

Dąbrowski, Marek; Neneman, Jarosław

## Proceedings

# Finanse publiczne w krajach UE: Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 108

## Provided in Cooperation with:

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Dąbrowski, Marek; Neneman, Jarosław (2010) : Finanse publiczne w krajach UE: Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2), BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 108, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128291>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

### Terms of use:

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

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

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

# Finanse publiczne w krajach UE

## Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)

**Nr 108**

2 0 1 0



**BRE BANK SA**



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych



Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

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

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Marek Dąbrowski

Jarosław Neneman

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

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

Nakładca

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

## SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM .....	4
WPROWADZENIE .....	5
MIĘDZY SCYLLĄ RECESJI A CHARYBDĄ INFLACJI: DYLEMATY WYJŚCIA Z OKRESU INTENSYWNEGO STYMULOWANIA MAKROEKONOMICZNEGO – <i>Marek Dąbrowski</i> .....	9
POLITYKA PODATKOWA PO KRYZYSIE: PERSPEKTYWA EUROPEJSKA – <i>Jarosław Neneman</i> .....	19

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ewa Balcerowicz	CASE
Magdalena Bober	Ambasada Brytyjska
Tadeusz Chruściak	
Dawid Chylaszek	E&Y
Andrzej Czpil	MF
Marek Dąbrowski	CASE
Mirosław Dusza	UW
Małgorzata Dusza	BOŚ
Marek Firlej	MF
Radomir Gibała	E&Y
Remigiusz Grudzień	PKO BP
Wojciech Kalkusiński	EMAR
Arkadiusz Kamiński	Urząd m.st. Warszawy
Kamil Kardacki	BRE Bank
Monika Kardocka	BH
Stefan Kawalec	Capital Strategy
Robert Kołakowski	MF
Kamila Kuziemska	NBP
Szymon Łaszewski	Parkiet
Ewa Latoszek	SGH
Paweł Łęcki	SGH
Dariusz Ledworowski	
Adam Lipowski	
Anna Madalińska	CASE
Krzysztof Marszałek	BRE Bank
David McQuaid	Bloomberg
Marek Misiak	NŻG
Jeremi Mordasewicz	PKPP Lewiatan
Jarosław Neneman	CASE
Jakub Neneman	
Marek Niechciał	NBP
Krystyna Olechowska	CASE
Wojciech Paczyński	CASE
Piotr Perczyński	MF
Piotr Piękoś	BRE Bank
Konrad Popławski	OSW
Marta Postuła	MF
Dariusz Rosati	SGH
Diana Rosz	zeb/
Piotr Russel	SGH
Leszek Skiba	NBP
Józef Sobota	NBP
Józef Sobota	NBP
Wanda Sokołowska	SGH
Jan Filip Staniłko	Instytut Sobieskiego
Łukasz Szadorski	BRE Bank
Wiesław Szczuka	BRE Bank
Halina Wasilewska-Trenkner	
Andrzej Wernik	IF AF
Bartosz Zarych	PwC

# Wprowadzenie

Faktyczne ograniczenie niezależności banków centralnych i przejrzystości ich instrumentów, duży udział operacji *quasi*-fiskalnych (w tym dodatkowe finansowanie MFW), a także przejęcie przez banki centralne niektórych funkcji pełnionych przez rynki finansowe to najważniejsze skutki uboczne stymulowania monetarnego w walce z kryzysem. Konsekwencją nowej roli banków centralnych jest kilkakrotny wzrost ich aktywów i pasywów, a także duży udział „trudnych” aktywów. Niestety umacnia się tendencja obarczania banków centralnych dodatkowymi zadaniami. Nie tylko Stany Zjednoczone, ale i kraje UE zamierzają nałożyć na banki centralne odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego, monitoring tzw. ryzyka systemowego i mikronadzór finansowy. Te nowe zadania są sprzeczne z głównymi obszarami działalności banków centralnych, np. z zadaniem dbałości o stabilność systemu bankowego i na pewno osłabiają niezależność krajowych banków centralnych. O efektywności stymulowania monetarnego i fiskalnego w walce z kryzysem w jego najostrejszej fazie, czyli w latach 2008–2009 oraz o polityce podatkowej po kryzysie dyskutowali paneliści i goście 108 seminarium z cyklu BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w marcu 2010 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: prof. Marka Dąbrowskiego (prezesa CASE) i dra Jarosława Nenemana (eksperta CASE).

Martin Wolf, główny komentator ekonomiczny *Financial Times*, twierdzi, że efekt zwiększonych oszczędności przy fiskalnym zacieśnianiu doprowadzi do czegoś gorszego niż drugie dno. Uważa, że zbyt pospieszne wzywianie do wycofania stymulusów fiskalnych *de facto* pogłębi kryzys i spowoduje spadki znacznie większe niż w 2009 r. Czy ma rację? (**Leszek Skiba, NBP**).

Zdaniem M. Dąbrowskiego argumentacja M. Wolfa jest trudna do zaakceptowania. Zastosowanie jakiegokolwiek narzędzia wymaga przestrzeni. Dzisiaj, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych (a należy się domyślać, że o nich właśnie pisze w swoich komentarzach M. Wolf) np. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, krajach zachodniej Europy, nie ma przestrzeni do stymulowania fiskalnego. Jeszcze dwanaście miesięcy temu wydawało się, że przynajmniej Rosja i Chiny mają taką przestrzeń. Dzisiaj już nie mają. Rosja, na przykład, wydała 2/3 swojego funduszu stabiliza-

cyjnego. Trwa dyskusja o powrocie do emisji długu publicznego na rynku krajowym i międzynarodowym. W Chinach stymulowanie fiskalne doprowadziło do bardzo silnego przegrzania gospodarki. Żeby ją schłodzić, Chiny powinny doprowadzić do aprecjacji juana. Brak decyzji o aprecjacji oznacza zacieśnienie polityki fiskalnej. Wniosek? Stymulowanie fiskalne należy do przeszłości. Próba dalszego przeciągania struny polegająca na tym, że będziemy nadal używali deficytu do stymulowania gospodarki może się skończyć, co dzisiaj oczywiste, katastrofą fiskalną.

Pozostaje natomiast dylemat polityki monetarnej, czyli jak szybko powinno następować wycofywanie stymulowania monetarnego i jakimi instrumentami powinno się dokonywać. Oczywiście, nie ma jednej recepty, bo sytuacja banków jest różna. Wszystkie duże banki zwiększyły poziom aktywów, ale różnice nadal występują. Fed poszedł znacznie dalej niż pozostałe skupując różnego rodzaju aktywa systemu finansowego, nie tylko krótko- i długoterminowe papiery rządowe. Jeśli zdecydowałby się z powrotem wprowadzić je na rynek, to mielibyśmy kolejną zapaść finansowania sektora rynku hipotecznego. EBC, mimo że zwiększył aktywa, prowadził znacznie ostrożniejszą politykę. W tej chwili ma łatwiejsze zadanie i mniej dylematów. Fed i Bank Anglii mają więcej możliwości, ale i problemów. Muszą zdecydować o kolejności i rodzaju instrumentów wycofywania się ze stymulowania monetarnego.

Trudna do zaakceptowania jest również swoista filozofia zakładająca, że polityka fiskalna (w znaczeniu keynesowskim) jest pewnym cudownym wytrychem. A to nieprawda (**M. Dąbrowski**). Na pewno nie jest to instrument aż tak znaczący jak zwykle się uważać. A najlepszym dowodem jest kazus Japonii z 1990 r. i tego, co działo się w tym kraju przez następne dwadzieścia lat. Japonia przez wiele lat miała zerowe stopy procentowe (dzisiaj zresztą znowu je ma), które niczego nie zmieniły. W dużym uproszczeniu można stwierdzić, że raczej zadziałał efekt ricardiański a nie keynesowski. A co widzimy patrząc na politykę fiskalną? Japonia, która w latach 80. ubiegłego wieku była jednym z krajów o najniższym zadłużeniu, dzisiaj jest liderem zadłużenia. Co prawda, na razie rynki finansowe nie podważają perspektywy Japonii, ale zobaczymy jak to będzie dalej. Oczywiście, na pewno reforma systemu finansowego (niezależnie od szczegółowych rozwiązań, jakie zostaną przyjęte) będzie musiała doprowadzić do *deleverage*. W jednym ze swoich artykułów Alan Greenspan pokazał pewną historyczną tendencję opisującą jak stosunek kapitału do aktywów banków ulegał stopniowemu zmniejszeniu od końca XIX w. do początków XXI w. Twierdził, że ta tendencja będzie musiała ulec odwróceniu. Oczywiście, nie obejdzie się bez kosztów, które będą musiały być zrekomensowane gdzieindziej. Ale nie kosztem większych deficytów, bo to jest droga donikąd. W dzisiejszych rozważaniach wielką nieobecną jest polityka strukturalna, polityka reform mikroekonomicznych. Wydaje się, że pewnie wszystkie kraje będą musiały podjąć takie rozważania. Oczywiście, część krajów europejskich, jak Grecja, Hiszpania, Portugalia, Włochy będą miały w tej dziedzinie wiele do zrobienia, ale również kraje, teoretycznie, bardziej elastyczne jak Wielka Brytania, Irlandia czy Stany Zjednoczone. Dziedzina jest politycznie trudna, a poza tym należy pamiętać, że na efekty decyzji trzeba czasu. Jednak wydaje się, że jest to jedyna droga rozwiązania problemu, czyli arytmetyki wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie czasu.

Wydaje się, że w Polsce w ogromnej mierze wpływ na wychodzenie z kryzysu będzie miała przede wszystkim niska stopa zatrudnienia (**Jeremi Mordasiewicz, PKPP Lewiatan**). Skandynawowie mając stopę zatrudnienia

na poziomie 70% niewiele mogą zrobić, polska (59%) daje duże pole manewru. Oznaczałoby to konieczność zmiany polityki. Dzisiaj koszty przywilejów emerytalnych to ok. 30 mld zł rocznie. Przywileje kosztują tyle, ile wynoszą łącznie wszystkie podatki od firm. Z porównania strategii Polski i Słowacji wynika, że w Polsce udział inwestycji w PKB wyniósł 21%, na Słowacji – 28%. Inwestycje publiczne były na tym samym poziomie. Różnica jest efektem przede wszystkim napływu inwestycji zagranicznych na Słowację. To, co Polska dała emerytom w postaci przywilejów, Słowacy przekazali firmom zagranicznym, co zaowocowało wzrostem tempa wzrostu gospodarczego. Bezdyskusyjnie, każdy kraj będzie musiał przyjąć własną strategię wychodzenia z zadłużenia. Dla Polski, jak się wydaje, właściwą strategią powinno być zwiększanie inwestycji, a nie wycofywanie się z bezproduktywnych przywilejów emerytalnych.

Zdaniem J. Nenemana likwidacja skutków kryzysu wymaga zwiększonych dochodów podatkowych. Co prawda podatki nie były przyczyną kryzysu, bo to nie zmiany podatkowe spowodowały kryzys, ale mogą być istotnym elementem pokryzysowej polityki gospodarczej. Wydaje się, że najmniej bolesnym sposobem zwiększenia dochodów podatkowych jest poprawa ściągalności. Czy są dobre przykłady jak to zrobić? (**Ewa Balcerowicz, CASE**). Dobrej odpowiedzi nie ma na tak postawione pytanie. Po pierwsze, jest to na pewno poprawa efektywności administracji publicznej (**J. Neneman**). Po drugie, co bardziej trudne, ale i ważne, nie do przecenienia jest porządkowanie prawa, czyli poszerzanie bazy i usuwanie wyjątków z prawa podatkowego.

Ewolucja systemu finansowego w ostatnich dwudziestu latach doprowadziła do zbyt dużego poziomu *leverage*, do nadmiernego ryzyka i niedostatecznej wyceny tego ryzyka (**M. Dąbrowski**). Korekta tych zasad prudenckiego nadzoru musi prowadzić do wzrostu kosztów funkcjonowania systemu pośrednictwa finansowego. Jeśli dodatkowo zwiększymy wymagania dotyczące np. kapitalizacji banków, to automatycznie oznaczać to będzie wyższe koszty. Jeśli do tego dołożymy jeszcze podatki, to czekają nas szokowe zmiany w systemie alokacji zasobów.





