



OSPODARKA NARODOWA

9
(229)
Rok LXXIX/XXI
wrzesień
2010

Marek LUBIŃSKI*

*Dziś największą popularnością cieszą się
utopie stabilizacji i bezpieczeństwa.*

L. von Mises, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*

Polityka fiskalna wobec kryzysu finansowego. Próba oceny**

Celem opracowania jest ocena z perspektywy teoretycznej reakcji polityki fiskalnej na kryzys finansowy zapoczątkowany na przełomie lat 2006-2007 w Stanach Zjednoczonych, który przybrał następnie charakter globalny i przeniósł się na sferę realną, wywołując mniej lub bardziej energiczny odzew administracji, władz ustawodawczych i monetarnych większości krajów.

Reakcja na kryzys poddała weryfikacji wyniki prowadzonej w całym okresie po II wojnie światowej dyskusję na temat celowości, dopuszczalności form i metod oraz skali i zakresu polityki stabilizacyjnej. Niezmiernie trudno byłoby usystematyzować wygłaszane przy okazji obecnego kryzysu spolaryzowane opinie, bowiem ścierali się nie tylko zwolennicy i krytycy interwencji. Nawet pierwsza z tych grup nie była jednorodna, bowiem w jej ramach niejednokrotnie piętnowano konkretne rozwiązania. W rezultacie doszło do przewartościowania wielu wydawałoby się niepodważalnych i ugruntowanych poglądów teoretycznych.

Jednym z przejawów, i kto wie czy nie najbardziej radykalnym, takiej reorientacji był renesans znaczenia polityki fiskalnej. O jego przyczynach będzie

* Autor jest pracownikiem Katedry Ekonomii Rozwoju i Polityki Ekonomicznej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, e-mail: lubmar1@o2.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2010 r.

** Artykuł powstał w ramach badań statutowych Katedry Ekonomii Rozwoju i Polityki Ekonomicznej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

mowa dalej. Natomiast to odrodzenie uzasadnia zainteresowanie w artykule właśnie polityką fiskalną. Odniesienie się do wszystkich kwestii pośrednio i bezpośrednio związanych ze sposobem reagowania polityki budżetowej na kryzys nie było możliwe. Stąd też zakres rozważań został zawężony. Skoncentrowano się przede wszystkim na przyczynach oraz konsekwencjach wykorzystania polityki fiskalnej w bezprecedensowej skali.

Interwencja fiskalna przyjęła dwie podstawowe formy. Z jednej strony było to bezpośrednie wsparcie udzielane w różnych formach instytucjom finansowym, z drugiej zaś pakiety stymulujące popyt. Tym właśnie formom interwencji poświęcono najwięcej uwagi. Pominęto natomiast opis konkretnych rozwiązań zastosowanych w poszczególnych krajach.

Choć większość formułowanych w tekście opinii odnosi się bezpośrednio do Stanów Zjednoczonych, to jednak z reguły mają one wymiar szerszy, przede wszystkim dlatego, że polityka Stanów Zjednoczonych była następnie naśladowana przez inne państwa.

Od polityki monetarnej do fiskalnej

W wyniku krytyki ekonomii keynesistowskiej w okresie powojennym zakorzeniło się przekonanie o pierwszoplanowym miejscu polityki pieniężnej w stabilizowaniu koniunktury, przy sprowadzeniu polityki budżetowej do automatycznych stabilizatorów. Za takim rozwiązaniem przemawiały między innymi opóźnienia wewnętrzne polityki fiskalnej, hipoteza równoważności Ricardo-Barro, uzależnienie od czynników politycznych, asymetria czy efekty niekeynesowskie, żeby ograniczyć się do argumentów podstawowych. Prymat przyznano także regułom w stosunku do działań dyskrecjonalnych. Dominowało przekonanie, że dyskrecjonalna polityka fiskalna nie tylko nie przyczynia się do stabilizowania koniunktury, a może być wręcz czynnikiem destabilizującym.

Natomiast w przewyżczeniu obecnego kryzysu, przy jednoczesnym stosowaniu niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej, powszechnie odwoływano się do dyskrecjonalnych instrumentów fiskalnych. Zwrot w kierunku polityki fiskalnej był szczególnie znaczący w Stanach Zjednoczonych, które zwiększyły w niespotykanej skali wydatki i co za tym idzie deficyt budżetowy. Natomiast kraje europejskie przyjęły postawę znacznie bardziej powściągliwą. Różnice te można przypisać dwóm podstawowym powodom.

Po pierwsze, Stany Zjednoczone miały jak dotąd w zasadzie nieograniczone możliwości finansowania deficytu przy umiarkowanych jedynie kosztach, przynajmniej dopóki są uznawane na najbardziej wiarygodnego dłużnika. Można sądzić, że w sytuacji zawirowań na rynku finansowym inwestorzy będą przedkładali pewność lokaty nad jej rentowność, co stwarza zdecydowane preferencje dla obligacji amerykańskich.

Po drugie, w przypadku krajów euro lub państw aspirujących do członkostwa znaczenie dyscyplinujące może mieć Pakt Stabilności i Wzrostu. Wprawdzie jego postanowienia w obecnej sytuacji nie są traktowane nadmiernie rygorystycznie,

to jednak świadomość naruszania obowiązujących reguł może hamować wzrost wydatków budżetowych.

Nasuwa się nieodparte wrażenie, że skala i charakter interwencji w znacznej mierze podyktowane były względami politycznymi. Precedens stworzyły Stany Zjednoczone, gdzie załamanie rozpoczęło się w przeddzień wyborów prezydenckich. Bush nie chcąc całkowicie pozbawić szans na zwycięstwo kandydata swojej partii i w celu ratowania nadwątlonego własnego wizerunku niezależnie od swoich poglądów ekonomicznych zdecydował się na interwencję. Kontynuację tej polityki przyrzekł w czasie kampanii wyborczej pozbawiony pola manewru Obama. Ponieważ rząd amerykański jako pierwszy zareagował na kryzys niewykluczone, że zachowanie innych było wynikiem specyficznego efektu naśladownictwa. Jeżeli rozumowanie to jest słuszne, to sposób reagowania na kryzys w większym stopniu niż względami ekonomicznymi podyktowany był przyczynami politycznymi.

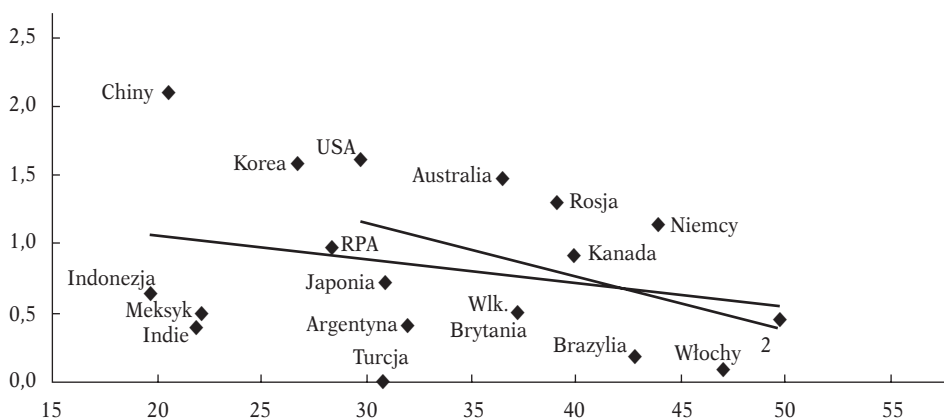
Wprawdzie w innych krajach rola czynników politycznych była mniejsza, tym niemniej także nie należy jej bagatelizować. Przede wszystkim Stany Zjednoczone zaproponowały pewien wzorzec postępowania, do którego dostosowały się inne rządy, chcąc „zachować twarz” wobec własnych społeczeństw. Stwarzało to złudne wrażenie, że sytuacja znajduje się pod kontrolą. Ponadto chodziło o zatarcie wrażenia, że Stany Zjednoczone są osamotnione w walce z kryzysem. Skłonność tę wzmacniał postulat, aby wszyscy w miarę możliwości włączyli się do przeciwdziałania wspólnemu nieszczęściu. Chodziło o zademonstrowanie jedności.

W Stanach Zjednoczonych w załamaniu 1982 r. i kolejnym w październiku 1990 r. zastosowano restrykcje fiskalne. W 1992 r. prezydent Bush zaproponował odrzucony przez Kongres pakiet bodźców fiskalnych, które miały przyspieszyć wyjście z załamania 1990-1991. Sytuacja powtórzyła się na początku 1993 r., już w okresie prezydentury Clintona. Obok wielu innych podstawowym argumentem przeciwko stymulacji fiskalnej był nadmierny deficyt budżetu federalnego [Taylor, 2000]. W odróżnieniu od poprzednich przypadków wobec obecnego kryzysu Kongres i administracja Obamy, kontynuując propozycję Busha, przyjęły pakiet bodźców fiskalnych w skali przekraczającej 5% PKB, mimo że początkowa nierównowaga budżetowa była większa [Auerbach, 2009].

