

GOSPODARKA NARODOWA

4
(236)
Rok LXXX/XXI
kwiecień
2011

Krzysztof MARCZEWSKI*

Teoretyczne aspekty stabilizacyjnej polityki antykryzysowej**

Rozmiary i szybkość rozprzestrzeniania się ostatniego kryzysu były porównywalne tylko z Wielkim Kryzysem z lat 30. ubiegłego wieku. Zaatakował on przede wszystkim kraje wysoko rozwinięte. Bezpośrednim zapalnikiem była gwałtowna przecena złożonych instrumentów finansowych, których ekspansja rynkowa była finansowana kredytem kreowanym przez banki komercyjne, w tym zwłaszcza działające na globalną skalę banki inwestycyjne. W następstwie tej przeceny drastycznej redukcji uległy kapitały własne czołowych banków doprowadzając wiele z nich na krawędź bankructwa lub wręcz do bankructwa. „Wyparowanie” gigantycznej ilości pieniądza kredytowego oznaczało wystąpienie w skali całej gospodarki światowej negatywnego szoku popytowego na ogromną skalę.

Działania polityki gospodarczej musiały więc być skierowane na ograniczenie skali wpływu tego szoku na gospodarke, a więc na jej stabilizację. Polityka stabilizacyjna musiała być przy tym prowadzona niekonwencjonalnie z racji ograniczonego pola działania instrumentów polityki pieniężnej, jako że stopy procentowe znajdowały się już od dość dawno na niskim poziomie. W tej sytuacji odwołano się do dyskrecjonalnych posunięć polityki fiskalnej, uruchamiając fiskalne pakiety stymulacyjne, często o bardzo dużych rozmiarach. Recesję udało się w ciągu czterech-pięciu kwartałów opanować w największych gospodarkach. Jednak następujące po niej ożywienie jest dość powolne. Równocześnie doszło do znacznego pogorszenia stanu finansów publicznych w wielu krajach – wzrosły zarówno deficyty budżetowe, jak i poziomy długów publicznych. Konieczne

* Autor jest pracownikiem Katedry Polityki Gospodarczej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, e-mail: kmarcz@sgh.waw.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w marcu 2011 r.

** Artykuł został napisany w ramach prac statutowych w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH w listopadzie 2010 r.

zatem stało się podjęcie działań mających na celu poprawę tego stanu. Temu celowi służą strategie wychodzenia z polityki antykryzysowej planowane lub już podejmowane przez szereg krajów. Zawierają one dwa elementy: wycofywanie się z pakietów stymulacyjnych oraz rozłożoną na lata (najczęściej w horyzoncie 10-letnim) konsolidację finansów publicznych. Realizacja tych strategii nie jest łatwa przynajmniej z dwu głównych powodów. Po pierwsze, można obawiać się ich negatywnego wpływu na ciągle wątle ożywienie gospodarcze i po drugie, ich realizacja wiąże się często ze społecznie bolesnymi cięciami wydatków socjalnych.

Artykuł poświęcony jest analizie niektórych teoretycznych aspektów stabilizacyjnej polityki antykryzysowej i strategii wychodzenia z tej polityki. Rozpoczyna go przegląd panujących w okresie przedkryzysowym poglądów na temat prowadzenia stabilizacyjnej polityki makroekonomicznej. Następnie omawiane są niektóre szczegółowe aspekty polityki antykryzysowej oraz strategii wychodzenia z tej polityki. Podsumowanie zawiera wnioski co do pożądanej rewizji kształtu polityki stabilizacyjnej wynikające z doświadczeń kryzysu.

Stan poglądów w okresie przedkryzysowym

Panujący przed kryzysem stan poglądów na temat sposobu prowadzenia polityki makroekonomicznej dobrze charakteryzuje analiza przeprowadzona przez Blancharda, Dell’Ariccia i Mauro [2010]. Główne kanony tej polityki były, ich zdaniem, następujące.

- 1) Stabilna inflacja powinna być podstawowym albo wręcz wyłącznym celem polityki pieniężnej.

Wynikało to ze wskazań tzw. nowego modelu keynesowskiego (NMK). W jego podstawowej wersji utrzymywanie stałej inflacji jest optymalną polityką zapewniającą zarazem zamknięcie luki produktowej. Ten „boski zbieg okoliczności” (*divine coincidence*) dawał podstawy do formułowania prostej recepty dla polityków gospodarczych: stabilna inflacja jest dobra sama w sobie i zarazem jest dobra dla wzrostu gospodarczego¹.

- 2) Inflacja powinna być nie tylko stabilna, ale i bardzo niska.

¹ Określenie ukute przez Blancharda i Gali’ego, [Blanchard, Gali, 2007]. Istotnie, w standardowym modelu nowokeynesowskim krzywa Phillipsa ma następującą postać:

$$\Pi_t = \beta E_t \Pi_{t+1} + \lambda z_t,$$

gdzie: Π_t – odchylenie stopy inflacji od celu inflacyjnego, z_t – luka produktowa, E_t – operator wartości oczekiwanej przy zasobie informacji dostępnym w momencie t .

Podstawiając iteracyjnie otrzymujemy:

$$\Pi_t = \lambda \sum_s [\beta^s E_t (z_{t+s})],$$

gdzie $s = 0 \dots \infty$.

Oznacza to, że przy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego utrzymywanie inflacji na poziomie tego celu (czyli $\Pi_t = 0$) jest konieczne dla stabilizacji przyszłej aktywności gospodarczej na poziomie produktu potencjalnego, a więc aby $z_t = 0$ dla każdego przyszłego okresu t .

- 3) Polityka monetarna powinna posługiwać się głównie jednym tylko instrumentem, a mianowicie krótkoterminową stopą procentową, którą bank centralny może bezpośrednio kontrolować poprzez operacje otwartego rynku.
- 4) Regulacja funkcjonowania sektora pośrednictwa finansowego nie ma istotnego znaczenia, jako że rynki finansowe funkcjonują efektywnie.

Za wystarczające narzędzia regulacji uznawano stopę rezerw obowiązkowych oraz gwarantowanie depozytów i pozycję banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Ten pierwszy instrument miał oddziaływać kredytowy kanał transmisji polityki pieniężnej, a ten drugi – zapobiegać rozprzestrzenianiu się paniki wśród depozytariuszy w sytuacji ogłoszenia upadłości pojedynczych banków komercyjnych.

Tak zdefiniowanej polityce pieniężnej nadano centralną rolę jako narzędzia stabilizacji gospodarki. Polityka fiskalna była uznawana za wyraźnie mniej ważną. Za podstawowy cel tej ostatniej uznawano stabilizację lub redukcję długu publicznego. Służyć temu miały reguły fiskalne nakierowane na temperowanie działań procyklicznych oraz generowanie oszczędności do wykorzystania dla potrzeb przyszłych, zwiększonych z powodów demograficznych, wydatków na świadczenia emerytalne.

O ile przy tym aktywna, dyskrejonalna polityka fiskalna była uznawana za niepożądaną i nieefektywną, to działanie automatycznych stabilizatorów było akceptowane, choć nie podejmowano starań na rzecz wzmocnienia ich siły. Wręcz przeciwnie, poprzez realizowane w wielu krajach (zwłaszcza w tzw. nowych gospodarkach, w tym w Polsce) reformy systemu podatkowego doprowadzono, poprzez spłaszczenie skal podatkowych, do osłabienia ich oddziaływania.

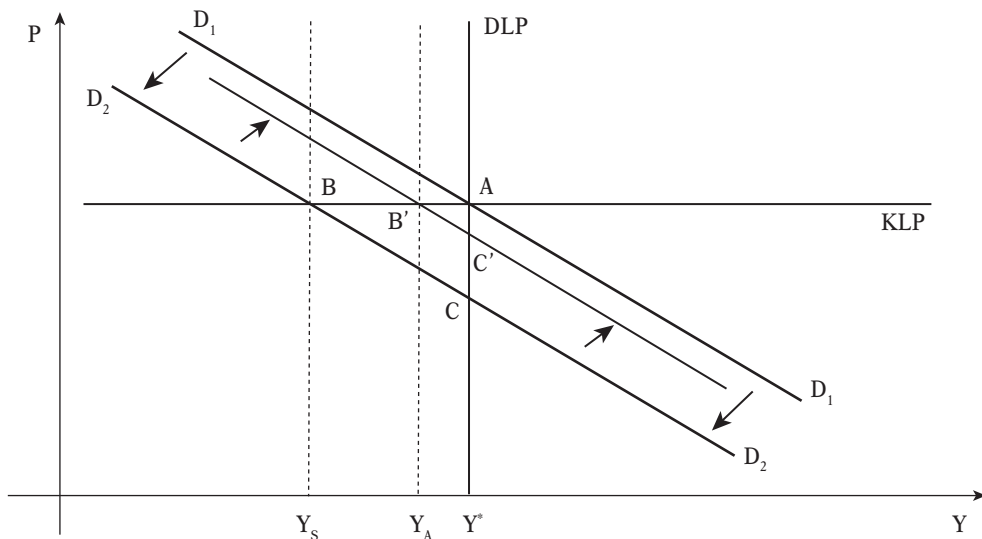
Takiemu kształtowi polityk makroekonomicznych sprzyjał rozwój światowej koniunktury, która w ostatnich 30 latach cechowała się stabilnym trendem wzrostowym, zyskując dla tego okresu miano Wielkiej Moderacji.

