

Leokadia Oręziak

Pakiety ratunkowe oraz ich wpływ na finanse publiczne i stabilność rynków finansowych

International Journal of Management and Economics 29, 23-45

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

Leokadia Oręziak

Katedra Finansów Międzynarodowych SGH

Pakiety ratunkowe oraz ich wpływ na finanse publiczne i stabilność rynków finansowych

Uwagi wstępne

Kryzys finansowy, który ujawnił się latem 2007 r., a na jesieni 2008 r. spowodował wielką panikę na rynkach finansowych (po upadku banku Lehman Brothers), stworzył ryzyko załamania się systemu finansowego w wielu krajach. Przyczyny pojawienia się tego wielkiego zagrożenia są wielorakie i poddane zostały już wielu analizom. W analizach prezentowanych przez różne oficjalne instytucje, zaangażowane w kształtowanie polityki pieniężnej lub budżetowej, na ogół umniejsza się ich rolę w doprowadzeniu do kryzysu, a wskazuje na liczne niezależne od nich przyczyny¹.

Skutkiem kryzysu finansowego stała się najgłębsza recesja w świecie od lat 30. XX wieku. Dotknęła bardzo mocno większości krajów świata, w tym niemal wszystkie kraje rozwinięte. Dość powszechne były obawy, że ta wielka recesja może być długotrwała i poważnie zagrozić stabilności światowej gospodarki i rozwojowi handlu międzynarodowego. Praktyka okazała się bardziej optymistyczna od tych ponurych obaw, choć straty w dobrobycie poniesione przez wiele krajów trudno będzie odrobić przez długi czas. Można przypuszczać, że wynikające z kryzysu finansowego problemy gospodarki światowej byłyby znacznie poważniejsze, gdyby większość krajów rozwiniętych nie podjęła zakrojonych na ogromną skalę działań ratunkowych. Trudno praktycznie przewidzieć, jak rozwinęłyby się sytuacja, gdyby rządy i banki centralne nie zareagowały w sposób praktycznie bezprecedensowy. Można jednak założyć, że konsekwencje bezczynności byłyby katastrofalne, gdyby bankom oraz innym instytucjom finansowym zagrożonym upadłością nie została zapewniona pomoc publiczna. Instytucje te, bankrutując na zasadzie domina, spowodowałyby tak wielkie straty dla deponentów oraz innych inwestorów, że zniszczone mogłyby być podstawy dalszego funkcjonowania gospodarki.

Masowa interwencja państwa okazała się zatem konieczna we wszystkich krajach silnie dotkniętych kryzysem finansowym, bez względu na to, jak bardzo dominowała tam liberalna filozofia w zarządzaniu gospodarką i kształtowaniu polityki makroekonomicznej. Interwencja ta polegała przede wszystkim na udzieleniu pomocy bankom oraz innym instytucjom finansowym, a w istocie jej głównym celem było ratowanie tych in-

stytucji, stąd też cały wachlarz działań podjętych przez rządy określa się generalnie jako pakiety ratunkowe. W praktyce jednak pojęciem tym można objąć także różnorodne działania zastosowane przez banki centralne w celu poprawy płynności banków i ograniczenia ryzyka masowej niewypłacalności tych instytucji.

W nieodległym czasie po podjęciu interwencji w ramach pakietów ratunkowych dotyczących sektora finansowego w większości krajów rozwiniętych rozpoczęło się wprowadzanie w życie tzw. pakietów fiskalnych, czy też inaczej stymulacyjnych. Głównym celem tych działań stało się ograniczenie głębokości recesji, a następnie stworzenie warunków do ożywienia gospodarczego. W efekcie w wielu krajach rządy, a także banki centralne, prowadziły intensywne starania, by zapobiec totalnemu załamaniu rynku finansowego oraz zmniejszyć skalę kryzysu gospodarczego i pobudzić wzrost gospodarczy. Działania podejmowane w obu tych obszarach były i są ze sobą silnie powiązane i uzależnione, tak że trudno na ogół oddzielić od siebie ich efekty, a zatem trudno też ocenić ich skuteczność. Kluczowe znaczenie dla gospodarki światowej miały i mają działania podjęte w Stanach Zjednoczonych, zarówno ze względu na wagę tego kraju w gospodarce światowej, jak i fakt, że to właśnie tu było źródło kryzysu i stąd rozprzerzenił się on na cały świat.

Pakiety ratunkowe dla instytucji finansowych oraz pakiety fiskalne (stymulacyjne)

TARP – pakiet ratunkowy dla instytucji finansowych w USA. W reakcji na narastającą panikę na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych, 3 października 2008 r. został przyjęty tzw. program wykupu zagrożonych aktywów bankowych **TARP** (Trouble Asset Relief Program). Prezydent George W. Bush podpisał w tym dniu ustawę (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) upoważniającą Ministerstwo Skarbu do wydatkowania kwoty 700 mld USD na pomoc bankom i innym instytucjom finansowym, w tym głównie na wykup od nich niepłynnych aktywów, określanych też często jako toksyczne, powstałych w szczególności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych. W zamian za środki przekazane instytucjom finansowym w ramach tych operacji zobowiązane one zostały do emitowania specjalnych instrumentów finansowych (*equity warrants*), dających prawo do nabycia przez ministerstwo akcji danej instytucji, albo też emitowania dodatkowych akcji lub zakwalifikowania otrzymanych od państwa kwot jako kapitał obcy podporządkowany (*senior debt securities*). Miało to na celu zapewnienie ochrony interesu podatników, także przez umożliwienie rządowi osiągnięcia korzyści z przyszłej poprawy sytuacji tych instytucji.