O takim, nieograniczonym wyłącznie do Stanów Zjednoczonych, zwrocie przesądziło wiele względów. Jedną z przyczyn było osłabienie automatycznych stabilizatorów w wyniku prowadzącego do spłaszczenia skali podatkowej, spadku krańcowych stóp opodatkowania. Skutkiem było zmniejszenie elastyczności wpływów podatkowych względem podstawy opodatkowania i tym samym osłabienie ich roli stabilizacyjnej [Auerbach, 2009]. Ponieważ zmiany tego typu zachodziły z różną intensywnością w poszczególnych krajach odmienne są także rozmiary interwencji dyskrecjonalnej. Ponadto jej zakres zależy od zaangażowania rządu w gospodarkę, mierzonego udziałem wpływów podatkowych w PKB, zaznaczonych na osi odciętych na rys. 1. Jeżeli przyjąć, że wielkość ta jest proporcjonalna do skali automatycznych stabilizatorów, to można oczekiwać, że wyrażone zmianą udziału wydatków w PKB w stosunku do okresu

poprzedniego rozmiary interwencji dyskrecjonalnej zaznaczone na osi rzędnych są ujemnie skorelowane z udziałem wpływów podatkowych w PKB (rys. 1). Na osi rzędnych zaznaczano przeciętne impulsy fiskalne w latach 2008-2010 w stosunku do roku 2007, natomiast na osi odciętych znajduje się średni udział wpływów podatkowych w PKB w latach 2007-2008.

Rysunek 1. Udział państwa w gospodarce i skala dyskrecjonalnej stymulacji fiskalnej



Źródło: [Global Economic Policies..., 2009]

Ekspansywna polityka monetarna niesie ze sobą ryzyko spirali deflacyjnej w miarę tego, jak nominalne stopy procentowe zbliżają się do zera. Wówczas ograniczanie spadku cen jest równoznaczne ze wzrostem realnych stóp procentowych, co dodatkowo zmniejsza popyt i wywiera presję deflacyjną [Taylor, 2010]. Deflacja implikuje wysokie realne stopy procentowe, nawet jeżeli stopy nominalne zbliżają się do zera. Tak wysokie realne stopy procentowe pogłębiają załamanie i powodują dalszy spadek cen [Feldstein, 2002].

Bariera zerowych stóp procentowych nie jest bynajmniej zagrożeniem czysto teoretycznym. W Stanach Zjednoczonych stopy procentowe, niezależnie od krótkookresowych fluktuacji, wykazują bardzo wyraźne zmiany długookresowe, polegające na ich wzroście do 1982 r. i spadku w latach następnych.

Wahania stóp procentowych są natomiast powiązane z biegiem koniunktury. Recesje w Stanach Zjednoczonych rozpoczynały się z reguły po ich podniesieniu przez Fed w celu przeciwdziałania inflacji pod koniec fazy wzrostowej cyklu. Tak działo się przed załamaniem koniunktury w 1969 r., 1981 r. czy 1990 r. Stwarzało to przestrzeń do późniejszych obniżek, co wystarczało do pobudzenia składników popytu wrażliwych na warunki rynku kredytowego.

Inna była sytuacja po załamaniu koniunktury w marcu 2001 r. Po pęknięciu bańki internetowej w obawie przed deflacją kontynuowano agresywne obniżki stóp procentowych do połowy 2004 r., mimo ożywienia w gospodarce [Bean, 2008]. Zacieśnianie polityki pieniężnej rozpoczęło się dopiero w czerwcu 2004 r., a zakończyła je podwyżka stóp procentowych o 25 punktów bazowych w sierp-

niu 2006 r. Począwszy od sierpnia 2007 r. Fed rozpoczął, w obliczu najgłębszej od wielkiego kryzysu recesji, energiczne obniżki stóp procentowych od 5,25% we wrześniu 2007 r. do 0-0,25% w grudniu 2008 r. [Schwartz, 2009].

Zbliżenie się do granicy zerowych stóp procentowych nie oznacza całkowitej bezradności polityki pieniężnej, zawsze bowiem można odwołać się do narzędzi niestandardowych. Jednak ich stosowanie jest ryzykowne, bowiem brak doświadczenia nie pozwala na ocenę skuteczności [Bernanke, 2002].

Oslabienie skuteczności polityki pieniężnej spowodowane jest również destabilizacją rynków finansowych, zakłócającą transmisję monetarną. Kryzys polegał na zamrożeniu rynku kredytowego, czyli przejściu od paradygmatu rynku doskonałego do modelu Akerloffa z asymetrią informacji, gdzie w wyniku negatywnej selekcji całkowicie zamiera handel, ponieważ nie ma ceny równoważącej rynek. Dlatego też chociaż doszło do obniżek stóp procentowych koszty kredytów hipotecznych i obligacji korporacyjnych pozostawały wysokie. Sceptycyzm w stosunku do skuteczności obniżek stóp procentowych w tych warunkach wyrażał nawet Fed [*Minutes of the Federal...*, 2008].

Za stosowaniem polityki fiskalnej przemawia również to, że w przypadku niepewności co do skuteczności poszczególnych instrumentów racjonalne jest ich łączne stosowanie. Brainard wykazał, że jeżeli efekty poszczególnych narzędzi nie są znane, należy wykorzystywać wszystkie dostępne rozwiązania. Jeżeli niepewność związana z poszczególnymi instrumentami nie jest doskonale skorelowana to jest nadzieja, że do pewnego stopnia odchylenia będą się niwelować. Tak więc łączne zastosowanie narzędzi fiskalnych i monetarnych w jakiejś mierze eliminuje niepewność dotyczącą skuteczności każdego z nich i zwiększa szanse sukcesu [Brainard, 1967].

Polityka fiskalna może być również przydatna, jeżeli celem jest niskie bezrobocie (wysoka produkcja) przy wysokich stopach procentowych. Tymczasem ekspansywna polityka monetarna wprawdzie pobudza popyt, ale jednocześnie stwarza środowisko sprzyjające powstaniu bańki spekulacyjnej, odpływowi kapitału oraz wahaniom kursu walutowego [Elmendorf., Furman, 2008].

Politykę pieniężną dodatkowo utrudnia konieczność utrzymania równowagi zewnętrznej w warunkach kruchości przepływów finansowych. Dlatego wprawdzie wszystkie banki centralne w obliczu załamania zdecydowały się na obniżenie stóp procentowych, to czyniły to z wyjątkową ostrożnością, aby uniknąć gwałtownych ruchów kapitału i zapobiec nieskoordynowanym fluktuacjom kursów walutowych [Demirguc-Kunt, Detragiache, 1998].

Z ekspansywną polityką pieniężną związane jest niebezpieczeństwo pobudzenia oczekiwań inflacyjnych, które mogą przerodzić się w rzeczywisty wzrost cen. Wykorzystywanie polityki pieniężnej do stymulowania gospodarki w okresie kryzysu finansowego może osłabić wiarygodność władzy monetarnej w walce z inflacją. Zapobiegnie temu wyraźnie zadeklarowana gotowość banku centralnego do zacieśnienia polityki pieniężnej w przypadku groźby inflacji [Mishkin, 2009].

Dodatkowym argumentem na rzecz odwołania się do polityki fiskalnej była szansa jej wykorzystania bez typowego w takich przypadkach znacznego opóź-

nienia. Okazja ku temu powstała dzięki stosunkowo szybkiemu rozpoznaniu momentu załamania, chociaż niedoszacowana była jego skala, oraz przyspieszeniu i uproszczeniu w okolicznościach nadzwyczajnych żmudnych zwykle procedur parlamentarnych.

W całej powojennej dyskusji na temat polityki stabilizacyjnej dominowało przekonanie, że opóźnienie zewnętrzne polityki fiskalnej jest mniejsze niż pieniężnej. W związku z tym, gdy w sytuacji nadzwyczajnej udało się ograniczyć opóźnienie wewnętrzne, w pełni ujawniły się potencjalne walory polityki fiskalnej. Jeżeli jednak zaakceptować pogląd odmienny, że jak wynika z badań dla USA wpływ polityki fiskalnej na PKB osiąga maksimum po kilku kwartałach i trwa przez kilka lat przewaga polityki fiskalnej staje się mniej oczywista [Blanchard, Perotti, 2002].

W obecnej sytuacji możliwe stało się finansowanie deficytu budżetowego przy stosunkowo niskich stopach procentowych. Dodatkowym argumentem jest spodziewana długotrwałość recesji, co pozwala na przygotowanie chociażby projektów inwestycji infrastrukturalnych [Mishkin, 2009].

Ponadto polityka pieniężna ze względu na niską selektywność, w odróżnieniu od fiskalnej, w tym samym stopniu wpływa na wszystkie podmioty gospodarujące. Dlatego polityka budżetowa pozwala na osiągnięcie nie tylko celów ściśle ekonomicznych, ale także społecznych. Ten ostatni element jest szczególnie istotny w przypadku obecnego kryzysu, ponieważ pozwala, przynajmniej teoretycznie, na ochronę silnie dotkniętych przez kryzys grup ludności.

