształtował się w tych latach na poziomie 94,8% i 94,6%, natomiast po ich aktualizacji 105,4% w 2007 r. i 110,7% w roku 2008. Kondycja sektora finansów publicznych w Grecji w 2009 r. uległa dalszemu pogorszeniu. Dane Eurostatu i prognozy Komisji Europejskiej zostały zaprezentowane w tabeli 4.6.

Tabela 4.6. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Grecji w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,3	0,6	2,9
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-15,6	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	-1,6	-0,1
Saldo pierwotne (% PKB)	-10,5	-5,2	-2,9	-3,6	-8,2	2,7	4,1
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-14,8	-9,5	-5,7	0,1	3,1	2,0	1,6
Dług publiczny (% PKB)	129,7	146,0	171,3	156,9	174,9	175,5	168,8

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

O ile w większości krajów UE załamanie gospodarcze związane było głównie z kryzysem gospodarczym, o tyle w Grecji nierównowaga fiskalna i związane z nią problemy istniały już od wielu lat. Regres gospodarczy przyczynił się do rozchwiania gospodarki w perspektywie średniookresowej, podwyższając koszty obsługi długu i pogłębiając niekorzystną sytuację sektora finansów publicznych. W 2009 r. deficyt osiągnął 15,6% PKB (na wiosnę 2009 r. prognozowano 5,7%). W dniu 16 lutego 2010 r. Rada UE przyjęła rekomendacje zawierające szczegółową listę działań koniecznych do wdrożenia do 2012 r., których implementacja powinna przynieść efekt co najmniej po 3,5% PKB w latach 2010 i 2011 oraz 2,5% w roku 2012. Działania te dotyczyły m.in.:

- przeniesienia 10% środków budżetowych poszczególnych resortów w 2010 r. (poza wynagrodzeniami i emeryturami) na rezerwę na nieprzewidziane wydatki, w oczekiwaniu na nowy, szczegółowy program wydatków ministerstw dążący do racjonalizacji i trwałego ograniczenia wydatków;
- ograniczenia kosztów wynagrodzeń poprzez zamrożenie płac nominalnych w administracji centralnej, dokonania redukcji etatów (oraz wstrzymania nowej rekrutacji w 2010 r.), likwidacji nieobsadzonych stanowisk w sektorze instytucji rządowych i samorządowych (w tym umów na czas określony), niezastępowania urzędników przechodzących na emeryturę (w późniejszym okresie wprowadzenia zasady zatrudnienia jednej osoby na miejsce pięciu odchodzących na emeryturę) oraz zmniejszenia świadczeń specjalnych dla urzędników;
- obniżek nominalnych transferów dokonywanych w ramach systemu zabezpieczenia społecznego (w tym ograniczenia indeksacji różnego rodzaju świadczeń);
- cięć w wydatkach bieżących;
- dokonania reformy systemu zabezpieczenia społecznego;
- wprowadzenia progresywnych stawek podatku dochodowego od wszystkich źródeł dochodu oraz (jednocześnie) zrównania obciążenia podatkowego dochodów z pracy i zysków kapitałowych;
- likwidacji zwolnień podatkowych i autonomicznych przepisów w ramach systemu podatkowego;
- wprowadzenia domniemanego opodatkowania (*presumptive taxation*) dla osób samozatrudnionych;
- wprowadzenia stałych opłat od budynków i zwiększenia stawek podatkowych od nieruchomości;
- zwiększenia akcyzy na wyroby tytoniowe, alkohol i paliwo oraz ustanowienia jej na dobra luksusowe;
- poprawy efektywności systemu podatkowego, w szczególności wobec podatku VAT, CIT oraz wobec osób samozatrudnionych;

- poprawy pozycji Ministerstwa Finansów w stosunku do pozostałych resortów przy planowaniu rocznego budżetu, a także wzmocnienia mechanizmów kontroli wykonywania budżetu;
- reformy Głównego Biura Obrachunkowego (*General Accounting Office*), w ramach której utworzono by departament odpowiedzialny za wieloletnie cele w zakresie wydatków oraz za monitorowanie działań w zakresie finansów. Jednostka ta powinna być zabezpieczona przed wpływami politycznymi (Council of the European Union 2010a, s. 4-6).

W dniu 15 marca 2010 r. Rada pozytywnie oceniła działania podjęte przez Grecję jako wystarczające do osiągnięcia celów na ten rok, jednak deficyt osiągnął 11,1% PKB, czyli znacznie więcej niż zakładano. Nastąpiło to m.in. na skutek niższych niż oczekiwano dochodów w podsektorze centralnym (co jedynie w części zostało zrekompensovane zmniejszeniem wydatków) oraz deficytów w podsektorze ubezpieczeń społecznych i podsektorze samorządowym. Jednocześnie stosunek długu do PKB wzrósł do 146%. Od maja 2010 r. kraje strefy euro oraz MFW zapewniały Grecji wsparcie finansowe poprzez program dostosowania gospodarczego (*Economic Adjustment Programme*) na łączną kwotę 73 mld euro (były to dwustronne długoterminowe umowy pożyczkowe rozłożone na lata 2010 i 2011). W 2011 r. zanotowano w Grecji zmniejszenie deficytu do 10,1% na skutek zwiększenia relacji dochodów do PKB o 1,2 p.p. przy jednoczesnym spadku analogicznego wskaźnika dla wydatków o 1,4 p.p. Wskaźnik długu do PKB wzrósł do 171,3%. W marcu 2012 r. przyjęto drugi program dostosowania gospodarczego dla Grecji na lata 2012–2016 (początkowo 2014), cięcia wydatków, częściowe umorzenie długu przez prywatnych wierzycieli i pomoc w wysokości 160 mld euro. Środki dla Grecji pochodzą z Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (144,6 mld euro) i MFW (19,1 mld euro).

W 2012 r. deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 8,6% PKB, co w dużej mierze było związane z kosztami poniesionymi w celu dokapitalizowania trzech banków (razem ok. 4% PKB). Jeśli nie bierze się tych wydatków pod uwagę, ocenia się, że Grecji udało się osiągnąć nieco lepsze wyniki niż prognozowano (European Commission 2013a, s. 56–57). Jednak w 2013 r. deficyt wzrósł o niemal 4 p.p. do 12,2% PKB, co związane było znów z koniecznością dokapitalizowania banków (tym razem łącznie 10,8% PKB).

W 2014 r. deficyt sektora finansów publicznych Grecji spadł do 1,6% PKB, dzięki podjęciu przez rząd działań mających na celu racjonalizację wydatków, wzmocnienie systemu zabezpieczenia społecznego i poprawę efektywności systemu podatkowego. Rząd zobowiązał się do utrzymania działań wprowadzonych jako tymczasowe, w celu osiągnięcia w 2015 r. deficytu w wysokości 0,1% PKB.

Wskaźnik relacji długu do PKB osiągnął w 2014 r. maksimum w wysokości 175,5% PKB (w związku z rozliczaniem zaległości), a w kolejnych latach będzie

systematycznie spadał w związku z utrzymaniem równowagi fiskalnej i ożywieniem gospodarczym (European Commission 2014e, s. 73).

4.3.5. Portugalia

Decyzją Rady Unii Europejskiej 19 stycznia 2010 r. wszczęto wobec Portugalii procedurę nadmiernego deficytu. Deficyt sektora finansów publicznych osiągnął w 2009 r. 10,2% PKB, co było znacznym przekroczeniem wartości referencyjnej, a także znaczącym pogorszeniem w stosunku do poprzedniego roku, kiedy to deficyt wyniósł równowartość 2,9% PKB. Tak słabe wyniki były skutkiem zwiększonych wydatków i obniżonych dochodów. Zarekomendowane przez Komisję Europejską działania na rzecz likwidacji nadmiernego deficytu dotyczą reformy administracji publicznej, konsolidacji usług publicznych z różnych poziomów (m.in. opieki zdrowotnej), reformy systemu emerytalnego oraz ulepszenia średniookresowego planowania budżetowego (por. tabela 4.7).

Tabela 4.7. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Portugalii w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-3,0	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	0,9	1,3
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-10,2	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	-4,9	-3,3
Saldo pierwotne (% PKB)	-7,3	-8,2	-3,0	-0,6	0,1	0,1	1,6
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-8,7	-7,5	-5,4	-2,3	-1,9	-1,3	-1,7
Dług publiczny (% PKB)	83,7	96,2	111,1	124,8	128,0	127,7	125,1

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Deficyt w 2010 r. wyniósł 11,2% PKB, czyli znacznie więcej niż prognozowane w owym czasie 7,3% PKB. Różnica ta wynikała m.in. z kosztów związanych z ratowaniem dwóch banków komercyjnych (łącznie 1,25% PKB) oraz zmian w metodologii klasyfikacji jednostek zaliczanych do podsektora centralnego przez Eurostat i Narodowy Instytut Statystyczny (różnice w klasyfikacji niektórych przedsiębiorstw państwowych i partnerstw publiczno-prywatnych doprowadziły do zwiększenia deficytu o 0,25% PKB).

Działania konsolidacyjne, do których przystąpiono już w 2010 r., objęły 5-procentowe cięcia płac w sektorze rządowym, redukcję zatrudnienia w sektorze publicznym, zmniejszenie transferów społecznych (takich jak świadczenia dla bezrobotnych i zapomogi rodzinne), a także ograniczenie wydatków na służbę zdrowia,

transferów do przedsiębiorstw państwowych i inwestycji publicznych. Działania po stronie przychodów dotyczyły głównie podwyższenia podatku VAT, ale także zwiększenia podstawy wyliczania składek na ubezpieczenia społeczne oraz sprzedaży aktywów (European Commission 2012a, s. 102–103). W 2011 r. deficyt zmniejszył się do 7,4% PKB (według klasyfikacji ESA 95 spadek deficytu był znacznie większy – do 4,3% PKB – z powodu uwzględnienia jednorazowego transferu bankowych funduszy emerytalnych, stanowiących równowartość ponad 3% PKB, do publicznego systemu zabezpieczenia społecznego, w klasyfikacji ESA 2010 tego typu transfery nie są uwzględniane). W 2011 r. wprowadzono również w życie założenia trzyletniego planu KE, EBC oraz MFW dla Portugalii, który obejmował działania na trzech frontach:

- prowadzenie zrównoważonej strategii konsolidacji fiskalnej i lepszą kontrolę nad przedsięwzięciami partnerstwa publiczno-prywatnego oraz nad przedsiębiorstwami państwowymi, a także sprowadzenie relacji długu publicznego do PKB na ścieżkę spadkową w perspektywie średniookresowej,
- wysiłki na rzecz stabilizacji sektora finansów mechanizmami rynkowymi. Wspierane powinny być stopniowe i uporządkowane zmiany w sektorze bankowym, pozwalające na zapewnienie odpowiedniej płynności, zwiększenie kapitalizacji banków i zwiększony nadzór,
- głębokie reformy strukturalne mające na celu zwiększenie potencjału wzrostu gospodarczego, tworzenie miejsc pracy oraz poprawę konkurencyjności. W szczególności w programie zawarto propozycje reform rynku pracy, rynku usług, systemu sądownictwa, rynku najmu oraz dotyczących środowiska biznesowego i konkurencji w celu poprawy konkurencyjności gospodarki (European Commission 2014b, s. 3–4).

Program ten został do maja 2014 r. wdrożony z sukcesem.

Deficyt w 2012 r. osiągnął 5,5% PKB, czyli przekroczył planowany poziom 5% PKB, głównie przez jednorazowe zdarzenia, do których zaliczyć można statystyczne konsekwencje sprzedaży koncesji na obsługę lotnisk (w związku z prywatyzacją spółki ANA – Lotniska Portugalii) czy operację zasilania kapitałem państwowego banku CGD.