Niektóre szczegółowe aspekty antykryzysowej polityki pieniężnej i fiskalnej

Rozpatrzmy najpierw standardowy opis oddziaływania na gospodarkę dyskrejonalnej polityki antykryzysowej. Wykres 1 przedstawia istotę negatywnego szoku popytowego i sposób reakcji aktywnej polityki stabilizacyjnej nakierowanej na minimalizację jego skutków. W momencie początkowym gospodarka znajduje się w położeniu równowagi w punkcie A leżącym na długookresowej linii podaży DLP, przy której produkt krajowy Y osiąga poziom produktu potencjalnego Y^* , a poziom inflacji P określony jest przez krótkookresową linię podaży KLP. Wystąpienie tego szoku oznacza przesunięcie się linii zagregowanego popytu D_1 D_1 na niższy poziom D_2 D_2 . W rezultacie tego impulsu popytowego produkt krajowy obniża się do Y_S , przy początkowo niezmiennym poziomie inflacji (punkt B). Z czasem w warunkach recesji zaczynają obniżać się także ceny/spada poziom inflacji. Gospodarka wkracza w kolejny, nieco bardziej opty-

mistyczny, etap kryzysu. Postępującej dezinflacji zaczyna bowiem towarzyszyć stopniowy wzrost popytu i produkcji. Ostatecznie gospodarka powraca do stanu równowagi długookresowej w punkcie C. Ten dwuetapowy proces może być bardzo bolesny i długotrwały. Wiąże się bowiem z załamaniem lub znacznym ograniczeniem produkcji w wielu przedsiębiorstwach, bankructwami, wzrostem bezrobocia, redukcjami wynagrodzeń, itd.

Wykres 1. Negatywny szok popytowy i reakcja polityki gospodarczej



Źródło: opracowanie własne

Polityka gospodarcza właściwie zaprojektowana i o odpowiedniej sile oddziaływania może ograniczyć te bolesne skutki dostosowawcze. Potrzebna jest stymulacja popytu instrumentami pieniężnymi, fiskalnymi a najlepiej zarówno tymi pierwszymi, jak i tymi drugimi. Powinno to skutkować przesunięciem linii zagregowanego popytu z powrotem w kierunku linii D_1 D_1 , a zatem ograniczeniem skali spadku produkcji do Y_A i skali dezinflacji. Warto podkreślić, że ekspansywna polityka pieniężna i fiskalna nie wywołują w tych ekstremalnych warunkach presji inflacyjnej, lecz są wręcz lekiem na groźącą deflację. Praktycznie nie występuje również w tych warunkach tzw. efekt wypychania wydatków sektora prywatnego przez wydatki sektora publicznego, bo te pierwsze właśnie się zwinęły lub zwijają z powodu kryzysu, a sektor finansowy złakniony jest mało ryzykownych skarbowych instrumentów dłużnych, aby odbudować swe bilanse.

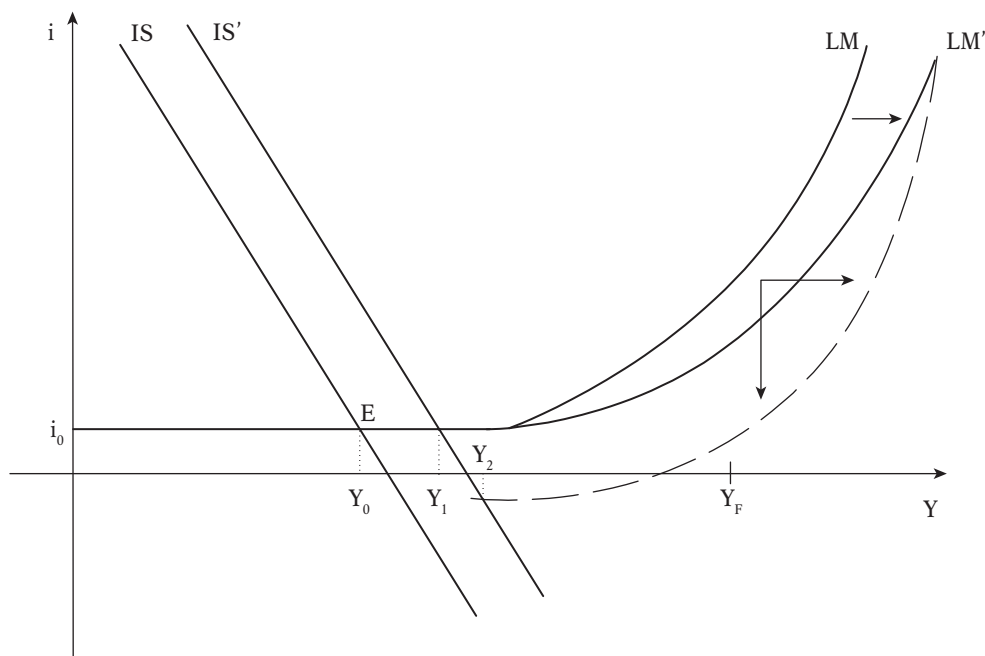
Państwo pozostaje w tych warunkach jedynym podmiotem, który może podtrzymać, choć w części, gwałtownie słabnący popyt. Oczywiście nie ma nic za darmo. Wzrost wydatków budżetowych zwiększa dług publiczny, podnosząc przyszłe wydatki na jego obsługę. Luźna polityka pieniężna sprzyja deprecjacji

waluty krajowej, która może z kolei wpędzić podmioty sektora prywatnego (firmy i gospodarstwa domowe) zadłużone w walutach obcych w trudności z obsługą tych długów i pogłębić spadek popytu globalnego. Kraje o nieugruntowanej równowadze zewnętrznej mogą być przy tym stale pod presją kryzysu płynności, którego wybuch aktywna polityka gospodarcza może stymulować.

Jedną z głównych przeszkód w prowadzeniu ekspansywnej polityki pieniężnej jest pojawienie się tzw. **pułapki płynności**. W swym oryginalnym keyneowskim rozumieniu pułapki płynności to sytuacja, w której popyt na pieniądź staje się nieelastyczny, tzn. kolejne przyrosty podaży pieniądza nie pociągają za sobą obniżek stóp procentowych (nominalna stopa procentowa osiągnęła dolną granicę, bliską na ogół poziomowi zerowego). Gdy tak się dzieje, ekspansywna polityka pieniężna przestaje oddziaływać stymulująco na gospodarkę. Wykres 2 przedstawia tę sytuację w kontekście modelu IS-LM.

Wzrost podaży pieniądza przy stopie procentowej i_0 powoduje tylko wypłaszczenie się linii LM, ale nie doprowadza do przesuwania się tej linii na odcinku wokół bieżącego poziomu aktywności gospodarczej Y_0 , znacznie niższego od poziomu pełnego zatrudnienia Y_F . Polityka pieniężna nie potrafi w tych warunkach doprowadzić gospodarki do stanu równowagi. Poprawiać sytuację może natomiast ekspansywna polityka fiskalna (przesunięcie linii IS w położenie IS' prowadzi do osiągnięcia poziomu aktywności $Y_1 > Y_0$).

Wykres 2. Pułapki płynności w modelu IS-LM i jej przezwyciężenie



Źródło: opracowanie własne

W nowoczesnym sformułowaniu globalny popyt w gospodarce jest funkcją bieżących i oczekiwanych przyszłych realnych stóp procentowych, a nie tylko bieżącej stopy procentowej, jak to ma miejsce w modelu keynesowskim. W tym ujęciu pułapka płynności pojawia się, gdy zerowe dolne ograniczenie na krótkoterminową nominalną stopę procentową uniemożliwia bankowi centralnemu reagowanie za pomocą tej stopy na deflacyjne szoki dotyczące gospodarke (por. [Eggertsson, 2008]). W odróżnieniu od statycznego modelu keynesowskiego polityka pieniężna może tu jednak pozostać efektywna pod warunkiem, że ekspansji podaży pieniądza będzie towarzyszyć **wiarygodne** przyrzeczenie o niepodnoszeniu stóp procentowych (lub alternatywnie o zwiększaniu podaży pieniądza) przez bank centralny do czasu aż **ostatecznie** zniknie presja deflacyjna. Oznacza to zatem przyrzeczenie niezaostrzania w tym czasie przez bank centralny polityki pieniężnej w reakcji na chwilowe wzrosty cen. Dzięki temu podmioty działające w gospodarce mogą wiarygodnie oczekiwać, że przez pewien okres w przyszłości realne stopy procentowe pozostaną ujemne, co powinno sprzyjać ożywieniu bieżącego popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Ilustruje to na wykresie 2 przerywana linia, niejako „odklejona” od linii LM'. Dzięki temu odklejeniu polityka pieniężna odzyskuje efektywność (poziom aktywności podnosi się do $Y_2 > Y_1 > Y_0$). To przełamanie oczekiwań inflacyjnych nie jest jednak w praktyce łatwe do przeprowadzenia, co pokazują zwłaszcza najnowsze doświadczenia amerykańskie.