Podstawowe argumenty na rzecz dominacji polityki fiskalnej w przezwyciężaniu kryzysu podsumował Summers, wskazując że:

1. polityka fiskalna może osiągnąć zamierzone skutki szybciej niż pieniężna,
2. może być precyzyjnie nakierowana na ofiary kryzysu,
3. opieranie się wyłącznie na polityce pieniężnej szybko może doprowadzić do poziomu stóp procentowych, przy którym pojawią się problemy dla waluty krajowej i niebezpieczeństwo powrotu spekulacji,
4. w warunkach, gdy siła wpływu polityki gospodarczej na kryzys jest niepewna, lepiej posługiwać się szerszą niż wąską paletą instrumentów [Summers, 2008].

Wprawdzie nigdzie nie było to wyraźnie deklarowane, ale wydaje się, że ekspansja fiskalna pozwala rządzącym na uzyskiwanie spektakularnych korzyści politycznych. Znaczące pakiety fiskalne, oprócz spodziewanych efektów ekonomicznych, miały przekonać społeczeństwo o zdecydowanej woli rządu walki z kryzysem. Takiego efektu propagandowego nie daje polityka pieniężna, która jest znacznie mniej czytelna dla społeczeństwa. Zatem uruchomienie dyskrecjonalnej polityki fiskalnej w czasie recesji może wynikać z czysto oportunistycznej chęci bycia aktywnym w trudnej sytuacji. Korzyści polityczne polityki fiskalnej staną się jeszcze bardziej oczywiste jeżeli wziąć pod uwagę, że polityka pieniężna jest, przynajmniej formalnie, w gestii niezależnego banku centralnego.

Nie można również pomijać wpływu polityki budżetowej na nastroje społeczne. O skali załamania w pewnej mierze decydują czynniki psychologiczne. Przekonanie społeczeństwa, że rząd jest zdecydowany walczyć z kryzysem i przeznacza na to dostatecznie duże środki, może stać się samoistnym czynnikiem

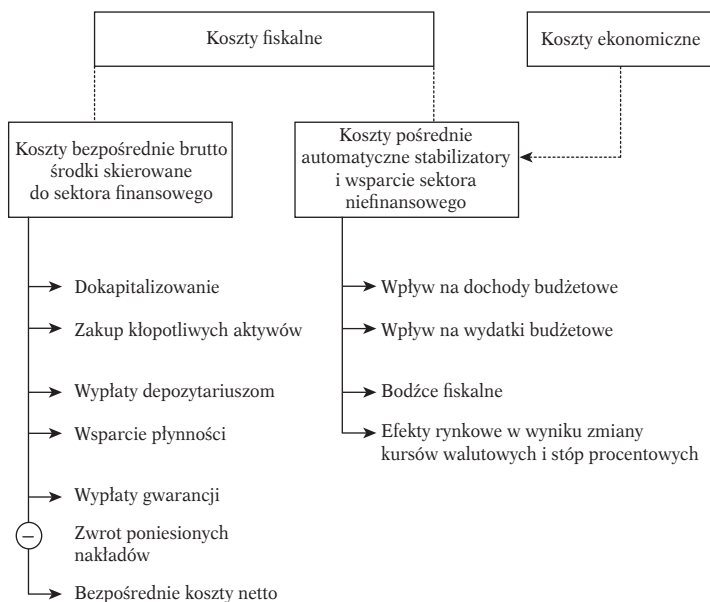
ułatwiający wyjście z recesji [Taylor, 2000] Tego typu działanie ma jednak również inny aspekt, bowiem siła reakcji władz może utrwalać przeświadczenie o powadze sytuacji.

Mankiw jest jednym z ekonomistów, który przypomina wątpliwości związane z interwencją fiskalną. W pierwszej kolejności zwraca uwagę na niską stosunkowo wartość mnożników fiskalnych ze względu na wysoką skłonność do oszczędzania w wyniku przejściowych cięć podatkowych. Kolejnym zagrożeniem jest nieracjonalny charakter wydatków, które wprawdzie statystycznie mogą podnosić PKB, ale nie muszą zwiększać dobrobytu. Stąd też każdy projekt musi poprzedzać rzetelna analiza kosztów i korzyści, choć jej przeprowadzenie niejednokrotnie nadmiernie wydłuża podjęcie interwencji. Problemem jest również wyjście z interwencji, zwłaszcza że jej podjęcie może być wykorzystane jako pretekst do trwałego zwiększenia zaangażowania rządu w gospodarce [Mankiw, 2009]. Ze względu na wagę tych argumentów w dalszej części rozważone zostaną racje zwolenników i przeciwników interwencji fiskalnej.

Wpływ polityki fiskalnej na deficyt budżetowy

Ludwig von Mises, znany przeciwnik zaangażowania państwa w gospodarkę napisał „Jeżeli takie kroki (*interwencja* – M.L.) zostaną przedsięwzięte z pełną świadomością skutków, jakie powodują (jeśli rząd jest w pełni świadom tego, co robi) i rezultatów, jakie to przyniesie, wówczas można nie akceptować jego działania tylko wtedy, kiedy nie aprobuje się celu” [Mises, 2005].

Rysunek 2. Koszty fiskalne kryzysu finansowego



Źródło: [Public Finances..., 2009]

Przeprowadzenie *ex ante* proponowanej przez von Misesa analizy jest bardzo trudne, ponieważ w momencie podejmowania interwencji trudno oszacować pełne koszty i spodziewane korzyści. Hipotetycznym pożytkiem jest zmniejszenie skali załamania, kosztem – poniesione w tym celu wydatki (rys. 2). W rachunku kosztów uwzględnia się najczęściej koszty fiskalne, w podziale na bezpośrednie i pośrednie, oraz ekonomiczne. Bezpośrednie koszty fiskalne ujmowane są w kategoriach brutto, kiedy obejmują całość wydatków oraz netto, bowiem ich część może zostać odzyskana. Na całkowite koszty brutto składają się koszty bezpośrednie, obejmujące wydatki skierowane do sektora finansowego. Koszty pośrednie związane są ze stymulowaniem popytu za pomocą automatycznych stabilizatorów i działań dyskrecjonalnych.

Ponadto w kompleksowym rachunku uwzględnienia wymagają koszty ekonomiczne kryzysu rozumiane jako utrata obecnej i przyszłej zdyskontowanej konsumpcji. Najczęściej jest ona aproksymowana jako skumulowana strata PKB w czasie kryzysu [Schwierz, 2004].

Jedyną wielkością, którą można wyznaczyć w miarę szybko i dokładnie, są bezpośrednie koszty brutto i pakiet stymulacji fiskalnej, które łącznie wpływają na stan finansów publicznych. W rachunku takim proponowane są następujące rozwiązania:

- wsparcie kapitałowe zwiększa deficyt w pełnej wysokości, w jakiej zostało udzielone,
- zakup udziałów zwiększa deficyt jedynie w przypadku, gdy jak to się z reguły dzieje, cena zakupu znacząco przewyższa bieżącą cenę rynkową,
- skutki zakupu aktywów są identyczne jak nabycia akcji,
- pożyczki nie wpływają bezpośrednio na stan finansów publicznych, zwiększają bowiem deficyt jedynie w stopniu, w jakim zagrożona jest ich spłata,
- gwarancje depozytów podnoszą deficyt dopiero w momencie, gdy stają się wymagalne,
- towarzyszące opłaty, odsetki i dywidendy wpływają na deficyt tak samo jak inne wpływy i wydatki,
- operacje banku centralnego oddziałują raczej na jego bilans, a nie bezpośrednio na budżet [*Fiscal Implications...*, 2009].

Jak z tego wynika, w momencie podejmowania interwencji można określić wartość zobowiązań, ale nie faktycznie poniesionych kosztów. Przykładem mogą być gwarancje depozytów. Wynikające z tego koszty w skrajnym i czysto hipotetycznym przypadku mogą być równe całkowitej wielkości depozytów lub wynieść zero, jeżeli pojawiają się zbędne wypłaty z tego tytułu. W wyniku tego typu uwarunkowań koszty netto interwencji można określić dopiero z opóźnieniem kilkuletnim; zwykle przyjmuje się, że po pięciu-sześciu latach.

Powstaje pytanie, jakie były koszty kryzysów przeszłości. W podgrupie 49 kryzysów wyodrębnionych spośród 122 kryzysów finansowych, które miały miejsce na świecie od początku lat 70. bezpośrednie koszty netto ratowania systemu bankowego wynosiły przeciętnie 13% PKB, sięgając w niektórych krajach rozwijających się 50%. Liczby te uwzględniają już przychody ze sprzedaży

przejętych aktywów w ciągu 6 lat od wybuchu kryzysu [*Public Finances...*, 2009]. W przypadku 39 kryzysów w latach 1980-2003 stopa zwrotu poniesionych kosztów fiskalnych wynosiła średnio 20% przy medianie równej 8% oraz maksimum sięgającym 94% i minimum równym 0 [*The State of Public Finances...*, 2008]. Kryzys finansowy powoduje gwałtowny wzrost deficytu budżetowego, a w konsekwencji również długu (tabl. 1).