Niemniej jednak konsolidacja fiskalna, zapoczątkowana w poprzednich latach, przebiegała w godny uwagi sposób, dając efekty w wysokości ok. 2,25% PKB. W maju 2013 r. Komisja Europejska wystosowała do Portugalii rekomendację dotyczącą zlikwidowania nadmiernego deficytu najpóźniej do roku 2015. Zalecenia te objęły sprowadzenie deficytu nominalnego do poziomu 5,5% PKB w 2013 r., 4% w 2014 r. i 2,5% w roku 2015. Miało to być możliwe dzięki wdrożeniu w 2013 r. działań naprawczych o łącznym efekcie 3,5% PKB obejmujących redukcję wynagrodzeń w sektorze publicznym, poprawę efektywności funkcjonowania administracji publicznej i lepsze

wykorzystanie funduszy unijnych. W 2013 r. deficyt wyniósł 4,9% PKB, co było rezultatem wysokiej skuteczności systemu podatkowego (dochody nieopodatkowane były niższe niż oczekiwano) oraz ścisłej kontroli wydatków publicznych.

Celem na 2014 r. był deficyt w wysokości 4% PKB. Na zmniejszenie deficytu wpłynęły zarówno podjęte działania, jak i poprawiająca się sytuacja makroekonomiczna. Dokonano: redukcji płac w sektorze publicznym, reformy systemu emerytalnego oraz ograniczeń wydatków we wszystkich ministerstwach. Na 2015 r. planowany jest deficyt w wysokości 2,5% PKB, który ma być osiągnięty dzięki kontynuacji podjętych działań (o minimalnym wymaganym efekcie fiskalnym w wysokości 0,8% PKB). Cele polityki fiskalnej na najbliższe lata obejmują ponadto sprowadzenie deficytu strukturalnego do poziomu 0,5% PKB w 2017 r. oraz zmniejszenie relacji długu do PKB. Wskaźnik ten przekracza wartość referencyjną 60% od 2005 r. W 2009 r. wyniósł 83,7% PKB, w 2010 r. 96,2%, w 2011 r. 111,1% i aż 124,8% w roku 2012. Na koniec 2013 r. osiągnął wartość 128% PKB, jednak szacuje się, że powinien wejść w trend spadkowy w II połowie 2014 r., m.in. dzięki poprawie koniunktury gospodarczej oraz wykorzystaniu posiadanych rezerw gotówkowych (European Commission 2014e, s. 89).

Aby utrzymać efekty przeprowadzonej konsolidacji fiskalnej, należy zachować powściągliwość w sferze wydatków publicznych na wszystkich poziomach sektora finansów publicznych, m.in. wprowadzić średniookresowe planowanie budżetowe i analizę ryzyka oraz zapewnić pełną samodzielność finansową państwowych spółek. Z kolei po stronie dochodów najważniejsze są dalsze prace nad efektywnym, sprzyjającym wzrostowi gospodarczemu systemem podatkowym (European Commission 2014b, s. 29–30).

4.3.6. Cypr

W 2009 r. gospodarka Cypru skurczyła się po raz pierwszy od 35 lat. Recesja nastąpiła głównie na skutek znacznego ograniczenia popytu krajowego oraz w związku z niekorzystną sytuacją zewnętrzną. Na skutek kryzysu gospodarczego zmniejszeniu uległ zagraniczny popyt na rynku nieruchomości oraz eksport dóbr i usług (w tym wpływy z turystyki). W 2009 r. deficyt wyniósł 6,1% PKB, czyli znacznie powyżej wartości referencyjnej, a zgodnie z wiosenną prognozą Komisji Europejskiej z 2010 r. w 2011 r., przy założeniu braku zmian w polityce fiskalnej, osiągnąłby aż 7,75%. Deficyt ten powstał głównie na skutek działań dyskrecjonalnych podjętych w odpowiedzi na spowolnienie gospodarcze. Dług publiczny w 2009 r. pozostawał na dopuszczalnym poziomie (58,5% PKB), jednak zgodnie z przewidywaniami w 2010 i 2011 r. jego wartość miała przekroczyć 60% PKB. Decyzją Rady Unii Europejskiej z 13 lipca 2010 r. wszczęto wobec Cypru procedurę nadmiernego deficytu. W swoich zaleceniach Rada wyznaczyła termin jego likwidacji do końca roku 2012. Przyjęte rekomendacje objęły

akceptację strategii konsolidacyjnej, zapewnienie w latach 2011–2012 średniorocznego wysiłku fiskalnego w wysokości 1,5% PKB, zwiększenie rangi średniookresowego planowania budżetowego oraz poprawę monitoringu realizacji budżetu w ciągu roku, wprowadzenie reform systemu emerytalnego i ochrony zdrowia. Na podjęcie skutecznych działań Rada wyznaczyła władzom Cypru termin 13 stycznia 2011 r. (Council of the European Union 2010b, s. 12). Wskaźniki makroekonomiczne istotne z perspektywy polityki fiskalnej zostały przedstawione w tabeli 4.8.

W latach 2010–2011 nastąpiło nieznaczne poprawienie koniunktury gospodarczej w relacji do 2009 r., wynikające m.in. ze zwiększenia liczby turystów odwiedzających Cypr (co związane było m.in. z niestabilną sytuacją polityczną w innych popularnych turystycznie krajach basenu Morza Śródziemnego). Ożywienie koniunktury nie znalazło jednak odzwierciedlenia w kondycji rynku pracy (liczba miejsc pracy w gospodarce nadal spadała), co z kolei negatywnie oddziaływało na krajową konsumpcję (European Commission 2011b, s. 120–122).

We wrześniu 2011 r., po wcześniejszej odmowie udzielenia wsparcia ze strony Komisji Europejskiej, rząd cypryjski otrzymał pożyczkę od Rosji w wysokości 2,5 mld euro (wyplaconą w trzech ratach pomiędzy grudniem 2011 a marcem 2012 r.).

W 2012 r. nastąpiło dalsze pogorszenie sytuacji sektora finansów publicznych – efekty podjętych działań w ramach konsolidacji fiskalnej nie były wystarczające, by przeważać negatywne skutki nadal słabnącej koniunktury gospodarczej. Budżet na 2012 r. obejmował m.in. podwyżkę podatku VAT i akcyzy, co miało przyczynić się do redukcji deficytu o 3,8 p.p. do poziomu 2,5% PKB. Założenie to nie zostało zrealizowane, co w dużej mierze spowodowane było przełożeniem się na kryzys w gospodarce cypryjskiej złej sytuacji gospodarczej Grecji oraz oddziaływaniem rosnącej niepewności na europejskich rynkach finansowych na dominujący w kraju sektor finansowy. Konieczność dofinansowania przez rząd banków komercyjnych wpłynęła na wzrost długu publicznego wobec PKB w wysokości niemal 19 p.p. (European Commission 2012b, s. 76–77).

W czerwcu 2012 r. władze Cypru wystosowały prośbę do krajów strefy euro i MFW o wsparcie finansowe. W marcu 2013 r. KE, EBC i MFW przygotowały dla Cypru *Economic Adjustment Programme*, obejmujący konieczne działania na lata 2013–2016. Dołączony do programu pakiet pomocy finansowej wyniósł 10 mld euro (w tym 1 mld z MFW). Program opierał się na trzech filarach:

- wyjściu z głębokiego kryzysu bankowego poprzez działania na rzecz likwidacji niedoborów kapitałowych i problemów z płynnością,
- kontynuacji działań konsolidacji fiskalnej poprzez redukcję wydatków oraz zwiększeniu dochodów sektora publicznego,
- reformach strukturalnych wspierających konkurencyjność oraz zrównoważony i trwały wzrost gospodarczy.

Równocześnie program objął interwencję nakierowaną na łagodzenie skutków tych działań (w tym reform mechanizmu waloryzacji świadczeń dla osób fizycznych, w szczególności emerytur) wobec ludności o najniższych dochodach (European Commission 2013b, s. 7–8).

Tabela 4.8. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Cypru w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-2,0	1,4	0,3	-2,4	-5,4	-2,8	0,4
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-6,1	-4,8	-5,8	-5,8	-4,9	-3,0	-3,0
Saldo pierwotne (% PKB)	-6,5	-2,7	-3,6	-2,9	-1,8	0,1	0,2
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-6,5	-5,2	-5,7	-5,5	-2,1	-0,8	-1,3
Dług publiczny (% PKB)	58,5	56,5	66,0	79,5	102,2	107,5	115,2

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

W 2013 r. doszło do pogłębienia kryzysu w cypryjskiej gospodarce – przyczyniły się do tego koszty restrukturyzacji sektora bankowego oraz rosnące bezrobocie (15,9% w 2013 r., czyli niemal dwukrotny wzrost od 2011 r., kiedy to bez pracy pozostawało 7,9% aktywnych zawodowo), które można było wiązać także ze wzrostem niepewności i negatywnym jej oddziaływaniem na popyt krajowy i poziom inwestycji (Planning Bureau 2014, s. 3). Deficyt budżetowy sięgnął ostatecznie 4,9% PKB, czyli mniej niż prognozowano (8,7% PKB), dzięki dokładnej kontroli nad wykonaniem budżetu oraz podjętym działaniom konsolidacyjnym.

Wiosną 2014 r. dokonano przeglądu *Economic Adjustment Programme* dla Cypru, w którym uznano za niezbędne kontynuowanie rozpoczętych działań. W dokumencie zwrócono uwagę na konieczność podjęcia dodatkowych starań w ramach reform strukturalnych, w tym m.in. na potrzebę wzmocnienia systemu podatkowego w celu ograniczenia zjawiska unikania opodatkowania oraz redukcji liczby oszustw (European Commission 2014f, s. 3).

W 2014 r. przygotowano także narodowy program reform w związku z realizacją strategii Europa 2020, w którym zapisano m.in. konieczność dywersyfikacji źródeł dochodów. W dokumencie podkreślono, że kryzys niezwykle mocno uderzył w dominujący w kraju sektor finansowy, a do sektorów potencjalnie rozwojowych zaliczono: turystykę, sektor energetyczny, rolnictwo (w szczególności organiczne), transport (morski), sektor zdrowia, budownictwo, działalność badawczo-rozwojową i teleinformatykę. W programie wskazano kierunki reform na najbliższe lata. Za szczególnie ważną uznano reformę systemu opieki społecznej, tj. stworzenie modelu efektywniej chroniącego osoby zagrożone ubóstwem oraz wykluczeniem społecznym.

Do największych wyzwań zaliczono także tworzenie nowych miejsc pracy (Planning Bureau 2014, s. 8).

Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej w 2014 r. deficyt osiągnął wartość 3% PKB, do czego głównie przyczynił się spadek zysków przedsiębiorstw, a także realny spadek wysokości wynagrodzeń w gospodarce, co niekorzystnie wpłynęło zarówno na przychody z podatków bezpośrednich, jak i pośrednich (ze względu na spadek konsumpcji). Oszczędności dokonane dzięki cięciom wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym nie wpłynęły na zmniejszenie deficytu, gdyż przeznaczone zostały na świadczenia socjalne związane z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Dochody budżetu w 2014 r. objęły także wyjątkowo wysoką dywidendę z Centralnego Banku Cypru. Prognoza deficytu w kolejnym roku zakłada jego utrzymanie na tym samym poziomie (3% PKB) (European Commission 2014e, s. 161).