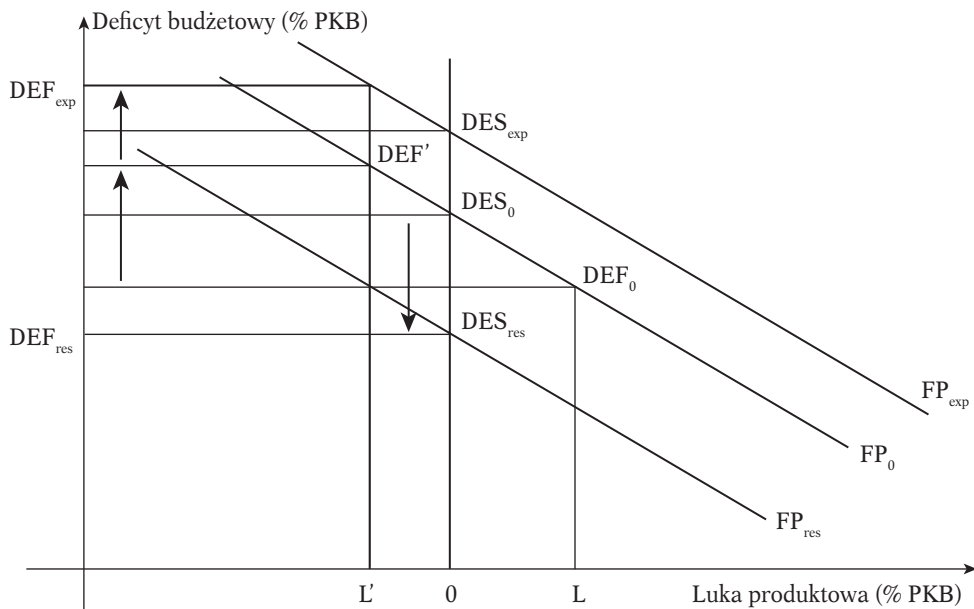
Wobec występowania pułapki płynności i podejmowanych prób jej przezwyciężenia popularne w okresie kryzysu stało się aktywne operowanie podażą pieniądza. Działaniom polegającym na prowadzeniu operacji otwartego rynku skierowanych na zwiększanie podaży pieniądza i redukcję długookresowych stóp procentowych nadano nazwę **poluzowania ilościowego** (*quantitative easing*) (por. [Spiegel, 2001]). W warunkach występowania pułapki płynności poluzowanie ilościowe może wpływać na wzrost oczekiwanych przyszłych stóp procentowych wraz z oczekiwanym wzrostem przyszłej stopy inflacji. To z kolei oznacza spadek krótkoterminowych realnych stóp procentowych dzięki ich stałemu (bliskiemu zeru) nominalnego poziomu. Ponadto zakupując na szeroką skalę długoterminowe rządowe papiery skarbowe bank centralny może podnieść cenę tych papierów i obniżyć w ten sposób ich stopy zwrotu, oddziałując na długoterminowe realne stopy procentowe, a zakupując długoterminowe papiery komercyjne może także zredukować spready na ich rynkach. Bank centralny może także wykorzystać zwiększoną podaż pieniądza do zakupu walut zagranicznych powodując deprecjację waluty krajowej. Podnosi ona stopę inflacji z powodu zwiększonych kosztów importu i przy okazji poprawia konkurencyjność eksportu [Nadeau, 2009]. Działanie takie może jednak spotkać się z retorsją ze strony innych krajów wywołując wojny walutowe. Zdaniem niektórych obserwatorów już mamy z nimi do czynienia².

² Por. przegląd i analiza interwencji na rynkach walutowych w 2010 roku w [Cline, Williamson, 2010, s. 12].

Ograniczona skuteczność polityki pieniężnej spowodowała, że politycy gospodarczy sięgnęli w obliczu kryzysu do instrumentów polityki fiskalnej. Fiskalna polityka stabilizacyjna, w dominującym do niedawna teoretycznym sformułowaniu, powinna w sytuacji negatywnego szoku popytowego korzystać przede wszystkim z automatycznych stabilizatorów, a więc narzędzia, które pod wpływem recesji poprzez samoczynny wzrost deficytu budżetowego zapewnia powiększenie zagregowanego popytu finalnego w gospodarce.

Wykres 3 pokazuje różnice między działaniem automatycznych stabilizatorów a posunięciami dyskrejonalnymi w obrębie polityki budżetowej. Linie FP ilustrują zmiany tzw. pozycji fiskalnej gospodarki. Ich kąt nachylenia do osi odciętych wyraża siłę oddziaływania zmian poziomu aktywności gospodarczej na rozmiary elementu cyklicznego deficytu budżetowego (czyli siłę oddziaływania automatycznych stabilizatorów), a mierzona na poziomie zerowej luki produktowej ich odległość od osi odciętych – stopień restrykcyjności polityki fiskalnej, wyznaczany przez rozmiary deficytu strukturalnego. Różnica pomiędzy poziomem (w relacji do PKB) całkowitego deficytu (DEF) a poziomem deficytu strukturalnego (DES) na danej linii pozycji fiskalnej FP odzwierciedla wielkość elementu cyklicznego w saldzie budżetu. Załóżmy, że w sytuacji wyjściowej gospodarka znajdowała się na linii FP_0 , notując przy dodatniej luce produktowej L deficyt w wysokości DEF_0 , na który składały się deficyt strukturalny na poziomie DES_0 oraz (ujemny) element cykliczny równy różnicy między DEF_0 a DES_0 .

Wykres 3. Automatyczne stabilizatory a dyskrejonalna antykryzysowa polityka fiskalna



Pojawienie się negatywnego szoku popytowego przenosi gospodarę z położenia dodatniej luki produktowej L w położenie ujemnej luki produktowej L' . Przy niezmienionym poziomie restrykcyjności polityki fiskalnej, a więc przy dotychczasowym położeniu linii FP , automatyczne stabilizatory powodują, że deficyt budżetowy powiększa się do wielkości DEF' , rekompensując, choć częściowo, globalny spadek popytu finalnego w gospodarce dotkniętej kryzysem. Ten ruch deficytu wyraża strzałka skierowana w górę. Natomiast aktywna polityka stabilizacyjna wymaga zwiększenia, poprzez przyjęcie odpowiedniego pakietu stabilizacyjnego, deficytu strukturalnego, a więc przesunięcia linii pozycji fiskalnej w wyższe położenie FP_{exp} . Wówczas przy danej luce produktowej L' deficyt strukturalny ukształtuje się na poziomie DES_{exp} , zaś całkowity deficyt budżetowy – na poziomie DEF_{exp} . Przyrost deficytu finansów publicznych od DEF' do DEF_{exp} (druga strzałka skierowana w górę) odzwierciedla zatem dyskrejonalne antykryzysowe oddziaływanie polityki fiskalnej. Wykres pokazuje również odwrotną opcję polityki budżetowej polegającą na jej zaostreniu mającym na celu utrzymanie deficytu budżetowego na wyjściowym poziomie DEF_0 . Aby to osiągnąć linia pozycji fiskalnej powinna obniżyć się do położenia FP_{res} , co wymagałoby redukcji deficytu strukturalnego z DES_0 do DES_{res} (strzałka skierowana w dół).

W większości, poza USA, dotkniętych kryzysem krajów rozwiniętych główną częścią antykryzysowych posunięć polityki fiskalnej było działanie automatycznych stabilizatorów³. Jednak trzeba podkreślić, że automatyczne stabilizatory nie były w stanie same zniwelować skutków poważnej recesji, a tylko je częściowo ograniczyć.