Kluczowym celem programu TARP było zachęcenie banków do rozszerzenia akcji kredytowej zarówno dla firm, jak i gospodarstw domowych, akcja ta bowiem uległa znacznemu ograniczeniu na skutek rosnącego wolumenu niespłacanych kredytów,

przede wszystkim hipotecznych, gwałtownego pogarszania się sytuacji banków i związanych z tym obaw dotyczących możliwości ich upadłości, co z kolei skutkowało ograniczeniem możliwości finansowania na rynku międzybankowym. Przyjęto, że dzięki pomocy w ramach programu TARP banki mogą poprawić swe wskaźniki adekwatności kapitałowej, zwiększyć wiarygodność i być w stanie udzielać więcej kredytów. Ponadto oczekiwany wzrost zaufania do banków miał spowodować obniżenie oprocentowania na rynku międzybankowym, co też powinno skutkować większymi możliwościami udzielania kredytów.

Jeśli chodzi o ocenę wykorzystania środków w ramach programu TARP według stanu na koniec czerwca 2010 r., to²:

- Z przyznanej przez Kongres kwoty 700 mld USD rozdysponowano tylko 600 mld USD.
- Biorąc pod uwagę spłaty otrzymanych środków przez instytucje finansowe, ostateczny koszt dla podatników programu TARP wyniesie prawdopodobnie ok. 100 mld USD.
- Największa część rozdysponowanych środków została przeznaczona na dokapitalizowanie banków w ramach podprogramu CPP (Capital Purchase Program), w odniesieniu do którego w ustawie przewidziano 250 mld USD, faktycznie zaś wydatkowano 205 mld USD. Z kwoty tej do spłaty przez banki pozostało jeszcze 67 mld USD. Większe banki o zasięgu krajowym zwróciły uzyskaną pomoc wraz z poprawą sytuacji na rynku. Bodźcem do możliwie szybkiego zwrotu uzyskanej pomocy jest fakt stosowania wobec instytucji korzystających z niej restrykcji dotyczących wypłaty dywidend oraz wysokości wynagrodzeń dla kadry zarządzającej, a także objęcie tych instytucji specjalnym nadzorem. Ponadto pomoc powinna być zwrócona wraz z odsetkami, a także z ewentualnymi dochodami ze zbycia wskazanych wyżej specjalnych instrumentów, dających prawo do nabycia akcji.
- Około 200 mld USD przeznaczono na wsparcie instytucji finansowych w inny sposób niż dokapitalizowanie. Kwota 115 mld USD została przekazana do trzech wielkich instytucji: AIG (70 mld USD), Bank of America (20 mld USD) oraz Citigroup (25 mld USD). Te dwie ostatnie już zwróciły przyznaną pomoc, natomiast firma AIG dalej jest winna państwu 70 mld USD, przy czym oczekuje się, że z tej ostatniej kwoty państwo definitywnie straci około 40 mld USD. Pozostałe wsparcie dla systemu finansowego w ramach tej grupy wydatków, w tym Fundusz Inwestycji Publiczno-Prywatnych – PIP (Public-Private Investment Fund) oraz pożyczki dla małych przedsiębiorstw mogą wygenerować stosunkowo małe straty dla podatników. Najbardziej kosztowną z punktu widzenia podatników częścią pomocy TARP okazała się pomoc w ramach podprogramu wsparcia dla osób, które zaciągnęły kredyty hipoteczne (Homeowner Affordability and Stability Plan). Szacuje się, że jej finalny koszt dla budżetu wyniesie 49 mld USD, kwoty tej bowiem nie uda się odzyskać.

- Szacuje się, że z pomocy przekazanej dla przemysłu samochodowego, w tym dla takich firm, jak GM i Chrysler, w wysokości ponad 80 mld USD, budżet nie odzyska około połowy środków.
- Program przyczynił się do poprawy sytuacji na rynku międzybankowym, czego wyrazem jest spadek różnicy między oprocentowaniem kredytów udzielanych sobie wzajemnie przez banki a oprocentowaniem weksli skarbowych (*treasury bills*): w czasie kryzysu różnica ta osiągnęła rekordowy poziom 450 pkt. bazowych, w połowie 2010 r. wynosiła zaledwie 25 pkt. bazowych, czyli była bliska poziomowi przed kryzysem.

Oceniając skuteczność programu TARP w ratowaniu amerykańskiego systemu finansowego, można stwierdzić, że bez zapewnionego w ramach tego programu dopływu kapitału publicznego do instytucji finansowych wiele z nich upadłoby. W praktyce mogłoby to oznaczać załamanie się całego rynku finansowego, z trudnymi do przewidzenia konsekwencjami nie tylko dla gospodarki amerykańskiej. Obawy, które towarzyszyły wprowadzaniu w życie programu, że wydatkowane w jego ramach środki publiczne zostaną bezpowrotnie stracone, okazały się w dużej części nieuzasadnione, gdyż faktyczne straty, które poniosą amerykańscy podatnicy z tytułu TARP będą stanowiły prawdopodobnie jedynie około 16 % ogólnej kwoty przyznanej pomocy, choć z drugiej strony patrząc, ostateczny koszt w wysokości ponad 100 mld USD też nie jest mały.

Przy ocenie programu TARP należy też wskazać, że stanowił on tylko część działań podjętych w Stanach Zjednoczonych w celu ratowania systemu finansowego. Ogromne znaczenie miała interwencja podjęta na bezprecedensową skalę przez bank centralny – System Rezerwy Federalnej – w postaci pomocy udzielonej bankom w różnych formach, a przede wszystkim w postaci ułatwienia w dostępie do kredytów niezbędnych dla poprawy płynności. Pomocne okazało się także zwiększenie przez agencję państwową – Federal Deposit Insurance Company (FDIC) – gwarantowanej kwoty depozytów (z obowiązującego od 1980 r. poziomu 100 tys. USD do 250 tys. USD w 2008 r.³).