4.4. Polityka fiskalna – poza strefą euro

4.4.1. Wielka Brytania

Kryzys gospodarczy odbił się na brytyjskim sektorze finansów publicznych, co doprowadziło do wzrostu deficytu z 2,8% PKB w latach 2007–2008¹² do 11,5% w roku 2009. Komisja Europejska stwierdziła 8 lipca 2008 r. istnienie nadmiernego deficytu w Wielkiej Brytanii. Rekomendację Komisji Europejskiej, w której zalecono likwidację nadmiernego deficytu do roku finansowego 2014–2015 przyjęto 2 grudnia 2009 r. Wartości kluczowych z perspektywy realizacji i oceny polityki fiskalnej wskaźników zostały zaprezentowane w tabeli 4.9.

Tabela 4.9. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Wielkiej Brytanii w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,1	2,7
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-11,5	-9,6	-7,6	-8,3	-5,8	-5,4	-4,4
Saldo pierwotne (% PKB)	-9,5	-6,7	-4,4	-5,4	-2,9	-2,7	-1,8
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-9,4	-7,4	-5,8	-6,5	-4,4	-5,0	-4,5
Dług publiczny (% PKB)	67,8	76,4	81,9	85,8	87,2	89,0	89,5

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

¹² Rok finansowy w Wielkiej Brytanii trwa od kwietnia do marca.

Doprowadzenie do poziomu deficytu sektora finansów publicznych niższego niż 3% PKB miało być możliwe dzięki podjęciu przez rząd odpowiednich działań w perspektywie średniookresowej. Były to: wprowadzenie działań konsolidacyjnych do budżetu 2010–2011 (tak, by obniżyć deficyt poniżej wartości referencyjnej w ciągu 3–5 lat), zapewnienie średniorocznego wysiłku fiskalnego (tj. zmniejszenia deficytu strukturalnego) w wysokości 1,75% PKB w latach od 2010–2011 do 2014–2015 (co przyczynić się powinno do przywrócenia spadkowego trendu wskaźnika zadłużenia publicznego brutto poprzez przywrócenie odpowiedniego poziomu nadwyżki pierwotnej) oraz dodatkowe działania niezbędne w likwidacji nadmiernego deficytu do 2014–2015 w wypadku innych niż prognozowane warunków gospodarczych.

W latach 2010–2011 zmniejszenie deficytu nastąpiło dzięki działaniom o łącznej wysokości ok. 1% PKB, w szczególności było to podniesienie podstawowej stawki podatku VAT od stycznia 2010 r. (o szacowanym efekcie fiskalnym w wysokości 0,6% PKB) oraz redukcja wydatków rządowych o 0,2% PKB, co miało zrekompenzować przesunięcie planowanych inwestycji publicznych z lat 2010–2011 na lata 2008–2009 i 2009–2010 (dla wsparcia gospodarki w okresie recesji). Od kwietnia 2009 r. wprowadzono również cięcia wydatków na ochronę zdrowia. Dobre wyniki osiągnięte w pierwszych trzech kwartałach roku finansowego 2010–2011 zostały niemal całkowicie zniwelowane słabymi rezultatami w ostatnim kwartale.

Wyższa niż oczekiwano inflacja oraz niższy wzrost gospodarczy przyczyniły się do przyjęcia bardziej pesymistycznych założeń w projekcie budżetu na rok 2011–2012 niż zakładano we wcześniejszych dokumentach. Planowana konsolidacja oznaczała przede wszystkim cięcia wydatków – dla każdej jednostki rządowej ustanowiono limit wydatków na cztery kolejne lata, tj. do 2014–2015. Zgodnie z tymi planami budżety resortów (za wyjątkiem ochrony zdrowia i pomocy międzynarodowej) miały być zmniejszone średnio o 19% w ujęciu realnym. Dodatkowe przychody z działań takich jak wprowadzenie dodatkowego opodatkowania wydobycia ropy i gazu na Morzu Północnym oraz opłat od zobowiązań bankowych zostały w części zrekompenzowane serią cięć w podatku CIT, wyższymi progami w podatku dochodowym oraz niższą akcyzą na paliwo. Jesienią 2011 r. ogłoszono kolejne działania – zamrożenie płac w sektorze publicznym (do 2013 r.), system zachęt do zatrudniania młodych osób oraz zmiany systemu podatkowego (obniżenie najwyższej stawki podatku do 45% z 50%, podwyższenie kwoty dochodu wolnego od podatku, wprowadzenie nowego 7-procentowego podatku od domów droższych niż 2 mln funtów, dalsze cięcia w CIT, zwiększenie ulg podatkowych i ulg związanych z działalnością B+R w niektórych branżach). Dodatkowo część

środków przeznaczono na inwestycje w infrastrukturę i krajowy system pożyczek (European Commission 2012a, s. 115–116).

Budżet na 2014–2015, ogłoszony w marcu 2014 r., utrzymał dotychczasową strategię konsolidacji fiskalnej. Nowe działania obejmują dalsze zwiększanie ulg w podatku od osób fizycznych od kwietnia 2015 r., reformę systemu emerytalnego i podwojenie rocznej ulgi inwestycyjnej do grudnia 2015 r. Po stronie wydatków nałożono stałe górne ograniczenie wydatków socjalnych od roku podatkowego 2015–2016, co pozwoli na ograniczenie tempa wzrostu tych wydatków do stopy inflacji. Rozszerzono także krajowy program pożyczek do 2020 r. Część stałych ulg podatkowych finansowana będzie z dochodów pośrednich wynikających ze zmian w systemie emerytalnym i systemu podatkowych płatności zaliczkowych (mającego na celu ukrócenie procederu unikania opodatkowania) (European Commission 2014a, s. 101).

Dnia 30 kwietnia 2014 r. Wielka Brytania przedstawiła narodowy program reform oraz program konwergencji. Oczekuje się w nich, że deficyt sektora finansów publicznych będzie systematycznie spadał – do 5% PKB w roku finansowym 2014–2015 i do 4,1% PKB w 2015–2016. Wskaźnik długu publicznego najprawdopodobniej wzrośnie w tym okresie i osiągnie 93,4% w roku 2015–2016. W prognozie Komisji Europejskiej z jesieni 2014 r. założenia te oceniono jako realistyczne, a szacunki (tabela 4.9) są korzystniejsze niż brytyjskie.

Deficyt nominalny w roku podatkowym 2013–2014 wyniósł 6% PKB, czyli o 0,8 p.p. mniej niż prognozowano, głównie dzięki lepszemu niż zakładano wzrostowi gospodarczemu. Szacuje się, że w 2014–2015 r. deficyt osiągnie poziom 5% PKB – na skutek wyższych wpływów podatkowych oraz niższych wydatków bieżących (wydatki inwestycyjne nieznacznie wzrosną) (HM Government 2014, s. 11–12).

4.4.2. Polska

Dnia 7 lipca 2009 r. Rada Unii Europejskiej stwierdziła istnienie w Polsce nadmiernego deficytu, po czym przekazane zostały rekomendacje w celu jego likwidacji do 2012 roku. 21 czerwca 2013 r. Rada Unii Europejskiej przyznała, że Polska podjęła skuteczne działania, jednak w związku z niekorzystnymi zdarzeniami gospodarczymi, które wpłynęły negatywnie na stan finansów publicznych, Rada wydała zrewidowane zalecenia, zgodnie z którymi do 1 października 2013 r. Polska miała podjąć skuteczne działania w celu likwidacji nadmiernego deficytu budżetowego do roku 2014. Wartości kluczowych wskaźników makroekonomicznych związanych z realizacją polityki konsolidacji fiskalnej zostały zaprezentowane w tabeli 4.10.

Tabela 4.10. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,0	2,8
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,4	-2,9
Saldo pierwotne (% PKB)	-4,8	-5,1	-2,4	-1,1	-1,5	-1,3	-0,8
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-8,2	-8,4	-6,0	-4,0	-3,5	-2,9	-2,5
Dług publiczny (% PKB)	50,9	53,6	54,8	54,4	55,7	49,1	50,2

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

W dniu 10 grudnia 2013 r. Rada Unii Europejskiej uznała, że rekomendowane działania nie zostały podjęte, w związku z czym przyjęto nowe rekomendacje, zgodnie z którymi Polska powinna w wiarygodny i trwały sposób pozbyć się nadmiernego deficytu do roku 2015. Ponadto Polska powinna osiągnąć deficyt nominalny w wysokości 4,8% PKB w 2013 r., 3,9% w 2014 r. i 2,8% w 2015 r. (z wyłączeniem transferów aktywów z drugiego do pierwszego filara emerytalnego). Założenia te są spójne z poprawą salda strukturalnego o 1% PKB w 2014 r. i o 1,2% PKB w 2015 r. zakładanego w prognozie Komisji Europejskiej z jesieni roku 2013. Zgodnie z ustaleniami Rady, Polska miała przedstawić szczegółową strategię konsolidacji i podjąć skuteczne działania do 15 kwietnia 2014 r. Dwa miesiące później Komisja pozytywnie oceniła działania obniżające deficyt i zaleciła Radzie zawieszenie procedury nadmiernego deficytu (European Commission 2014d, s. 122–124). Jeżeli do końca 2015 r. Polska zredukuje nadmierny deficyt, Komisja zamknie procedurę.

Nominalny deficyt sektora finansów publicznych uległ zmniejszeniu w latach 2010–2012 z 7,6% do 3,7% PKB, po czym ponownie wzrósł w 2013 r. do 4%. W 2012 r. redukcja deficytu nastąpiła głównie na skutek spadku wydatków rządowych poprzez cięcia w inwestycjach publicznych. Ponadto rząd utrzymał zamrożenie płac w sektorze budżetowym oraz zmniejszył uzupełniające płatności bezpośrednie dla rolników w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Po stronie przychodów niespodziewany spadek wpływów z podatków pośrednich (o 0,3% PKB) zrównoważyły nowe środki konsolidacji strukturalnej, w szczególności wzrost stawki składki rentowej o 2 p.p., nowy podatek od wydobycia miedzi i srebra, dalsze zamrożenie progów w PIT, a także zmiany w podatku akcyzowym. Kroki te pozytywnie wpłynęły na wielkość przychodów, jednak ze względu na niższe niż oczekiwano tempo wzrostu gospodarczego, były one poniżej oczekiwań, co spowodowało wyraźny wzrost deficytu sektora finansów publicznych. Wskaźnik relacji wydatków sektora finansów publicznych

do PKB uległ zmniejszeniu na skutek cięć publicznych nakładów inwestycyjnych. Mimo podjętych działań strukturalnych (dalszego zamrożenia płac w administracji centralnej, stopniowego zwiększania wieku emerytalnego oraz cięć w budżecie na 2013 r.) wydatki bieżące wzrosły nieznacznie bardziej niż nominalny PKB.

Stosunek długu do PKB pozostał poniżej, lecz blisko 60% PKB na skutek utrzymującego się deficytu sektora finansów publicznych. Nieznacznie spadł z 54,8% w 2011 r. do 54,4% w 2012 r., po czym wzrósł do 55,7% w roku 2013. W 2014 r. na obniżkę długu sektora finansów publicznych wpłynęła zmiana wynikająca z systemowej reformy emerytalnej wiążącej się z transferem aktywów z drugiego do pierwszego filara emerytalnego (jednorazowy transfer o wartości o ok. 9% PKB w 2014 r. oraz roczne transfery aktywów osób przechodzących na emeryturę w najbliższych 10 latach). Oprócz reformy systemu emerytalnego główne działania mające pozytywny i trwały wpływ na kondycję sektora finansów publicznych w 2014 r. obejmują zmiany w podatkach akcyzowym i VAT, zamrożenie progów w podatku od osób fizycznych, częściowe zamrożenie płac w administracji oraz wydłużenie wieku emerytalnego. Oszczędności w wydatkach zostaną jednak częściowo skompensowane przez koszty ustawowego wydłużenia urlopu macierzyńskiego oraz inne wydatki socjalne.