# Między Scyllą recesji a Charybdą inflacji: dylematy wyjścia z okresu intensywnego stymulowania makroekonomicznego

## 1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy z lat 2008–2009 przyniósł najpoważniejsze wyzwania dla polityki makroekonomicznej w okresie ostatnich 30 lat, tzn. od lat 70. XX wieku, kiedy najpierw rozpadł się powojenny system monetarny z Bretton Woods, a następnie gospodarka światowa doświadczyła dwóch kolejnych szoków naftowych oraz stagflacji. W okresie powstawania tego tekstu (marzec – kwiecień 2010 r.) wiele wskazywało na to, że najostrzejsza faza kryzysu została już przezwyciężona, choć prognozy makroekonomiczne, zarówno krótkookresowe (na lata 2010–2011), jak i tym bardziej długookresowe, obarczone były dużym marginesem niepewności i ryzyka.

Jak wynika z analizy przedstawionej w niniejszym artykule, niebezpieczeństwo nawrotu recesji nie jest całkowicie wykluczone. Możliwe są również nowe perturbacje natury makroekonomicznej i na rynkach finansowych, np. niewypłacalność sektora publicznego

w wielu krajach, nowa fala kryzysów bankowych, wyższa inflacja lub tworzenie się nowych baniek spekulacyjnych. Nawet zakładając optymistyczny scenariusz, tzn. perspektywę stopniowego ożywienia gospodarczego, bez nawrotu perturbacji makroekonomicznych i w sektorze finansowym, jest mało prawdopodobne, aby gospodarka światowa szybko powróciła do wysokiego tempa wzrostu, jakie obserwowaliśmy w latach 2003–2007.

Zarówno w skali globalnej, jak i narodowej (poszczególnych krajów) wiele będzie zależeć od polityki monetarnej i fiskalnej w okresie najbliższych kilkunastu miesięcy. W dłuższym okresie o ścieżce rozwoju gospodarczego zadecyduje gotowość polityczna do podjęcia trudnych, a często niepopularnych, reform mikroekonomicznych, strukturalnych i instytucjonalnych. Dodatkowo, na szczeblu ponadnarodowym ważną rolę wspomagającą mógłby odegrać sukces w trwających od wielu lat negocjacjach na temat liberalizacji handlu światowego (tzw. runda z Doha), postęp w zakresie global-

nej i regionalnej koordynacji polityki makroekonomicznej, standardów regulacyjnych dla sektora finansowego a także utworzenie międzynarodowych organów nadzoru finansowego.

Powyższe problemy są przedmiotem analizy w niniejszym artykule. Część 2 przedstawia ogólną ocenę efektywności stymulowania monetarnego i fiskalnego w walce z kryzysem w jego najostrzejszej fazie (na przełomie lat 2008/2009 i w trakcie roku 2009). Część 3 poddaje w wątpliwość założenia teoretyczne, jakie towarzyszyły antycyklicznej polityce fiskalnej, a w szczególności zignorowanie międzyokresowych ograniczeń budżetowych. W części 4 zawarta jest analiza negatywnych skutków dyskrecjonalnych interwencji fiskalnych w sferze mikroekonomicznej, instytucjonalnej i ekonomii politycznej. Część 5 omawia różnorodne skutki stymulowania monetarnego dla funkcjonowania banków centralnych oraz trudności wyjścia z tej formy pobudzania gospodarki. Część 6 poświęcona jest potencjalnemu konfliktowi makroekonomicznemu między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się w fazie wychodzenia z kryzysu. Część 7 zawiera krótkie podsumowanie głównych wątków dyskusji, podjętych w tym artykule.

## **2. Zróżnicowana ocena stymulowania makroekonomicznego w latach 2008–2009**

W odróżnieniu od fali kryzysów finansowych i walutowych na tzw. wschodzących rynkach w latach 90., a podobnie do Wielkiego Kryzysu z lat 1929–1933, kryzys lat 2007–2009 zaczął się w centrum gospodarki światowej, tzn. w USA. Bezpośrednią jego przyczyną było pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, spowodowanej z kolei zbyt luźną polityką monetarną w początkach bieżącej dekady i licznymi lukami

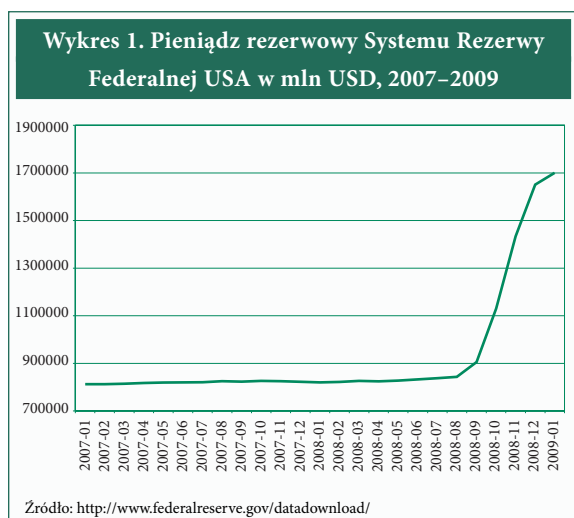
w systemie regulacji sektora finansowego. Ze względu na znaczące zaangażowanie banków amerykańskich i europejskich w finansowanie rynku nieruchomości w USA i innych krajach, kryzys ten w przeciągu roku dotknął także najważniejsze instytucje finansowe na świecie, paraliżując działanie wielu istotnych segmentów rynku finansowego.

Najbardziej spektakularnym i dramatycznym wydarzeniem okazało się bankructwo wielkiego amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers, ogłoszone w połowie września 2008 r. Na zasadzie reakcji łańcuchowej spowodowało ono paraliż pośrednictwa finansowego na większości rynków. Analizując to wydarzenie w kategoriach podaży pieniądza oznaczało ono gwałtowne zmniejszenie mnożnika pieniężnego, a w związku z tym – szerokich agregatów pieniężnych (przy danej bazie pieniężnej). Jednocześnie wzrosło gwałtownie zapotrzebowanie podmiotów gospodarczych na gotówkę i jej najbliższe surogaty, np. depozyty na żądanie przedsiębiorstw w bankach komercyjnych oraz dobrowolne rezerwy banków komercyjnych w bankach centralnych. Oznaczało to silny impuls deflacyjny, który na zasadzie reakcji łańcuchowej i spirali oczekiwań, mógł doprowadzić do długotrwałej zapaści gospodarczej, porównywalnej z Wielkim Kryzysem lat 30. XX wieku.

Tym razem jednak reakcja władz monetarnych była diametralnie inna niż w początkach Wielkiego Kryzysu. Nie będąc skrępowanymi, tak jak wówczas, gorsetem systemu opartego na parytecie złota, czołowe banki centralne, tzn. System Rezerwy Federalnej USA (Fed), Europejski Bank Centralny (EBC), Bank Anglii, Bank Japonii i Bank Szwajcarii zaczęły gwałtownie zwiększać podaż pieniądza rezerwowego (bazy pieniężnej), aby odpowiedzieć na to zapotrzebowanie. Ponieważ kanał stóp

procentowych okazał się mało wydajny (stopy procentowe banków centralnych były już obniżone do poziomu bliskiego zeru), sięgnięto po niestandardowe instrumenty, polegające m.in. na zakupie na szeroką skalę obligacji rządowych i prywatnych oraz innego typu papierów dłużnych, przy tym o okresie zapadalności znacznie dłuższym niż tradycyjnie akceptowane.

Polityka ta przyniosła zamierzone efekty. Bezprecedensowe zwiększenie podaży pieniądza rezerwowego (wykres1) bardzo szybko zrekompensowało skutki implozji na rynku finansowym. Udało się uniknąć deflacji, a spadek PKB i obrotów w handlu światowym, choć dotkliwy, okazał się być krótkotrwały. Poczynając od II kwartału 2009 r. pojawiła się nadzieja na uniknięcie najgorszego scenariusza, tzn. spirali deflacyjnej i głębokiego długotrwałego spadku PKB, a rynki finansowe i sektor realny rozpoczęły powrót do normalnego stanu.



Równoległe ze stymulowaniem monetarnym wiele rządów sięgnęło także po bodźce fiskalne. Gorącym orędownikiem antycyklicznej polityki fiskalnej okazał się Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) pod nowym

kierownictwem<sup>1</sup>. Konceptualnie można mówić o dwóch rodzajach stymulowania fiskalnego – automatycznych stabilizatorach fiskalnych oraz dyskrecjonalnych pakietach stymulujących. Pierwszy rodzaj oddziaływania polityki fiskalnej na sektor realny gospodarki wiąże się z automatycznym niejako reagowaniem dochodów i wydatków państwa na zmiany w koniunkturze gospodarczej. W warunkach spadku PKB spadają dochody państwa, zarówno podatkowe, jak i niepodatkowe. Z drugiej strony, na ogół rosną wydatki o charakterze socjalnym. Stopień reakcji dochodów i wydatków na spadek PKB zależy w dużej mierze od zachowania takich agregatów makroekonomicznych, jak konsumpcja indywidualna, inwestycje, eksport i import, a także od charakterystyki systemu podatkowego oraz stopnia rozwoju obligatoryjnych świadczeń socjalnych.

Dyskrecjonalne pakiety fiskalne obejmują dodatkowe instrumenty polityki gospodarczej, które w celu pobudzenia popytu zmniejszają obciążenia podatkowe lub zwiększają wydatki państwa, np. inwestycyjne lub socjalne. Mogą one mieć charakter tymczasowy lub trwały. Choć na poziomie konceptualnym różnice między automatycznymi stabilizatorami, a działaniami dyskrecjonalnymi są w miarę oczywiste, w praktyce trudno precyzyjnie oddzielić stopień ich oddziaływania na podstawie dostępnych statystyk budżetowych. Wiadomo jednak, że w czasie ostatniego kryzysu dyskrecjonalne pakiety fiskalne odegrały znaczącą rolę w takich krajach, jak Arabia Saudyjska, Chiny, Japonia, Korea, Indonezja, Rosja, Republika Południowej Afryki, Hiszpania, USA i Wielka Brytania (Prasad i Sorkin, 2009).

Jeśli celowość agresywnego stymulowania monetarnego w najostrejszej fazie kryzysu nie budziła większych wątpliwości, to znacznie więcej znaków zapytania powsta-

ło wokół efektywności i skutków stymulowania fiskalnego, poza wydatkami na ratowanie systemu bankowego.

### 3. Od stymulowania fiskalnego do kryzysu zadłużenia

Uzasadnienie dla stymulowania fiskalnego wywodzi się z tradycji ekonomii keynesowskiej oraz z doświadczeń lat 30., czyli okresu wychodzenia z Wielkiego Kryzysu, często zresztą interpretowanych w zbyt uproszczony sposób<sup>2</sup>. Argumentacja ta jednak abstrahuje od realiów współczesnej gospodarki światowej, a także od stanu finansów publicznych w przededniu kryzysu. Z tego też względu idea stymulowania fiskalnego spotkała się z ostrą krytyką wielu autorów – zob. m.in. Balcerowicz i Rzońca (2008); Wieland (2009); Buitier (2009); Dąbrowski (2009).

Zacznijmy kwestii absolutnie kluczowej dla dalszych rozważań, czyli międzyokresowych ograniczeń fiskalnych. Jak świadczą dane tabel 1 i 2, większość krajów rozwiniętych miała nadmierne deficyty i zadłużenie publiczne już w chwili rozpoczęcia się kryzysu, po okresie bardzo dobrej koniunktury w latach 2003–2007<sup>3</sup>, a więc tak naprawdę nie miały one przestrzeni makroekonomicznej dla zastosowania aktywnej antycyklicznej polityki fiskalnej<sup>4</sup>.

Świadomość trudnej sytuacji fiskalnej i oczekiwanie jej dalszego pogorszenia (patrz niżej) nie daje gwarancji, że stymulowanie fiskalne przyniesie oczekiwany efekt keynesowski, tzn. pobudzenie popytu, a nie na odwrót – efekt ricardiański, czyli zwiększenie skłonności do oszczędzania, w oczekiwaniu wyższych podatków w przyszłości. Kolejny tradycyjny efekt keynesowski, czy-

Tabela 1. Deficyt sektora finansów publicznych, w % PKB

Kraj	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Francja	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,4	-7,0
Niemcy	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,5	-0,1	-4,2
Włochy	-3,5	-3,5	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,6
Japonia	-8,0	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,8	-10,5
Wielka Brytania	-3,3	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,1	-11,6
USA	-4,8	-4,3	-3,2	-2,2	-2,8	-5,9	-12,5

Źródło: World Economic Outlook Database, IMF, październik 2009.

Tabela 2. Dług publiczny brutto, w % PKB

Kraj	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Francja	66,4	63,6	63,8	67,5	76,7	82,6	86,6	89,6	91,5	92,6
Niemcy	66,4	65,9	63,4	67,1	78,7	84,5	87,8	89,7	90,1	89,3
Włochy	105,8	106,5	103,5	105,7	115,8	120,1	123,5	126,0	127,9	128,5
Japonia	191,6	191,3	187,7	196,6	218,6	227,0	231,9	237,2	241,8	245,6
Wielka Brytania	42,1	43,2	44,1	52,0	68,7	81,7	89,3	94,1	96,9	98,3
USA	61,4	60,9	61,9	70,4	84,8	93,6	97,7	100,9	104,3	108,2

Źródło: World Economic Outlook Database, IMF, październik 2009.