Tablica 1

Konsekwencje fiskalne kryzysu finansowego dla budżetu centralnego (w % PKB)

Kraj/rok	Rok przed kryzysem	Maksymalny deficyt	Zmiana deficytu budżetowego
Argentyna 2001	-2,4	-11,9 (2002)	9,5
Chile 1980	4,8	-3,2 (1985)	8,0
Kolumbia 1998	-3,6	-7,4 (1999)	3,8
Finlandia 1991	1,0	-10,8 (1994)	11,8
Indonezja 1997	2,1	-3,7 (2001)	5,8
Japonia 1992	-0,7	-8,7 (1999)	9,4
Korea 1997	0,0	-4,8 (1998)	4,8
Malezja 1997	0,7	-5,8 (2000)	6,5
Meksyk 1994	0,3	-2,3 (1998)	2,6
Norwegia 1987	5,7	-2,5 (1992)	7,9
Hiszpania 1977	-3,9	-3,1 (1977)	-0,8
Szwecja 1991	3,8	-11,6 (1993)	15,4
Tajlandia 1997	2,3	-3,5 (1999)	5,8

Źródło; [Reinhart, Rogoff, 2009]

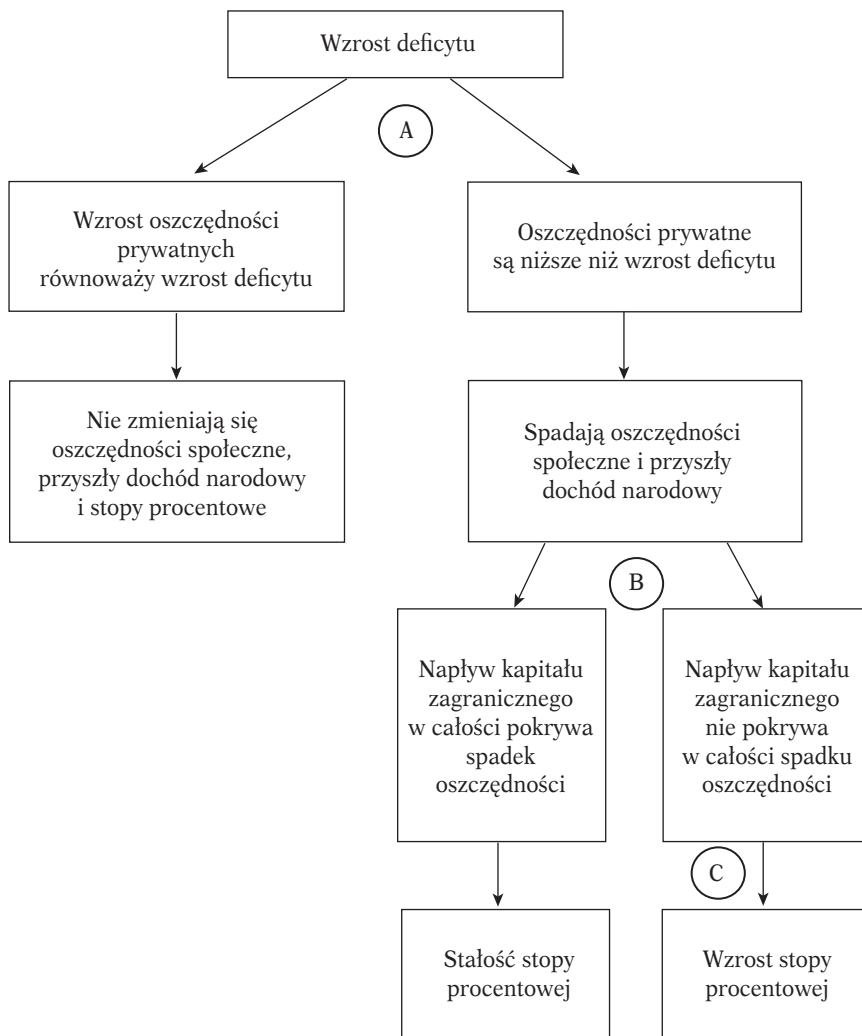
Na podstawie ujednoczonej definicji pakietów fiskalnych zastosowanych w wyniku reakcji na ostatni kryzys ich skumulowany wpływ na bilanse fiskalne w latach 2008-2010 wyniesie 3,5% łącznego PKB krajów OECD w 2008 r.

Konsekwencje deficytu budżetowego

Interwencja fiskalna powoduje pogorszenie sytuacji finansów publicznych. Deficyt budżetowy oznacza ujemne oszczędności rządu, co przy niezmiennych oszczędnościach prywatnych powoduje spadek oszczędności społecznych [Ball, Mankiw, 1995]. Powstaje pytanie o konsekwencje ich spadku (rys. 3). Z zależności bilansowych wynika bezpośrednio, że prowadzi on do ograniczenia inwestycji, eksportu netto lub obydwu jednocześnie. Powstaje jednak pytanie, jaki jest mechanizm spadku inwestycji i eksportu netto. Czynnikiem napędowym zmian są stopy procentowe i kursy walutowe. Przy danych stopach procentowych spadek oszczędności krajowych ogranicza podaż funduszy pożyczkowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Nierównowaga stwarza presję na wzrost stóp procentowych, ponieważ podmioty gospodarujące konkurują o ogra-

niczone środki. Według ostrożnych szacunków zmniejszenie nadwyżki lub wzrost deficytu budżetowego o 1% PKB podnosi długookresowe stopy procentowe w granicach 50-100 punktów bazowych. Zatem wynoszący 3% deficyt oznacza, że stopy procentowe są wyższe o 1,5-3,0 punktów procentowych. Wzrost stóp procentowych przywraca równowagę, redukując inwestycje [Gale, Orszag, 2002].

Rysunek 3. Tożsamości w rachunku dochodu narodowego



Źródło: [Elmendorf, Liebman, 2000]

Jednocześnie wysokie stopy procentowe czynią atrakcyjnym zakup aktywów danego kraju dla rezydentów i podmiotów zagranicznych. Zwiększa to popyt na jego walutę przyczyniając się do aprecjacji, która powoduje, prowadzący do deficytu bilansu handlowego, spadek eksportu i wzrost importu.

Podział skutków spadku oszczędności społecznych między inwestycje i eksport netto zależy od kilku kluczowych parametrów. Przy pozostałych warunkach niezmiennych skala spadku inwestycji w reakcji na ograniczenie oszczędności jest tym mniejsza, im niższa jest elastyczność inwestycji względem stopy procentowej, im wyższa jest elastyczność kursu walutowego względem stopy procentowej oraz elastyczność handlu względem kursu walutowego [Feldstein, 1992].

Oprócz krótkookresowych uwzględnienia wymagają długookresowe efekty deficytu budżetowego. W długiej perspektywie produkcja jest determinowana przez zdolności produkcyjne, które zależą między innymi od inwestycji, które deficyt budżetowy ogranicza. W krótkim okresie wpływ ten może być mniej ważny, jednak w dłuższej perspektywie istotnie osłabia zdolności produkcyjne gospodarki i tym samym generowane w niej dochody. Podobne są skutki zakupu aktywów krajowych przez podmioty zagraniczne. Konsekwencją jest bowiem transfer za granicę powstających w kraju zysków.

Deficyt budżetowy wpływa nie tylko na całkowity dochód, ale również na jego podział poprzez oddziaływanie na wynagrodzenie czynników produkcji. Zgodnie z teorią neoklasyczną, w równowadze wynagrodzenie czynnika produkcji jest równe wartości produktu krańcowego. Deficyt budżetowy powoduje spadek zasobu kapitału i wyposażenia kapitałowego na zatrudnionego. Ponieważ zasoby kapitału stają się rzadsze, jego wynagrodzenie rośnie, podczas gdy jednocześnie spada dochód względnie obfitej pracy.

Negatywne następstwa nie wystąpią, jeżeli wzrost deficytu budżetowego zostanie zrównoważony wzrostem oszczędności. Jednak kompensata taka nigdy nie jest pełna i zawiera się w granicach 20-50% [Elmendorf, Liebman, 2000]. Około 1/3 spadku oszczędności krajowych jest równoważone napływem kapitału z zagranicy, a reszta znajduje odzwierciedlenie w spadku inwestycji krajowych [Obstfeld, Rogoff, 2000]. Innymi słowy wzrost deficytu o 100 jednostek zmniejsza oszczędności krajowe o 75, co przekłada się na wzrost pożyczek z zagranicy o 25 i spadek inwestycji o 50.

W konkluzji można stwierdzić, że wprawdzie polityka, która zmniejsza nadwyżkę lub zwiększa deficyt budżetowy może korzystnie wpływać na poziom aktywności gospodarczej, to jednak długookresowe koszty deficytu budżetowego są znaczne [Gale, Orszag, 2002]. Dlatego też mimo podnoszonych obecnie zalet polityki fiskalnej wskazywane są związane z nią zagrożenia. Lepiej zrezygnować z bodźców fiskalnych, jeżeli trwale zwiększają one deficyt budżetowy. W takim przypadku pożytki krótkookresowe mogą być niewielkie, a straty długookresowe znaczne [Elmendorf, Furman, 2008].

Jedynym pozytywnym elementem jest fakt, że obecny deficyt nie zawsze musi oznaczać wyższy dług w długiej perspektywie. Z tzw. równania międzyokresowego ograniczenia budżetowego wynika, że na deficyt budżetowy można patrzeć jako na grę hazardową z niepewną przyszłością. Jeżeli tempo wzrostu PKB przewyższa stopy procentowe, to udział długu w PKB spada, a gospodarka rośnie bez jego kumulowania. Wniosek taki wynika z obserwacji, że przeciętna stopa zwrotu z papierów rządowych jest niższa od średniego tempa wzrostu

gospodarki. Oznacza to, że rząd może stopniowo uwalniać się od ciężaru długu bez konieczności spłaty [Ball, Elmendorf, Mankiw, 1995].