W 2014 r. w jesiennej Prognozie KE założono, że deficyt strukturalny będzie stopniowo coraz niższy i spadnie z 3,5% PKB w 2013 r. do 2,5% w 2015 r. Wskaźnik stosunku długu do PKB zgodnie z prognozą spadnie do 49,1% w 2014 r., głównie na skutek transferu z funduszy emerytalnych, po czym w 2015 r. wzrośnie do 50,2%. Planowany poziom wysokości długu obarczony jest jednak dużą dozą niepewności w związku z ryzykiem kursowym wpływającym na wycenę długu publicznego denominowanego w walutach obcych.

Program konwergencji – aktualizacja 2014 został przyjęty przez Radę Ministrów i przekazany do Komisji Europejskiej oraz Rady Ecofin w kwietniu 2014 r. Zapisano w nim zobowiązania rządu do obniżenia deficytu poniżej wartości referencyjnej procedury nadmiernego deficytu, czyli 3% PKB w 2015 r., a także do osiągnięcia celu średniookresowego deficytu strukturalnego poniżej 1% PKB do roku 2018.

Szczegółowe informacje dotyczące oceny przedstawionego przez Polskę Programu konwergencji na 2014 r. można znaleźć w dokumencie Komisji Europejskiej, któremu towarzyszą zalecenia Komisji dotyczące rekomendacji Rady Unii Europejskiej do polskiego Krajowego Programu Reform (Komisja Europejska 2014, s. 35–39). W dokumencie znajduje się ponadto opinia Komisji Europejskiej o Programie konwergencji na rok 2014.

W marcu 2012 r. Polska podpisała Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, który będzie miał w całości zastosowanie od chwili przystąpienia Polski do unii monetarnej.

4.4.3. Czechy

Na finanse publiczne Czech negatywny wpływ miało pogorszenie koniunktury gospodarczej w 2009 r., co spowodowało zwiększenie deficytu z 2,2% PKB w 2008 r. do 5,8% w 2009 r. Następne lata upłynęły pod znakiem ciągłych wysiłków w celu naprawy stanu finansów publicznych. Procedurę nadmiernego deficytu rozpoczęto w Czechach 2 grudnia 2009 r., kiedy to Rada Unii Europejskiej stwierdziła jego istnienie oraz wystosowała rekomendacje mające położyć kres deficytowi do 2013 r. W swoich zaleceniach Rada zwróciła się do władz Republiki Czeskiej o zapewnienie średniorocznego wysiłku fiskalnego w latach 2010–2013 w wysokości 1% PKB. Rada wyznaczyła termin do 2 czerwca 2010 r. na podjęcie skutecznych działań redukujących deficyt w 2010 r., zgodnie z projektem ustawy budżetowej, oraz na określenie strategii konsolidacji niezbędnej podczas procedury nadmiernego deficytu. 13 lipca 2010 r. Rada stwierdziła, że czeskie władze podjęły skuteczne działania w celu skorygowania nadmiernego deficytu oraz że dodatkowe kroki w ramach procedury nadmiernego deficytu nie są na tym etapie niezbędne. Skumulowany wysiłek fiskalny (mierzony zmianą salda strukturalnego) w latach 2010–2013 wyniósł ok. 5,5% PKB (European Commission 2014d, s. 60–62). W czerwcu 2014 r. doszło do uchylecia decyzji o objęciu Republiki Czeskiej procedurą nadmiernego deficytu. Wartości wybranych wskaźników zostały zaprezentowane w tabeli 4.11.

Tabela 4.11. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Republice Czeskiej w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,5	2,7
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-5,8	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,4	-2,1
Saldo pierwotne (% PKB)	-4,5	-3,1	-1,5	-2,5	0,0	-0,1	-0,8
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-5,4	-4,1	-2,6	-1,4	-0,2	-0,7	-1,7
Dług publiczny (% PKB)	34,2	38,2	41,0	45,5	45,7	44,4	44,7

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Skład pakietów konsolidacyjnych różnił się pomiędzy poszczególnymi latami, jednak dwie główne pozycje w budżecie można uznać za najważniejsze – podatki pośrednie i inwestycje publiczne. Zarówno akcyza, jak i podatek VAT były kilkukrotnie zwiększane (VAT z 5 i 19% na 15 i 21%), co pozwoliło na uzyskanie skumulowanego efektu fiskalnego w wysokości niemal 1,8% PKB w latach 2010–2013. Inwestycje

publiczne w latach 2010–2013 gwałtownie spadły (średnio 13% rocznie). Tzw. pakiet ustaw oszczędnościowych objął także inne kategorie wydatków. Dokonano redukcji wysokości świadczeń socjalnych, jak również cięć płac i zatrudnienia w sektorze publicznym. Dodatkowo do poprawy sytuacji finansowej Czech przyczyniły się dobre wyniki części spółek kontrolowanych przez państwo.

Deficyt sektora finansów publicznych w 2013 r. wynosił 1,3% PKB. Wynik ten został osiągnięty głównie dzięki działaniom konsolidacyjnym (o 0,7 p.p. PKB, z czego ok. dwie trzecie leżą po stronie dochodów). Wskaźnik dochodów do PKB zwiększył się o 0,6 p.p. do 40,9% PKB, podczas gdy wskaźnik wydatków do PKB zmniejszył się o 2,1 p.p. do 42,4% PKB.

Deficyt sektora finansów publicznych wzrósł w 2014 r. do 1,4% PKB przy poprawiającej się kondycji otoczenia makroekonomicznego. Zaplanowane wydatki rządowe uległy zwiększeniu na skutek podwyżki płac w sektorze publicznym i wzrostu zużycia pośredniego (całkowity wpływ fiskalny ok. 0,2% PKB). Dynamizacji podlegały także inwestycje współfinansowane ze środków UE. Główne działania zmniejszające deficyt objęły wzrost akcyzy oraz jednorazowy dochód ze sprzedaży nowo udostępnionych częstotliwości dla systemów telefonii komórkowej. Ogółem, wzrost wydatków rządowych pozostał bliski poziomowi nominalnego wzrostu PKB. Wskaźnik dochodów do PKB, według prognoz Komisji Europejskiej, spadł o 0,3 p.p. do 40,6%, natomiast deficyt strukturalny wzrósł do 0,7% PKB przy zmniejszającej się luce popytowej (produktowej)¹³ (European Commission 2014e, s. 63).

Przy niezmienionej polityce, deficyt sektora wzrośnie do 2,1% PKB w 2015 r., a deficyt strukturalny pogorszy się do wysokości 1,7% PKB. Prognozuje się, że stosunek długu do PKB osiągnął w 2014 r. 44,4% PKB, a rok później nieznacznie wzrośnie do 44,7% PKB.

Program konwergencji obejmujący lata 2014–2017 złożony został przez czeskie władze 28 kwietnia 2014 r. Głównym celem strategii jest utrzymanie deficytu budżetowego poniżej wartości referencyjnej, czyli 3% PKB. Zgodnie z programem oczekiwano, że saldo strukturalne wyniesie –1% PKB w 2014 r., dzięki czemu średniookresowe cele budżetowe zostaną osiągnięte. Istnieje jednak ryzyko, że deficyt strukturalny przekroczy średniookresowy cel budżetowy w roku 2015.

¹³ Warto zauważyć, że pojęcie luki popytowej (produktowej) zyskało na znaczeniu wraz z procesem nadawania większego znaczenia zapisom Paktu Stabilności i Wzrostu, co jest widoczne w wypadku realizacji celu redukcji nadmiernych deficytów i zadłużenia sektora publicznego państw członkowskich, która ogranicza margines bezpieczeństwa w czasie pogorszenia koniunktury gospodarczej oraz przestrzeń dla aktywnej polityki budżetowej, szczególnie w zakresie inwestycji publicznych. Problem wrażliwości deficytu na zmiany luki popytowej analizuje Grupa Robocza ds. Luki Produktowej w Parlamencie Europejskim.

Republika Czeska nie podpisała Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej.

4.4.4. Węgry

Kryzys finansowy bardzo mocno odbił się na stanie węgierskich finansów publicznych, przyczyniając się do deficytu budżetowego w wysokości 4,6% PKB w 2009 r., chociaż podjęte działania strukturalne (np. reforma systemu emerytalnego) ograniczyły jego negatywne skutki. Pomimo niemal niewidocznego ożywienia w latach 2010–2011 oraz ponownej recesji w 2012 r., która doprowadziła do spadku PKB o 1,5%, nominalny deficyt budżetowy zmniejszono do 2,3% PKB dzięki poprawie salda strukturalnego o 2,9 p.p. Osiągnięto to przy pomocy licznych działań konsolidacyjnych po stronie dochodów, co odbiło się na wzroście obciążeń podatkowych o blisko 2 p.p. w stosunku do poprzedniego roku. W dniu 21 czerwca 2013 r. Rada UE postanowiła uchylić decyzję w sprawie istnienia nadmiernego deficytu, a tym samym zamknąć procedurę nadmiernego deficytu wobec Węgier (European Commission 2014d, s. 107–109). Wartości najważniejszych z perspektywy realizacji i oceny polityki fiskalnej wskaźników zostały zaprezentowane w tabeli 4.12.

Tabela 4.12. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne na Węgrzech w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-6,6	0,8	1,8	-1,5	1,5	3,2	2,5
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,4	-2,9	-2,8
Saldo pierwotne (% PKB)	0,1	-0,4	-1,3	2,3	2,2	1,2	1,1
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-2,3	-3,3	-4,2	-1,3	-1,3	-2,7	-2,8
Dług publiczny (% PKB)	79,8	80,9	81,0	78,5	77,3	76,9	76,4

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

W 2011 r. dzięki wprowadzeniu podatków kryzysowego oraz bankowego, a także za sprawą nacjonalizacji prywatnych funduszy emerytalnych i związanym z tym przeniesieniem oszczędności 3 mln przyszłych emerytów do państwowego systemu, dług sektora publicznego pozostał na prawie niezmiennym poziomie w stosunku do roku poprzedniego, przy jednoczesnym wysokim deficycie, sięgającym 5,5% PKB. Działania te, bardzo skuteczne po stronie dochodowej, nie gwarantowały jednak stabilności systemu finansów publicznych, co sprawiło, że konieczne stały się kolejne reformy.

Budżet na 2012 r. zakładał deficyt na poziomie 2,5% PKB na podstawie założenia 0,5% wzrostu. Jednak stale pogarszające perspektywy makroekonomiczne w 2012 r. wskazywały na istotny niedobór przychodów, podczas gdy planowane wydatki przekroczone o 1,75% PKB. Zdarzenia te miały być zawiązką zrekompensowane poprzez działania rozwojowe oraz redukujące deficyt:

- pełną rezygnację z nadzwyczajnych rezerw w wysokości 1,1% PKB¹⁴;
- poprawę salda sektora instytucji samorządowych o 0,7% PKB w kontekście relokacji obowiązków ze szczebla lokalnego na centralny;
- przyjęcie przez rząd dodatkowych pakietów naprawczych obejmujących głównie cięcia środków instytucji budżetowych (o wartości 0,7% PKB, z czego ok. połowa została wdrożona);
- wyższe niż zaplanowane w budżecie (o 0,2% PKB) przychody z jednorazowego transferu środków z prywatnego do publicznego filaru emerytalnego.