Dlatego kwestia skuteczności dyskrejonalnej polityki fiskalnej stała się w ostatnich latach nowym, ważnym polem dyskusji ekonomistów. Stabilizacyjne działania dyskrejonalne uważano dotychczas z jednej strony za trudne w realizacji (nieuniknione opóźnienia w podejmowaniu decyzji i ich implementacji, dylematy wyboru kierunków i formy interwencji, koszty dystorcji wprowadzanych do gospodarki rynkowej) zaś z drugiej – za nieskuteczne (w warunkach coraz łatwiejszego dostępu do rynków finansowych nie tylko przedsiębiorstwa, ale i gospodarstwa domowe mogły w znacznie szerszym niż wcześniej zakresie stabilizować swoje wydatki konsumpcyjne dokonując odpowiednich operacji finansowych). Ponadto wiele analiz makroekonomicznych wykazywało, że podejmowane w przeszłości działania dyskrejonalne, jak np. rabaty podatkowe zastosowane w Stanach Zjednoczonych w 2001 r. i na wiosnę 2008 r., nie przyniosły istotnego wzrostu konsumpcji (por. [Auerbach, 2009]). Zdawało się to potwierdzać występowanie w tym zakresie równoważności ricardiańskiej, właściwej uczestnikom rynku formułującym racjonalne oczekiwania i dokonujących intertemporalnej optymalizacji swoich decyzji konsumpcyjnych w warunkach swobodnego dostępu do rynków finansowych.

³ Łącznie, rozmiary podejmowanych w latach 2008-2010 działań dyskrejonalnych oraz efekty oddziaływania automatycznych stabilizatorów sięgnęły, wg ocen OECD, od 7% PKB (Japonia) do 13% PKB (Hiszpania), por. [OECD, 2009, s. 110].

Jednak nowe badania budżetów gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych zakwestionowały tę ocenę, pokazując, że przeznaczają one na konsumpcję przeciętnie od 50% do 67% dodatkowych dochodów uzyskanych dzięki rabatowi podatkowym z 2008 r. [Broda, Parker, 2008]. Także ostatnio publikowane analizy modelowe, uwzględniające nowe założenia co do opisu funkcjonowania współczesnej gospodarki rynkowej i charakterystyki działających w niej gospodarstw domowych, wykazują skuteczność dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, choć silnie zróżnicowaną w zależności od formy interwencji, stopnia jej trwałości i otoczenia makroekonomicznego w jakim ta interwencja jest realizowana (por. [Gali et al., 2007], [Giordano et al., 2007], [De Castro Fernandez, Hernandez de Cos, 2006]).

Ważne miejsce w tych pracach zajmują analizy prowadzone w Komisji Europejskiej za pomocą modelu QUEST III [Ratto et al., 2009], [Roeger, in't Veld, 2009]. Model ten należy do klasy dynamicznych stochastycznych modeli równowagi (DSGE), a obliczenia uzyskiwane na jego podstawie są wykorzystywane do formułowania opinii i zaleceń Komisji Europejskiej w odniesieniu do polityki antykryzysowej. W wersji tego modelu rozpatrywanej w pracy Roegera, in't Velda [2009, s. 2], przyjęto, że głównymi kanałami transmisji obecnego kryzysu finansowego do sektora realnego gospodarki są wzrost premii za ryzyko oraz racjonowanie kredytu dla gospodarstw domowych i firm. Model wyodrębnia inwestycje mieszkaniowe oraz dzieli gospodarstwa domowe na pożyczkobiorców netto i pożyczkodawców netto, co umożliwia uwzględnienie zachowań gospodarstw domowych mających ograniczony dostęp do kredytów. Dzięki temu w modelu jest obecny mechanizm tzw. akceleratora finansowego. Funkcjonuje on następująco. Spadek cen mieszkań i domów powoduje, że gospodarstwa domowe kredytuujące się pod zabezpieczeniem hipotecznym muszą ograniczyć wydatki konsumpcyjne i inwestycje mieszkaniowe, aby zmniejszyć swoje zadłużenie. Z kolei spadek popytu na domy i mieszkania pociąga za sobą dalszy spadek ich cen co jeszcze bardziej obniża wartość zabezpieczenia hipotecznego i ponownie zmniejsza zdolność kredytową gospodarstw domowych, a zatem i rozmiary akcji kredytowej na ich rzecz. Model obejmuje gospodarke światową w podziale na regiony: Unię Europejską i resztę świata. W każdym z tych regionów występują trzy sektory produkcyjne: dóbr handlowych, dóbr niehandlowych oraz mieszkań i domów, a także trzy typy gospodarstw domowych: mające pełny dostęp do rynków finansowych (Ricardian households), mające ograniczony dostęp do kredytu (*credit constrained households*) oraz nieposiadające wolnych środków, a więc nieangażujące się w rynki finansowe (*liquidity constrained households*)⁴. Te ostatnie konsumują całość swoich dochodów z pracy uzupełnionych o transfery i po potrąceniu podatków. Model uwzględnia ponadto szereg sztywności w stanowieniu cen i płac oraz w dostosowaniach

⁴ To ważne rozróżnienie typów gospodarstw domowych ma istotny wpływ na wielkość uzyskiwanych mnożników fiskalnych. Gospodarstwa domowe nieposiadające wolnych środków finansowych lub mające ograniczony dostęp do kredytu reagują bowiem na ekspansję fiskalną, w krótkim okresie, wzrostem konsumpcji, odmiennie niż konsumenci ricardiańscy.

zasobów pracy i kapitału, a także główne różnice strukturalne między regionem UE a regionem reszty świata kalibrowanym na danych dotyczących gospodarki amerykańskiej. Udział w konsumpcji ogółem gospodarstw nieposiadających wolnych środków ustalony jest dla obu regionów na poziomie 40%, gospodarstw z ograniczonym dostępem do kredytu – na poziomie 30%, zaś gospodarstw o pełnym dostępie do rynków finansowych – też na poziomie 30%.

W pierwszym scenariuszu zbadane zostały skutki przejściowego jednorocznego szoku fiskalnego w wysokości 1% bazowego PKB. Począwszy od drugiego roku, w wyniku odpowiedniej podwyżki podatków od dochodów z pracy, następuje stopniowy powrót do wyjściowej relacji długu publicznego do PKB. Jest to więc scenariusz budżetowo-neutralny w średnim horyzoncie czasu. Rozpatrzono pięć typów szoków:

- wzrost wydatków rządowych na dobra i usługi konsumpcyjne,
- wzrost wydatków rządowych na inwestycje,
- wzrost wypłat transferów na rzecz gospodarstw domowych,
- obniżkę podatków od dochodów z pracy,
- obniżkę podatków od towarów i usług.

Wyniki symulacji wpływu tych szoków na poziom PKB Unii Europejskiej przedstawione są w pierwszej kolumnie tablicy 1⁵. Zakłada się w tym wypadku lekko akomodacyjną politykę pieniężną, a więc umiarkowany wzrost stóp procentowych pod wpływem wprowadzanych dyskrecjonalnych pakietów fiskalnych. Natomiast w drugiej kolumnie pokazane zostały wyniki symulacji przy założeniu w pełni akomodacyjnej polityki pieniężnej, a więc przy niezmiennych w ciągu pierwszego roku nominalnych stopach procentowych. Oczywiście, łagodniejsza polityka monetarna podnosi skuteczność ekspansywnej polityki fiskalnej redukując rozmiary zjawiska wypychania (*crowding-out*) wydatków prywatnych.

Tablica 1

Pierwszoroczne skutki dla PKB UE przejściowego jednorocznego szoku fiskalnego o rozmiarach 1% PKB (odchylenie od bazowego PKB w pkt proc.)

Rodzaj szoku	Przy lekko akomodacyjnej polityce pieniężnej	Przy w pełni akomodacyjnej polityce pieniężnej
Wydatki na dobra i usługi konsumpcyjne	0,99	1,40
Wydatki na inwestycje	1,07	1,40
Wypłaty transferów	0,55	0,78
Podatek od dochodów z pracy	0,53	0,68
Podatek od towarów i usług	0,67	0,99

Źródło: [Roeger, J. in't Veld, 2009, s. 22-23]

⁵ Przedstawione w tablicach 1-2 wyniki zostały uzyskane przy założeniu, że reszta świata też prowadzi ekspansywną politykę fiskalną, a więc uwzględniają tzw. efekty przelewania (*spillover effects*).

W drugim scenariuszu zbadano skutki dla PKB UE trwałego 20-letniego szoku fiskalnego w corocznej wysokości 1% bazowego PKB, finansowanego poczynając od drugiego roku przez odpowiednie podwyżki podatków od dochodów z pracy (por. tablica 2). Jak widać, efekty permanentnych szoków są w pierwszym roku znacznie słabsze niż w wypadku szoków przejściowych, a długim okresie stają się w większości przypadków ujemne. Gospodarstwa domowe antycypują bowiem przyszłe wzrosty podatków i redukują swoją bieżącą konsumpcję zwiększając zarazem oszczędności. Jedynym istotnym wyjątkiem od tego profilu czasowego reakcji PKB na szoki jest wzrost wydatków na inwestycje publiczne. Skutkuje on trwałymi i wyraźnymi przyrostami PKB, dlatego że wzrost zasobu publicznego kapitału podnosi produktywność gospodarki na tyle, że z naddatkiem kompensuje to negatywny wpływ wzrostu opodatkowania pracy.