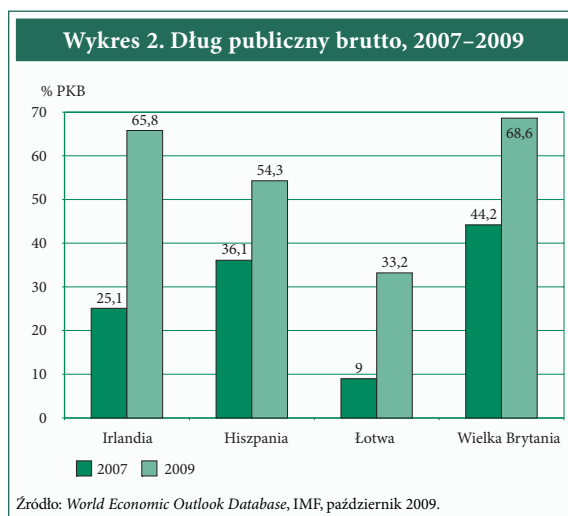
li tzw. mnożnik popytowy, również stoi pod znakiem za-  
pytania z tego samego powodu, a także ze względu  
na niesprawność systemu finansowego w okresie kry-  
zysu i nieuchronne „wyciekanie” popytu za granicę w wa-  
runkach otwartej gospodarki i silnie zintegrowanych  
rynków międzynarodowych.

Obawy te potwierdziły się dość szybko, kiedy okazało  
się, że liczne gospodarki popadły w pułapkę długu pu-  
blicznego. Z danych tabeli 2 wynika, że największe kra-  
je OECD gwałtownie zwiększyły poziom długu publicz-  
nego w stosunku do PKB w okresie kryzysu i, poza  
Niemcami, nie będą w stanie powstrzymać dalszego wzro-  
stu zadłużenia do 2014 r., tzn. w horyzoncie średniookre-  
sowej projekcji makroekonomicznej MFW, opartej  
zresztą na stosunkowo optymistycznych wskaźnikach  
wzrostu gospodarczego. Większość krajów rozwijających  
się i postkomunistycznych znajduje się w nieco lepszym  
położeniu ze względu na niższy wyjściowy poziom dłu-  
gu publicznego do PKB oraz wyższą oczekiwaną dyna-  
mikę wzrostu gospodarczego. Ale także w tej grupie na-  
stąpiło istotne pogorszenie wskaźników fiskalnych  
w stosunku do sytuacji sprzed kryzysu.

W przypadku czterech krajów Unii Europejskiej przed-  
stawionych na wykresie 2, przyrost poziomu zadłużenia  
w okresie kryzysu okazał się spektakularny. Według pro-  
gnozy MFW z września 2009 r. w ciągu dwóch lat  
(2007–2009) przyrost długu publicznego w Irlandii miał  
wynieść aż 40,7% PKB (!), w Wielkiej Brytanii o 24,4%  
PKB, na Łotwie o 24,2% PKB, a w Hiszpanii o 18,2% PKB.

Wniosek metodologiczny płynący z tej analizy jest na-  
stępujący: wskaźnik zadłużenia publicznego do PKB nie  
jest dobrą miarą ilustrującą długookresową wypłacal-  
ność finansów publicznych. Jego gwałtowne pogorsze-  
nie w okresie kryzysu nie powinno być zresztą niespo-

dzianką w sytuacji, kiedy jednocześnie rośnie licznik  
(w wyniku spadku dochodów i wzrostu wydatków bu-  
dżetowych) oraz kurczy się mianownik (PKB). W nie-  
których przypadkach dochodzi dodatkowo efekt depre-  
cjacji waluty narodowej, gdy część długu publicznego  
zaciągnięta jest w walutach obcych lub gdy rząd prze-  
jmuje zobowiązania sektora prywatnego, np. w ramach  
ratowania systemu bankowego przed bankrutem.



Szybsze, niż oczekiwano, ujawnienie się międzyokreso-  
wych ograniczeń budżetowych spowodowało koniecz-  
ność natychmiastowych dostosowań fiskalnych w wielu  
krajach. Najczęściej komentowanym w mediach przypad-  
kiem w pierwszym kwartale 2010 r. była Grecja, ale wo-  
bec niestabilności na międzynarodowych rynkach finan-  
sowych oraz obniżki ocen wypłacalności, dokonywanych  
przez agencje ratingowe, inne kraje będą musiały wkrót-  
ce stawić czoła groźbie bankructwa.

W praktyce oznacza to konieczność natychmiastowe-  
go przejścia od antycyklicznej do procyklicznej polity-  
ki fiskalnej (tzn. zacieśnienia fiskalnego) w warunkach,  
kiedy kryzys nie został jeszcze w pełni przezwyciężo-  
ny. Będzie to swoją drogą bardzo ciekawy naturalny eks-

peryment, pozwalający zweryfikować empirycznie, na ile w trakcie konsolidacji fiskalnej krajów wysoko zadłużonych działa efekt keynesowski, a na ile – niekeynesowski (zob. Siwińska i Bujak, 2006). Jakikolwiek będzie ten efekt, dotyczyć on będzie krótkiego okresu (1–2 lat). W dłuższej perspektywie brak konsolidacji fiskalnej uniemożliwi powrót na ścieżkę wysokiego wzrostu gospodarczego, gdyż wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego będą absorbowały coraz większą część oszczędności prywatnych.

Główne działania dostosowawcze muszą obejmować wycofywanie nadzwyczajnych instrumentów stymulacyjnych, ograniczenie zobowiązań socjalnych państwa (np. podnoszenie wieku emerytalnego), ponowną prywatyzację upaństwowionych banków po ich sanacji, a także prywatyzację innych przedsiębiorstw państwowych tam, gdzie sektor publiczny ma wciąż duży udział w działalności gospodarczej (np. w Grecji).

Warto przy tym wyraźnie podkreślić, iż scenariusz inflacyjny, sugerowany przez niektórych ekonomistów (Blanchard et al., 2010; Dadush i Naim, 2010), nie pomoże wyjść z pułapki zadłużenia. Zanim dojdzie do inflacyjnej deprecjacji zobowiązań państwa, kredytodawcy zareagują z wyprzedzeniem, żądając znacznie wyższej dochodowości nowo emitowanych papierów skarbowych (łącznie ze znacznie wyższą premią ryzyka).

#### **4. Negatywne skutki mikroekonomiczne dyskrecjonalnych interwencji fiskalnych**

Obok wątpliwości natury makroekonomicznej, przedstawionych w poprzedniej części, można także wskazać na wiele negatywnych skutków ubocznych stymulowania fiskalnego w sferze mikroekonomicznej, ekonomii

politycznej i świadomości społecznej. W szczególności dotyczy to przypadków dyskrecjonalnych pakietów stymulacyjnych, tj. sytuacji, kiedy rząd wychodzi poza zakres działania automatycznych stabilizatorów i podejmuje dodatkowe kroki, mające na celu pobudzić gospodarkę.

Po pierwsze, znacznie łatwiej wprowadzić pakiet stymulacyjny niż go wycofać, nawet wówczas, gdy jego działanie jest z góry ograniczone w czasie. Działa tu ekonomia polityczna polityki fiskalnej – nie jest na ogół problemem zbudowanie koalicji politycznej, popierającej dodatkowe wydatki, obniżkę podatków lub wprowadzenie ulg podatkowych, szczególnie jeśli towarzyszy temu keynesowska argumentacja, że skorzystają na tym wszyscy. Następnie jednak koalicja taka zaczyna żyć własnym życiem, walcząc o utrzymanie instrumentów stymulujących w nieskończoność.

Po drugie, przykład jednego programu pobudzającego aktywizuje, na zasadzie efektu demonstracji, inne grupy interesów do walki o swoje przywileje, kosztem budżetu państwa. Dyskrecjonalna antycykliczna polityka fiskalna zachęca więc do lobbingu, *rent seeking* i korupcji.

Po trzecie, aktywne stymulowanie fiskalne rujnuje dyscyplinę budżetową. Doświadczenia ostatniego kryzysu pokazują, że dotyczy to zarówno szczebla narodowego, europejskiego (powszechne naruszanie kryteriów z Maastricht oraz mechanizmów Paktu Stabilności i Wzrostu<sup>5</sup>) jak i globalnego (osłabienie kryteriów fiskalnych w programach MFW).

Po czwarte, w wielu przypadkach interwencje fiskalne spowalniają dostosowania w sferze realnej, podtrzymując sztucznie przy życiu nadmiernie przerośnięte sek-

tory gospodarki, np. przemysł samochodowy lub rynek mieszkaniowy.

Po piąte, stymulowanie fiskalne, szczególnie dyskrecjonalne, prowadzi bardzo często do nacjonalizmu ekonomicznego, czyli dyskryminacji zagranicznych podmiotów gospodarczych i różnych form protekcjonizmu handlowego, inwestycyjnego i na rynku pracy. Dzieje się tak nawet wewnątrz Unii Europejskiej, wystawiając na ciężką próbę mechanizm Jednolitego Rynku Europejskiego i unijne reguły polityki konkurencji. Trudno się temu dziwić, gdyż interwencje fiskalne dokonują się głównie na szczeblu narodowym (budżet UE ograniczony jest do 1% PKB i przeznaczony na finansowanie kilku wspólnych polityk i programów), a zarówno rządy, jak i parlamenty muszą się liczyć z interesami wyborców/podatników. Stąd tendencja, aby pomagać „swoim”, a nie „obcym”.

## 5. Dylematy stymulowania monetarnego

Bankom centralnym i polityce pieniężnej przyszło zapłacić wysoką cenę za niewątpliwy sukces, jakim było zapobieżenie groźbie głębokiej deflacji i długotrwałej recesji, na podobieństwo tej z lat 30. XX wieku (patrz cz. 2).

Przede wszystkim nastąpiło ograniczenie faktycznej niezależności banków centralnych (mimo że przepisy prawne regulujące ich działanie pozostały niezmiennym), jednoznaczności i przejrzystości ich misji oraz stosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Reputację niektórych banków centralnych nadszarpnęła też duża skala operacji quasi-fiskalnych, związanych z ratowaniem systemu bankowego i mieszkaniowego. W krajach wysoko rozwiniętych zjawiska te w większym stopniu dotknęły System Rezerwy Federalnej USA i Bank Anglii, niż

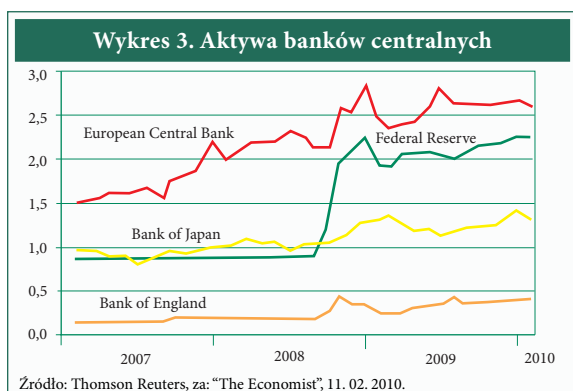
Europejski Bank Centralny i Bank Japonii. Ale wszystkie banki centralne musiały się zaangażować w uzupełnienie funduszy MFW, a to, biorąc pod uwagę ich przeznaczenie, m.in. na wspomaganie budżetów krajów objętych programami dostosowawczymi, można uznać za gigantyczną międzynarodową operację quasi-fiskalną (o łącznej sumie około 1 biliona dolarów USA).

Przejęcie przez banki centralne niektórych funkcji pełnionych przez rynki finansowe, które zamarły w wyniku bankructwa Lehman Brothers, na przykład zaopatrzenia banków komercyjnych w bieżącą płynność, ogromnie skomplikowało warunki prowadzenia polityki pieniężnej w okresie kryzysu. Ale na tym problem się nie kończy. Nawet w warunkach stopniowego odbudowywania rynku pieniężnego (międzybankowego) i wycofywania się z nadzwyczajnych programów zasilających, banki centralne pozostaną prawdopodobnie obciążone dodatkowymi zadaniami w zakresie stabilności systemu finansowego, monitoringu tzw. makroryzyka systemowego i mikronadzoru finansowego. Znowu dotyczy to w pierwszej kolejności Systemu Rezerwy Federalnej USA i Banku Anglii, które prawdopodobnie przejmą odpowiedzialność za część nadzoru finansowego. Ale i Europejski Bank Centralny stanie się częścią nowego europejskiego systemu nadzoru finansowego (De Larosiere et al. 2009), choć jego rola koncentrować się będzie na przewodniczeniu (w osobie preza EBC) Europejskiej Radzie Ryzyka Systemowego. Literatura teoretyczna (np. Cukierman, 1992) i doświadczenia praktyczne (w tym zebrane w trakcie obecnego kryzysu) pokazują, że misja antyinflacyjna banku centralnego i jego odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego mogą znajdować się w poważnym konflikcie.