Wskaźnik wydatków do PKB spadł przejściowo z 50% w 2011 r. do 48,6% w 2012 r., po czym powrócił do poziomu ok. 50% w 2013 r., co częściowo można wyjaśnić zmianami w absorpcji środków unijnych.

Jednym z celów Programu konwergencji z kwietnia 2013 r. był deficyt w wysokości 2,7% PKB w roku 2013. W porównaniu do wielkości zapisanych w budżecie przychody okazały się mniejsze o ok. 0,5% PKB, nawet po uwzględnieniu czerwcowego zwiększenia dochodów podatkowych o 0,4% PKB (w związku z wyższym podatkiem od transakcji finansowych i sektorowymi podatkami od przedsiębiorstw energetycznych i telekomunikacyjnych) oraz znacznie wyższych niż zakładano składek na ubezpieczenia społeczne. Niższe wpływy częściowo mogły wynikać z inflacji o poziomie poniżej przewidywanego, ale były także związane z przeszacowaniem znaczenia części podejmowanych działań podatkowych (np. wprowadzenia podatku od transakcji finansowych). W ujęciu netto odchylenie wydatków wyniosło 0,35% PKB, co m.in. odzwierciedlało skutki wprowadzenia nowego systemu rekompensat w sektorze edukacji i innych dodatkowych płatności związanych zarówno z płacami, jak i wyższymi nakładami na towary i usługi. W sumie, wyżej sygnalizowane spadek dochodów oraz przekroczenie planowanych wydatków o skumulowanej wartości 0,85% PKB zostały zrekompensowane przez rezygnację z nadzwyczajnej rezerwy budżetowej o wartości 1,3% PKB.

Dług publiczny Węgier obniżył się z 81% PKB w 2011 r. do 78,5% w 2012 r. głównie na skutek pokaźnego, wieloletniego pakietu działań naprawczych, ale także

¹⁴ Nadzwyczajne rezerwy to wbudowane bufory bezpieczeństwa z bardzo konkretnymi możliwościami wydatkowania tych środków: nie mogły być one wykorzystane przed 30 września 2012 r., a rząd mógł podjąć decyzję o ich wykorzystaniu tylko w razie gdy jesienią 2012 r. przewidywany deficyt nie przekroczy 2,5% PKB.

dzięki aprecjacji forinta o ok. 7% w stosunku do poziomu z końca 2011 r. Wskaźnik zadłużenia do PKB zmniejszył się o ok. 0,5% PKB poprzez zmniejszenie na koniec roku kwoty państwowej rezerwy pieniężnej trzymanej w depozytach oraz przyspieszone wykorzystanie przekazanych aktywów emerytalnych na refinansowanie zobowiązań kredytowych.

Deficyt w 2014 r. osiągnął wartość 2,9% PKB, czyli nieznacznie więcej niż ustalone w Programie konwergencji 2,7%. Po stronie dochodów sektor publiczny odczuł ubytek spowodowany rozszerzeniem ulg podatkowych dla rodzin (0,15% PKB), ale za to zwiększyły się wpływy z opłaty drogowej (0,2% PKB) wprowadzonej w połowie 2013 r. Po stronie wydatków zawarto m.in. dalszy wzrost płac w sektorze szkolnictwa publicznego. Elementy te zostały zrekompensowane poprzez nominalne zamrożenie płac w większości jednostek sektora publicznego, usprawnienia administracji podatkowej oraz efekty ożywienia gospodarczego. Ponadto, realizacja części projektów inwestycyjnych (łącznie 0,4% PKB) zależna była od wysokości uzyskanych jednorazowych przychodów ze sprzedaży licencji telekomunikacyjnych. Co więcej, w celu zrównoważenia potencjalnych, nieprzewidzianych niekorzystnych zmian ustanowiono nadzwyczajne rezerwy budżetowe w wysokości ponad 0,3% PKB (oprócz standardowej rezerwy w wysokości ok. 0,4% PKB).

Program konwergencji na 2014 r. złożono 30 kwietnia 2014 r. Zakłada się w nim deficyt nominalny w wysokości 1,9% PKB do końca okresu objętego programem. Oznacza to przesunięcie w górę ścieżki deficytu w porównaniu z programem z 2013 r. (np. docelowy poziom deficytu w 2016 r. wynosi obecnie 2,5%, zamiast 1,3% PKB zaplanowanych w 2013 r.). Zmiana ta jest powiązana przede wszystkim z przewidywaną zmianą oficjalnego średniookresowego scenariusza makroekonomicznego, w szczególności redukcją ścieżki wzrostu nominalnego PKB. Program przewiduje stopniowe, ale ciągle zmniejszanie stosunku długu do PKB do 74,7% w roku 2017.

W marcu 2012 r. Węgry podpisały Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, który będzie miał w całości zastosowanie w momencie przystąpienia do strefy wspólnej waluty.

4.4.5. Litwa

W dniu 21 lipca 2013 r. Rada Unii Europejskiej uchyliła decyzję w sprawie nadmiernego deficytu na Litwie, a tym samym zamknęła procedurę nadmiernego deficytu w odniesieniu do tego państwa. Wartości wskaźników makroekonomicznych, na które wpływ miały działania w ramach procesu konsolidacji fiskalnej zostały zaprezentowane w tabeli 4.13.

Tabela 4.13. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne na Litwie w latach 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^a	2015 ^a
Dynamika PKB (%)	-14,8	1,6	6,1	3,8	3,3	2,7	3,1
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-9,4	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-1,2	-1,4
Saldo pierwotne (% PKB)	-8,2	-5,1	-7,1	-1,2	-0,9	0,7	0,3
Saldo strukturalne finansów publicznych (% PKB)	-6,6	-3,4	-3,8	-2,8	-2,2	-1,8	-1,6
Dług publiczny (% PKB)	29,3	36,3	37,3	39,9	39,0	41,3	41,6

^a – prognoza

Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej (European Commission 2014e, s. 144 i 161–164).

Kryzys gospodarczy miał poważny wpływ na litewskie finanse publiczne – w latach 2007–2009 nominalny deficyt sektora finansów publicznych wzrósł z 1% do 9,4% PKB, pomimo przyjętych w 2009 r. działań konsolidacyjnych w wysokości 8% PKB. Ze względu na dalsze działania konsolidacyjne deficyt sektora finansów publicznych spadł do 6,9% PKB w 2010 r. Działania te dotyczyły głównie strony wydatków – dokonano cięć płac w sektorze publicznym, po czym płace te zamrożono, czasowo obniżono świadczenia emerytalne oraz zmniejszono wybrane świadczenia społeczne. Ponadto zredukowano transfery do drugiego filaru emerytalnego. Po stronie dochodów rząd zwiększył podstawową stawkę VAT o 3 p.p. oraz wyeliminował niektóre zwolnienia podatkowe (European Commission 2014d, s. 87–89).

W 2012 r. deficyt sektora finansów publicznych na Litwie spadł do 3,2% PKB. Zmiana w dużym stopniu była skutkiem ograniczania wydatków sektora oraz lepszej egzekucji prawa podatkowego, przy jednoczesnym istotnym wzroście dynamiki PKB. Czynniki, które uniemożliwiły osiągnięcie przyjętego w Programie konwergencji z 2012 r. poziomu docelowego deficytu (3% PKB) były o połowę niższe wpływy do budżetu z tytułu dywidend przedsiębiorstw państwowych, niewypełnienie planu sprzedaży certyfikatów CO₂ oraz wyższy niż oczekiwano deficyt podsektora samorządowego (European Commission 2014d, s. 87–89).

W 2013 r. konsolidacja fiskalna wspierana była przez lepszą egzekucję podatków bezpośrednich, w szczególności CIT, co zrekompensowało mniejsze niż oczekiwano dochody zebrane z podatków pośrednich, przy niezwiększających się wydatkach na szczeblu centralnym. Dodatkowo, dochody samorządów lokalnych okazały się wyższe niż zakładano. Deficyt sektora finansów publicznych w 2013 r. osiągnął 2,6% PKB, czyli był o 0,1 p.p. wyższy niż przewidywano w Programie konwergencji na ten rok.

Deficyt strukturalny według danych KE zmniejszał się stopniowo z 6,6% PKB w 2009 r. do ok. 1,8% w roku 2014.

Wskaźnik wydatków do PKB zmniejszał się systematycznie w ostatnich latach (z 42,2% w 2010 r. do 34,4% w 2013 r.) dzięki zmniejszeniu wydatków osobowych, wydatków na towary i usługi oraz transferów socjalnych. Malał także stosunek dochodów do PKB (z 42,2% w 2010 r. do 32,2% w 2013 r.), głównie ze względu na powolny wzrost dochodów nominalnych z podatków pośrednich, pomimo ożywienia popytu krajowego i wysiłków rządowych na rzecz lepszego przestrzegania przepisów podatkowych.

Pozostając na poziomie znacząco niższym od 60% PKB, wskaźnik długu do PKB wzrósł do 41,3% w 2014 r. z 15,5% w 2008 r. na skutek wysokiego deficytu oraz wysokiego oprocentowania nowych zobowiązań zaciągniętych podczas kryzysu.

W średniookresowych ramach budżetowych na lata 2014–2016, dołączonych do ustawy budżetowej na 2014 r., litewski parlament zaplanował w 2015 r. deficyt w wysokości 0,9% PKB, natomiast w 2016 r. nadwyżkę 0,1% PKB. Działania konsolidacyjne na 2014 r. objęły dalsze ograniczenie wydatków, w szczególności utrzymanie częściowego zamrożenia płac dla pracowników sektora publicznego. W październiku 2013 r. Trybunał Konstytucyjny nakazał rządowi rezygnację z części dokonanych cięć w płacach oraz z obniżenia emerytur. Budżet na 2014 r. był zgodny z tym wyrokiem. Po stronie przychodów zwiększono akcyzę na wyroby tytoniowe i alkohol (od wiosny 2014 r.). Rząd ponadto podejmował działania w celu poprawy sprawności działania systemu podatkowego, szczególnie w stosunku do podatku VAT.

W 2015 r. oczekuje się, że reguła wydatkowa¹⁵ pozwoli na ograniczenie wzrostu wydatków ogółem, w związku z czym przewidywany deficyt budżetowy wyniesie 1,4% PKB.

Kurs polityki fiskalnej przyjęty w 2014 r. powinien doprowadzić do dalszej konsolidacji (poprawa bilansu strukturalnego o 0,6 p.p. w 2014 r.) w sektorze finansów publicznych. Dług publiczny wzrośnie z 41,3% PKB w 2014 r. do ok. 41,6% PKB w 2015 r. ze względu na przewidywaną akumulację środków na poczet wykupu euroobligacji w lutym 2016 r. w celu ich umorzenia.

W marcu 2012 r. Litwa podpisała Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, który ma w całości zastosowanie od momentu przystąpienia Litwy do obszaru wspólnej waluty w 2015 r. Oznacza to dodatkowe zobowiązania do przeprowadzenia działań stabilizacyjnych i zrównoważonej polityki fiskalnej.

¹⁵ Obowiązująca od 2008 r. i zakładająca, że jeśli przez kolejne pięć lat saldo sektora finansów publicznych jest ujemne, wzrost wydatków w kolejnym roku budżetowym nie może przekroczyć jednej drugiej średniego tempa wzrostu dochodów budżetowych z ostatnich pięciu lat.