Jeśli chodzi o działania podjęte przez FED, to należy przede wszystkim wspomnieć o przeprowadzonej przez tę instytucję dużej obniżce stóp procentowych w 2008 r., co doprowadziło je do poziomu bliskiego zeru, utrzymującego się także obecnie. Istotne znaczenie miało także rozluźnienie od 2009 r. warunków korzystania przez banki ze środków FED (*quantitative easing*), także dzięki zaangażowaniu tej instytucji w nabywanie amerykańskich papierów skarbowych oraz papierów wyemitowanych przez rządowe agencje Fannie Mae oraz Freddie Mac na bazie udzielonych przez banki kredytów hipotecznych.

Mimo całej pomocy udzielonej sektorowi bankowemu i rysującej się poprawy rentowności tego sektora, sytuacja wielu banków jest ciągle trudna, a niektórych krytyczna. Niewypłacalnością zagrożony jest więcej niż co dziesiąty bank w Stanach Zjedno-

czonych – zgodnie z informacjami podanymi 30 sierpnia 2010 r. przez FDIC. Według stanu na koniec czerwca 2010 r. z ogólnej liczby 7800 banków działających w tym kraju zagrożenie to dotyczyło 829 banków. Ponadto w pierwszej połowie 2010 r. upadło 118 banków, co wskazuje na nasilenie się tego zjawiska, gdyż w całym 2009 r. upadło 140 banków.

Z analiz przeprowadzonych przez FDIC wynika, że w lepszej sytuacji znajdują się większe banki, które w czasie kryzysu skorzystały z dużej pomocy rządowej. Dzięki niej banki te były w stanie zwiększyć płynność, a obecnie mniej środków muszą zachować jako rezerwy na pokrycie przyszłych strat. Mniejsze banki natomiast muszą takich rezerw tworzyć relatywnie więcej, zważywszy na przewidywane straty związane z niską jakością dużej części posiadanych aktywów. Z danych FDIC wynika, że ponad 60 % z ogólnej liczby banków, w tym głównie banki małe i średnie, w dalszym ciągu musi zwiększać rezerwy na pokrycie przyszłych strat⁴.

Pakiet fiskalny w USA. Antyrecesyjne działania w ramach polityki budżetowej Stanów Zjednoczonych zastosowane zostały już wiosną 2008 r., kiedy to gospodarstwa domowe o niskich i średnich dochodach uzyskały pewne ulgi podatkowe. Podstawę do bardziej kompleksowego działania interwencyjnego stworzyła jednak dopiero uchwalona na początku 2009 r. ustawa, mająca wesprzeć wyjście amerykańskiej gospodarki z recesji, a następnie ożywienie i wzrost gospodarczy (The American Recovery and Reconstruction Act – ARRA), stanowiąca podstawę zastosowania tzw. pakietu fiskalnego (*fiscal stimulus*) na kwotę około 790 mld USD. W pakiecie przewidziano dodatkowe wydatki budżetowe na kwotę 505 mld USD oraz redukcję podatków na kwotę 282 mld USD. Najważniejsze obszary objęte pakietem to⁵:

1. **Energia**, w tym wydatki w wysokości 30 mld USD na zwiększenie efektywności jej wykorzystania, projekty energii odnawialnej oraz poprawę sieci przesyłu energii.
2. **Nauka i technologia**, w tym 10 mld USD na nową aparaturę badawczą i 7 mld USD na poprawę sieci internetowej w regionach wiejskich.
3. **Infrastruktura**, w tym 30 mld USD na autostrady, 8 mld USD na rozwój szybkiej kolei, 19 mld na oczyszczanie wody i zabezpieczenia przeciwpowodziowe.
4. **Edukacja**, w tym 44 mld USD na szkoły w małych miejscowościach i 15,6 mld USD na federalny program stypendiów i wsparcia finansowego szkół.
5. **Opieka zdrowotna**, w tym 87 mld USD na program opieki zdrowotnej dla osób najmniej zamożnych (Medicaid) i 10 mld USD na badania naukowe w zakresie medycyny.

W pakiecie przyjęto, że stal oraz inne produkty przetworzone, które będą wykorzystywane w finansowanych przez państwo projektach budowlanych, powinny być wyprodukowane w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie dość nierealistycznie założono, że stosowanie w tych przypadkach zasady „Buy American” nie powinno naruszać podjętych przez Stany Zjednoczone zobowiązań w ramach międzynarodowych porozumień handlowych.

W lipcu 2010 r. Alan Blinder (Princeton University, były wiceprezes FED) i Mark Zandi (agencja Moody's) wyrazili wysoce pozytywną ocenę programu stymulacyjnego, wprowadzonego na podstawie ustawy ARRA oraz kilku innych uchwalonych później. Łączna wartość pomocy publicznej w ramach tego pakietu została przez nich oszacowana na około 1000 mld USD (ok. 7 % PKB). Na bazie zastosowanego przez siebie modelu makroekonomicznego (Moody's Analytics Model) Blinder i Zandi stwierdzili, że gdyby nie było żadnej interwencji finansowej (w tym w ramach polityki pieniężnej) ani działań w ramach polityki budżetowej (zmniejszenie podatków, zwiększenie wydatków budżetowych), to spadek PKB mógłby wynieść nawet 11,5 % (zamiast faktycznego w wysokości 4 %), bezrobocie osiągnęłoby poziom 16,5 % ludności zawodowo czynnej (zamiast ok. 10 %), zaś deficyt budżetowy w 2011 r. wyniósłby 2600 mld USD. Ponadto kraj borykałby się z deflacją. Dzięki pakietowi ratunkowemu udało się uniknąć więc tzw. wielkiej depresji 2,0 (Great Depression 2,0)⁶. Autorzy ci stwierdzili, że odpowiedzią amerykańskiego rządu na kryzys finansowy i wynikającą z niego wielką recesję (Great Recession) było zastosowanie polityki budżetowej, a także monetarnej, które można uznać za najbardziej agresywne w historii. Obejmowała ona wielokierunkowe działania, w które zaangażowany był System Rezerwy Federalnej, Kongres oraz dwie administracje rządowe. Blinder i Zandi wskazują, że niemal każdy element polityki przyjętej w reakcji na kryzys pozostaje kontrowersyjny nawet do dziś, a krytycy podjętych działań określają je jako źle ukierunkowane oraz nieefektywne. Debata w sprawie tych działań jest konieczna, gdyż koniunktura jest w dalszym ciągu bardzo słaba i może być potrzebne dalsze wsparcie z pieniędzy publicznych.