Negatywne następstwa wysokiego i długo utrzymującego się deficytu budżetowego mogą być bardziej dotkliwe oraz ujawnić się szybciej i w większej skali niż zakłada to dotychczasowa analiza. Zadłużanie zwiększa podatność kraju na międzynarodowy kryzys zaufania. Uruchamia to z kolei spiralę negatywnych sprzężeń zwrotnych od deficytu do rynków finansowych i gospodarki realnej według schematu:

- obawa, że rząd zaakceptuje wyższą inflację w celu obniżenia realnego ciężaru zadłużenia lub zdecyduje się na podniesienie podatków,
- narastający deficyt obrotów bieżących może wywołać zaniepokojenie na rynku walutowym i na międzynarodowych rynkach kredytowych,
- utrata zaufania może spowodować wycofywanie inwestorów, powodując deprecjację i wzrost oprocentowania papierów rządowych,
- wzrost stóp procentowych, deprecjacja i spadek zaufania obniża kursy akcji i zamożność gospodarstw domowych, zwiększa koszty finansowania dla przedsiębiorstw oraz obniża wydatki sektora prywatnego,
- zachodzące procesy zakłócają funkcjonowanie instytucji finansowych jako pośrednika między pożyczkodawcami i pożyczkobiorcami, ponieważ rynki kredytów długoterminowych dostrzegają niebezpieczeństwo znacznego wzrostu stóp procentowych, a spadek cen aktywów ujemnie wpływa na bilanse banków i innych instytucji finansowych,
- niezdolność rządu do przywrócenia równowagi sektora finansów publicznych jest traktowana jako przejaw braku umiejętności rozwiązywania problemów ekonomicznych [Rubin, Orszag, Sinai, 2004].

Wszystkie te zjawiska zazębiają się stwarzając pętlę sprzężeń zwrotnych [Rubin, Orszag, Sinai, 2004]. Wiele zagrożeń zależy od oczekiwań dotyczących sytuacji finansów publicznych, natomiast ich zmiana jest trudna do przewidzenia i może zajść gwałtownie. Wprawdzie kwantyfikacja skutków jest trudna, jednak niebezpieczeństwo ich pojawienia się sugeruje ostrożność w generowaniu deficytu budżetowego. Problem polega na tym, że trudno określić deficyt, który wywoła tego typu negatywne następstwa w dużej skali. Jednak groźba „twardego lądowania” powinna stanowić przestrożę przed nadmiernym zwiększeniem deficytu budżetowego [Ball, Mankiw, 1995].

Tradycyjna analiza skutków deficytu budżetowego nie uwzględnia trzech wzajemnie powiązanych elementów:

1. niepewności,
2. asymetrii politycznej trudności zwiększania wpływów i ograniczania wydatków w relacji do cięć podatkowych i zwiększania wydatków,
3. zmniejszenie elastyczności działania w przyszłości w wyniku obniżki podatków i podnoszenia wydatków bieżących.

Dług publiczny ogranicza elastyczności polityki budżetowej.

Niepewność związana jest z też zawodnością wielu projekcji, stanowiących podstawę konstrukcji budżetu. Działanie w warunkach niepewności nakazywałoby daleko posuniętą ostrożność, prowadzącą między innymi do gromadzenia

rezerw. Jednak politycy są skłonni do lekceważenia tego typu niebezpieczeństw z dwóch przynajmniej powodów. Po pierwsze, wyolbrzymiają bieżące zagrożenia i bagatelizują przyszłe, ponieważ liczą zawsze, że przyszłe problemy będą musieli rozwiązywać ich następcy. Czasami wskazuje się, że chęć postawienia w kłopotliwej sytuacji sukcesorów politycznych jest jednym z motywów zadłużania się rządu.

Najbardziej atrakcyjna polityka w gospodarce, która cierpi na niepełne wykorzystanie pracy i kapitału polega na połączeniu długookresowej dyscypliny budżetowej z krótkoterminowymi bodźcami fiskalnymi. Krótkookresowe bodźce fiskalne pobudzają popyt, natomiast długookresowa dyscyplina fiskalna zapewnia przychylność myślących perspektywicznie rynków finansowych. Problem polega jednak na pogodzeniu sprzecznych na pozór celów. Nadmierne i zbyt długo stosowane bodźce fiskalne podważają wiarygodność. Postulowanym rozwiązaniem może być między innymi połączenie stymulacji fiskalnej z programem reform finansów publicznych [Rubin, Orszag, Sinai, 2004].

Doraźne interwencje mogą wykazywać skłonność do utrwalania się negatywnie wpływając na długookresowe perspektywy wzrostu. Będą one oznaczały obciążenie długiem przyszłych pokoleń. Ponieważ wahania koniunkturalne są nieodłącznym atrybutem gospodarki rynkowej oznacza to, że przyszłe generacje będą musiały się borykać z kryzysem przy wyższych podatkach, większym zaangażowaniu rządów w gospodarce oraz wzrostem spowolnionym w długim okresie [Gokhale, 2009]

Kontrowersje wokół siły efektu mnożnikowego

Miarą wpływu wydatków sektora publicznego na PKB jest mnożnik fiskalny, rozumiany jako relacja przyrostu PKB do egzogenicznej zmiany deficytu budżetowego. Mnożniki są wyższe, gdy:

- w pakiecie fiskalnym wysoki jest udział wydatków w relacji do cięć podatków,
- wysoka jest krańcowa skłonność do konsumpcji,
- środki są skierowane do gospodarstw domowych cierpiących na ograniczenie płynności,
- konsumenci nie biorą pod uwagę przyszłego wzrostu podatków,
- niska jest skłonność do importu,
- duża jest luka produkcyjna co zmniejsza groźbę inflacji i restrykcji monetarnych [Spilimbergo, Symansky, Schindler, 2009].

Typowe podejście sugeruje, że efekt stymulacyjny wydatków jest większy niż cięć podatkowych. Uzasadnienie wyrasta z prostej obserwacji, że każdy dolar wydany bezpośrednio przez rząd przekształca się w popyt, podczas gdy dochody zwiększone w wyniku cięć podatkowych równie dobrze mogą być wydatkowane, jak i oszczędzone. Jednak takie zdroworoządkowe wnioski nie zawsze znajdują potwierdzenie w badaniach empirycznych, które wskazują, że mnożnik podatków jest wyższy niż wydatków [Romer, Romer, 2009]. Efekty mnożnikowe cięć podatkowych są ponadto większe dla podatków od dochodów

indywidualnych niż dla podatków od zysków przedsiębiorstw [OECD *Economic Outlook...*, 2009].

W obecnym kryzysie wartości mnożników mogą spaść z co najmniej dwóch powodów związanych ze wzrostem skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. Po pierwsze, w wyniku wychodzenia z bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości lub na giełdzie muszą one spłacać nadmierne zadłużenie. Po spłacie zadłużenia rośnie skłonność do wydatkowania [Koo, 2003]. Po drugie, wydatki są również niskie z obawy przed przedłużaniem się recesji oraz bezrobociem. Ten rodzaj oszczędności może spaść w wyniku stymulacji fiskalnej, jeżeli stworzy ona nadzieję na przezwycięzenie załamania.

Oceny wartości mnożników fiskalnych zawarte są w szerokich granicach. Dolny przedział obejmuje wielkości od 0,3 dla wpływów do 0,5 dla wydatków inwestycyjnych oraz 0,3 dla pozostałych wydatków. Górne wartości tych mnożników wynoszą odpowiednio 0,6; 1,8 oraz 1,0 [*Global Economic Policies and...*, 2009]. W latach 1980-2008 w Stanach Zjednoczonych krańcowa skłonność do konsumpcji z realnego dochodu na mieszkańca wynosiła 0,7, podczas gdy krańcowa skłonność do konsumpcji z rabatów podatkowych zaledwie 0,13 [Feldstein, 2009].

Model kwartalny dla pięciu krajów (Australii, Kanady, Niemiec, Anglii i USA) pozwala oszacować roczny skumulowany mnożnik wydatków rządowych jako zawarty w granicach 0,5-1,0. Odpowiednie mnożniki dla inwestycji publicznych wahają się od wielkości ujemnych do przekraczających 4. Mimo więc że inwestycje publiczne mogą pozytywnie wpływać na wzrost gospodarczy, chociażby poprzez tworzenie infrastruktury, to nie jest do końca udowodnione, że mnożniki są znacząco różne od zera [Perotti, 2004].

Niektóre kraje mają wyraźnie wyższe mnożniki fiskalne. Na przykład w Niemczech mnożnik w wyniku jednorazowego szoku polegającego na zmianie podatków pośrednich, bezpośrednich i transferów jest wyższy niż we Francji, Włoszech, Hiszpanii czy Wielkiej Brytanii [Al-Eyd, Barrell, 2005]. Z kolei w krótkim okresie mnożnik wydatków publicznych w USA jest większy niż w Wielkiej Brytanii, Francji czy Belgii [Henry, Hernandez de Cos, Momigliano, 2004]. W innych badaniach siła reakcji w ciągu jednego roku jest wyższa niż 1,1% w USA, Japonii i Niemczech, podczas gdy we Francji, Włoszech Wielkiej Brytanii i Kanadzie zawarta jest w przedziale 0,2-0,9%.