4.5. Podsumowanie

Analiza działań sanacyjnych w wymiarze polityki fiskalnej w wybranych państwach UE pokazała szerokie spektrum stosowanych instrumentów. Wyraźnie widać wysiłki poszczególnych krajów zmierzające w kierunku stabilizacji sektora finansów publicznych. Natomiast stosowanie w UE otwartej metody koordynacji prowadzi do znacznych różnic w doborze instrumentów do realizacji jednakowego celu.

Warto zauważyć, że łagodzenie nierównowagi w analizowanych krajach, zarówno strefy euro, jak i będących poza nią, przebiega wielotorowo. Można zauważyć zmiany obejmujące procesy devaluarowania (oddłużania) sektora prywatnego i konsolidacji fiskalnej oraz tzw. wewnętrznej dewaluacji¹⁶, a także reformy strukturalne¹⁷, które powinny sprzyjać trwałemu wzrostowi produktywności.

Wśród dobrych praktyk w polityce fiskalnej warto wyróżnić działania podejmowane przez rząd niemiecki. Stosowane w Niemczech instrumenty tej polityki miały charakter sprzyjający rozwojowi gospodarstwu. Stopniowemu wygaszaniu instrumentów stabilizacyjnych towarzyszyła troska o podtrzymanie wydatków na badania i rozwój oraz edukację. Wyraźne było też dążenie do poprawy efektywności pracy sektora publicznego. Powyższe działania ustabilizowały sektor finansów publicznych i zapewniły zrównoważoną redukcję długu.

Za działania niewystarczające można uznać instrumenty takie jak nacjonalizacja środków prywatnych funduszy emerytalnych czy specjalne podatki kryzysowe, które nie zostały wygaszone w momencie poprawy koniunktury gospodarczej. Wskazać tu można jako przykład Węgry, Polskę czy Hiszpanię.

We wszystkich analizowanych krajach szukano możliwości oddziaływania zarówno na stronę dochodową, jak i wydatkową sektora finansów publicznych. Wyraźne stało się dążenie do realizacji koncepcji „więcej za mniej”, czyli próby zwiększania sprawności funkcjonowania sektora publicznego. Są to reformy o charakterze wieloletnim, a ich efekty będą widoczne w perspektywie średniookresowej.

¹⁶ Dewaluacja wewnętrzna to dostosowania, które miałyby przynieść efekty podobne do wywoływanych przez deprecjację nominalnego kursu walutowego, tj. obniżenie relatywnych cen i kosztów pracy oraz wygenerowanie odpowiednich przepływów czynników produkcji między sektorem wytwarzającym dobra będące przedmiotem wymiany międzynarodowej a pozostałą częścią gospodarki. Przykładem dostosowań w tym zakresie może być obniżenie lub zamrożenie płac w sektorze publicznym lub jego wybranych podsektorach, które miało miejsce we wszystkich 11 analizowanych krajach. Por. także rozdz. 3.

¹⁷ Warto w tym miejscu przytoczyć przykłady: Francji – reforma emerytalna, reorganizacja systemu opieki zdrowotnej, wprowadzenie wieloletniego planowania budżetowego; Portugalii – reforma rynku pracy, rynku usług, systemu sądownictwa czy rynku najmu; Cypru – wzmocnienie administracji podatkowej czy Polski i Węgier, przeprowadzających reformy systemu emerytalnego.

	2004-2008				2009				2010				2011				2012				2013				2014				2015				2016							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Niemcy					27.04.2009				02.12.2009																															
Francja									02.12.2009																															
Hiszpania									27.04.2009																															
Grecja									27.04.2009																															
Portugalia																																								
Cypr																																								
Wielka Brytania																																								
Polska																																								
Czechy																																								
Węgry																																								
Litwa																																								

27.04.2009 Data decyzji Rady uruchamiającej procedurę nadmiernego deficytu
 17.06.2014 Data decyzji Rady zamykającej procedurę nadmiernego deficytu
 Okres obejmowania procedurą nadmiernego deficytu
 Okres przedłużenia obowiązywania procedury nadmiernego deficytu

Rysunek 4.1. Terminy nakładania i przedłużania oraz zamykania procedury nadmiernego deficytu przez Radę UE wobec opisywanych państw w latach 2008–2014

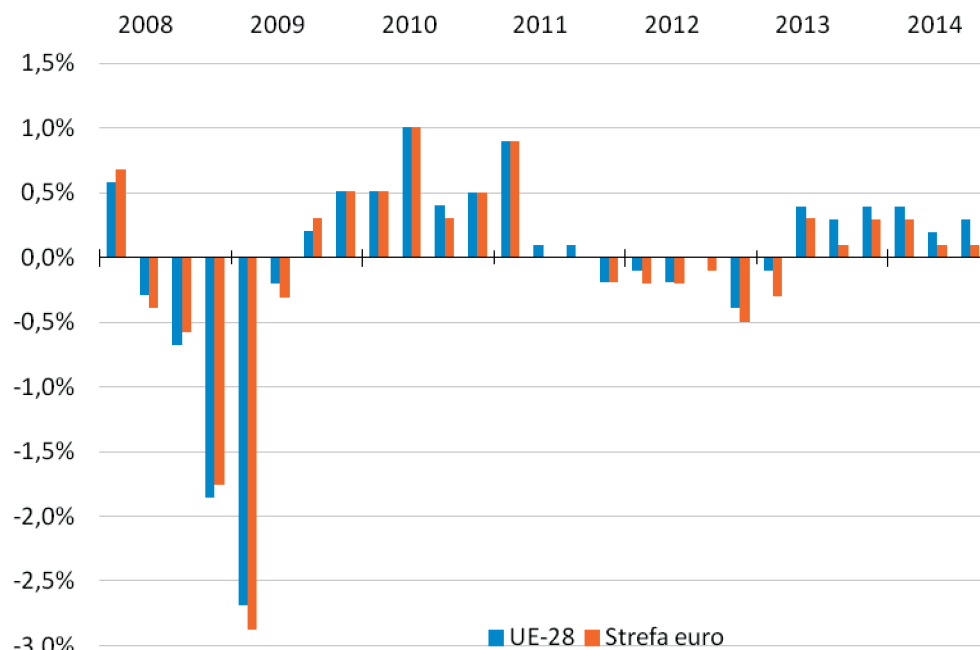
Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabel 4.3–4.13 wyraźnie pokazuje w obu objętych nią grupach krajów skutki działań sanacyjnych, których źródłem są przedsięwzięcia wykraczające poza zmiany koniunktury gospodarczej. Przeciętnie niższy deficyt charakteryzuje sektor finansów publicznych państw strefy euro, jednak różnica pomiędzy obiema grupami krajów jest nieznaczna.

W wypadku długu publicznego (por. tabele 4.3–4.13) sytuacja wygląda odmiennie – za sprawą państw, które dotkliwiej odczuły skutki kryzysu przeciętny poziom długu w strefie euro jest wyższy niż poza nią.

Rysunek 4.1 przedstawia terminy wszczynania procedury nadmiernego deficytu przez Radę Unii Europejskiej oraz momenty jej przedłużania lub zakończenia.

Warto zestawić wskazane w analizie dane ze wskaźnikiem realnej dynamiki PKB przedstawionym na rysunku 4.2.



Rysunek 4.2. Dynamika realnego PKB kwartał do kwartału w Unii Europejskiej i strefie euro w latach 2008–2014 (Q3)

Uwaga: dane wyrównane sezonowo i uwzględniające liczbę dni pracy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Można zauważyć, że po następujących na skutek objęcia procedurą nadmiernego deficytu działaniach konsolidacyjnych w sferze finansów publicznych, zarówno w strefie euro, jak i poza nią, uzupełnionych przez restrykcyjną politykę dochodową, doszło do ponownego pojawienia się recesji w drugiej połowie 2011 r. Oczywiście nie należy zapominać o wpływie otoczenia makroekonomicznego, niemniej wpływ opisywanych wcześniej działań prowadzonych w ramach zacieśniania fiskalnego na sferę realną gospodarki był istotny. Analizowane dane dobrze ilustrują także skutki łągodzenia restrykcyjnej polityki fiskalnej i dochodowej od drugiego kwartału 2013 r. (przedłużanie procedury nadmiernego deficytu w większości analizowanych państw, lekkie ożywienie gospodarcze w strefie euro oraz całej UE). Jednocześnie analiza polityki fiskalnej wybranych 11 państw UE pozytywnie weryfikuje tezy postawione w pierwszym rozdziale.

Bibliografia

- Albiński P. (red. nauk.) (2014) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Auerbach A., Gorodnichenko Y. (2013) *Output Spillovers from Fiscal Policy*, "The American Economic Review Papers and Proceedings", 103, maj.
- Beetsma R., Giuliodori M. (2011) *The Effects of Government Purchase Shocks: Review and Estimates for the EU*, "Economic Journal", 121.
- Carlino G.A., Inman R.P. (2013a) *Spillovers: Why macro-fiscal policy should be coordinated in economic unions*, VOX, <http://www.voxeu.org/article/spillovers-why-macro-fiscal-policy-should-be-coordinated-economic-unions>
- Carlino G.A., Inman R.P. (2013b) *Local Deficits and Local Jobs: Can US States Stabilize Their Own Economies?*, "NBER Working Paper", 18 930.
- Chrzanowski M. (2009) *Polityka zatrudnienia w Unii Europejskiej jako przykład zastosowania otwartej metody koordynacji*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Polityka Unii Europejskiej w kontekście polskiej polityki gospodarczej*, Oficyna Wydawnicza SGH.
- Chrzanowski M. (2014) *Nowe działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej wobec kryzysu finansów publicznych*, w: P. Albiński (red. nauk.) *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH.
- Council of the European Union (2010a) *Council Decision of 16 February 2010 giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit*, Brussels.
- Council of the European Union (2010b) *Council Recommendation to Cyprus with a view to bringing an end to the situation of an excessive government deficit*, Brussels, 6 lipca.
- Eggertsson G.B. (2011) *What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?* w: D. Acemoglu, M. Woodford (eds.), "NBER Macroeconomics Annual" 2010, 25, MIT Press.

- European Commission (2010) *European Economic Forecast. Spring 2010*, “European Economy”, 2, Brussels.
- European Commission (2011a) *European Economic Forecast. Spring 2011*, “European Economy”, 1, Brussels.
- European Commission (2011b) *European Economic Forecast. Autumn 2011*, “European Economy”, 6, Brussels.
- European Commission (2012a) *European Economic Forecast. Spring 2012*, “European Economy”, 1, Brussels.
- European Commission (2012b) *European Economic Forecast. Autumn 2012*, “European Economy”, 7, Brussels.
- European Commission (2013a) *European Economic Forecast. Spring 2013*, “European Economy”, 2, Brussels.
- European Commission (2013b) *European Economy, The Economic Adjustment Programme for Cyprus*, “Occasional Papers”, 149, Brussels.
- European Commission (2014a) *European Economic Forecast. Spring 2014*, “European Economy”, 2, Brussels.
- European Commission (2014b) *Assessment of the 2014 national reform programme and stability programme for Portugal*, Commission Staff Working Document, Brussels.
- European Commission (2014c) *Assessment of the 2014 national reform programme and stability programme for Germany*, Commission Staff Working Document, Brussels.
- European Commission (2014d) *Convergence Report 2014*, “European Economy”, 4, Brussels.
- European Commission (2014e) *European Economic Forecast. Autumn 2014*, “European Economy”, 7, Brussels.
- European Commission (2014f) *European Economy, The Economic Adjustment Programme for Cyprus Fourth Review – Spring 2014*, “Occasional Papers”, 197, Brussels.
- Federal Ministry of Finance (2014) *German Stability Programme. 2014 update*, Berlin.
- Hebous S., Zimmerman T. (2012) *Estimating the Effects of Coordinated Fiscal Actions in the Euro Area*, “European Economic Review”, 58.
- HM Government (2014) *Europe 2020: UK National Reform Programme 2014*.
- Kingdom of Spain (2014) *Stability Programme Update 2014–2017*.
- Komisja Europejska (2014) *Ocena krajowego programu reform i programu konwergencji na 2014 r. dla Polski*, Dokument roboczy służb Komisji, Bruksela, 2 czerwca.
- Oates W. (1972) *Fiscal Federalism*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- Planning Bureau (2014) *Cyprus National Reform Programme 2014*, Cyprus.
- Szymańska A. (2014) *Pozycja polityki fiskalnej w wybranych krajach Unii Europejskiej w okresie spowolnienia gospodarczego*, “Studia Oeconomica Posnaniensia”, t. 2, 6(267).