Trudno jest określić, jakie efekty przyniosły działania rządu amerykańskiego w ramach pakietu fiskalnego oraz innych działań interwencyjnych, w tym na rynku finansowym w ramach programu TARP oraz złagodzenie polityki pieniężnej przez FED (*quantitative easing*). Próbując przypisać wskazane wyżej pozytywne skutki (w postaci uniknięcia wyższego spadku PKB, większego bezrobocia i deficytu budżetowego oraz deflacji) Blinder i Zandi oceniają, że ten drugi komponent miał dużo większe znaczenie niż pierwszy. Tym niemniej, w ich ocenie, skutki samego pakietu fiskalnego wydają się być bardzo znaczące: zwiększenie realnego PKB w 2010 r. o 3,4 %, utrzymanie bezrobocia na poziomie niższym o 1,5 pkt proc. oraz zwiększenie liczby miejsc pracy o 2,7 mln. Szacunki te, jak stwierdzają, są bliskie tym, jakie zostały dokonane w ramach Kongresowego Biura Budżetowego (Congressional Budget Office – CBO) oraz administracji rządowej⁷.

Wobec rysującego się pogorszenia koniunktury w Stanach Zjednoczonych pojawiają się pytania, dlaczego zastosowany w tym kraju pakiet stymulacyjny nie był wystarczająco skuteczny. Uchwalona w 2009 r. ustawa ARRA, określająca pakiet środków stymulujących gospodarkę na kwotę około 790 mld USD, stworzyła oczekiwania, że jego realizacja istotnie przyczyni się do ożywienia gospodarczego. Oceniając skuteczność tego pakietu, P.L. Kasriel wskazuje, że jego wprowadzanie przez rząd federalny

następowało dość powoli. Według stanu na 9 sierpnia 2010 r., z przewidzianej kwoty 288 mld USD obniżki podatków pozostało do wykorzystania przez firmy i gospodarstwa domowe jeszcze 23 % (65 mld USD). Nie zrealizowano także wydatków budżetowych na kwotę 230 mld USD, co stanowi 46 % kwoty przewidzianej w pakiecie (502 mld USD). Łącznie 37 % wartości pakietu stymulacyjnego wynikającego z ustawy ARRA oczekiwano w połowie 2010 r. na realizację.

Kasriel zauważa jednak, że są ważniejsze przyczyny, dla których ustawa ta okazała się niewystarczająco stymulująca popyt wewnętrzny w Stanach Zjednoczonych. Chodzi o to, że aby polityka budżetowa mogła ten popyt pobudzić, potrzebne jest odpowiednie finansowanie bankowe. W przeciwnym razie polityka ta powoduje głównie realokację globalnego popytu od wydatków prywatnych w kierunku wydatków rządowych⁸.

Stawiane jest też pytanie o efektywność pakietu stymulacyjnego w zwalczaniu bezrobocia w Stanach Zjednoczonych. W połowie 2010 r. kształtowało się ono na poziomie 9,5 % ludności zawodowo czynnej i był to poziom zbliżony do występującego na koniec 2009 r. Utrzymywanie się tego stosunkowo wysokiego, jak na Stany Zjednoczone, bezrobocia tłumaczyć można strukturalnym charakterem jego znacznej części, trudnym do skorygowania w krótkim czasie poprzez działania w ramach pakietu stymulacyjnego. Jednym z istotnych czynników są ograniczone możliwości migracji pracowników w poszukiwaniu zatrudnienia w innych regionach kraju z uwagi na ich uzależnienie od obciążeń związanych z obsługą kredytów hipotecznych. Innym czynnikiem jest trudna obecnie sytuacja tych sektorów gospodarki, które w okresie ekspansji zatrudniały dużo pracowników, jak budownictwo i sektor finansowy. Duża część ich pracowników nie jest w stanie przejść do innych sektorów, jak przetwórstwo czy ochrona zdrowia, z uwagi na niedostateczne kwalifikacje⁹.

Zwolennicy zastosowania pakietu stymulacyjnego wskazują, że dzięki niemu udało się stworzyć od 2,5 do 3 mln miejsc pracy oraz zwiększyć PKB o 400 mld USD. Z kolei jego krytycy podkreślają, że dokonane w jego ramach wydatki istotnie zwiększyły zadłużenie publiczne w Stanach Zjednoczonych¹⁰.

Przy ocenie pakietu stymulacyjnego realizowanego w Stanach Zjednoczonych wskazuje się często, że pozwolił on uniknąć takiego załamania koniunktury, jakie miało miejsce w wyniku kryzysu lat 30. minionego wieku. Wtedy to w okresie od 1929 do 1933 r. realny produkt krajowy brutto spadł w tym kraju niemal o 27 %. Ponadto do poziomu PKB z 1929 r. udało się powrócić dopiero w 1936 r. W 1933 r. stopa bezrobocia wyniosła 25 %. G. Burtless podkreśla, że dzięki pakietowi stymulacyjnemu niedawna Wielka Recesja nie stała się drugą Wielką Depresją z lat 30¹¹.