Tablica 2

**Skutki dla PKB UE trwałego szoku fiskalnego o rozmiarach 1% PKB
(odchylenie od bazowego PKB w pkt proc.)**

Rodzaj szoku	1 rok	5 rok	10 rok	20 rok
Wydatki na dobra i usługi konsumpcyjne	0,36	-0,32	-0,75	-1,15
Wydatki na inwestycje	0,84	0,41	0,82	1,54
Wyплаты transferów	0,22	-0,43	-0,84	-1,21
Podatek od dochodów z pracy	0,48	0,21	0,01	-0,14
Podatek od towarów i usług	0,37	-0,05	-0,36	-0,61

Źródło: [Roeger, in't Veld, 2009, s. 40-42]

Z tej analizy wynikają ważne wnioski co do wyboru zawartości antykrzysowej dyskrecjonalnej interwencji fiskalnej. Wskazane jest kierowanie publicznych środków finansowych na te działania, wspomnienie których daje największe efekty mnożnikowe dla całej gospodarki. Patrząc z tego punktu widzenia w centrum uwagi znajdują się publiczne wydatki inwestycyjne, zwłaszcza na rozwój infrastruktury⁶. Ale dotyczy to także stymulowania inwestycji prywatnych. Jak wynika z innych obliczeń przeprowadzanych na tym samym modelu przez Komisję Europejską mnożnik wydatków przedsiębiorstw finansowanych subsydiem inwestycyjnym wynosi 1,37, jeśli działania te są realizowane w ramach programów stymulacyjnych o krótkim horyzoncie [European Commission, 2009, s. 44]. Natomiast praktycznie nie dają żadnych skutków obniżki podatku od przedsiębiorstw (mnożnik jedynie 0,03) [European Commission, s. 44].

Także Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swoich nowych rekomendacjach zaczął podkreślać znaczenie stymulacji fiskalnej w walce ze skutkami kryzysu (por. [IMF, 2009b]). Po pierwsze, uznał, że należy pozwolić na pełne działanie automatycznych stabilizatorów, a więc nie walczyć z nimi przez rów-

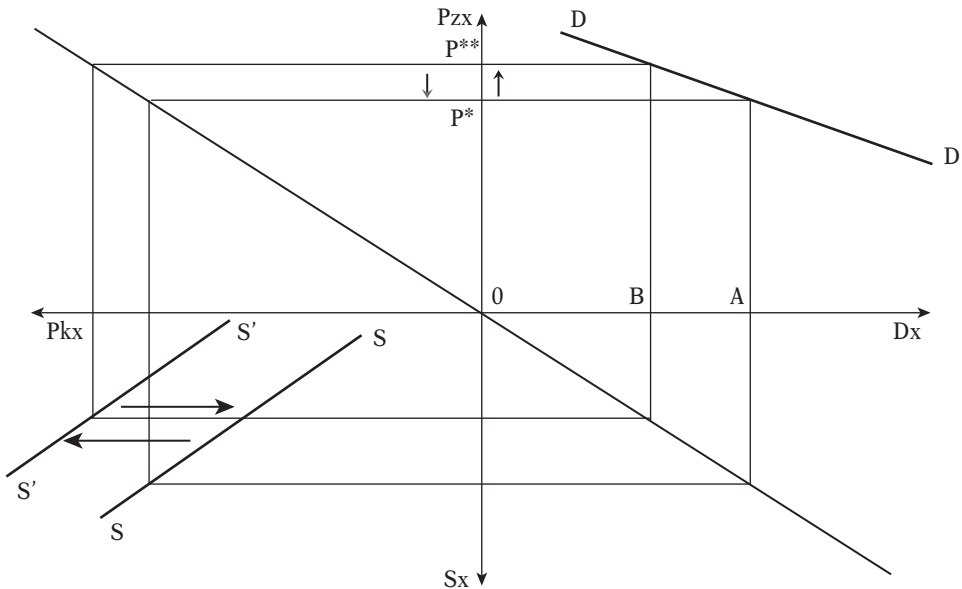
⁶ Takie zresztą były rekomendacje Komisji Europejskiej dla rządów krajów członkowskich w pierwszym okresie kryzysu, por. [European Commission, 2008].

noległe cięcia wydatków. Po drugie, wobec skromnej skali działania automatycznych stabilizatorów w gospodarkach wschodzących rekomendował podejmowanie także przedsięwzięć dyskrejonalnych, zwłaszcza skierowanych na inwestycje w projekty infrastrukturalne. Z badań MFW wynika, że dobrze skonstruowane dyskrejonalne pakiety antykryzysowe są bardziej efektywne w krajach o relatywnie niskiej otwartości i relatywnie niskim długi publicznym (nie przekraczającym 60% PKB) (por. [IMF, 2009a, rozdział 3]).

Dla wielu krajów, w tym zwłaszcza dla małych otwartych gospodarek ważna w warunkach kryzysu okazała się kwestia przywracania lub utrzymania międzynarodowej konkurencyjności. W okresie boomu przedkryzysowego silna inflacja znacznie ją bowiem ograniczyła.

W zależności od tego, czy kraj jest członkiem unii walutowej czy posiada własną walutę różnie przebiega proces odzyskiwania konkurencyjności międzynarodowej. Rozpatrzmy rynek eksportowy, którym są kraje unii walutowej. Niech linia DD oznacza linię popytu zagranicznego na eksport danego kraju, zaś linia SS – linię podaży eksportowej. Pogorszenie konkurencyjności zostało spowodowane wzrostem krajowych kosztów wytwarzania, co pociągnęło za sobą przesunięcie linii SS w położenie $S'S'$.

Wykres 4. Przywracanie konkurencyjności międzynarodowej w kraju nieposiadającym własnej waluty

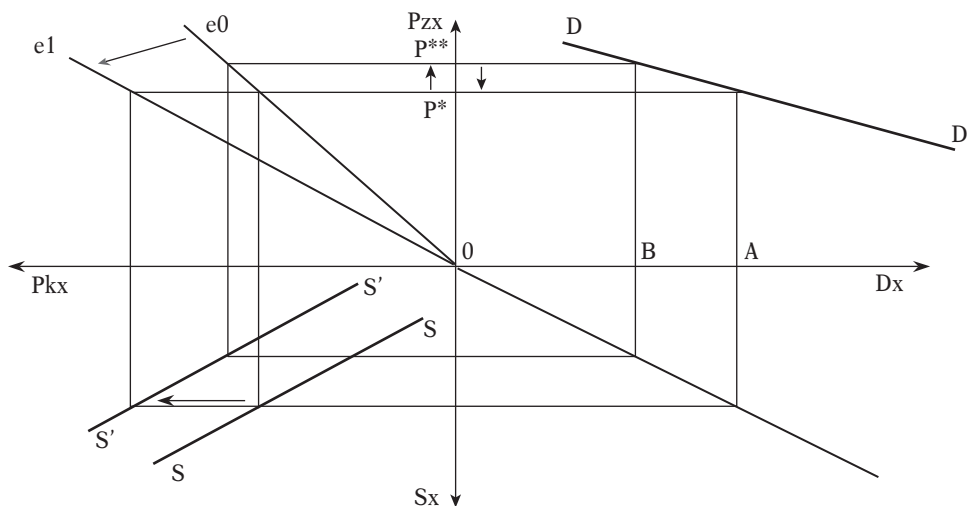


Źródło: opracowanie własne

W pierwszym przypadku, który ilustruje wykres 4, rozpatrywany kraj jest członkiem unii walutowej. Brak reakcji spowodowałby wzrost ceny krajowej Pkx i automatycznie ceny zagranicznej PzX ($PzX = Pkx$) z poziomu P^* do poziomu P^{**} , obniżając sprzedaż eksportową z $0A$ do $0B$. Jedyнным sposobem

bem odzyskania udziału w rynku zagranicznym jest w tym wypadku podjęcie działań na rzecz obniżenia kosztów wytwarzania. Polityka gospodarcza może w tym celu wykorzystać zacieśnienie fiskalne i/lub regulacje dochodów. Jeśli byłyby to działania skuteczne, linia podaży eksportowej powinna powrócić do wyjściowego położenia SS . Tego typu kroki z zakresu polityki dochodowej, określane czasem mianem dewaluacji wewnętrznej (por. [Marczewski, 2002, s. 164]), zostały ostatnio podjęte w Grecji, gdzie strony dialogu społecznego (pracodawcy, pracownicy i rząd) podpisały 3-letni narodowy kontrakt płacowy, w ramach którego zamrożono stawkę płacy minimalnej do połowy 2011 roku i zafiksowano, dla pozostałego półtorarocznego okresu, jej wzrost o stopę inflacji w strefie euro w 2010 r. Ponadto obniżono w 2010 r. o 12,8% płace nominalne w sektorze rządowym i zaplanowano ich dalsze obniżenie o 1,7% w 2011 r. Te bolesne posunięcia powinny przyczynić się poprzez „efekt demonstracji” i spadek popytu krajowego do zahamowania wzrostu płac także w sektorze prywatnym i spadku jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce narodowej [Balfoussias, 2010, s. 70-72].