Zakończenie – wnioski

W niniejszym zakończeniu – wnioskach zawarta jest synteza analizowanych w książce problemów teoretycznych polityki makroekonomicznej oraz jej realizacji w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej.

W odniesieniu do głównego dylematu analizowanego w książce, jak osiągnąć jednocześnie dwa cele, tj. przywrócić stabilny wzrost i przeciwdziałać pogłębianiu się zadłużenia publicznego, ustalono, że nie udało się zrealizować pierwszego celu, natomiast drugi został osiągnięty tylko częściowo. Odpowiedzi na szczegółowe pytania badawcze zawarte we wstępie opracowania pozwoliły na bliższe wyjaśnienie przyczyn tych niepowodzeń.

Z omówienia w pierwszym rozdziale współzależności pojęciowych polityki stabilizacyjnej, w tym antycyklicznej polityki fiskalnej (aktywnej i pasywnej) oraz antycyklicznej polityki pieniężnej (ekspansywnej i restrykcyjnej) wynika m.in. to, że w podręcznikach ekonomii nie wyodrębnia się aktywnej i pasywnej polityki fiskalnej, co spotykane jest w teorii polityki gospodarczej, w której jednak używa się pojęć antycykliczna polityka fiskalna oraz automatyczne stabilizatory. Natomiast polityka oszczędnościowa obejmuje zarówno restrykcje dochodowe, jak i fiskalne, a więc jest szerszym pojęciem niż zacieśnienie fiskalne lub konsolidacja fiskalna.

Dokonana w omawianym rozdziale analiza stosowanych przez rządy państw i banki centralne wariantów polityki fiskalnej i pieniężnej, tj. *policy mix*, wskazuje, że ich wybór dokonywany być może spośród dwóch wariantów czystych, tj. restrykcyjnych lub ekspansywnych obu rodzajów polityki lub dwóch mieszanych, w których są one odmienne kierunkowo. Zmiany polityki fiskalnej i pieniężnej w takich wariantach polegają na zacieśnieniu (restrykcyjności) jednej i luzowaniu (ekspansywności) drugiej lub odwrotnie.

Z badania pierwszej fazy kryzysu i polityki stabilizacyjnej UE z lat 2007–2009 wynikało, że w warunkach recesji dominowała zarówno ekspansywna polityka pieniężna, jak i fiskalna, tj. z grubsza wariant czwarty *policy mix* (por. tabela 1.1). Taki antyrecesyjny, ekspansywny wariant obu rodzajów polityki charakteryzował się tym, że od jesieni 2008 r. EBC obniżał podstawowe stopy procentowe, a Komisja

Europejska i Rada UE zalecały państwom członkowskim uruchamianie programów zwiększania wydatków publicznych celem stymulacji koniunktury.

Należy podkreślić, że między pierwszą (2007–2009) a drugą (od 2010 r.) fazą kryzysu nastąpiła zasadnicza zmiana w polityce fiskalnej – przejście od polityki ekspansywnej do restrykcyjnej, tj. zacieśnienia fiskalnego (*fiscal austerity*, *fiscal consolidation* lub *fiscal exit strategy*), a więc i w układzie *policy mix*. W drugiej fazie kryzysu i polityki stabilizacyjnej UE zastosowano w zasadzie wariant restrykcyjnej polityki fiskalnej i ekspansywnej (akomodacyjnej) polityki pieniężnej, tj. wariant drugi *policy mix* (tabela 1.1). Wdrożeniu restrykcji fiskalnych w drugiej fazie unijnej polityki stabilizacyjnej towarzyszyła polityka obniżania stóp procentowych przez EBC (z wyjątkiem niewielkich podwyżek w kwietniu i lipcu 2011 r.), jak również wiele działań zwiększających płynność banków za pomocą podstawowych (MRO) i standardowych dłuższych (LTRO) operacji refinansujących, a także instrumentów niekonwencjonalnych. Pewne osłabienie restrykcyjności polityki fiskalnej UE od 2012 r., związane z wydłużaniem terminów redukcji deficytów budżetowych państw członkowskich, nie zmieniło istotnie jej charakteru.

Przytaczane badania wskazują, że np. dla gospodarki państw w strefie euro znajdujących się w recesji preferowana powinna być łagodna i stopniowa konsolidacja fiskalna wsparta restrukturyzacją długów i pomocą finansową, zamiast jej agresywnego (restrykcyjnego) wariantu, a kluczem do jej sukcesu (i redukcji długu publicznego) jest ochrona wzrostu. Jest to odpowiedź na postawione we wstępie pierwsze dwa pytania badawcze dotyczące sprzężenia zwrotnego między polityką oszczędnościową a wzrostem oraz jej skuteczności jako warunku wstępnego zrównoważonego długofalowego wzrostu.

Ponadto, w świetle badanych poglądów, w ustalaniu strategii polityki oszczędnościowej należy brać pod uwagę właściwy czas jej wdrożenia (aby uniknąć nadmierne procyklicznego jej działania), tj. np. poza fazą recesji i stagnacji, a stopniowe i łagodne działania oszczędnościowe należy umiejętnie łączyć z fazą wprowadzenia gospodarki na ścieżkę wzrostu.

Kolejny wniosek dotyczy polityki oszczędnościowej, która nie powinna być wprowadzana jednocześnie dla całej grupy państw, np. w strefie euro, gdyż działa to ujemnie na wzrost gospodarczy i konkurencyjność. Jest to odpowiedź na trzecie pytanie postawione we wstępie opracowania, odnoszące się do jednoczesnego wprowadzania w wielu krajach programów polityki oszczędnościowej.

W drugim rozdziale z analizy polityki pieniężnej EBC (Eurosystemu) wynika, że w czasie kryzysu (tj. od połowy 2007 r.) polityka ta i większości innych banków centralnych UE miała wobec polityki fiskalnej przede wszystkim akomodacyjny charakter. Polityka pieniężna EBC „akomodowała”, poprzez stworzenie łagodnego

otoczenia monetarnego, negatywne dla wzrostu gospodarczego skutki polityki zacieśnienia fiskalnego, które wystąpiły w drugiej fazie kryzysu. W fazie tej, zwłaszcza od końca 2011 r., EBC konsekwentnie obniżał stopy procentowe oraz uruchomił wiele działań niekonwencjonalnych, wpływających na dalsze łagodzenie otoczenia monetarnego, aż do powstania sytuacji pułapki płynności, w której dalsze stymulowanie aktywności gospodarczej za pomocą obniżania stóp procentowych stało się nieskuteczne. W takich warunkach EBC wprowadził kolejne instrumenty niekonwencjonalne oraz postulował wdrożenie reform strukturalnych nakierowanych na zwiększenie produktu potencjalnego. Opis tej sytuacji daje odpowiedź na postawione we wstępie pytanie badawcze dotyczące roli polityki pieniężnej wobec polityki zacieśnienia fiskalnego w latach 2010–2014.

Jednocześnie polityka pieniężna EBC miała istotne znaczenie w ograniczaniu fragmentacji finansowej i względnym ujednoceniu otoczenia monetarnego strefy euro. Jego aktywność w tej dziedzinie sprzyjała również akomodacji monetarnej restrykcyjnej działalności fiskalnej w obszarze wspólnego pieniądza. Jest to odpowiedź na zadane we wstępie pytanie dotyczące znaczenia polityki pieniężnej EBC w ograniczaniu fragmentacji finansowej i ujednoceniu otoczenia monetarnego strefy euro.

W wypadku EBC, Banku Anglii oraz Węgierskiego Banku Narodowego działania niekonwencjonalne odegrały poważną rolę; w innych krajach zdecydowanie mniejszą lub wcale nie były wykorzystywane (np. w Polsce w drugiej fazie kryzysu).

Należy podkreślić, że banki centralne, które nie wykorzystywały instrumentów niekonwencjonalnych, nie mają lub nie będą miały problemu z rezygnacją z ich stosowania (tzw. *exit problem*). Zdecydowanie odmienna jest tutaj sytuacja EBC oraz Banku Anglii.

Podstawowy dylemat, przed którym stanęły banki centralne w UE, to jak daleko można poluzować politykę pieniężną, w tym, jak bardzo można obniżyć stopy procentowe. Wobec heterogeniczności strefy euro, dla EBC dylemat ten brzmiał: jaką politykę prowadzić w sytuacji słabego wzrostu, niskiej inflacji i zagrożenia deflacją oraz okresowo mocnego euro tak, aby np. nie doszło do powstania baniek spekulacyjnych? W praktyce dylemat ten rozstrzygnięto w drodze dalszego poluzowywania polityki pieniężnej oraz, w niektórych wypadkach (banki centralne Czech, Węgier i Wielkiej Brytanii), poprzez wprowadzenie do niej pewnych rozwiązań bezpośrednio nakierowanych na stymulowanie wzrostu gospodarczego. Jest to odpowiedź na postawione we wstępie pytanie dotyczące polityki pieniężnej stosowanej przez banki centralne w państwach UE nienależących do strefy euro.

Z dokonanej w rozdziale trzecim analizy formułowanych w literaturze poglądów na genezę kryzysu finansów publicznych w strefie euro wyłaniają się dwie główne interpretacje jego przyczyn.

Pierwsza to nieodpowiedzialność fiskalna niektórych państw członkowskich, której skutkiem był wzrost w nich deficytów budżetowych i długu publicznego. To z kolei spowodowało zwiększenie premii za ryzyko oczekiwanej przez inwestorów, a w konsekwencji podwyżkę wymaganych stóp zwrotu od papierów skarbowych, nie do uniesienia przez emitujące je kraje bez pogłębienia ich zapaści finansów publicznych.

Druga przyjmuje za punkt wyjścia brak odpowiednich mechanizmów dostosowawczych w obrębie europejskiej unii monetarnej. Spadek stóp procentowych po wejściu do unii monetarnej pociągnął za sobą wzrost popytu na kredyt zagraniczny zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym w krajach południa strefy euro. Kapitał ten został w dużej mierze skierowany na konsumpcję i inwestycje mieszkaniowe, a nie na inwestycje w poprawę efektywności produkcji. W ten sposób powstała znaczna nierównowaga zewnętrzna, w postaci równolegle występujących nadwyżek obrotów bieżących w krajach północy i deficytów tych obrotów w krajach południa strefy. Deficyty można było zredukować tylko drogą dewaluacji wewnętrznej, ale ze względu na jej odroczone w czasie efekty i wysokie koszty społeczne i polityczne, rynki finansowe, wyrażając obawy co do jej skuteczności, podniosły wysokość wymaganej premii za ryzyko od papierów skarbowych.