Pakiety fiskalne w innych krajach. Także pozostałe kraje OECD podjęły w 2008 lub 2009 r. realizację pakietów fiskalnych w celu pobudzenia gospodarki. Generalnie obejmują one okres trzyletni: 2008, 2009 i 2010, przy czym koncentracja działań miała nastąpić w 2009 r. (zob. tabela 1).

TABELA 1. Pakiety fiskalne w krajach OECD^{a)}

Kraj	Efekt fiskalny netto w okresie 2008–2010 ^{b)} jako % PKB z 2008 r.			Podział pomocy w okresie 2008–2010 jako % pomocy w całym okresie		
	Wydatki	Wpływy podatkowe	Ogółem	2008	2009	2010
Stany Zjednoczone ^{c)}	-2,4	-3,2	-5,6	21	37	42
Japonia	-1,5	-0,5	-2,0	4	73	24
Korea Płd.	-1,7	-3,2	-4,9	23	49	28
Australia	-3,3	-1,3	-4,6	15	54	31
Kanada	-1,7	-2,4	-4,1	12	41	47
Nowa Zelandia	0,0	-4,3	-4,3	5	46	49
Meksyk	-2,1	0,8	-1,3	0	100	0
Norwegia	-0,7	-0,1	-0,8	0	100	0
Szwajcaria	-0,3	-0,2	-0,5	0	68	32
Niemcy	-1,4	-1,6	-3,0	0	46	54
Francja	-0,4	-0,2	-0,6	0	75	25
W. Brytania	0,0	-1,5	-1,4	15	93	-8
Włochy	-0,3	0,3	0,0	0	15	85
Hiszpania	-1,9	-1,6	-3,5	31	46	23
Austria	-0,3	-0,8	-1,1	0	84	16
Belgia	-0,6	-1,0	-1,6	0	60	40
Republika Czeska	-0,5	-2,5	-3,0	0	66	34
Dania	-1,9	-0,7	-2,6	0	33	67
Finlandia	-0,5	-2,7	-3,1	0	47	53
Węgry	4,4	0,0	4,4	0	58	42
Irlandia	0,9	3,5	4,4	15	44	41
Luksemburg	-1,9	-1,7	-3,6	0	76	24
Holandia	-0,1	-1,4	-1,5	0	51	49
Polska	-0,6	-0,4	-1,0	0	77	23
Portugalia	.	.	-0,8	0	100	0
Słowacja	-0,5	-0,6	-1,1	0	42	58
Szwecja	-0,9	-1,8	2,8	0	52	48
Średnia OECD (średnia ważona) ^{d)}	-1,5	-1,9	-3,4	17	45	39

^{a)} Na podstawie danych dostępnych na dzień 24 marca 2009 r.

^{b)} Szacowane efekty nie dotyczą działań podjętych w odpowiedzi na kryzys w ramach wsparcia dla systemu finansowego; nie obejmują więc m.in. konsekwencji budżetowych wynikających z wydatków na dokapitalizowanie banków, udzielonych gwarancji oraz innych operacji finansowych. Nie uwzględniono tu także skutków zmian w terminach regulowania zobowiązań podatkowych i/lub realizacji zamówień rządowych.

^{c)} Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych odnoszą się do rządu federalnego. Z dostępnych w dniu 24 marca 2009 r. informacji wynikało, że jedynie nieliczne stany, w tym Kalifornia, uchwaliły restrykcyjne środki fiskalne, które nie zostały włączone do prezentowanych danych.

^{d)} Średnia obejmuje wszystkie kraje OECD z wyjątkiem Grecji, Islandii, Meksyku, Portugalii i Turcji.

Źródło: Zestawienie własne na podstawie: Strategies for aligning stimulus measures with long term growth, OECD, 02 April 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/12/62/42555546.pdf>, s. 7, 16.9.2010.

Na podstawie danych zebranych przez OECD, a dostępnych na dzień 24 marca 2009 r., można stwierdzić, że największe pakiety fiskalne zostały zainicjowane w Stanach Zjednoczonych, Australii, Nowej Zelandii, Kanadzie oraz Korei Południowej. W tych krajach założono wtedy, że skutki dla budżetu, wynikające ze zwiększenia wydatków oraz zmniejszenia podatków, spowodują łączny dodatkowy deficyt budżetowy od 4,1 % PKB do 5,6 % PKB.

Śśród krajów Unii Europejskiej największe pakiety stymulacyjne przewidziano w Hiszpanii (dodatkowy deficyt budżetowy 3,5 %) oraz w Niemczech (dodatkowy deficyt 3 % PKB). Polska z zaplanowanym dodatkowym deficytem rządu 1 % PKB znalazła się w grupie krajów, w których zaplanowano stosunkowo niewielkie pakiety stymulacyjne. Można powiedzieć, że kraj nasz był dość oporny na płynące z wielu stron naciski, także ze strony różnych krajowych grup interesów. Rząd polski nie poddał się panującym właściwie w całym świecie nastrojom, zwłaszcza w pierwszych miesiącach 2009 r., i nie podjął decyzji o dodatkowym zadłużeniu się przez państwo dla wspierania nadzwyczajnych wydatków na pobudzenie gospodarki. W panującej wówczas atmosferze debaty publicznej w wielu krajach silny głos uzyskali zwolennicy wsparcia gospodarki przez zwiększenie deficytu budżetowego. Wiele rządów nie było w stanie oprzeć się apelowi o pomoc, płynącemu z różnych sektorów, w tym w szczególności z przemysłu motoryzacyjnego.