Konieczność szybkiego wzrostu podaży pieniądza rezerwowego w końcu 2009 r. i 2010 r. (zob. cz. 2) dopro-



wadziła do kilkukrotnego wzrostu aktywów i pasywów banków centralnych, w tym dużego udziału „trudnych” aktywów w ich bilansach (wykres 3). Powrót do stanu „normalności”, tzn. wyzbycie się przez banki centralne aktywów długoterminowych i tych o niższej jakości będzie operacją niełatwą. Może ono doprowadzić do zachwiania kruchej równowagi na niektórych segmentach rynku finansowego (np. papierów związanych z rynkiem nieruchomości), wzrostu dochodowości obligacji rządowych, a w skrajnych przypadkach konieczności uznania strat poniesionych przez banki centralne w wyniku ich wcześniejszych interwencji (co powinno z kolei znaleźć odzwierciedlenie na rachunkach fiskalnych).



Aby uniknąć nowych perturbacji na rynkach finansowych, tempo wycofywania się przez banki centralne z nadzwyczajnych interwencji ilościowych (*quantitative easing*), podjętych w najostrzejszej fazie kryzysu, musi być odpowiednio monitorowane, a także być przedmiotem ich wzajemnych konsultacji. W następnej kolejności (po wycofaniu się z interwencji ilościowych) banki centralne będą musiały zacząć podnosić stopy procentowe z obecnego, rekordowo niskiego poziomu.

Tempo nieuchronnego zacieśnienia polityki pieniężnej, szczególnie w USA, będzie miało też decydujący wpływ na kształtowanie się globalnych scenariuszy makroeko-

nomicznych w trakcie najbliższych kilku lat, a być może także w dłuższym horyzoncie czasu. W chwili obecnej można zidentyfikować dwa rodzaje potencjalnych niebezpieczeństw związanych z niewłaściwym tempem wychodzenia ze stymulowania monetarnego lat 2007–2009.

Pierwsze niebezpieczeństwo wiąże się ze zbyt wczesnym zacieśnieniem polityki pieniężnej, na skutek którego gospodarki najważniejszych krajów rozwiniętych mogą doświadczyć powtórnej recesji (*double-deep recession*), a następnie część z nich (szczególnie dotyczy to Europy Zachodniej) długotrwałej stagnacji, na podobieństwo Japonii po kryzysie giełdowym i na rynku nieruchomości w roku 1990. Prawdopodobieństwu spełnienia się takiego scenariusza mogłaby też sprzyjać konieczność natychmiastowego zacieśnienia polityki fiskalnej, dyskutowana w cz. 3.

Drugi rodzaj niebezpieczeństwa polega na możliwości powtórzenia błędu Fed z lat 2002–2004, kiedy po okresie nadzwyczajnego złagodzenia polityki pieniężnej, związanego z krachem na rynku nowych technologii (tzw. kryzys dot. com) oraz atakiem terrorystycznym z 11 września 2001 r., nastąpiło zbyt późne jej zacieśnienie, doprowadzając w latach 2003–2007 do powstania baniek spekulacyjnych na rynkach nieruchomości, papierów wartościowych oraz surowców. Taki scenariusz wiązałby się z groźbą globalnej inflacji, tworzenia nowych „baniak” spekulacyjnych, w szczególności na rynku surowców oraz dalszego pogłębiania się nierównowagi makroekonomicznej w skali globalnej.

Biorąc pod uwagę naciski polityczne na banki centralne oraz dominujący w elitach politycznych i intelektualnych lęk przed powtórką doświadczeń z okresu Wielkiego Kryzysu sprzed 80 lat, niebezpieczeństwo popeł-

nienia drugiego błędu wydaje się dziś bardziej prawdopodobne. Niemniej jest wciąż szansa na znalezienie ścieżki pośredniej, między Scyllą ponownej recesji, a Charibdą globalnej inflacji.

## **6. Konflikt makroekonomiczny między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się**

Wybór optymalnej ścieżki wychodzenia z kryzysu wiąże się z jeszcze jednym poważnym wyzwaniem, jakim są narastające różnice potrzeb i interesów makroekonomicznych krajów wysokorozwiniętych oraz tzw. rynków wschodzących. Ostrość tego konfliktu wynika m.in. z silnej integracji międzynarodowych rynków finansowych, roli dolara i euro jako walut globalnych, ograniczonej suwerenności makroekonomicznej narodowych polityk makroekonomicznych, szczególnie w mniejszych krajach, oraz wyższego potencjału wzrostu gospodarczego w gospodarkach „doganiających”. Te ostatnie są najbardziej narażone na skutki ewentualnego kolejnego przegrzania koniunktury globalnej, a w związku z tym są one zainteresowane szybszym zastrzeżeniem polityki pieniężnej w USA, UE i Japonii. Z kolei kraje najbogatsze obawiają się ponownej recesji lub długotrwałej stagnacji, o czym była mowa w cz. 5, a więc chciałyby utrzymać obecne niskie stopy procentowe nieco dłużej.

Niskie stopy procentowe największych banków centralnych stymulują przepływ kapitału spekulacyjnego z krajów wysoko rozwiniętych na wschodzące rynki. Dotyczy to w szczególności części Ameryki Łacińskiej i Azji, które wyszły oborną ręką z ostatniego kryzysu, ale wkrótce może też dotknąć część nowych państw członkowskich UE, np. Polskę, Czechy i Słowację. Gwałtowny napływ kapitału powoduje poważne wyzwania, np.

import inflacji, groźba budowy baniek spekulacyjnych, zmniejszenie oszczędności krajowych.

Warto podkreślić, że płynny kurs walutowy tylko częściowo zwiększa autonomię narodowej polityki makroekonomicznej i zmniejsza niebezpieczeństwo przegrzania gospodarki. Wprawdzie łatwiej jest walczyć z importem presji inflacyjnej, ale z drugiej strony perspektywa aprecjacji lokalnej waluty stanowi dodatkowy bodziec dla napływu kapitału spekulacyjnego.

Także polityka fiskalna może stać się, w rosnącym stopniu, źródłem konfliktu między krajami wysokorozwiniętymi, a rozwijającymi się. Wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego w krajach OECD, wynikające ze wzrostu ich zadłużenia (patrz cz. 3) ograniczą dostęp do kapitału krajom rozwijającym się. Dotyczy to będzie zarówno ich sektora publicznego, jak i prywatnego.

## **7. Podsumowanie**

Kryzys finansowy lat 2007–2009 zaskoczył większość rządów, ekonomistów i analityków na świecie, a reakcja polityki gospodarczej na to dramatyczne wyzwanie kształtowała się w biegu, zawierając wiele elementów spontanicznej improwizacji. Nie było czasu na precyzyjne dostrajanie instrumentów polityki monetarnej i fiskalnej i na głębszą debatę na temat najlepszych sposobów ratowania sektora finansowego.

W początkach drugiego kwartału 2010 r., kiedy najostrejsza faza kryzysu wydaje się być za nami, można zaryzykować twierdzenie, że podstawowy instrument antykryzysowej polityki makroekonomicznej, tj. gwałtowne zwiększenie podaży pieniądza rezerwowego okazał się prawidłowy i efektywny, choć obecnie przy-

szyła pora na przeprowadzenie delikatnej i złożonej operacji stopniowego wycofywania się z decyzji stymulacyjnych, podjętych w latach 2007–2009. Od wyboru właściwego tempa i konkretnej ścieżki zacieśniania polityki pieniężnej będzie zależało, czy gospodarce globalnej uda się uniknąć jednego z dwóch skrajnych scenariuszy, tzn. z jednej strony ponownej recesji/stagnacji, a drugiej – przyspieszenia inflacji i powstania nowych baniek spekulacyjnych.

Znacznie surowsza jest ocena działań fiskalnych, podjętych w początkowym okresie kryzysu. Na razie nie ma przekonujących dowodów na to, że antycykliczna polityka fiskalna (szczególnie biorąc pod uwagę opóźnienia czasowe jej towarzyszące) odegrała decydującą rolę w walce z kryzysem. Koszty tej polityki są natomiast dramatycznie wysokie i będą się kładły cieniem na warunkach rozwoju gospodarczego wielu krajów przez wiele następnych lat, jeśli nie dziesięcioleci. Najistotniejszym negatywnym skutkiem makroekonomicznym próby stymulowania fiskalnego stał się gwałtowny wzrost poziomu długu publicznego w stosunku do PKB w większości krajów wysokorozwiniętych i w części krajów o średnim i niskim poziomie rozwoju, stawiając w niektórych wypadkach pod znakiem zapytania ich krótko- i długookresową wypłacalność. Ale są też negatywne efekty uboczne w sferze mikro i instytucjonalnej – wzrost fali protekcjonizmu/nacjonalizmu ekonomicznego, spowolnienie niezbędnych zmian strukturalnych, podważenie z trudem budowanej dyscypliny fiskalnej itp.

Najbliższe miesiące i lata pokażą, na ile polityka ekonomiczna w skali globalnej i w poszczególnych krajach sprostą niełatwej spuściznie pozostawionej przez ostatni kryzys.

## Literatura

Balcerowicz, L., Rzońca, A. (2008): *A Non-Stimulating Stimulus?*, CASE Network E-Briefs, No. 10/2008.

Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P. (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN 10/03, February 12.

Buiter, W. (2009): *The Limits to Fiscal Stimulus*, CEPR Discussion Paper, No. 7607, December.

Cukierman, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press

Dąbrowski, M. (2009): *From Fiscal Stimulus to Fiscal Crisis*, CASE Network E-Briefs, No. 12/2009

Dadush, U., Naim, M. (2010): *We Should Beware the Cult of Very Low Inflation*, Financial Times, March 5.

De Larosiere, J. et al. (2009): *Report*, the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere, Brussels, February 25, [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

Prasad, E., Sorkin, I. (2009): *Assessing the G-20 Stimulus Plans: A Deeper Look*, The Brookings Institution, [http://www.brookings.edu/articles/2009/03\\_g20\\_stimulus\\_prasad.aspx](http://www.brookings.edu/articles/2009/03_g20_stimulus_prasad.aspx)

Siwińska, J., Bujak, P. (2006): *The Short-Run Macroeconomic Effects of Discretionary Fiscal Policy Changes*, w: Dąbrowski, M. & Rostowski, J. (red.): *The Eastern Enlargement of the Eurozone*, Springer, s. 131-145.

Wieland, V. (2009): *Eurozone stimulus: A myth, some facts, and impact estimates*, VOX, September 5, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3949>

## Przypisy

<sup>1</sup> Zob. „IMF Urges Stimulus as Global Growth Marked Down Sharply”, World Economic Outlook update, November 6, 2008; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW110608A.htm>.

<sup>2</sup> Szczegółowa analiza tego doświadczenia wychodzi jednak poza tematykę niniejszego artykułu.

<sup>3</sup> Jedynie Niemcy przeprowadzili w latach 2006–2008 skuteczny program konsolidacji fiskalnej.

<sup>4</sup> Odmienne wyglądała sytuacja w krajach azjatyckich i naftowych, z o wiele niższym poziomem zadłużenia publicznego, z niewysokimi deficytami, a niekiedy nawet nadwyżkami budżetowymi (wiele z tych krajów zgromadziło znaczące rządowe fundusze rezerwowe). Te kraje posiadały pewną przestrzeń fiskalną dla dyskrecjonalnych pakietów stymulacyjnych.

<sup>5</sup> W chwili obecnej ponad 20 krajów członkowskich UE objętych jest procedurą nadmiernego deficytu.