Wykres 5. Przywracanie konkurencyjności międzynarodowej w kraju posiadającym własną walutę



Źródło: opracowanie własne

Natomiast jeśli kraj posiada własną walutę odzyskanie konkurencyjności międzynarodowej może dokonać się poprzez zmiany kursowe. Wykres 5 ilustruje ten przypadek. Otóż przesunięcie linii podaży eksportowej w położenie $S'S'$ może zostać zamortyzowane poprzez deprecjację waluty krajowej, co oznacza na rysunku zmianę położenia linii kursowej z $0e0$ na $0e1$. Wówczas, nawet przy utrzymaniu kosztów wytwarzania na nowym podwyższonym poziomie, cena dostaw eksportowych w walucie obcej może nadal wynosić P^* , a dostawy eksportowe mogą być realizowane w dotychczasowej skali $0A$. Natomiast jeśliby osłabienie waluty krajowej nie zrekompensowało w pełni wzrostu kosztów wytwa-

rzania, to musiałyby wystąpić dostosowania z zakresu polityki dochodowej, jednak na mniejszą skalę niż w wypadku kraju nieposiadającego własnej waluty.

Kolejną ważną dla prowadzenia polityki antykryzysowej kwestią jest możliwość wypierania wydatków prywatnych przez wydatki rządowe niefinansowane poprzez wzrost wpływów podatkowych. Co więcej, jeśli wydatki rządowe mają charakter czysto konsumpcyjny, pociąga to za sobą spadek zasobu kapitału w gospodarce i pogorszenie dynamiki przyszłego produktu potencjalnego. Z tych powodów zjawisko wypierania jest ważnym argumentem przeciw dyskrecjonalnej stymulacji fiskalnej. Trzeba jednak zwrócić uwagę na czynniki specyficzne dla sytuacji kryzysowej, osłabiające znaczenie tego rozumowania. Po pierwsze, przy tak głębokim jak obecny kryzysie wykorzystanie mocy produkcyjnych i popyt inwestycyjny są bardzo niskie, a stopy procentowe mimo rosnących deficytów budżetowych nie podnoszą się. Po drugie, jeśli istotną część antykryzysowych wydatków budżetowych stanowią nakłady na inwestycje infrastrukturalne, to można oczekiwać, że zwiększając zasób kapitału w gospodarce przyczynią się one także do zwiększenia potencjalnego PKB.

Z drugiej jednak strony, wzrost deficytów budżetowych i idący w ślad za nim wzrost relacji długu publicznego do PKB w wielu krajach doprowadził do wzrostu premii za ryzyko, podnosząc długookresowe stopy procentowe, co z kolei prowadzi do redukcji potencjalnego PKB. Ten ostatni czynnik jest stawiany ostatnio jako główny argument za podjęciem wysiłków konsolidujących finanse publiczne.

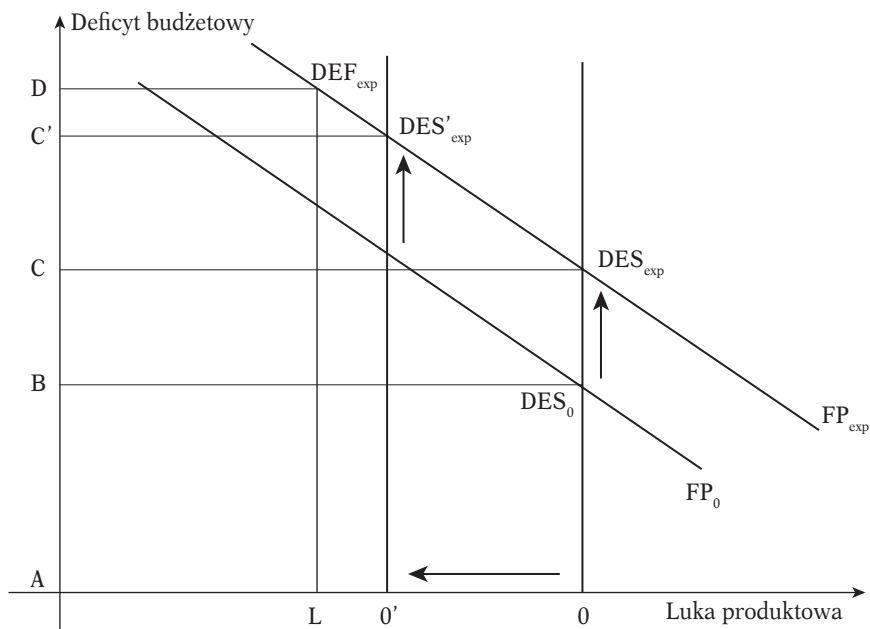
Jak jednak wielki powinien być ten wysiłek? Otóż zależy to od oceny poziomu produktu potencjalnego i rozmiarów bieżącego deficytu strukturalnego. Kwestia ta jest aktualnie przedmiotem gorących sporów.

Jak wynika z wcześniejszych rozważań wielkość deficytu strukturalnego, głównej miary pozycji fiskalnej, mierzona jest dla zerowego poziomu luki produktowej. Lokalizacja tego poziomu zależy z kolei od oszacowania wielkości potencjalnego PKB. Oszacowania te są dokonywane albo metodą statystyczną (poprzez filtrowanie historycznego szeregu PKB), albo metodą fundamentalną (na podstawie funkcji produkcji i oszacowania wkładu w PKB jej składników: pracy, kapitału i całkowitej produktywności czynników wytwórczych (TFP).

W latach 2009-2010 OECD i Komisja Europejska przedstawiły nowe oszacowania tempa wzrostu potencjalnego PKB i luki produktowej. Tempo wzrostu potencjalnego PKB i rozmiary luki produktowej są wyraźnie niższe niż oceniano je w okresie przedkryzysowym. I tak przykładowo, OECD zmniejszyło oszacowanie luki produktowej w 2010 r. dla strefy euro z $-11,5\%$ PKB do $-6,6\%$ PKB, dla Stanów Zjednoczonych – z $-8,4\%$ PKB do $-3,9\%$ PKB, a dla Japonii – z $-9,3\%$ PKB do $-1,8\%$ PKB [Mathieu, Sterdyniak, 2010]. Z kolei Komisja Europejska prognozuje, że tempo wzrostu potencjalnego PKB „starych” krajów członkowskich UE spadnie z $2,2\%$ w latach 1998-2007 do $1,4\%$ w latach 2011-2020 głównie za sprawą zmniejszenia wkładu czynnika pracy, ale także kapitału i TFP. Natomiast tempo wzrostu potencjalnego PKB nowych krajów członkowskich UE spadnie w tym horyzoncie z $3,8\%$ do $2,6\%$ głównie za sprawą redukcji wkładu TFP oraz kapitału [Mc Morrow, 2010].

Konsekwencją obniżki oszacowań potencjalnego PKB i bieżącej luki produktowej jest zmiana podziału salda budżetu na część strukturalną i cykliczną. Ilustruje ten problem wykres 6. Deficyt strukturalny przy neutralnej pozycji fiskalnej (FP_0) wynosi AB . Przejście do ekspansywnej pozycji fiskalnej (FP_1) oznacza wzrost tego deficytu do AC . Jeśli jednak równoległe nastąpi spadek potencjalnego PKB, to zerowy poziom luki produktowej przesunie się z punktu 0 w lewo do punktu $0'$. W rezultacie rozmiary ujemnej luki produktowej zmniejszą się z $L0$ do $L0'$. Konsekwencją tego ruchu będzie wzrost deficytu strukturalnego z AC do AC' i spadek deficytu cyklicznego z CD do $C'D$. I tak przykładowo, OECD ocenia, że w wyniku kryzysu pierwotne saldo strukturalne⁷ strefy euro w 2010 r. obniżyło się z $0,1\%$ PKB do $-1,7\%$ PKB, Stanów Zjednoczonych – z $-5,3\%$ PKB do $-7,5\%$ PKB, a Japonii – z $-2,8\%$ PKB do $-6,2\%$ PKB. Taki wzrost oszacowań deficytów strukturalnych podnosi poprzeczkę dla działań konsolidacyjnych w sferze finansów publicznych, bowiem posunięcia oszczędnościowe (cięcia wydatków i wzrosty podatków) muszą być w tych warunkach znacznie bardziej radykalne niż przy przedkryzysowych oszacowaniach. Dlatego w wielu krajach są eksperci, którzy podważają te szacunki, twierdząc, że aktualne deficyty budżetowe mają w większym stopniu charakter cykliczny i dzięki temu mogą szybko ulec redukcji w wyniku przewidywanego ożywienia gospodarczego [Mathieu, Sterdyniak, 2010].