Fakt udzielenia w niektórych krajach ogromnego wsparcia publicznego dla przemysłu motoryzacyjnego stał się źródłem licznych kontrowersji. Pojawiły się obawy, że wsparcie to (zarówno w formie pożyczek, dotacji, ulg podatkowych, jak i w innych formach) stwarza ryzyko błędnej alokacji zasobów. Część krajów zdecydowała się udzielić pomocy swoim producentom samochodów, dlatego że producenci w innych krajach taką pomoc uzyskali (lub mieli uzyskać) i nieudzielenie jej podmiotom krajowym postawiłoby je w znacznie gorszej sytuacji konkurencyjnej. Powstało też pytanie o sens udzielania tej pomocy akurat przemysłowi motoryzacyjnemu, zważywszy na to, że jego oddziaływanie, w odróżnieniu od sektora finansowego, nie ma charakteru systemowego.

Na przykład w raporcie OECD na temat sytuacji gospodarczej Włoch¹², opublikowanym w czerwcu 2009 r., czyli w okresie, gdy w zasadzie dopiero rozpoczęto wprowadzanie pakietów fiskalnych, stwierdza się, że wsparcie dla przemysłu samochodowego nie jest najlepszym sposobem wykorzystania środków publicznych. W opinii OECD działania, które powodują przesunięcie wydatków z jednej kategorii do drugiej, powinny być ograniczone do tych posunięć, które albo poprawiają relację między kosztami a efektywnością wydatków realizowanych na rzecz części społeczeństwa najbardziej dotkniętej kryzysem, albo są elementem reform strukturalnych.

Przekazywanie pomocy publicznej podmiotom prywatnym stworzyło ryzyko naruszenia zasady równej konkurencji między tymi podmiotami zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. Problem ten stał się szczególnie istotny w przypadku podmiotów działających na jednolitym rynku Unii Europejskiej. Powstała więc potrze-

ba ściślejszego monitorowania sytuacji przez Komisję Europejską i identyfikowania przypadków łamania obowiązujących w UE zasad. W praktyce jednak ogrom kryzysu i konieczność ratowania przed upadkiem wielu istotnych dla gospodarki podmiotów spowodowały, że zastosowano wiele wyjątków od tych zasad.

Podstawowy problem, jaki zarysował się przy konstruowaniu pakietów stymulacyjnych, polegał na tym, jak zapewnić im finansowanie w sytuacji, gdy spadek koniunktury poważnie pogorszył sytuację finansów publicznych. Realizacja pakietów fiskalnych, obok kosztów poniesionych na ratowanie instytucji finansowych, w większości przypadków przyczyniła się do powstania ogromnego zadłużenia państw, a w odniesieniu do części z nich ryzyko niewypłacalności stało się całkiem realne.

Pakiety fiskalne na ogół były realizowane równoległe do nadzwyczajnych działań interwencyjnych podejmowanych przez banki centralne. Ogromnym wyzwaniem związanym ze zwalczaniem kryzysu finansowego sprostał Europejski Bank Centralny (EBC), mimo że jest to instytucja bardzo młoda i niewiele miała czasu na zdobycie doświadczenia. EBC był w stanie zastosować nadzwyczajne środki, reagując na nadzwyczajnie trudną sytuację, w jakiej znalazły się banki w strefie euro. Jak wskazuje prezes EBC Jean-Claude Trichet, taką nadzwyczajną decyzję bank podjął w dniu 9 sierpnia 2007 r., by zapewnić bankom praktycznie nieograniczony dostęp do środków niezbędnych dla podtrzymania płynności. W ciągu 24 godzin EBC był w stanie zapewnić bankom wsparcie na kwotę 95 mld euro¹³.

Oceniając podjętą na masową skalę antykryzysową działalność interwencyjną najważniejszych banków centralnych, należy pamiętać, że działalność ta w pewnym stopniu wkroczyła w sferę polityki budżetowej. Banki centralne zdecydowały się bowiem nabywać obligacje rządowe za „świeżo wydrukowane pieniądze”, co w praktyce oznacza monetyzację długu publicznego, a w konsekwencji wyższą inflację¹⁴. Realizując takie operacje, banki centralne na ogół starały się łagodzić niepokój uczestników rynku odnośnie wzrostu inflacji, wskazując, że operacje te będą zneutralizowane (sterylizowane) w przyszłości przez odpowiednie środki z zakresu polityki pieniężnej.

Angażowanie się banków centralnych w bezpośrednie finansowanie długu publicznego narusza pewien konsensus, który zdołał utrwalić się w okresie dwóch dziesięcioleci poprzedzających niedawny kryzys: niezależny bank centralny powinien dbać o stabilność cen, natomiast celem ostrożnej polityki budżetowej powinno być niedopuszczenie do nadmiernego zadłużenia publicznego. Jak wskazuje Leeper, ten swego rodzaju podział pracy w polityce makroekonomicznej może funkcjonować tak długo, jak długo istnieje przekonanie ze strony uczestników rynku, że po dopuszczeniu do nadmiernego deficytu budżetowego rząd będzie musiał podnieść podatki lub zredukować wydatki budżetowe, by utrzymać dług pod kontrolą. Jeśli jednak dług wzrośnie do tak wysokiego poziomu, że rząd nie jest w stanie w sposób wiarygodny zobowiązać się do zachowania takiej kontroli przez wzrost podatków i redukcję wydatków, to ludzie zaczynają oczekiwać, że bank centralny doprowadzi do obniżenia wartości długu przez dodrukowanie

pieniędzy (nabywając papiery skarbowe). Rosną wtedy oczekiwania inflacyjne, a bank centralny może stracić kontrolę nad wzrostem cen. Sugerowanym rozwiązaniem tego problemu mogłoby być stworzenie niezależnych instytucji kształtujących politykę budżetową, na wzór banków centralnych¹⁵.