# Polityka podatkowa po kryzysie

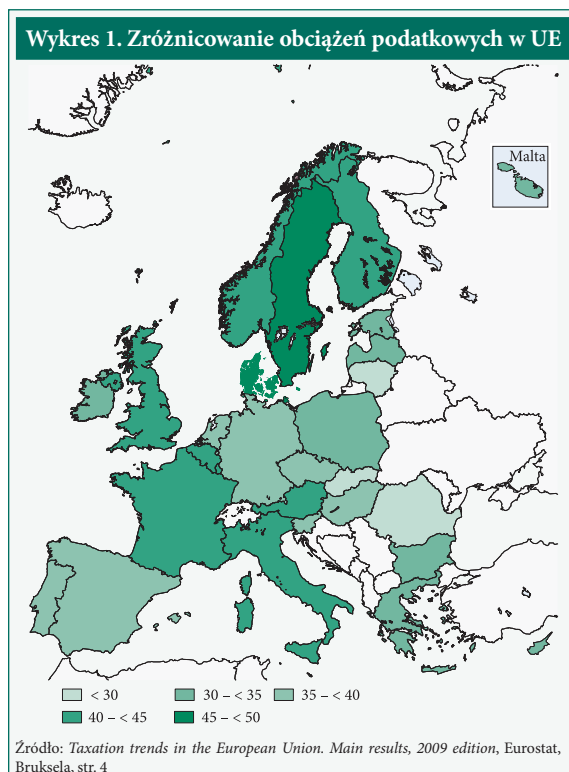
## Perspektywa europejska

*Don't tax you.  
Don't tax me.  
Tax that fella behind the tree<sup>1</sup>*  
Senator Russell Long

### Tło

Europa, a szczególnie Unia Europejska, jest obszarem o najwyższych podatkach na świecie. Tradycyjnie najwyższe podatki występują w krajach skandynawskich oraz w Europie środkowo-zachodniej. Nowe kraje członkowskie cechuje znacznie niższy udział podatków i składek na ubezpieczenia społeczne w PKB (wykres 1).

Udział podatków i składek w PKB rósł w krajach UE (podobnie jak i na całym świecie) nieprzerwanie do końca ubiegłego stulecia. Średnia ważona PKB dla 25 krajów UE osiągnęła poziom ponad 40% w 1999 r., by zanotować niewielkie spadki w kolejnych latach. Spadki te były wynikiem fali obniżek stawek podatkowych w podatkach bezpośrednich – głównie CIT. Jednak pod koniec pierwszej dekady XXI podatki znów zaczęły rosnąć, co wynikało raczej z dobrej koniunk-

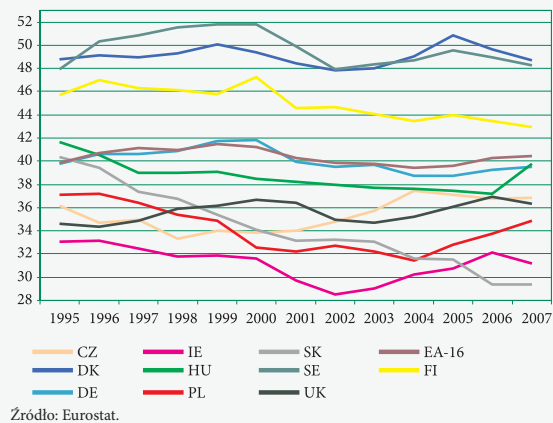


tury i wyższej ściągłości podatków niż ze wzrostów stawek podatkowych. Trend wzrostowy skończył się gwałtownie w wyniku kryzysu finansowego, który zaczął się w 2008 r. Spadek ten wynikał zarówno z obniżek podatków mających na celu stymulowanie popytu, jak i z załamania koniunktury, a więc ze spadku dochodów i wydatków podatników – czyli skurczenia się bazy podatkowej.

Wykres 2 pokazuje jak zmieniał się stopień fiskalizmu w wybranych krajach UE. Warto zwrócić uwagę, że, mimo pewnych spadków, kraje skandynawskie mają nadal najwyższe podatki w Unii Europejskiej – dużo wyższe niż pozostałe kraje. Warto też zauważyć, że kilka krajów zdołało istotnie i trwale zmniejszyć stopień fiskalizmu. Najlepszym przykładem jest tu Słowacja, gdzie spadek wyniósł ponad 10 punktów procentowych. Polska „płasuje się w środku peletonu”. Samo porównywanie stopnia fiskalizmu niewiele mówi o polityce fiskalnej. Spadek fiskalizmu może być bowiem rezultatem obniżki podatków, jak i też załamania koniunktury. W okresie, który obejmuje wykres 2 koniunktura gospodarcza była generalnie dobra<sup>2</sup>, więc w większości przypadków zmiany fiskalizmu wynikały z obniżek stawek podatków. Pogląd, że obniżanie podatków to dobra droga do zwiększenia tempa wzrostu PKB jest dość popularny, co nie znaczy, że znajduje jednoznaczne potwierdzenie w badaniach empirycznych. Jednak bezsporne jest, że obniżanie podatków i składek na ubezpieczenia społeczne niepołączone ze stosowną redukcją wydatków publicznych, można traktować jako awanturnictwo gospodarcze. Warto więc na zmiany stopnia fiskalizmu spojrzeć z perspektywy deficytu sektora finansów publicznych, co przedstawia wykres 3.

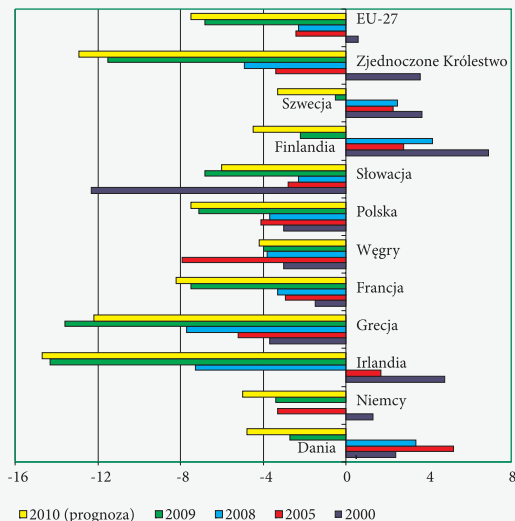
Porównanie wykresów 2 i 3 pokazuje, że sukces Słowacji okupiony był ogromnym deficytem budżeto-

**Wykres 2. Udział podatków i składek na ubezpieczenia społeczne w PKB w wybranych krajach UE w latach 1995–2007, w %**



Źródło: Eurostat.

**Wykres 3. Saldo sektora finansów publicznych w wybranych krajach UE**



Źródło: Eurostat i European Economic Forecast, "European Economy" 10/2009.

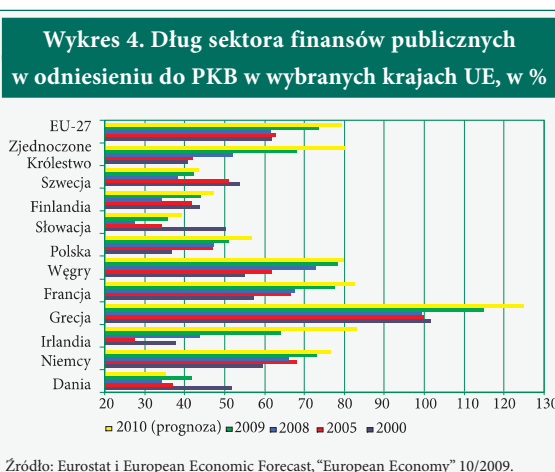
wym, który jednak w kolejnych latach bieżącego stulecia został istotnie zmniejszony. Przykład Słowacji pokazuje, że niezwykle trudno jest przeprowadzić obniżkę podatków i redukcję wydatków. Być może z punktu widzenia ekonomii politycznej reformy fiskalne trzeba zacząć od obniżenia podatków, a potem „stojąc pod ścianą” rozpocząć redukcję wydatków.

W Polsce druga połowa bieżącej dekady, to czas zmarnowany – mimo wysokiej dynamiki PKB i jeszcze szybszej dynamiki dochodów podatkowych i paropodatkowych nie udało się radykalnie i trwale ograniczyć deficytu.

Wykres 3 pokazuje też, że grupa krajów – kraje skandynawskie – utrzymywała przez długi czas nadwyżki w sektorze finansów publicznych. Co charakterystyczne są to kraje o najwyższych podatkach na świecie. Nadwyżki budżetowe przeznaczane były na spłatę długu publicznego i przygotowanie się na złe czasy, które nastąpiły po 2008 r. Wtedy to saldo sektora zmieniło się z dodatniego na ujemne, a skala zmiany wynosiła kilka punktów procentowych w skali jednego roku.

Oczywiście, deficyty sektora kumulują się postaci długu publicznego. Póki ani poziom, ani dynamika długu nie jest wysoka, brak politykom<sup>3</sup> bodźców do jego redukcji lub choćby stabilizacji. Niestety, brak działań, gdy sytuacja gospodarcza jest dobra, może okazać się fatalny w skutkach, czego dobrym przykładem jest choćby Grecja.

Wykres 4 przedstawia wysokość długu publicznego w odniesieniu do PKB. Jak widać, nawet mimo dobrej koniunktury, poziom długu publicznego między rokiem 2000 a 2008 w UE nie zmienił się. W istocie, gdyby nie kraje Skandynawskie, zwiększyłby się poza obowiązujący (teoretycznie) limit 60%. Najbardziej spektakularne osiągnięcia w redukcji długu publicznego osiągnęła wspomniana już Słowacja. Warto przypomnieć, że redukcji długu towarzyszyło zmniejszanie fiskalizmu w tym kraju. Dania, to drugi kraj, który w ciągu niespełna dekady obniżył dług publiczny ponad 1/4. Polska, jak widać zmarnowała doskonałą koniunkturę środka dekady – długu publicznego nie udało się zmniejszyć.



Z nielicznymi wyjątkami kraje UE weszły w kryzys gospodarczy ze sporymi deficytami i dużym długiem publicznym. Rzecz oczywista, że kryzys spotęgował te problemy. W dłuższej perspektywie, a dla niektórych krajów (*vide* Grecja, Irlandia, Portugalia i Hiszpania) nawet i w krótkiej perspektywie, sytuacja taka nie jest możliwa do utrzymania i polityka fiskalna stoi przed wielkim wyzwaniem<sup>4</sup>.

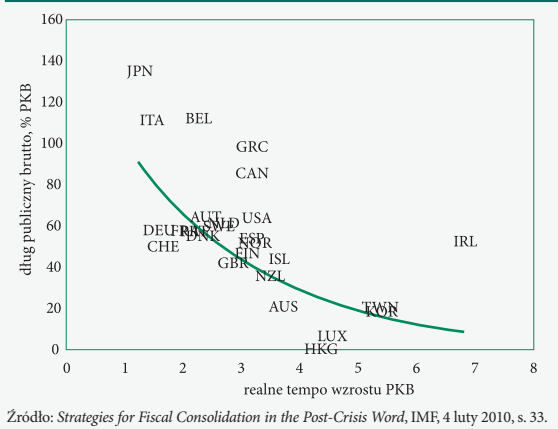
## Wyzwania polityki fiskalnej

Kwestia czasu i zakresu wycofania się z pakietów stymulacyjnych jest poza zakresem niniejszego opracowania. Można jedna z dużą dozą pewności założyć, że samo tylko wycofanie się z pakietów nie wystarczy do zapewnienia zrównoważonego wzrostu w dłuższej perspektywie. Wynika to z faktu, że przed kryzysem w wielu krajach poziom długu był niebezpiecznie wysoki i w ciągu kilku lat zwiększył się o kilkadziesiąt punktów procentowych istotnie zwiększając koszty jego obsługi. Poza tym, wzrost zadłużenia w skali całego świata oznacza w niedalekiej perspektywie groźbę wzrostu stóp procentowych, a więc jeszcze większego obciążenia budżetów kosztami obsługi długu.

Przykład Grecji jest tu wielce wymowny, choć wzrost kosztów obsługi długu publicznego tego kraju wynika nie ze wzrostu stóp procentowych, lecz z rosnącej premii za ryzyko.

Negatywny wpływ wysokości długu publicznego na tempo wzrostu gospodarczego nie wydaje się kwestią kontrowersyjną, choć studia empiryczne dają mieszane wyniki, to dotyczy to siły zależności, a nie jej kierunku. Wykres 5 pokazuje zależność tempa wzrostu PKB i wysokości długu publicznego.

**Wykres 5. Średnie tempo wzrostu PKB i średni poziom długu publicznego w relacji do PKB w latach 1992–2007 w wybranych krajach rozwiniętych**



Nawet gdyby udało się w całości wycofać z pakietów symulacyjnych, co samo w sobie może być trudne politycznie<sup>5</sup>, to i tak przed polityką fiskalną stanie trudne zadanie istotnego zwiększenia salda pierwotnego. Można wyróżnić trzy zasadnicze kierunki działań:

1. Ograniczenie uprawnień do wydatków (*entitlement programmes*). Dwa główne obszary to uprawnienia emerytalne i zdrowotne. W kwestii emerytur nieodzowne jest zwiększanie wieku emerytalnego – dokonuje się w niektórych krajach. Efekty nie bę-

dą jednak szybkie, co więcej, z uwagi na starzejące się społeczeństwa i cały czas rosnącą średnią długość życia, skala środków musi być większa i bardziej dotkliwa. Jeszcze gorzej wygląda sytuacja w zakresie wydatków na ochronę zdrowia – oczekiwania społeczne oraz starzejące się społeczeństwa, a także (kosztowne) postępy medycyny oznaczają nieuchronny wzrost wydatków. W odniesieniu więc do wydatków na system emerytalny i system ochrony zdrowia najlepsze co może się przytrafić, to ustabilizowanie wydatków w relacji do PKB.