Z badań wynika, że cięcia podatkowe nie wywierają żadnego lub jedynie minimalny wpływ netto na PKB na przestrzeni 10 lat lub nawet prawdopodobny jest jego spadek, ponieważ negatywne konsekwencje spadku oszczędności społecznych netto przeważają nad pozytywnymi konsekwencjami spadku krańcowych stawek podatkowych [Gale, Potter, 2002]. Z przedstawionych danych wynika, że wpływ bodźców fiskalnych jest trudny z góry do określenia. W związku z tym dane z tablicy 2 są tylko szacunkami.

Niezależnie od tych kontrowersji ustalono, że ekspansja fiskalna skraca załamanie. Jednak kluczem do sukcesu jest struktura pakietu fiskalnego, od której zależą efekty krótko- i długookresowe. W krótkim horyzoncie skuteczniejsza jest publiczna konsumpcja niż inwestycje. Do skrócenia recesji bardziej przyczynia

się obniżka podatków od konsumpcji niż podatku dochodowego. W dłuższej perspektywie inwestycje publiczne sprzyjają przyspieszeniu wzrostu, natomiast konsumpcja nie wywiera znaczących efektów. Te stwierdzenia wskazują na zamienność między skutecznością krótkookresową i efektami długookresowymi. Generalnie im coś jest bardziej skuteczne w horyzoncie krótkim, tym większe następstwa negatywne przynosi w długim okresie [Baldacci, Gupta, Mulas-Granados, 2009].

Tablica 2

Wpływ ekspansji fiskalnej na PKB w krajach G-20

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	Średnio
Ekspansja fiskalna w % PKB				
Impuls dyskrejonalny	0,5	1,2	-0,5	0,4
Ekspansja fiskalna ogółem	1,8	2,4	0,4	0,5
Wydatki	1,1	1,4	0,6	1,0
Wpływy	0,7	1,0	-0,2	0,5
Skumulowany impuls dyskrejonalny	0,5	1,8	1,3	1,2
Skumulowana ekspansja fiskalna	1,8	4,2	4,5	3,5
Minimalny-maksymalny wpływ na wzrost PKB w %	0,6-2,4	0,8-3,2	0,1-0,9	0,5-2,2

Źródło: [OECD Economic Outlook..., 2009]

Ratowanie instytucji finansowych

W większości krajów politycy w reakcji na kryzys odwołali się do wielu form interwencji od poluzowania polityki pieniężnej poprzez pobudzenie popytu do ratowania niewypłacalnych instytucji finansowych, zwłaszcza banków, ze środków publicznych. Skala wsparcia systemu bankowego nie miała precedensu. Właśnie ten ostatni rodzaj ingerencji ze względu na skalę i charakter wywoływał stosunkowo najwięcej kontrowersji. Wskazywano przede wszystkim na trudność sensownej interwencji, jak i niedostrzegane lub bagatelizowane negatywne następstwa. Operacje ratunkowe stosowane były przede wszystkim w odniesieniu do instytucji dużych zgodnie z zasadą „zbyt duży, by upaść” (*too big to fail* – TBTF).

Jako pierwszy ratowanie wypłacalnych instytucji finansowych, które przejściowo utraciły płynność zaproponował Bagehot [1873]. Jego zdaniem powinny one być wspierane przez bank centralny bez żadnych ograniczeń pod warunkiem dobrego zabezpieczenia i przy karnym oprocentowaniu udzielonej pomocy. Dobre zabezpieczenie oznacza, że bank *de facto* jest wypłacalny, a wysokie oprocentowanie udostępnionych środków jest karą za niefrasobliwe zarządzanie. Zastosowanie w praktyce tych prostych na pozór recept nie jest łatwe, przede wszystkim ze względu na trudność odróżnienia przejściowych kłopotów od trwałej niewypłacalności. Ponadto odwołanie się do banku centralnego

z reguły następuje po wyczerpaniu przez potencjalnego beneficjanta wszystkich innych możliwości, zatem raczej nie dysponuje on wiarygodnym zastawem. W przypadku jego posiadania pomocy udzieliłby rynek bez angażowania banku centralnego.

Nawet przy najbardziej starannym zaprojektowaniu i przeprowadzeniu, ratowanie przed upadłością ma szereg niedostatków, takich jak kontynuacja działalności nieefektywnych instytucji, obudzenie nadziei na powtórzenie podobnych operacji w przyszłości oraz osłabienie zachęt do racjonalnego zarządzania. Jeżeli ratowanie przed bankructwem może mieć sens w szczycie kryzysu, to nie powinno stać się standardowym elementem polityki ekonomicznej, ponieważ prowadzi do wzrostu liczby kryzysów finansowych i operacji wykupu w przyszłości [Poole, 2007].

Krytycy zasady TBTF uważają, że należy dopuścić do bankructwa instytucji finansowych. Im szybciej aktywa zostaną przejęte przez zdrowe przedsiębiorstwa, tym prędzej nastąpi przywrócenie prawidłowego funkcjonowania rynku kredytowego. Operacje ratunkowe jedynie odraczają niezbędną restrukturyzację. Na przykład uważa się, że w czasie kryzysu w Stanach Zjednoczonych w latach 80. zbyt długo funkcjonowały instytucje niewypłacalne. W rezultacie zasoby finansowe pozostawały uwięzione w nieefektywnych zastosowaniach [Walte, 2004].

Wprawdzie wiele banków i innych instytucji finansowych w trakcie ostatniego kryzysu stanęło wobec groźby upadłości, to jednak bankructwa są nieodłącznym elementem gospodarki rynkowej. Dostarczają one informacji o nietrafionych inwestycjach i pozwalają na przesunięcie środków do bardziej racjonalnych zastosowań. Ratowanie banków wymaga udowodnienia, że konsekwencje upadłości wykrócą daleko poza skutki normalnych procesów dostosowawczych [Miron, 2009].

Ratowanie banków jest uzasadniane ich szczególną rolą w gospodarce, ponieważ służą minimalizowaniu kosztów transakcyjnych, ograniczaniu negatywnej selekcji, ryzyka nadużycia oraz asymetrii informacji. W przypadku bankructwa przepada nagromadzona wiedza, co utrudnia dostęp do kredytów wielu wiarygodnym podmiotom. Zjawisko to nasila się, jeżeli w tym samym czasie wiele banków ogłasza upadłość, jak to ma miejsce w przypadku paniki bankowej. W rezultacie dochodzi do znacznego spadku inwestycji i produkcji.

Porównanie skutków strategii ratowania instytucji finansowych i dopuszczenia do bankructwa wymaga uwzględnienia trzech elementów: wpływu każdego z tych rozwiązań na redystrybucję bogactwa, efektywność ekonomiczną oraz długość i głębokość kryzysu.

Redystrybucja bogactwa. W czasie kryzysu środki publiczne są przeznaczone na pomoc instytucjom finansowym, które nie podlegały regulacji. Redystrybucja obejmuje transfer dochodów obecnych i przyszłych podatników do podmiotów, które osiągały korzyści z ryzykownych działań [Hoggarth, Saporta, 2001]. Jest to nie tylko naruszenie elementarnych zasad sprawiedliwości, ale również reguł gospodarki rynkowej, bowiem korzyściom w okresach pomyślnych powinna odpowiadać perspektywa strat w czasach gorszych.

W warunkach braku dostatecznych środków jedynym ich potencjalnym źródłem są przyszłe pokolenia podatników, które zostały zmuszone do finansowania potrzeb obecnych. Tym niemniej przyszłe pokolenia nie istnieją i nie mogą bezpośrednio udzielać kredytu, a transferu od przyszłych do obecnych pokoleń dokonuje rząd bez zgody bezpośrednio zainteresowanych [Gokhale, 2009].

Efektywność ekonomiczna. Operacje ratunkowe zwiększają ryzyko nadużycia, zachęcając do działań nierozważnych w przyszłości, bowiem są nagrodą dla tych, którzy podejmowali błędne decyzje. Praca i kapitał pozostają zaangażowane w mało efektywnych zastosowaniach. Kryteria podejmowania przyszłych inwestycji zostają zdeformowane przez ryzyko nadużycia, co zwiększa groźbę kryzysu finansowego [de Córdoba, Kehoe, 2009].

W wyniku pomocy udzielanej bankom rządy często przejmowały ich udziały. Wprawdzie powszechnie deklarowano ich sprzedaż, gdy tylko stanie się to możliwe, to jednak nie należy pomijać przynajmniej trzech zagrożeń, dla których upaństwowienie banków komercyjnych może być niepożądane:

- potencjalne niebezpieczeństwo sprzeczności ról państwa jako właściciela i nadzorcy,
- groźba wpływu czynników politycznych na decyzje pożyczkowe, co odciąga kredyt od bardziej efektywnych zastosowań i obniża jakość portfela kredytowego,
- niższa efektywność zarządzania bankami państwowymi słabsza kontrola wewnętrzna [Sandal, 2004].