Podsumowując doświadczenia wynikające z niedawnego kryzysu, prezes EBC Jean-Claude Trichet wskazał, że w grupie krajów G-20 powinno być wypracowane i wprowadzone w życie porozumienie w sprawie wzmocnienia regulacji dotyczących funkcjonowania banków i nadzoru nad nimi. Stwierdza on, że jedna rzecz jest pewna: „Nie możemy znowu w następnych latach znaleźć się w sytuacji, w której sektor finansowy w krajach rozwiniętych, jak i w skali globalnej, jest na skraju upadku lub w sytuacji, w której konieczne jest po obu stronach Atlantyku, by podatnicy położyli na stół około 27 % PKB dla ustabilizowania systemu i uniknięcia globalnej recesji. Nie możemy tego zrobić dwa razy. Ludzie w naszych demokracjach nie zaakceptowałyby tego”¹⁶.

Jeśli chodzi o perspektywy wyjścia z pakietów stymulacyjnych, to zarówno Ben Bernake, prezes FED, jak i Jean-Claude Trichet, prezes EBC, w ostatnim czasie wyrażali dość duży optymizm co do poprawy koniunktury. Nie brak też głosów, że taki optymizm może być przedwczesny. Carmen Reinhart oraz Vincent Reinhart przeanalizowali dane z kryzysów, które miały miejsce w gospodarce światowej w ciągu ponad 70 minionych lat. Szczególną uwagę zwrócili na 15 poważnych kryzysów po drugiej wojnie światowej, Wielką Depresję oraz kryzys naftowy z lat 1973–1974. Z przeprowadzonej przez nich analizy wynika, że przez co najmniej dekadę po kryzysie wzrost realnego PKB na mieszkańca był generalnie niższy niż w okresie przed kryzysem. Ponadto wyższe były stopy bezrobocia, przy czym największe wzrosty bezrobocia miały miejsce w najbardziej rozwiniętych krajach dotkniętych kryzysem. W przypadku 10 z 15 kryzysów, bezrobocie nigdy już nie spadło do poziomu sprzed kryzysem ani w dekadzie, która nastąpiła po kryzysie, ani nawet do końca 2009 r. Z analizy wynika też, że przed każdym kryzysem następowała bardzo szybka ekspansja kredytowa, po kryzysie zaś relacja kredytów bankowych do PKB spadała generalnie na taką samą skalę, w jakiej następował jej wzrost przed kryzysem. Proces tego spadku był często jednak opóźniony i rozciągnięty w czasie.

Badania te doprowadziły do wniosku, że kryzysy, jako wielkie destabilizujące gospodarce wydarzenia, powodują ogromne zmiany we wskaźnikach długoterminowych jeszcze przez długi okres po ich wygaśnięciu. Odnosząc się do niedawnego kryzysu, autorzy stwierdzają, że kraje nim dotknięte postępują podobnie, jak po poprzednich kryzysach. Jeśli dalej będą tak postępować, to będą też podobne efekty w postaci większego bezrobocia i niższego wzrostu gospodarczego. Z analiz tych wynika, że zbyt ostrożna polityka po kryzysie, niedostatecznie stymulująca gospodarce, oraz zbyt optymistyczne postrzeganie banków jako mających jedynie przejściowe problemy z płynnością, a nie faktycznie trwale niewypłacalnych, może oznaczać długą drogę do ożywienia, gdyż po raz kolejny zostaną zignorowane nauki płynące z przeszłości¹⁷.

Analiza ta wskazywałaby na potrzebę kontynuacji działań stymulujących gospodarkę. Wydaje się, że świadomość takiej potrzeby jest dość powszechna w krajach rozwiniętych. Część z nich, jak Stany Zjednoczone, próbuje wprowadzać dodatkowe środki, ale podstawowy problem, z którym tu się trzeba zmierzyć, to ograniczone możliwości zwiększania zadłużenia publicznego, by móc finansować nowe pakiety fiskalne.

Zadłużenie publiczne jako efekt kryzysu i działań interwencyjnych państwa

Kryzys w finansach publicznych krajów Unii Europejskiej. Stan finansów publicznych w większości krajów Unii Europejskiej, w tym w większości krajów strefy euro, od 2008 r. uległ znacznemu pogorszeniu (tabela 2). Gwałtowny wzrost w części z nich relacji deficytu budżetowego do PKB w 2008 i 2009 r. zaowocował znacznym wzrostem relacji długu publicznego do PKB. W strefie euro w ciągu dwóch lat zwiększyła się ona o 12 p.p. (z 65,9 % w 2007 r. do 78,7 % w 2009 r.), a w całej Unii Europejskiej o niemal 15 p.p. (z 58,7 % w 2007 r. do 73,6 % w 2009 r.).

TABELA 2. Saldo sektora finansów publicznych i dług publiczny w krajach strefy euro

Kraj	Deficyt (-)/nadwyżka (+) w % PKB					Dług publiczny jako % PKB				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Belgia	-2,7	0,3	-0,2	-1,2	-6,0	92,2	88,1	84,2	89,8	96,7
Niemcy	-3,3	-1,6	0,2	-0,0	-3,3	67,8	67,6	65,0	66,0	73,2
Irlandia	1,7	3,0	0,1	-7,3	-14,3	27,5	24,9	25,0	43,9	64,0
Grecja	-5,1	-3,6	-5,1	-7,7	-13,6	98,8	97,8	95,7	99,2	115,1
Hiszpania	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2
Francja	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	66,4	63,7	63,8	67,5	77,6
Włochy	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	105,8	106,5	103,5	106,1	115,8
Cypr	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6,1	69,1	64,6	58,3	48,4	56,2
Luksemburg	0,0	1,4	3,6	2,9	-0,7	6,1	6,5	6,7	13,7	14,5
Malta	-2,9	-2,6	-2,2	-4,5	-3,8	69,8	63,7	61,9	63,7	69,1
Holandia	-0,3	0,5	0,2	0,7	-5,3	51,8	47,4	45,5	58,2	60,9
Austria	-1,6	-1,5	-0,4	-0,4	-3,4	63,7	62,2	59,5	62,6	66,5
Portugalia	-6,1	-3,9	-2,6	-2,8	-9,4	63,6	64,7	63,6	66,6	76,8
Słowenia	-1,4	-1,3	0,0	-1,7	-5,5	27,0	26,7	23,4	22,6	35,9
Słowacja	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-6,8	34,2	30,5	29,3	27,7	35,7
Finlandia	2,8	4,0	5,2	4,2	-2,2	41,4	39,7	35,2	34,2	44,0
Strefa euro ^{a)}	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,2	70,0	68,2	65,9	69,3	78,7