Wykres 6. Wpływ zmiany oszacowania luki produktowej na podział deficytu budżetowego na część strukturalną i cykliczną



Źródło: opracowanie własne

⁷ Tj. saldo strukturalne budżetu pomniejszone o odsetkowe koszty obsługi długu publicznego.

Niektóre aspekty strategii wychodzenia z polityki anty kryzysowej

Jak już wcześniej wspomniano, strategię wychodzenia z polityki antykryzysowej planowane lub już podejmowane przez szereg krajów zawierają dwa elementy: wycofywanie się z pakietów stymulacyjnych oraz rozłożoną na lata (najczęściej w horyzoncie 10-letnim) konsolidację finansów publicznych. Kluczowe znaczenie dla ekonomicznych i społecznych kosztów tego manewru mają moment rozpoczęcia i tempo realizacji.

Tak długo, jak warunki dostępu do kredytowania są trudne i stopy procentowe są niskie wycofywanie się ze stymulacji fiskalnej jest kosztowne. Nie można bowiem liczyć na wspierające zacieśnienie fiskalne rozluźnienie polityki pieniężnej. Warto zatem zaczekać z radykalnymi działaniami do czasu normalizacji warunków funkcjonowania polityki pieniężnej. Jednak zalecenie to nie może odnosić się do krajów cechujących się silną nierównowagą finansów publicznych. One muszą już natychmiast podejmować działania konsolidacyjne. Czynnikiem osłabiającym negatywne skutki uboczne takich działań jest fakt, że permanentny bodziec fiskalny wywołuje znacznie mniejsze efekty mnożnikowe niż impuls tymczasowy (por. tablice 1 i 2). Ponadto można oczekiwać pozytywnych efektów dla potencjalnego PKB w średnim horyzoncie, w miarę poprawy sytuacji fiskalnej, dzięki obniżce premii za ryzyko (por. mechanizm wypierania). Przy lepszej sytuacji fiskalnej staną się także możliwe obniżki, nałożonych w ramach programów konsolidacyjnych, podatków, co dodatkowo, poprzez zmniejszenie dystorcji, może poprawić dynamikę wzrostu gospodarczego [Roeger, in't Veld, 2010].

Dla krajów Unii Europejskiej, a zwłaszcza dla krajów strefy euro ważnym elementem wzmacniającym ich determinację w dążeniu do konsolidacji fiskalnej i utrzymywania równowagi makroekonomicznej są nowe propozycje Komisji Europejskiej, znajdujące się już zresztą na końcowym etapie uzgodnień. Propozycje te są zawarte w inicjatywie uruchomienia tzw. Europejskiego Semestru, który ma stanowić zintegrowany system nadzoru i zarządzania polityką makroekonomiczną krajów członkowskich. Schemat Europejskiego Semestru przedstawiony jest na wykresie 7. Szczególnie ważnymi składnikami jego konstrukcji są zwiększenie nacisku na utrzymywanie pod kontrolą relacji długu publicznego do PKB, zaostrzenie kar za nieprzestrzeganie dyscypliny fiskalnej przez kraje członkowskie oraz wprowadzenie nowej procedury. Otóż obok dobrze znanej procedury nadmiernego deficytu ma się pojawić procedura nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Ma ona na celu monitorowanie równowagi makroekonomicznej i w razie potrzeby przeciwdziałanie jej naruszeniu. Jednym z podstawowych mierników stanu równowagi makroekonomicznej ma się stać saldo bilansu obrotów bieżących (SOB). Jakże jest tego uzasadnienie i jakimi sposobami mogą poszczególne kraje wpływać na poziom SOB?

Jak wiadomo, SOB może być definiowane na różne sposoby. Po pierwsze, jest to suma eksportu netto towarów i usług (NX), salda dochodów czynników produkcji (NFP) oraz salda transferów bieżących (Tr):

$$\text{SOB} = \text{NX} + \text{NFP} + \text{Tr}$$

Po drugie, SOB stanowi różnicę między krajowymi oszczędnościami (S) i inwestycjami (I):

$$\text{SOB} = \text{S} - \text{I}$$

Po trzecie, SOB stanowi sumę salda bilansu sektora finansów publicznych (SBU) i salda oszczędności i inwestycji sektora prywatnego ($S_p - I_p$):

$$\text{SOB} = \text{SBU} + (S_p - I_p)$$

Po czwarte, SOB odpowiada, z przeciwnym znakiem, przyrostowi kapitału zagranicznego netto (KF), a więc przyrostowi zadłużenia zagranicznego netto:

$$\text{SOB} = - \text{KF}$$

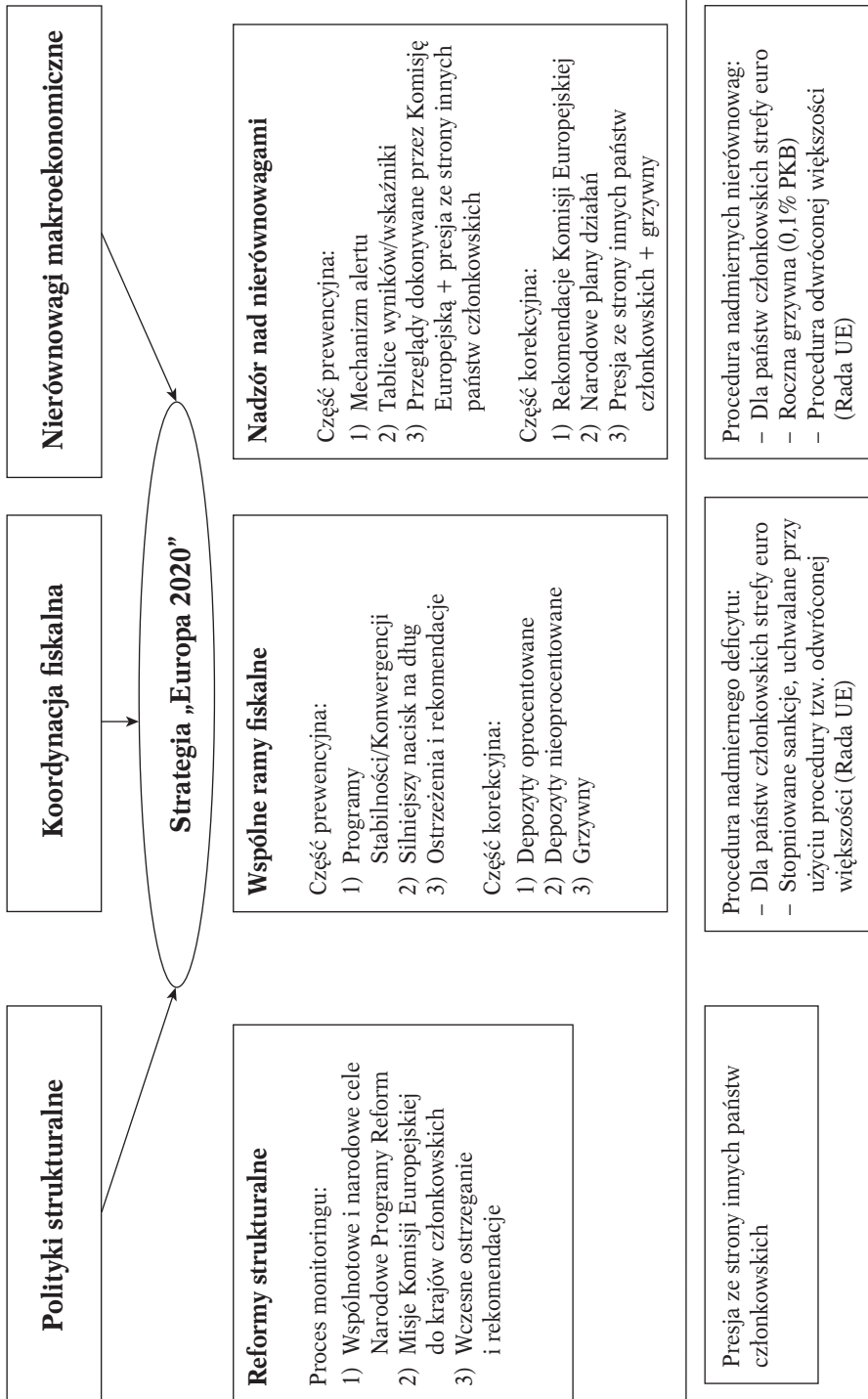
Zwłaszcza trzecie ujęcie SOB pozwala zidentyfikować jego znaczenie dla oceny stabilności makroekonomicznej gospodarki. Otóż poziom salda obrotów bieżących informuje o zbiorczej pozycji sektora publicznego i sektora prywatnego. Natomiast dotąd monitorowane w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu dane o saldzie bilansu sektora finansów publicznych dotyczą tylko pozycji sektora publicznego. Ponadto skumulowane salda obrotów bieżących składają się na dług zagraniczny netto, którego rozmiary mają duży wpływ na ocenę ryzyka kredytowego gospodarki. Tymczasem w krajach strefy stale od lat utrzymały ogromne różnice co do poziomu SOB w relacji do PKB – od 8%-9% nadwyżek w wypadku Niemiec i Holandii do dwucyfrowych deficytów w wypadku Grecji, Portugalii i Hiszpanii.