2. Ograniczanie innych wydatków sztywnych. Skoro oszczędności nie pojawią się w dwóch istotnych pozycjach wydatkowych, należy szukać ich w innych wydatkach budżetowych. Oprócz woli politycznej potrzebne tu będą rozwiązania instytucjonalne typu nominalnego zamrażania wydatków, kotwic fiskalnych czy reguł wydatkowych. Dobrym przykładem może być amerykański *Budget Enforcement Act* z 1990 r., który przyczynił się do sanacji finansów publicznych w USA w latach dziewięćdziesiątych.

3. Wzrost dochodów podatkowych (poszerzanie bazy, zwiększanie stawek, wyższa ściągalność). Można mieć nadzieję, że wśród polityków wzrośnie zainteresowanie dobrą polityką podatkową<sup>6</sup>. Podatki zaczęły z nową siłą pełnić swoją funkcję fiskalną – w ostatnich bowiem latach często ta funkcja była przyćmiona doraźną polityką i chęcią poprawienia notowań w sondażach.

Powyższe działania będą wymagały istotnego wzmocnienia instytucji fiskalnych. Dotyczyć to będzie samych instytucji oraz procedur (w tym szczególnie dotyczących opracowania i uchwalania budżetu). Istot-

ne znaczenie będzie też miało opracowanie wiarygodnych strategii sanacji finansów publicznych.

## Dobra polityka podatkowa

Według IMF, wzrost dochodów podatkowych dla krajów rozwiniętych powinien średnio wynieść ok. 3 punktów procentowych w relacji do PKB<sup>7</sup>. Oznacza to istotny zwrot w polityce podatkowej. Można mieć nadzieję na większą racjonalność i spójność podejmowanych działań. Niezależnie od kryzysu, polityka podatkowa powinna być nakierowana na:

1. **Efektywność.** Podatki powinny w jak najmniejszym stopniu zniekształcać alokację dokonującą się na wolnym rynku. To sprzyja szybkiemu tempu wzrostu PKB;
2. **Sprawiedliwość.** Podatki i demokracja mają wiele wspólnego w społeczeństwach demokratycznych. Oznacza to, że są one jednym z kryterium wyborców, a to z kolei oznacza, że politycy traktują je jako kolejne pole, gdzie można pozyskać (lub stracić) głosy wyborców. Panuje zgodna opinia, że system podatkowy powinien być sprawiedliwy, lecz oczywiście nie ma niekwestionowanej definicji sprawiedliwych podatków. Przez wiele lat standardem w krajach rozwiniętych był progresywny system podatkowy – tylko taki uważany był za sprawiedliwy. Społeczne poczucie sprawiedliwości często bardzo zniekształca system podatkowy czyniąc go mało efektywnym. Ponadto, społeczeństwo często ocenia pod kątem sprawiedliwości poszczególne podatki, a przecież o wiele istotniejsze jest spojrzenie na cały system podatkowy. Jeśli miarą sprawiedliwości miałyby być progresywność, lub choćby pro-

porcjonalność, to lepiej, aby progresywny (proporcjonalny) był cały system, a nie poszczególne podatki – niektóre ze swej natury progresywne (proporcjonalne) nie będą, a próby zmiany ich charakteru są niezwykle kosztowne;

3. **Dochody budżetowe.** Bardzo często zapomina się w dyskusji politycznej, że podstawową funkcją podatków jest gromadzenie dochodów budżetowych. Istotne jest przy tym, by koszty poboru podatku (administracyjne i te po stronie podatnika) były utrzymywane na rozsądnym poziomie i by system podatkowy nie zachęcał do unikania i uchylania się od opodatkowania.

Nie ma oczywiście jednego dobrego modelu systemu podatkowego odpowiedniego dla wszystkich krajów i w każdych warunkach. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, na jakich fundamentach powinien być oparty dobry system podatkowy. Podstawowa teza oparta zarówno na teorii jak i na praktyce jest następująca: niska stawka szeroka baza podatkowa. Niska stawka z jednej strony sprzyja wzrostowi, a z drugiej ogranicza oszustwa podatkowe. Istotne jest też poczucie sprawiedliwości, kiedy podatki płacą wszyscy, a to zawdzięczamy szerokiej bazie podatkowej. W wielu krajach obniżanie stawek połączone z poszerzaniem bazy podatkowej przyczyniło się do wzrostu dochodów podatkowych.

## System podatkowy a wzrost gospodarczy

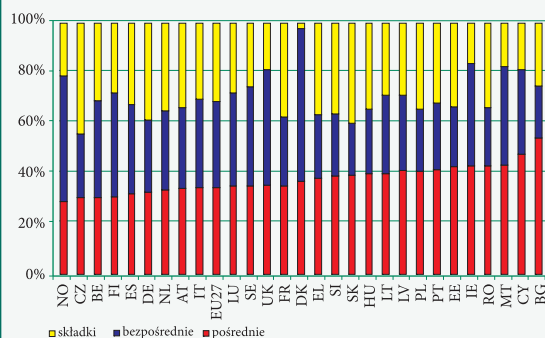
Kwestia wpływu podatków na wzrost gospodarczy od lat wzbudza wiele kontrowersji. Wyniki badań empirycznych wykazują silną skłonność do potwierdzania tezy, które opowiadają poglądom poszczególnych autorów.



Inaczej przedstawia się natomiast wpływ struktury systemu podatkowego na wzrost PKB. W tym przypadku badania empiryczne<sup>8</sup> potwierdzają bowiem rozważania teoretyczne. Nie ma dobrych podatków – są tylko złe podatki. Złe, bo zmniejszają dochody netto podatników, a podatnicy starają się minimalizować wysokość obciążeń podatkowych. Jednak wśród tych złych podatków są mniej złe i bardziej złe. Gdyby uszeregować podatki pod względem ich negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy (od najmniej szkodliwych do najbardziej), to lista wyglądałaby następująco:

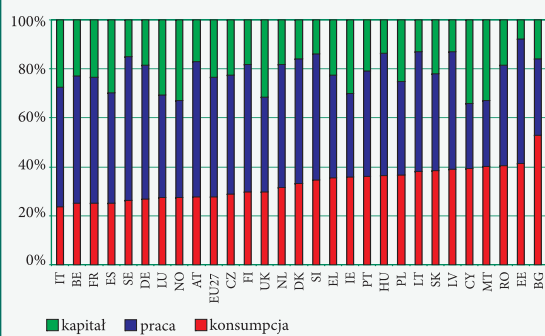
- podatki majątkowe;
- podatki od konsumpcji;
- PIT;
- CIT.

Wykres 6. Struktura podatków w krajach UE w 2007 r.



Źródło: Eurostat.

Wykres 7. Struktura podatków w krajach UE w 2007 r.



Źródło: Eurostat.

Zmiany w strukturze podatków w krajach UE w ostatnich latach, oceniane według powyższego kryterium, wyglądają korzystnie – rośnie udział podatków majątkowych i konsumpcyjnych, spada podatków dochodowych. Mimo częściowej harmonizacji podatków, różnicowania między krajami UE są nadal znaczne – patrz wykresy 6 i 7. W tym gronie korzystnie wyglądają kraje Europy Środkowej i Wschodniej – udział podatków pośrednich wynosi ponad 40% i jest o kilka punktów procentowych wyższy niż średnia UE.

Analizując nieco inne zestawienie – wykres 7 – widać, że nowe państwa członkowskie (to znaczy te, które przystąpiły do UE w tym wieku) mają lepszą strukturę podatkową – ponad 1/3 wpływów podatkowych (a w Bułgarii nawet ok. 50%) pochodzi z opodatkowania konsumpcji.

## System podatkowy a kryzys

System podatkowy nie był w żadnej mierze przyczyną obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Nie dokonały się żadne zmiany w systemie, które można by obarczyć odpowiedzialnością za wybuch kryzysu. Niemniej jednak pewne elementy systemu podatkowego mogły wpłynąć na rozmiary kryzysu<sup>9</sup>. Bezspornie odnosi się to do kwestii relacji kapitału do długu, instrumentów finansowych, mieszkalnictwa oraz arbitrażu podatkowego.

Generalnie system podatkowy nie powinien wpływać na decyzje alokacyjne podmiotów gospodarczych. Tak oczywiście nie jest – część tego wpływu jest nieuchronna, a część zamierzona (np. preferencje związane z ochroną środowiska). Są jednak zniekształcenia, na które trudno znaleźć racjonalne (poza być może hi-

storycznymi) wy tłumaczenia. Tak jest na przykład w przypadku preferencji podatkowych związanych z finansowaniem inwestycji za pomocą długu, a nie kapitału. Koszty finansowania długiem są bowiem kosztem podatkowym w większości jurysdykcji podatkowych. Finansowanie kapitałem nie korzysta z takich preferencji, co więcej dywidenda jest często opodatkowana podwójnie (tak jest na przykład w Polsce). Przykład zniekształceń wynikających z odmiennego traktowania długu i kapitału przedstawia tabela 1.

**Tabela 1. Efektywne krańcowe stopy podatkowe w 2005 r. w zależności od sposobu finansowania inwestycji**

	Francja	Niemcy	Włochy	Wielka Brytania	USA
kapitał	20	29	19	20	24
dług	-36	-37	-48	-28	-46

Zródło: *Tax Policy and the Crisis – First Thoughts*, IMF, 2009, s. 4.

Władze podatkowe starając się ograniczyć straty dla dochodów wynikające z substytucji kapitału długiem, wprowadziły reguły dotyczące cienkiej (niedostatecznej) kapitalizacji. Praktyka pokazuje jednak, że inżynierowie finansowi są w stanie stworzyć takie rozwiązania, które obchodzą regulacje dotyczące cienkiej kapitalizacji. Stworzono bowiem instrumenty hybrydowe, które łączą w sobie zalety kapitału i długu jednocześnie. Było to szczególnie istotne dla banków, które obowiązują reguły dotyczące wielkości kapitału. Do połowy 2007 r. szczególnym zainteresowaniem cieszyły się lewarowane wykupy firm. Inżynieria finansowa pozwalała w wielu przypadkach na *double dipping*, to znaczy na podwójne odliczenie odsetek od jednej pożyczki<sup>10</sup>.

Kwestią powiązaną z inżynierią finansową był rosnący udział opartych na opcjach zakupu akcji (*stock*

*option plans*) schematów wynagradzania kadry zarządzającej. W wielu krajach dochody osiągnięte z tytułu opcji są opodatkowane na preferencyjnych warunkach, często też nie podlegają one składkom na ubezpieczenia społeczne. Dodatkowo takie schematy wynagradzania skłaniały do maksymalizacji krótkookresowej wartości akcji i przyczyniały się do rozwoju bańki spekulacyjnych<sup>11</sup>.

System podatkowy ma również duży wpływ na skłonność do podejmowania ryzyka przez przedsiębiorców<sup>12</sup>.

W bardzo wielu krajach budownictwo mieszkaniowe korzysta z licznych często nakładających się na siebie preferencji. Szczególne znaczenie miały preferencje dla kredytów hipotecznych, które w pewnym stopniu przyczyniły się do bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, oraz do wzrostu zadłużenia osób o niskich dochodach<sup>13</sup>. Preferencje dla kredytów hipotecznych spowodowały, że zastępowały one normalne kredyty konsumpcyjne, to znaczy, że często nie służyły do finansowania kupna domów, a do pozyskania gotówki na inne cele. W USA w przypadku kredytów hipotecznych typu *subprime* tylko 30–40% pożyczek służyło kupnu domu<sup>14</sup>. Mieszkalnictwo korzysta też z preferencji w odniesieniu do opodatkowania zysków kapitałowych, a także nie płaci się podatku od czynszu imputowanego, kiedy zamieszkuje się własny dom. Ponadto w wielu krajach opodatkowanie nieruchomości mieszkalnych jest niższe niż innych typów nieruchomości. Preferencje dla mieszkalnictwa widać także w podatku dochodowym od osób fizycznych oraz w VAT. Trudno znaleźć argumenty, dla których tak wiele krajów tak silnie wspiera mieszkalnictwo, a szczególnie posiadaczy własnych domów. Z punktu widzenia redystrybucji jest to działanie całkiem chybione – domy posiadają raczej osoby zamoż-

ne. Co więcej część z tych preferencji jest przechwytywana przez dostawców mieszkań<sup>15</sup>.