Według modelu opracowanego w OECD, sygnalizowany we wstępie, krytyczny – w świetle omawianych badań – poziom relacji długu publicznego do PKB, powyżej którego niezbędne jest stosowanie polityki zacieśnienia fiskalnego, uzależniony jest od lokalizacji tzw. „dobrej” i „złej” równowagi. Szacowana w tym modelu dla krajów OECD dobra równowaga lokuje się przeciętnie przy długu publicznym na poziomie 75% PKB (tylko wokół takiego jego poziomu gospodarka może jeszcze sobie pozwolić na ekspansję fiskalną). Zła równowaga występuje na poziomie 106% PKB, a jej naruszenie prowadzi do wybuchowej, niekontrolowanej eksplozji zadłużenia.

W odpowiedzi na postawione we wstępie pytanie o poziom mnożnika fiskalnego, powyżej którego „koszty wzrostowe” konsolidacji fiskalnej przekraczają korzyści z redukcji deficytu finansów publicznych, należy stwierdzić, że w warunkach recesji wysoka wartość mnożnika utrudnia podjęcie konsolidacji finansów publicznych, a jej pozytywne efekty mogą zostać zniweczone w wyniku załamania wzrostu. Wyważenie tych przeciwstawnych efektów zależy od siły czynników oddziałujących na poziom mnożnika w danej gospodarce. Przytaczane argumenty wskazują na konieczność podejmowania w gospodarce państw znajdujących się w złej równowadze niezbędnego zacieśnienia fiskalnego bezzwłocznie – mimo początkowych negatywnych konsekwencji dla wzrostu. Odkładanie takiego zacieśnienia wydłuża bowiem czas powrotu do dobrej równowagi. W świetle przytoczonych w tym rozdziale badań dylemat konsolidacja a wzrost jest rozstrzygany na rzecz tej pierwszej. W porównaniu do wniosków płynących z rekomendacji zawartych w pierwszym rozdziale, jest to

stanowisko ostrzejsze i lepiej uargumentowane, wskazujące na konieczność podjęcia konsolidacji fiskalnej nawet w gospodarce znajdującej się w fazie recesji. Niektórzy ekonomiści o wyraźnie keynesowskim podejściu (jak np. wspomniany w pierwszym rozdz. P. Krugman) dopuszczają też takie działanie.

Z analizowanej dewaluacji wewnętrznej realizowanej na rynku pracy w wielu krajach UE dotkniętych kryzysem w reakcji na wystąpienie ostrej nierównowagi zewnętrznej wynika, że po krótkim okresie recesyjnym zaczynał przeważać, po 2–3 latach, efekt ekspansywny dzięki obniżce kosztów produkcji. Następowiała też deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego i poprawa relacji salda handlu zagranicznego do PKB.

Podjęta w czwartym rozdziale analiza koordynacji polityki fiskalnej na szczeblu unijnym wykazała, że nowe instrumenty instytucjonalne, o które wzbogacił się Pakt Stabilności i Wzrostu, jak np. europejski semestr, pozwoliły na pewne zahamowanie pogarszania się sytuacji fiskalnej w UE. Na postawione we wstępie pytanie dotyczące rezultatów koordynacji polityki fiskalnej na szczeblu unijnym można odpowiedzieć, że w latach 2010–2014 (tj. w drugiej fazie polityki stabilizacyjnej) stale zmniejszał się w UE deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB. Część państw strefy euro, zwłaszcza najbardziej dotkniętych kryzysem, znajdowała się w latach 2010–2013 w recesji, co świadczyć może o procykliczoności prowadzonej wtedy polityki stabilizacyjnej. Dyskusyjny wydaje się jednakowy dla wszystkich państw okres wdrażania ostrych (zamiast łagodnych i zróżnicowanych w czasie dla wybranych państw) restrykcji fiskalnych.

W latach 2013–2014 łagodzeniu programów oszczędnościowych, polegającemu głównie na wydłużaniu terminów redukcji deficytów w niektórych państwach, towarzyszyła zauważalna tendencja zmniejszania się deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB (warto podkreślić, że w strefie euro odnotowano w tym okresie wartości deficytu poniżej 3% PKB, a w całej UE bliskie tej wielkości).

Z kolei poziom długu sektora finansów publicznych w relacji do PKB stale rósł w UE w latach 2010–2014, z tym, że w latach 2013–2014 znacząco spadła dynamika tego wzrostu (w strefie euro była ona nieco mniejsza). Świadczy to o ograniczonej skuteczności koordynacji polityki fiskalnej w UE, m.in. ze względu na heterogeniczność sfery instytucjonalnej i zbyt późno wprowadzane zmiany polityki fiskalnej. W latach 2012–2013 UE zanotowała spadki PKB i pogłębianie się zadłużenia. Jednak w drugiej połowie tego ostatniego roku nastąpiło przełamanie tendencji recesyjnych i pojawił się niewielki wzrost. Choć nie zahamowano dalszego zadłużania się, udało się jednak osłabić jego tempo, zwłaszcza w państwach najbardziej dotkniętych kryzysem. W kwestii redukcji długu publicznego trudno było osiągnąć szybki sukces, skoro większość z nich, np. Grecja, Hiszpania, Portugalia, Włochy i Cypr tkwiły

w latach 2010–2013 w recesji, która uniemożliwiła wymagalną spłatę zadłużenia i jego redukcję w warunkach wysokiego oprocentowania obligacji skarbowych wymienionych państw.

W świetle dokonanych badań wybranych do analizy krajów zarysowane wyżej tendencje kształtowania się deficytu i długu sektora finansów publicznych są jeszcze bardziej wyraziste. Wynika z tego wniosek, że zarówno tym państwom, jak i wielu innym w Unii, daleko jeszcze do osiągnięcia poziomu stabilności bezpiecznego z punktu widzenia kryteriów Paktu Stabilności i Wzrostu, gdyż dług publiczny w UE wyniósł w 2014 r. 88,1% PKB. Należy także stwierdzić, że analiza polityki fiskalnej wybranych 11 państw UE w dużym stopniu potwierdziła zasadność pytań postawionych we wstępie książki (*Od Autorów*), dotyczących skuteczności tej polityki.

Spis tabel

Tabela 1.1.	Warianty <i>policy mix</i>	19
Tabela 1.2.	Deficyt i dług sektora finansów publicznych w państwach UE i strefy euro w latach 2010–2015 (w % PKB)	27
Tabela 1.3.	Deficyt sektora finansów publicznych w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w % PKB) . . .	32
Tabela 1.4.	Dług sektora finansów publicznych w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w % PKB) . . .	33
Tabela 1.5.	Tempo wzrostu PKB w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w %)	34
Tabela 1.6.	Stopa bezrobocia w sześciu krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2010–2015 (w %)	34
Tabela 2.1.	Programy pomocowe dla państw strefy euro w latach 2010–2014	48
Tabela 2.2.	Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC w latach 2010–2014 (w %)	73
Tabela 2.3.	Inflacja (deflator PKB) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych w latach 2010–2014 (w %)	77
Tabela 2.4.	Inflacja (deflator PKB) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych w latach 2010–2014 (w %)	78
Tabela 2.5.	Cele inflacyjne i faktyczna inflacja (HICP) w krajach UE nienależących do strefy euro w latach 2010–2014 (w % i p.p.)	88
Tabela 3.1.	Dekompozycja zmiany realnego efektywnego kursu walutowego w państwach UE w latach 2007–2013 (w p.p.)	108
Tabela 4.1.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w UE w latach 2009–2015	119
Tabela 4.2.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w strefie euro w latach 2009–2015	119
Tabela 4.3.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Niemczech w latach 2009–2015	122
Tabela 4.4.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne we Francji w latach 2009–2015	123
Tabela 4.5.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Hiszpanii w latach 2009–2015	125
Tabela 4.6.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Grecji w latach 2009–2015	127
Tabela 4.7.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Portugalii w latach 2009–2015	130

Tabela 4.8.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Cypru w latach 2009–2015 . . .	134
Tabela 4.9.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Wielkiej Brytanii w latach 2009–2015	135
Tabela 4.10.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w latach 2009–2015	138
Tabela 4.11.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Republice Czeskiej w latach 2009–2015	140
Tabela 4.12.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne na Węgrzech w latach 2009–2015	142
Tabela 4.13.	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne na Litwie w latach 2009–2015	145

Spis rysunków

Rysunek 1.1.	Schemat głównych współzależności pojęciowych polityki stabilizacyjnej	24
Rysunek 1.2.	Dług publiczny w Grecji, Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii razem oraz w pozostałych 10 największych państwach strefy euro w latach 2000–2011 (w % PKB)	26
Rysunek 1.3.	Kryzys zadłużenia publicznego i działania stabilizacyjne w strefie euro: maj 2010–maj 2014	31
Rysunek 2.1.	Fundusze pomocowe udostępnione przez państwa strefy euro, EBC i MFW sześciu krajom strefy najbardziej dotkniętym kryzysem w latach 2010–2014: łączne kwoty i udział Niemiec (w mld euro)	49
Rysunek 2.2.	Wpływ pomocy rządowej dla instytucji finansowych na deficyty budżetowe wybranych państw strefy euro w latach 2010 i 2012 (w % PKB)	50
Rysunek 2.3.	<i>Spready</i> na 10-letnich obligacjach skarbowych pięciu państw strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich w latach 2007–2014 (w p.p.)	51
Rysunek 2.4.	Fragmentacja w strefie euro: stopy procentowe EBC oraz kredytów bankowych zaciąganych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w latach 2005–2014 (w %)	51
Rysunek 2.5.	Łączne salda rozrachunkowe w systemie TARGET2: kraje wierzycielskie i główne kraje deficytowe w latach 2007–2014 (w mld euro)	52
Rysunek 2.6.	Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”), czynniki bezpośrednio ją kształtujące oraz cel inflacyjny EBC w latach 2010–2014 (% i p.p.)	55
Rysunek 2.7.	Stopy procentowe EBC i stopy międzybankowego rynku pieniężnego strefy euro w latach 2010–2014 (w %)	57
Rysunek 2.8.	Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata w latach 2007–2014 (w %)	59
Rysunek 2.9.	Efektywny nominalny i realny kurs euro w latach 2010–2014 (I kw. 1999 = 100)	61
Rysunek 2.10.	Podstawowe (MRO) oraz dłuższe (LTRO) operacje refinansujące Eurosystemu w latach 2010–2014 (w mld euro)	64
Rysunek 2.11.	Suma bilansowa Eurosystemu w latach 2007–2014 (w mld euro)	69
Rysunek 2.12.	Zmiana sumy bilansowej wybranych banków centralnych w latach 2007–2014 (grudzień 2006 = 100)	69

Rysunek 2.13. Sumy bilansowe Eurosystemu, Systemu Rezerwy Federalnej oraz banków centralnych Anglii i Japonii w relacji do PKB w latach 2007–2014 (w %)	70
Rysunek 2.14. Dynamika kredytu bankowego w strefie euro w latach 2010–2014, metoda „rok-do-roku” (w %)	74
Rysunek 2.15. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski, Rumunii i Węgier w latach 2010–2014 (w %)	80
Rysunek 2.16. Inflacja (CPI) w Polsce i stopa referencyjna NBP w latach 2010–2014 (w %)	82
Rysunek 3.1. Model PSN – podstawowe współzależności	100
Rysunek 3.2. Model PSN – dobra i zła równowaga	101
Rysunek 4.1. Terminy nakładania i przedłużania oraz zamykania procedury nadmiernego deficytu przez Radę UE wobec opisywanych państw w latach 2008–2014	148
Rysunek 4.2. Dynamika realnego PKB kwartał do kwartału w Unii Europejskiej i strefie euro w latach 2008–2014 (Q3)	149