O tym, że nie są to obawy iluzoryczne świadczą dowody empiryczne, wskazujące na niekorzystne oddziaływanie własności państwowej na funkcjonowanie sektora bankowego, przede wszystkim na jakość portfela kredytów i koszty działalności. Dominacja państwa w sektorze bankowym negatywnie wpływa również na rozwój sektora finansowego i dynamikę wzrostu gospodarczego [Barth, Caprio jr., Levine, 2000].

Z wymienionych przyczyn przejście przez państwo banków komercyjnych nie jest pomysłem dobrym. Tym niemniej zabieg taki i późniejsza odsprzedaż po cenach niewiele odbiegających od ceny zakupu pozwala złagodzić skutki kryzysu bankowego przy stosunkowo niewielkich kosztach. Jednak szybka reprivatyzacja może zwiększyć koszty dla budżetu [Sandal, 2004].

Przejście udziałów banków stwarza również precedens w stosunku do innych dziedzin gospodarki, bowiem interwencja rządu w sektorze finansowym może się stać w przyszłości argumentem na rzecz ich wsparcia.

Dodatkowo uzasadnione oczekiwanie, że rządy podejmą działania naprawcze sprawia, że instytucje finansowe przyjmują postawę wyczekującą, rezygnując ze sprzedaży aktywów lub swoich firm, co utrudnia i wydłuża wycenę ich realnej wartości rynkowej. Operacje ratunkowe paradoksalnie zwiększają niepewność na rynku poprzez wspieranie niektórych instytucji i ich wierzycieli, a innych nie, na zasadach zaimprovizowanych *ad hoc*, bez jasnych i zrozumiałych reguł [Taylor, 2010].

Jednak niezmiernie trudno określić, które banki zasługują na dokapitalizowanie. Ponadto jest to procedura czasochłonna i uruchamia proces przetargu poli-

tycznego oraz dostarcza pożywki dla korupcji [Gokhale, 2009]. Zapewne właśnie dlatego program wsparcia kapitałowego miał charakter doraźny. Ponieważ liczba znajdujących się w tarapatkach instytucji finansowych narastała lawinowo władze reagowały na presję rynkową dotyczącą dokapitalizowania bez jasno określonego zestawu kryteriów, diagnozy i spójnego programu restrukturyzacji lub uzdrowienia. Świadczy o tym zestawienie pokazujące sposób reagowania władz amerykańskich na kłopoty instytucji finansowych:

- Bear Stearns został zmuszony do połączenia z JPMorgan Chase,
- Lehman Brothers upadł,
- AIG zostało przejęte przez Fed,
- Fannie Mae i Freddie Mac zostały poddane kuratelii,
- Washington Mutual Inc. zostało przejęte przez JPMorgan Chase,
- Wachovia, oferująca szeroki zakres usług bankowości inwestycyjnej, pod naciskiem władz federalnych została przejęta przez Wells Fargo,
- Pittsburgh National Corporation przejął National City [O'Driscoll Jr, 2009].

Instytucje finansowe, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, po incydencie z Lehman Brothers i AIG otrzymały wspaniałomyślne wsparcie ze strony rządu bez jednoczesnego wyegzekwowania żadnych zmian w zarządzaniu.

Podstawowe argumenty na rzecz wykupu łączy się z nadzieją, że dokapitalizowanie banków ożywi działalność kredytową. Nie ma jednak żadnej gwarancji, że zastrzyk gotówki przyniesie taki efekt, bowiem dodatkowe środki mogą zostać przeznaczone, jak to się wielokrotnie działo, na wpłaty gratyfikacji dla personelu czy zysków dla akcjonariuszy lub po prostu zakumulowane. Obserwacje przeszłości wskazują, że banki wsparte przez rząd prowadziły działalność kredytową i inne operacje podobnie jak pozostałe banki [Bent, 2004].

Wsparcie finansowe jest szczególnie często udzielane instytucjom dużym zgodnie z zasadą TBTF, co rodzi istotny dylemat. Za jej stosowaniem przemawia fakt, że upadek dużych banków jest niebezpieczny nie tylko dla ich partnerów, ale również prowadzi do kryzysu zaufania rozprzestrzeniającego się na cały system finansowy. Biorąc pod uwagę potencjalne koszty ich upadłości rządy mają wiele skrupułów, czy do tego dopuścić.

Jednak zasada TBTF pociąga za sobą również zagrożenia. Ratowanie dużych instytucji deformuje mechanizmy rynkowe, ponieważ:

- duże banki osiągają wyższą stopę zwrotu. Dokonywane przez nie fuzje zwiększają ich wartość giełdową dla akcjonariuszy. Kursy akcji 11 banków wzrosły o 1,3% natychmiast po zaliczeniu ich do kategorii dużych. Dzieje się tak, ponieważ udziałowcy są przekonani o istnieniu parasola ochronnego [O'Hara, Shaw, 1990],
- chronione przed upadłością duże banki łatwiej i po niższych kosztach uzyskują depozyty,
- duże banki są wyżej oceniane przez agencje ratingowe,
- papiery wartościowe emitowane przez banki nie odzwierciedlają prawidłowo związanego z nimi ryzyka.

Zastosowanie w praktyce zasady TBTF prowadzi do nieefektywnej alokacji zasobów, polegającej na ich skupieniu w dużych bankach. W rezultacie struktura sektora bankowego staje się nieefektywna i dochodzi do zbyt wielu fuzji oraz nadmiernej koncentracji [Mishkin, Stern, Feldman, 2006]. Centralizacja ogranicza konkurencję i dostęp do sektora, zwiększa siłę rynkową i polityczne wpływy konglomeratów finansowych, banki stają się zbyt potężne, aby poddać je kontroli oraz mogą wpływać na regulacje sektora i prowadzoną w stosunku do niego politykę [Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, 2007].

Negatywnie oceniane są również motywy ratowania dużych. Wymieniane są trzy podstawowe powody skłaniające polityków do stosowania zasady TBTF:

- obawa przed makroekonomicznymi konsekwencjami upadku dużych banków,
- zamiar osiągnięcia osobistych korzyści,
- chęć bezpośredniego oddziaływania na akcję kredytową.

Pierwsza przyczyna odzwierciedla przeświadczenie, że politycy działają w publicznym interesie. Istota drugiej sprowadza się uznania, że banki są osobieście dla polityków zbyt ważne, aby upaść. Politycy mogą bowiem działać nie w interesie społecznym, do czego zostali powołani, ale własnym, polegającym między innymi na chęci uzyskania atrakcyjnej posady w sektorze prywatnym [Buiter, 2008]. Również zwykle przekupstwo może być źródłem uprzywilejowanego traktowania dużych banków.

Jednocześnie problem TBTF narasta, ponieważ:

- konsolidacja prowadzi do wzrostu wielkości banków, co zwiększa konsekwencje systemowe ich upadłości,
- rośnie liczba dużych banków,
- postęp techniczny pozwala nawet stosunkowo niewielkim instytucjom na odgrywanie znaczącej roli w systemie finansowym, co prowadzi do zastąpienia zasady TBTF regułą „zbyt ważny, by upaść”,
- zwiększa się kompleksowość instytucji finansowych (zbyt skomplikowany, by upaść) [Stem, Feldman, 2004].

Z badań Boyda i Gertlera wynika, że kłopoty banków w USA w latach 80. powodowały przede wszystkim duże banki, odpowiedzialne za złe wyniki całego sektora. Zostało to przypisane połączonemu działaniu dwóch czynników, tj. stosowaniu zasady TBTF oraz deregulacji. Stało się to szczególnie wyraźne po uratowaniu Continental Illinois Bank w maju 1984 r. kosztem miliarda dolarów z budżetu federalnego [Boyd, Gertler, 1994].

Skala kryzysu. Badania empiryczne nie do końca potwierdzają opinię, że duże operacje ratunkowe ograniczają wpływ kryzysu na sferę realną gospodarki [Claessens, Klingebiel, Laeven, 2005]. Odwrotnie, okazuje się, że znaczne wydatki mogą odroczyć wyjście z kryzysu [Boyd, Kwak, Smith, 2005]. Nie stwierdzono zasadniczej zależności między czasem trwania kryzysu bankowego i kosztami jego rozwiązania. Wprawdzie współczynnik korelacji jest dodatni, ale nieznaczący przy niskiej wartości statystyki R^2 [Caprio Jr, Klingebiel, 1996].

Uwagi końcowe

Nawet zdecydowani przeciwnicy ingerencji państwa w gospodarkę są zgodni, że interwencja taka może być konieczna w okolicznościach nadzwyczajnych. Jednak kryzys nie może być usprawiedliwieniem dla polityki publicznej, która jest nieprzemyślana lub służy politykom lub partykularnym interesom prywatnym [Frenkel, 2007].

Przedstawiciele środowisk akademickich w listach otwartych skierowanych do Kongresu amerykańskiego nie szczędzili krytyki przyjętych rozwiązań i zwracali uwagę na trzy podstawowe kwestie. Po pierwsze, za niewłaściwe uznali finansowanie inwestorów kosztem podatników, szczególnie przy braku poparcia społecznego dla ratowania banków inwestycyjnych z Wall Street. Rolą państwa powinno być zapewnienie należytego funkcjonowania systemu finansowego, a nie jego ratowanie w przypadku trudności. Drugim zarzutem była niejasność uregulowań. Skoro już ratowanie gospodarki ma się odbywać kosztem podatników, to należy zaproponować klarowne procedury przyznawania pomocy. Po trzecie, za zasadniczy mankament uznano brak oceny długookresowych skutków interwencji przy niepewnych efektach doraźnych.