Zróznicowanie stawek podatkowych, baz podatkowych oraz specjalne reżimy podatkowe stanowią silny bodziec do arbitrażu podatkowego. Występuje on praktycznie we wszystkich podatkach i we wszystkich krajach, a także między nimi. W skali ogólnoświatowej odbywa się transfer zysków z krajów o wysokich podatkach, do krajów o niskich podatkach lub wręcz do rajów podatkowych. Dotyczy on zarówno wielkich firm międzynarodowych, obywateli, a także na przykład zespołu U2, który dla celów podatkowych przeniósł swą siedzibę do Amsterdamu, gdyż tam korzystniej opodatkowane są należności licencyjne. W skali kraju duże znaczenie ma preferencyjne opodatkowanie zysków kapitałowych, co powoduje pojawianie się części nadwyżki finansowej firm w tej właśnie postaci, a nie w formie zysku.

## **Ekonomia polityczna podatków w czasach kryzysu**

Wspomniano już jak powinien wyglądać dobry system podatkowy – należy przesuwać ciężar obciążeń z dochodu na konsumpcję i majątek, stawki podatku powinny być niskie, a baza szeroka. Czy kryzys sprzyja racjonalizacji i unowocześnianiu systemu podatkowego? Opinie na ten temat są zróżnicowane, choć często pojawia się nuta nadziei. Z jednej strony występuje silna presja na dochody podatkowe, z drugiej rośnie przyzwolenie społeczeństwa na zaciskanie pasa. Większość krajów rozwiniętych ogarniętych kryzysem zdecydowała się na wprowadzenie pakietów stymulacyjnych, których podatki były elementem. Komponent podatkowy był ograniczony, a podjęte działa-

nia różnorodne w różnych krajach – w jednych podatki rosły w innych spadały<sup>16</sup>.

W czasach kryzysu społeczeństwa oczekują od rządzących podejmowania działań mających na celu walkę z kryzysem. Politycy są pod presją zrobienia czegoś, co niekoniecznie musi być wskazane, natomiast pokażać ma pomysł i determinację rządu w walce z kryzysem. Podatki są dobrym narzędziem propagandowym, bo w miarę szybko można dokonać spektakularnych zmian. I z takiej właśnie perspektywy należy oceniać podatkowe elementy pakietów stymulacyjnych. Warto też pamiętać, że niektóre kraje mogły pozwolić sobie na istotne zwiększenie deficytu, inne stanęły pod ścianą i cięły wydatki podnosząc podatki (*vide* republiki bałtyckie). Generalnie, zmiany w podatkach wprowadzone w ramach stymulowania gospodarki należy uznać za niekorzystne – powodują one dalsze „zanieczyszczanie” systemu ulgami, zwiększają koszty administracyjne, komplikują system, a przy tym zmniejszają dochody podatkowe.

Dobry VAT, to szeroka baza i niska, jednolita stawka. Niewiele krajów zdecydowało się na ruch w taką stronę. W Wielkiej Brytanii obniżono przejściowo stawkę VAT z 17,5% do 15% na towary stanowiące około 1/2 wydatków konsumentów. W niektórych krajach obniżono stawkę VAT na żywność, w innych na budownictwo – co powiększyło preferencje dla tego sektora gospodarki. W tym czasie Estonia, Łotwa i Litwa, a także Węgry likwidowały bądź ograniczały zakres stawek ulgowych i podnosiły podstawową stawkę VAT.

W podatkach dochodowych zwiększano kwotę wolną od podatku, obniżano stawki, bądź zwiększano progi podatkowe. Wprowadzano też dodatkowe ulgi rodzinne i preferencje dla budownictwa mieszkaniowe-

go i remontów, w tym także za pomocą preferencji dla kredytów hipotecznych. Przedsiębiorcy mogli korzystać z dodatkowych ulg inwestycyjnych i reinwestycyjnych oraz przyspieszonej amortyzacji.

Wprowadzono też całkiem absurdalne preferencje dla wymieniających samochody, w tym również w krajach o małym rynku wewnętrznym, tak ja Słowacja, która jest dużym producentem aut. Skorzystały z tego kraje produkujące samochody, w tym Polska.

## Jak mądrze zwiększyć dochody podatkowe?

Dochody budżetowe zależą od:

- bazy podatkowej (ograniczona ilość ulg i zwolnień)
- stawek (najlepiej mało zróżnicowanych)
- ściągalności (zależna od jakości prawa podatkowego i sprawności administracji podatkowej)
- innych źródeł niepodatkowych.

Politycy jak mantrę powinni powtarzać: „szeroka baza, niskie stawki” i jednocześnie przesuwac obciążenia z dochodu na konsumpcję i majątek. W krótkim okresie ograniczenie polityczne nie pozwala jednak na to. Jest jednak nadzieja, że zmiany w systemie podatkowym w średnim i długim okresie będą zmierzały do polepszenia systemu, tak by przy niskich kosztach generował on stabilne dochody budżetowe.

Przesuwanie obciążeń z dochodu na konsumpcję i majątek nie jest zadaniem łatwym. Podatki majątkowe – w tym głównie podatki od nieruchomości są w gestii władz lokalnych. Dodatkowe dochody pojawiłyby się więc w budżetach lokalnych, a nie central-

nym, gdzie są najbardziej potrzebne. Ponadto załamanie cen nieruchomości i kłopoty z obsługą kredytów hipotecznych, to nie najszcześniejszy moment na zwiększanie obciążeń podatkowych. I wreszcie, podatki te są wyjątkowo niepopularne – *vide* przypadek Polski, gdzie słowo kataster jest słowem zakazanym i nie pojawia się na ustach polityków.

Inne dobre źródło dochodów to VAT i akcyza. W przypadku VAT potrzebne są działania administracyjne i polityczne. Polityczne polegają na ujednoczeniu stawki i zmniejszaniu zakresu ulg i zwolnień. Administracyjne polegają na zmniejszaniu różnicy między dochodami potencjalnymi wynikającymi z przemnożenia wysokości konsumpcji przez stawki podatku, a dochodami faktycznymi. Zmniejszanie tej różnicy oznacza zmniejszanie szarej strefy. Spore pieniądze mogą pochodzić również z akcyz. W niektórych przypadkach wystarczałaby inflacyjna korekta stawek kwotowych. Spore i wielu krajach niewykorzystane źródło dochodów, to podatek od samochodów. Akcyza może też znaleźć szersze zastosowanie w „zielnych podatkach”. Pozwolenia na emisję zanieczyszczeń (CO<sub>2</sub>) w UE warto też sprzedawać, a nie rozdawać. Mogłoby to być spore źródło dodatkowych dochodów, choć politycznie sprawa jest chyba niemożliwa do realizacji.

Udział podatków dochodowych w łącznych dochodach podatkowych powinien się stopniowo zmniejszać. Tempo zależy oczywiście od dynamiki podatków konsumpcyjnych i majątkowych, a także od stanu finansów publicznych. Szybka redukcja nie jest możliwa ze względu na znaczenie fiskalne podatków dochodowych, szczególnie w „starych krajach” UE. Należy więc wprowadzać zmiany, które zmniejszają zniekształcenia. Dobrym rozwiązaniem jest prakty-

kowany w Skandynawii system dualnego podatku dochodowego (*dual income tax*), gdzie dochody z pracy są opodatkowane według wysokiej (Skandynawia!) skali podatkowej, zaś pozostałe dochody (szczególnie kapitałowe) opodatkowane są liniowo niższą stawką podatku. Problemem jest oczywiście precyzyjne postawienie granicy między dochodem z pracy i kapitału w małych firmach prywatnych. Ważne z punktu widzenia poczucia sprawiedliwości społecznej jest także opodatkowanie osób o wysokich dochodach. W Niemczech 0,1 procent najbogatszych podatników dostarcza 8% dochodów, a w USA 0,7% aż 37%. Nie należy się więc dziwić, że rządy niektórych państw uciekają się do kupna wykradzonych danych dotyczących podatników ukrywających swoje oszczędności poza granicami kraju. Warto też wyczyścić system z ulg i zwolnień często nakierowanych na realizację sprzecznych celów. Często ci sami podatnicy są beneficjentami i finansującymi preferencje podatkowe w różnych etapach cyklu życia.

Podatek od dochodów osób prawnych to „najgorszy” podatek w rankingu OECD. W ciągu ostatnich dwóch dekad średnia stawka CIT w krajach OECD spadła o ok. 15 punktów procentowych. Jest to efekt konkurencji podatkowej – strategicznych zależności między różnymi jurysdykcjami podatkowymi, a nie zwykły trend. Baza podatkowa jest w przypadku tego podatku bardzo mobilna i zysk pojawia się z reguły tam gdzie ma się pojawić, czyli tam, gdzie stawka podatku jest niska, a nie tam gdzie powstał. Ogromne wysiłki administracji podatkowych, by walczyć z tym zjawiskiem nie gwarantują sukcesu. Duże znaczenie będzie tu miała współpraca międzynarodowa. Z drugiej jednak strony dla wielu krajów CIT, to bardzo ważna pozycja dochodowa i trudno z niej łatwo zrezygnować. Obniżanie opodatkowania kapitału ma także istotne konsekwen-

cje redystrybucyjne, choć w dłuższej perspektywie tańszy kapitał zwiększyłby produktywność, a więc i dochody pracy. Stawka CIT nie może spaść do zera także i z powodu powiązania z PIT. Obniżanie stawek CIT w stosunku do PIT zwiększa korzyści z „korporyzacji” podatników, którzy zmieniają formę prowadzonego biznesu, tak by stać się podatnikami CIT a nie PIT.

Warto też przy okazji dokonać zmian, tam gdzie system podatkowy powoduje zniekształcenia i przyczynia się do niekorzystnych zjawisk, takich jak na przykład omówiona już zaburzona struktura finansowania przedsięwzięć gospodarczych. Można tego dokonać albo za pomocą zniesienia (ograniczenia) preferencji dla finansowania długiem (za pomocą ostrzejszych reguł dotyczących cienkiej kapitalizacji, wprowadzenia *comprehensive business tax (CBIT)*, który nie pozwala na odliczanie odsetek lub za pomocą CIT opartego na *cash flow*, gdzie inwestycje amortyzowane byłyby jednorazowo), albo za pomocą wprowadzenia preferencji dla finansowania kapitałem (przykładem może tu być belgijski ACE – *allowance for capital equity*<sup>17</sup>).

Duże możliwości dodatkowych dochodów mogą być wynikiem ograniczania szarej strefy. Wymaga to z jednej strony zmian legislacyjnych, a z drugiej wyższych nakładów na administracje podatkowe. Nie obejdzie się też bez dalszej koordynacji polityki podatkowej i bliższej współpracy narodowych administracji podatkowych. Koordynacja polityki podatkowej powinna w pewnych przypadkach przyjąć formę harmonizacji, prawa podatkowego, bazy podatkowej, a nawet stawek, choć politycznie jest to *mission impossible*. Rozwinięcie tej tezy znajduje się w załączniku.

Niezależnie od szczegółowych rozwiązań, na pewno zwiększeniu dochodów podatkowych towarzyszyć

będą ofiary – to podatnicy w końcu płacą podatki – i to oni będą się musieli „zrzucić się”, by zmniejszyć deficyty budżetowe i choćby częściowo spłacić dług publiczny. Jednak politycy marzą o *victimless taxes*, czyli bezbolesnych podatkach. Takim idealnym politycznym podatkiem jest podatek Tobina – zwany też obecnie podatkiem Robina Hooda. Miałby on dotyczyć transakcji finansowych i jego celem miałyby być ograniczenie szkodliwej spekulacji, a przy okazji zgromadzenie sporych środków finansowych, które mogłyby zredukować deficyty i posłużyć do walki z globalnym ociepleniem. Zwykli, „uczciwi” obywatele nie odczuliby go wcale, bo przecież oni nie spekulują. Cały ciężar podatku spadłby na chciwych spekulantów i bankierów, którzy przecież doprowadzili do tego kryzysu<sup>18</sup>. Byłoby więc i sprawiedliwie i bezboleśnie – udało się zrealizować motto z początku opracowania. Tyle tylko, że to nieprawda – politycy to wiedzą, ale nie wiedzą tego wyborcy<sup>19</sup>.