Na SOB polityka gospodarcza może oddziaływać poprzez instrumenty fiskalne, monetarne (stopa procentowa i kurs walutowy) i regulacje dochodów. W krajach tworzących unię walutową polityka monetarna jest wspólna, a zatem nie może być wykorzystywana do przywracania równowagi zewnętrznej pojedynczego kraju członkowskiego. Pozostają zatem działania z zakresu polityki fiskalnej oraz polityki dochodowej.

Ponadto istotnym wsparciem dla krajów członkowskich strefy euro zagrożonych kryzysem zadłużeniowym są uruchomione w maju i czerwcu 2010 r. wspólnotowe instrumenty pomocy finansowej: European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) oraz European Financial Stability Facility (EFSF)⁸. Pierwszy z nich umożliwia Komisji Europejskiej dokonywanie pożyczek na rynkach finansowych gwarantowanych przez budżet UE, zaś drugi pozwala na emisję obligacji gwarantowanych przez kraje członkowskie strefy euro. Uzyskane w ten sposób środki mogą być pożyczane zainteresowanym krajom członkowskim. One też są zobowiązane do obsługi tych pożyczek.

⁸ Council regulation No. 407/210 of May 11 establishing a European Financial Stabilisation Mechanism, Terms of Reference of the Eurogroup on European Financial Stability Facility, Luxembourg, 7 June 2010.

Wykres 7. Zintegrowany nadzór i zarządzanie w ramach Europejskiego Semestru



Podsumowanie

W artykule przedstawione zostały niektóre wątki ożywionej debaty ekonomistów nad kształtem stabilizacyjnej polityki makroekonomicznej w obliczu wyzwań, jakie zrodził wybuch światowego kryzysu finansowego. Pod wpływem kryzysu doszło do istotnego przewartościowania ocen co do sposobu prowadzenia tej polityki, choć nienaruszony pozostał jej podstawowy trzon teoretyczny.

W zakresie polityki pieniężnej aktualnie podejmowane działania lub dyskutowane propozycje dotyczą takich kwestii, jak: zwiększenie pola manewru dla polityki stóp procentowych poprzez mniej rygorystyczne ustalania poziomu celu inflacyjnego, poszerzenie dopuszczalnej skali dostarczania płynności przez banki centralne, wzmocnienie skuteczności instrumentów regulacyjnych nastawionych na redukcję amplitudy cyklicznych wahań na rynkach finansowych (dotyczy to w szczególności regulacji wysokości współczynników kapitałowych, wskaźników LTV na rynku mieszkaniowym, wymaganych zabezpieczeń przy transakcjach krótkiej sprzedaży, itp.), akceptacji podejmowania, przez kraje działające w reżimie kursów płynnych, sterylizowanych interwencji na rynkach walutowych stabilizujących te rynki. Ponadto organizacje międzynarodowe zalecają władzom małych otwartych gospodarek ograniczanie zakresu kontraktów w walutach obcych w obrocie wewnętrznym, w tym zwłaszcza zadłużania się w tym walutach.

W zakresie polityki fiskalnej wskazane jest położenie większego niż dotąd nacisku na redukcję długów publicznych w relacji do PKB. Umożliwić to powinno poszerzenie pola manewru dla ekspansywnej (także dyskrecjonalnej!) polityki fiskalnej w warunkach kryzysowych oraz wzmocnienie skuteczności działania automatycznych stabilizatorów. Potrzebne jest też zwiększenie ich siły poprzez odpowiednie korekty w systemie zabezpieczeń społecznych i systemie podatkowym.

Tak zarysowujące się przewartościowanie ocen, zwłaszcza w odniesieniu do stabilizacyjnej roli dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, wydaje się zjawiskiem trwałym. Ponadto w krajach strefy euro umocniło się przekonanie o potrzebie funkcjonowania na stałe zabezpieczeń w postaci instrumentów wspólnej polityki fiskalnej, co może doprowadzić do uznania wprowadzenia federalizmu fiskalnego za konieczny warunek egzystencji tej unii walutowej.

Bibliografia

- Auerbach A., [January 2009], *Implementing the New Fiscal Policy Activism*, Annual Meeting of the American Economic Association.
- Balfoussias S., [October 2010], *Greece: Not yet fiscal discipline but a good start. A promising progress in structural reform*, in: AIECE General Report, Part I, IBRKK, Brussels.
- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P., [February 2010], *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note.

- Blanchard O., Gali J., [2007], *Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 39, No. 1.
- Broda C., Parker J., [July 2008], *The Impact of the 2008 Tax Rebates on Consumer Spending: Preliminary Evidence*, University of Chicago, Graduate School of Business, mimeo.
- Cline W.R., Williamson J., [November 2010], *Currency Wars?*, Policy Brief, No. 10-26, Peterson Institute for International Economics.
- De Castro Fernandez F., Hernandez de Cos P., [2006], *The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach*, ECB Working Paper, No. 647.
- European Commission, [November 2008], *Measures taken or announced to address the effects of the financial crisis on the real economy*, Note by the European Commission, Brussels.
- European Commission, [2009], *Economic Forecast, Spring 2009*, European Economy, No. 3.
- Eggertsson G.B., [2008], *Liquidity trap*, The New Palgrave Dictionary of Economics, Palgrave Macmillan.
- Federal Reserve Bank of San Francisco, [2001], *Quantitative Easing by the Bank of Japan*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Research Department, No. 31.
- Gali J. et al., [2007], *Understanding the Effects of Government Spending on Consumption*, „Journal of the European Economic Association”, No. 1.
- Giordano R. et al., [2007], *The Effects of Fiscal Policy in Italy: Evidence from a VAR model*, „European Journal of Political Economy”, Vol. 23.
- IMF, [April 2009a], *IMF World Economic Outlook*, IMF.
- IMF, [2009b], *IMF Staff Position Note, Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries*, April 23.
- Krugman P., [1998], *It's baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2.
- Marczewski K., [2002], *Zmiany kursu walutowego a ceny i reakcje przedsiębiorstw w handlu zagranicznym*, IKCHZ, Warszawa.
- Mathieu C., Sterdyniak H., [May 2010], *The Causes of the European Debt Crisis*, Observatoire Français des Conjonctures économiques, Paris.
- Mc Morrow K., [28 September 2010], *Macroeconomic Scenarios for the EU until 2020*, Economic Policy Committee, ECFIN, Brussels.
- Nadeau J.F., [April 2009], *Monetary Policy and the Liquidity Trap*, Canada Library of Parliament, International Affairs, Trade and Finance Division.
- OECD, [2009], *OECD Economic Outlook. Interim Report*, Paris.
- Ratto M. et al., [2009], *QUEST III: An Estimated Open-Economy DSGE Model of the Euro Area with Fiscal and Monetary Policy*, Economic Modelling, Vol. 26.
- Roeger W., in't Veld J., [2009], *Fiscal Policy with Credit Constrained Households*, European Commission, DG ECFIN, Brussels.
- Roeger W., in't Veld J., [September 2010], *Fiscal Stimulus and Exit Strategies in the EU: a Model-based Analysis*, Economic Papers, No. 426, ECFIN.
- Spiegel M., [2001], *Quantitative Easing by the Bank of Japan*, FRBSF Economic Letter, No. 2001-31, Federal Reserve Bank of San Francisco, Research Department.
- Summers L.H., [29 January 2008], *Fiscal Stimulus Issues. Testimony before the House Budget Committee*, Washington.

THEORETICAL ASPECTS OF ANTI-CRISIS STABILIZATION POLICY

S u m m a r y

The article focuses on selected theoretical aspects of anti-crisis stabilization policy and policy exit strategies. The author looks at the approach to macroeconomic stabilization policy prior to the latest financial and economic crisis and discusses specific aspects of the anti-crisis policy. These include the problem of the liquidity trap in monetary policy, the effectiveness of discretionary fiscal packages, differences in the ways of maintaining international competitiveness by countries pursuing an independent monetary policy and those that are member states of the European monetary union. The author also takes a look at new European Commission initiatives for monitoring macroeconomic stability. He concludes that the latest global crisis has led to significant adjustments in methods for pursuing a stabilization policy, although the basic theoretical assumptions have remained unchanged.

Keywords: global economic crisis, stabilization policy, anti-crisis policy, financial stability, international competitiveness, European Union