Bibliografia

- Al-Eyd A.J., Barrell R., [2005], *Estimating Tax and Benefit Multipliers in Europe*, „Economic Modeling”, No. 5.
- Auerbach A.J., [2009], *Implementing the New Fiscal Policy Activism*, „NBER Working Paper”, No. 14725.
- Bagehot W., [1873], *Lombard Street. A Description of Money Market*, Scribner, New York 1873, Reprint Irwin, Homewood Ill.
- Baldacci E., Gupta S., Mulas-Granados C., [2009], *How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?*, „IMF Working Paper Fiscal Affairs Department”, No. 160.
- Ball L., Elmendorf D.W., Mankiw N.G., [1995], *The Deficit Gamble*, „NBER Working Paper”, No. 5015.
- Ball L., Mankiw N.G., [1995], *What Do Budget Deficit Do*, „NBER Working Paper”, No. 5263.
- Barth J.R., Caprio G. jr., Levine R., [2000], *Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?*, „World Bank Working Paper”, No. 2325.
- Bean Ch., [22 November 2008], *Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Turmoil*, Remarks at Conference on Globalisation, Inflation and Monetary Policy Istanbul.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., [2007], *Bank Concentration and Fragility Impact and Mechanics*, [w:] *The Risks of Financial Institutions* red. M. Carey, M. Stulz, University of Chicago Press.
- Bent V., [2004], *The Norwegian Banking Crisis*, [w:] *The Norwegian Banking Crisis*, red. T.G. Moe, J.A. Solheim, B. Val, „Norges Bank Occasional Papers”, No. 33.
- Bernanke B.S., [2002], *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here*, Remarks Before the National Economists Club on November 21.
- Blanchard O., Perotti R., [2002], *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output*, „Quarterly Journal of Economics” No. 4.
- Boyd J.H., Gertler M., [1994], *The Role of Large Banks in the Recent U.S. Banking Crisis*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review”, Winter.

- Boyd J.H., Kwak S., Smith B., [2005], *The Real Output Losses Associated with Modern Banking Crises*, „Journal of Money Credit and Banking”, No. 6.
- Brainard W.C., [1967], *Uncertainty and the Effectiveness of Policy*, „The American Economic Review”, No. 2.
- Buiter W.H., [2008], *Central Banks and Financial Crises*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium on „Maintaining Stability in a Changing Financial System”, Jackson Hole, Wyo. 21-23 August.
- Caprio G. Jr, Klingebiel D., [1996], *Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking*, Annual World Bank Conference on Development Economics.
- Claessens S., Klingebiel D., Laeven L., [2005], *Crisis Resolution, Policies, and Institutions*, [w:] *Systemic Financial Crises. Containment and Resolution*, red. P. Honohan, L. Laeven, Cambridge University Press.
- Córdoba de G.F., Kehoe T.J., [2009], *The Current Financial Crisis: What Should We Learn from the Great Depressions of the Twentieth Century?*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report”, No. 421.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., [1998], *The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- Elmendorf D.W., Furman J., [2008], *If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus*, The Hamilton Project Strategy Paper, Revised Version.
- Elmendorf D.W., Liebman J.B., [2000], *Social Security Reform and National Saving in an Era of Budget Surpluses*, „Brookings Papers on Economic Activity”, No. 2.
- Feldstein M.S., [2009], *Rethinking the Role of Fiscal Policy*, „NBER Working Paper”, No. 14684.
- Feldstein M., [1992], *The Budget and Trade Deficit Aren't Really Twins*, „NBER Working Paper”, No. 3966.
- Feldstein M., [2002], *The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment*, „NBER Working Paper”, No. 9203.
- Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, [2009], Prepared by a Staff Team from the Fiscal Affairs Department IMF June 9, SPN/09/13.
- Frenkel J., [2007], *Responding to Crises*, „Cato Journal”, No. 2.
- Gale W.G., Orszag P.R., [17 December 2002], *The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline*, Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper.
- Gale W.G., Potter S.R., [2002], *An Economic Evaluation of the Economic Growth and Tax Relief and Reconciliation Act of 2001*, „National Tax Journal”, No. 1.
- Global Economic Policies and Prospects*, [2009], Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors March 13-14, London, U.K, Note by the Staff of the International Monetary Fund.
- Gokhale J., [2009], *Financial Crisis and Public Policy*, „Policy Analysis”, No. 634.
- Henry J., Hernandez de Cos P., Momigliano S., [2004], *The Short-Term Impact of Government Budgets on Prices. Evidence from Macroeconometric Models*, „European Central Bank Working Paper Series”, No. 396.
- Hoggarth G., Saporta V., [June 2001], *Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence*, „Financial Stability Review”, Bank of England.
- Koo R.C., [2003], *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley, Singapore.
- Mankiw N.G., [11 January 2009], *Is Government Spending Too Easy an Answer?*, „The New York Times”.
- Minutes of the Federal Open Market Committee*, [28-29 October 2008], Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Miron J.A., [2009], *Bailout or Bankruptcy?*, „Cato Journal”, No. 1.
- Mises L. von, [2005], *Interwencjonizm*, Wydawnictwo Arcana, Kraków.

- Mishkin F.S., [2009], *Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?*, „NBER Working Paper”, No. 14678.
- Mishkin F.S., Stern G., Feldman R., [2006], *How Big a Problem Is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman’s “Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, „Journal of Economic Literature”, No. 4.
- Obstfeld M., Rogoff K., [2000], *The Six Major Puzzles in International Economics: Is There a Common Cause?*, [w:] NBER Macroeconomic Annual 2000, red. B.S. Bernanke, K. Rogoff, MIT Press, Cambridge.
- O’Driscoll G.P. Jr., [2009], *Money and the Present Crisis*, „Cato Journal”, No. 1.
- OECD *Economic Outlook Interim Report*, [March 2009].
- O’Hara M., Shaw W., [1990], *Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being “Too Big to Fail”*, „Journal of Finance”, No. 5.
- Perotti R., [December 2004], *Public Investment and the Golden Rule: Another Different Look*, Working Paper n. 277, IGIER – Università Bocconi.
- Poole W., [2007], *Responding to Financial Crises: What Role for the Fed*, „Cato Journal” No. 2.
- Public Finances in EMU, [2009], „European Economy”, No. 5.
- Reinhart M.C., Rogoff K.S., [2009], *This Time is Different: Eight Hundred Years of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Romer Ch.D., Romer D.H., [April 2009], *The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks*, University of California, Berkeley.
- Rubin R.E., Orszag P.R., Sinai A., [2004], *Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray*, Brookings, January 5th.
- Sandal K., [2004], *The Nordic Banking Crises in the Early 1990s. Resolution Methods and Fiscal Costs*, [w:] *The Norwegian Banking Crisis*, red. T.G. Moe, J.A. Solheim, B. Val, „Norges Bank Occasional Papers”, No. 33.
- Schwartz A.J., [2009], *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, „Cato Journal”, No. 1.
- Schwierz Ch., [2004], *Economic Costs Associated with the Nordic Banking Crises*, [w:] *The Norwegian Banking Crisis*, red. T.G. Moe, J.A. Solheim, B. Val, „Norges Bank Occasional Papers”, No. 33.
- Spilimbergo A., Symansky S., Schindler M., [2009], *Fiscal Multipliers*, „IMF Staff Position Note”, SPN/09/11.
- Stem G.H., Feldman R.J., [29 January 2004], *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Summers L.H., [2008], *Fiscal Stimulus Issues*, Testimony before the House Budget Committee, Washington.
- Taylor J.B., [2000], *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, „The Journal of Economic Perspectives”, No. 3.
- Taylor J.B., [2010], *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, IMF Fiscal Affairs Department.
- Walte J.R., [2004], *Closing Troubled Banks: How the Process Works*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, No. 1.

FISCAL POLICY AT A TIME OF FINANCIAL CRISIS: AN OVERVIEW

Summary

The article aims to evaluate, in theoretical terms, the fiscal policy response to the international financial crisis that began in 2007. The evaluation is based on a debate on the stabilization policy conducted after World War II, and on views formulated in research reports during the latest crisis. The main conclusion is that the reaction of the authorities to the crisis contradicts previously formulated theoretical recommendations. The most visible sign was the extensive use of fiscal policy measures. Theoretical recommendations were disproved in practice, largely due to political considerations.

The key drawback of fiscal intervention was the lack of an assessment of the long-term implications of the move, with uncertain short-term effects. According to Lubiński, the crisis became an excuse for an inconsiderate public policy that served politicians and private interest groups. In a dubious arrangement, financial institutions were supported at the expense of taxpayers, despite the lack of public approval. The role of the government should be to ensure the proper functioning of the financial system, instead of rescuing it in the event of difficulties, Lubiński says. Another problem is posed by unclear regulations for discretionary action.

Keywords: business cycle, stabilization policy, fiscal policy, monetary policy