## Załącznik

### Polityka podatkowa: niezależność czy harmonizacja – gra

Czy można podkraść trochę bazy podatkowej od sąsiada? No w zasadzie nie jest ładnie kraść, ale gdy baza podatkowa przychodzi sama, to już chyba w porządku? Co więc trzeba zrobić, by przyszła? Jednym ze sposobów podkradania, pardon – zachęcania, jest obniżka podatków, szczególnie CIT. Łatwość przepływu kapitału sprawia, że baza podatkowa chętnie materializuje się w krajach o niskich podatkach, co niekoniecznie musi oznaczać, że przeniosła się tam faktycznie produkcja, czy faktyczne zyski.

Kwestia wpływu stopy podatkowej na decyzje dotyczące lokalizacji inwestycji od lat jest przedmiotem dyskusji i badań. Nie wnikając w szczegóły, można zgodzić się z tezą, że obniżka stawki CIT, *ceteris paribus* wpływa pozytywnie na napływ kapitału. Zaobserwowano, że 1 punkt procentowy redukcji CIT zwiększa bezpośrednie inwestycje zagraniczne o 3,3%<sup>20</sup>. Oczywiście, stawka podatku to tylko jeden z wielu czynników wpływających na lokalizację inwestycji. W kontekście podatków, ważna jest także sprawność administracji podatkowej, preferencje dla inwestorów zagranicznych, możliwości przerzucania długu, podstawa opodatkowania *etc.* Jednak stawka podatkowa też ma znaczenie i to nie tylko ze względu na PR.

Na temat konkurencji podatkowej napisano już wiele. W moim przekonaniu, jest to kwestia bardziej polityczna niż ekonomiczna. Poniżej proponuję prosty model, który pozwoli pokazać niekorzystne konsekwencje konkurencji podatkowej, czy szerzej nieza-

leżnej (nieskoordynowanej) polityki podatkowej. Nie jest to ani pochwała, ani krytyka harmonizacji podatków – to tylko proste narzędzie, dzięki któremu łatwiej zrozumieć logikę polityki podatkowej (czy szerzej fiskalnej) w skali międzynarodowej.

## Niezależna (samodzielna) polityka podatkowa – dylemat więźnia

Dla uproszczenia, ograniczę liczbę krajów do dwóch (A i B). Kraje te mogą mieć wysokie podatki lub niskie podatki. Wysokie podatki są tu synonimem kooperacji. Mogą oznaczać one wysoką stawkę CIT, jednolitą stawkę VAT, brak preferencji dla inwestorów zagranicznych, współpracę między administracjami podatkowymi *etc.* Poniższy model może więc dotyczyć różnych podatków, umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, tajemnicy bankowej i tym podobnym. Powtórzę: wysokie podatki oznaczają współpracę. Oba kraje mogą też konkurować – to w macierzy wpłat oznaczone jest jako „niskie podatki”. Macierz podaje też wypłaty dla każdej pary strategii obu krajów. Jak widać, oba kraje „złapanie są” w pułapkę – znaną w teorii gier jako *dylemat więźnia*. W ich interesie jest, by miały wysokie podatki (czyli współpracowały ze sobą). Jednak każdy z nich ma pokusę, by oszukać drugiego i obniżyć podatki. Niskie podatki są w tej grze strategią dominującą. W rezultacie cierpią na tym oba kraje. Powtórzę raz jeszcze, niskie podatki mogą równie dobrze dotyczyć np. braku współpracy między administracjami podatkowymi, co pozwala podatnikom ukrywać dochody za granicą.

		Kraj B	
		Niskie podatki	Wysokie podatki
Kraj A	Niskie podatki	30/30	50/20
	Wysokie podatki	20/50	40/40

Równowaga Nasha w powyższych przykładzie {niskie podatki, niskie podatki}, to zła równowaga – oba kraje tracą na tym. Zarówno teoria jak i empiria potwierdza, że jeśli kraje są różnej wielkości, to mniejszy będzie miał niższe podatki – bardziej będzie korzystał na „oszukiwaniu”.

## Jak pokonać dylemat więźnia?

Istnieje kilka sposobów „wyjścia” z dylematu więźnia, to znaczy rozpoczęcia współpracy tak, aby wypłaty były wyższe. Jedną z takich metod jest **kara dla niewspółpracujących**. Niech w opisanym powyżej przykładzie, kraj, który nie współpracuje zostanie ukarany karą w wysokości 15. Wtedy macierz wypłat wyglądałaby następująco.

		Kraj B	
		Niskie podatki	Wysokie podatki
Kraj A	Niskie podatki	30-15/30-15	50-15/20
	Wysokie podatki	20/50-15	40/40

Czyli:

		Kraj B	
		Niskie podatki	Wysokie podatki
Kraj A	Niskie podatki	15/30	35/20
	Wysokie podatki	20/35	40/40

Po modyfikacji, czyli wprowadzeniu kary, oba kraje mają „dobre” strategie dominujące – współpracują ze sobą, czyli osiągają „dobrą” równowagę Nasha. Praktyka Unii Europejskiej, szczególnie na przykładzie przestrzegania zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu pokazuje, że mechanizm karania, za „oszustwo” nie działa. W przypadku polityki podatkowej, do pewnego stopnia, karze Europejski Trybunał Sprawiedliwości, choć z reguły jego orzeczenia są kosztowne dla administracji podatkowych, a nie dla podatników.

Teoretycznie można by rozważać mechanizm, w którym kooperacje osiąga się nie za pomocą kar, ale za pomocą nagród. System taki, byłby jednak bardzo skomplikowany i w praktyce nie ma on szans na realizację. Ani nagradzanie, ani karanie, nie sprawdza się w praktyce – w grach jednokrotnych niewiele więcej można zrobić – jednak w grach powtarzalnych można współpracę osiągnąć za pomocą **strategii odwetu**.

Strategia odwetu może mieć różne formy: w strategii cyngla, jeśli któryś z graczy oszuka choć raz (czyli wybierze niskie podatki), to drugi gracz karze go niskimi podatkami i do końca już nie współpracują ze sobą. O wiele skuteczniejsze są jednak strategie, które zakładają możliwość powrotu do współpracy. Najlepszą taką strategią, jest strategia *tit-for-tat* – każde oszustwo karane jest oszustwem w następnej rundzie, ale gdy gracz, który oszukał wraca do współpracy (wysokie podatki), to drugi z graczy też wraca do współpracy.

Strategie odwetu pozwalają w grach powtarzalnych unikać dylematu więźnia. Ich praktyczne zastosowanie zależy jednak od wielu czynników. Kluczowe znaczenie ma prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnej rundy gry – im mniejsze, tym mniejsza szansa na współpracę. W kontekście polityki podatkowej, czy szerzej polityki fiskalnej, w UE prawdopodobieństwo kolejnej rundy jest duże, choć obecny poważny kryzys fiskalny może oznaczać pewną zmianę reguły gry, a to samo w sobie zniechęca do współpracy teraz. Aby strategia odwetu zadziałała, oszustwo musi być wykryte i ukarane. Im większa liczba graczy, tym z jednej strony trudniej wykryć oszustwo, a z drugiej trudniej ukarać – dobry przykład z innej sfery życia, to kłopoty OPEC z utrzymywaniem limitów produkcyjnych. Ważne jest również ile czasu upłynie między oszustwem, jego wykryciem i ukaraniem – im dłuższy okres – tym niższa skłonność

do współpracy – przykład Grecji jest również w tym przypadku bardzo wymowy. Kiedy dojdzie już do kary, to okazuje się, że jest ona bolesna dla obu stron – lepiej jest po prostu wybaczyć i powrócić do kooperacji. Jeśli kara jest zapisana w umowach (*vide* Pakt Stabilności i Wzrostu), to można te umowy po prostu renegecować – dobry przykład to procedura nadmiernego deficytu i jej (wątpliwa) skuteczność. Jeśli renegecje są możliwe, to groźba kary staje się mniej wiarygodna, spada więc bodziec do współpracy.

Strategia odwetu przy 27 graczach ma sens tylko wtedy, kiedy odwet dokonuje się automatycznie i nie wymaga on podejmowania działań na własną rękę przez żadnego z graczy. Potrzebne są więc instytucje, które automatycznie niczym *doomsday device* ukarzą niewspółpracujące kraje.

Alternatywą może być daleko posunięta harmonizacja polityki fiskalnej. Polegałaby ona na ograniczeniu możliwych strategii graczy tylko do ruchu: „wysokie podatki”, czyli wymuszałaby współpracę. Mimo formalnej harmonizacji podatków pośrednich daleko im jednak do pełnej harmonizacji. Dobry przykład to zakres stosowania ulgowej stawki VAT i walka między Francją a Niemcami o obniżoną stawkę VAT na usługi gastronomiczne. Skuteczna harmonizacja oznaczałaby stawkę podstawową – brak możliwości „oszukania” i obniżenia stawki. Obniżenie stawki we Francji oczywiście nie oznacza bezpośrednio spadku dochodów z VAT w Niemczech, ale pozwala niemieckim restauratorom na podjęcie działań zmierzających do obniżki stawki w Niemczech. Podobnych przykładów można by mnożyć więcej.

Harmonizacja polityki podatkowej w UE nie odniosła sukcesu. Główny bezpośredni powód, to zasada



jednomyslności. Przy coraz większej liczbie graczy, opłaca się poszczególnym krajom blokować pewne rozwiązania, by z jednej strony wykorzystywać *status quo*, a z drugiej, by zyskać kartę przetargową w negocjacjach. Na to wszystko nakładają się też ograniczenia polityczne i tak popularna obrona suwerenności. To niestety oznacza niepowodzenie harmonizacji i „złą” równowagę Nasha.

## Przypisy

- <sup>1</sup> Nie podatkuj siebie,  
Nie podatkuj mnie,  
Podatkuj tego gościa między drzewami.
- <sup>2</sup> Choć na przykład spowolnienie tempa wzrostu PKB w Polsce w latach 2000–2001 znalazło swoje odbicie w spadku udziału podatków i składek w PKB.
- <sup>3</sup> Z godnym największego uznania wyjątkiem polityków krajów nordyckich.
- <sup>4</sup> Skala niezbędnego dostosowania fiskalnego omówiona jest między innymi w *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*, IMF, 4 lutego 2010.
- <sup>5</sup> Przykładem mogą tu być preferencje podatkowe omówione w dalszej części opracowania.
- <sup>6</sup> Ciekawą analizę na temat ekonomii politycznej reformy podatkowej można znaleźć w *How to Implement Pro-growth Tax Reform*, OECD, Paryż, 2009.
- <sup>7</sup> *Exiting from Crisis Intervention Policies*, IMF, 2010, ss. 16-17.
- <sup>8</sup> *Tax and Economic Growth*, OECD, Paryż, 2009
- <sup>9</sup> Więcej na ten temat można znaleźć w *Tax Policy and the Crisis – First Thoughts*, IMF, luty 2009, Th. Hemmelgarn, G. Nicodeme, *The 2008 Financial Crisis and the Taxation Policy*, Taxation Papers, EC, 2010, oraz *Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy*, IMF, czerwiec 2009, a także w D. Bouzaraa, G. Michiels, *Bodźce podatkowe – podatkowe podejście do obecnego kryzysu finansowego* – „Zeszyty BRE Banku-CASE” nr 107, Warszawa 2010.
- <sup>10</sup> *Debt Bias and Other Distortions*, op cit, s. 6.
- <sup>11</sup> *The 2008 Financial Crisis and the Taxation Policy*, op cit, s. 26
- <sup>12</sup> *Crisis-related issues...*, op. cit. s. 28-28
- <sup>13</sup> *Ibidem*, s. 5-8.
- <sup>14</sup> Demyank, Y. and O. Van Hemert, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, Review of Financial Studies, 2009.
- <sup>15</sup> *How to implement...*, op. cit. s. 11.
- <sup>16</sup> Opis podatkowych komponentów pakietów stymulacyjnych można znaleźć w *Bodźce podatkowe – podatkowe podejście...*, op. cit. Pełne zestawienie zawiera: *Taxation trends...*, op. cit. s. 13-19.
- <sup>17</sup> Więcej na ten temat m.in. w *Crisis-related issues...*, s. 13-16, oraz: R. De Mooij, M. Devereux, *Alternative System of Business Tax in Europe: An applied analysis of ACE and CBIT Reforms*, Taxation Papers, EC, Bruksela, 2009.
- <sup>18</sup> Zobacz materiał propagandowy <http://www.youtube.com/watch?v=ZzZIRMXcxRc>
- <sup>19</sup> Istnieje wiele opracowań na temat współczesnej wersji podatku Tobina. Ciekawą analizę zawiera *The 2008 Financial Crisis...*, op. cit.
- <sup>20</sup> R. De Mooij, S. Ederveen, *Taxation and Foreign Direct Investment. A Synthesis of Empirical Results*, Asia-Pacific Financial Markets, vol. 10 (6) Listopad, 2003.

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

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

54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	<i>Credit crunch</i> w Polsce?
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)