cd. tabeli 2

Bułgaria	1,9	3,0	0,1	1,8	-3,9	29,2	22,7	18,2	14,1	14,8
Czechy	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	29,8	29,4	29,0	30,0	35,4
Dania	5,2	5,2	4,8	3,4	-2,7	37,1	32,1	27,4	34,2	41,6
Estonia	1,5	2,5	2,6	-2,7	-1,7	4,5	4,5	3,8	4,6	7,2
Łotwa	-0,4	-0,5	-0,3	-4,1	-9,0	12,4	10,7	9,0	19,5	36,1
Litwa	-0,5	-0,4	-1,0	-3,3	-8,9	18,4	18,0	16,9	15,6	29,3
Węgry	-7,8	-9,3	-5,0	-3,8	-4,0	61,7	65,6	65,9	72,9	78,3
Polska	-4,3	-3,6	-1,9	-3,7	-7,1	47,1	47,7	45,0	47,2	51,0
Rumunia	-1,2	-2,2	-2,5	-5,4	-8,3	15,8	12,4	12,6	13,3	23,7
Szwecja	2,3	2,5	3,8	2,5	-0,5	51,0	45,7	40,8	38,3	42,3
W. Brytania	-3,4	-2,7	-2,8	-4,9	-11,5	42,3	43,5	44,7	52,0	68,1
UE	-2,4	-1,4	-0,8	-2,3	-6,8	62,7	61,3	58,7	61,6	73,6

^{a)} Strefa euro – 16 krajów

Źródło: Zestawienie własne na podstawie: Statistics Pocket Book, European Central Bank, July 2009, s. 45–46 (dane za rok 2005) oraz September 2010, s. 45–46 (dane za okres 2006–2009).

W szczególnie trudnej sytuacji znalazła się Grecja, która stała się faktycznie niewypłacalna i bez pomocy finansowej, przyznanej jej wspólnie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Unię Europejską, nie byłaby w stanie obsługiwać swego zadłużenia publicznego. Poważny kryzys finansów publicznych dotknął także Irlandię, Hiszpanię i Portugalię, a spośród pozostałych krajów Unii Europejskiej – Wielką Brytanię, gdzie deficyt budżetowy w 2009 r. wyniósł aż 11,5 % PKB, a także Łotwę (9 %), Litwę (8,9 %), Rumunię (8,3 %) oraz Węgry (7,1 %).

Jeśli chodzi o Grecję, to pomoc, która jej została przyznana, jest elementem szerszego porozumienia osiągniętego przez kraje Unii Europejskiej 9 maja 2010 r. Tego dnia Rada UE podjęła decyzję o ustanowieniu Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego – EMS (European Stabilization Mechanism), mającego służyć udzielaniu wsparcia finansowego tym krajom członkowskim, które mają lub mogą mieć w przyszłości problemy ze spłatą zadłużenia publicznego ze względu na możliwe ograniczenie lub nawet faktyczne odcięcie od dostępu do rynków finansowych. Stworzenie tego mechanizmu było reakcją na bezprecedensowo trudną sytuację, w jakiej znalazły się niektóre kraje strefy euro, a przede wszystkim Grecja, w rezultacie globalnego kryzysu finansowego i ekonomicznego. W ramach EMS przewidziano możliwość udzielenia pomocy finansowej na łączną kwotę do 500 mld euro, z czego w ramach pomocy bilateralnej przez kraje członkowskie strefy euro na kwotę 440 mld euro, a przez UE z jej zasobów budżetowych na kwotę 60 mld euro. Przyjęto, że wsparcie finansowe udzielane jakimkolwiek krajowi członkowskiemu powinno być obwarowane odpowiednimi warunkami, generalnie zbliżonymi do tych, jakie były do tej pory stosowane w ramach pomocy udzielanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

W odniesieniu do kwoty 440 mld euro założono, że będzie ona pożyczona na rynku finansowym, natomiast kraje członkowskie udzielą swych gwarancji dla tych pożyczek na podstawie odpowiednich porozumień międzyrządowych. To nadzwyczajne rozwiązanie (określane też jako Special Purpose Vehicle – SPV) przyjęto, by umożliwić udzielenie pomocy finansowej znajdującemu się w problemach krajowi bez naruszania przepisów art. 125 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE). Artykuł ten zawiera zakaz przejmowania przez Unię Europejską i jej kraje członkowskie długu publicznego innych krajów członkowskich oraz ich podmiotów publicznych.

Ogrom niedawnego kryzysu gospodarczego i związane z nim zagrożenia dla dalszego istnienia strefy euro pokazały słabości rozwiązań prawnych i instytucjonalnych w ramach Unii Europejskiej, niezbędnych dla skutecznej realizacji działań antykryzysowych. Powstała zatem kwestia, jakie są możliwości wprowadzenia zmian w tzw. gospodarczym zarządzaniu Unią (*Economic governance*). W czasie kryzysu było bowiem wyraźnie widać, że UE nie jest wystarczająco przygotowana instytucjonalnie do podejmowania niezbędnych działań antykryzysowych. Kryzys płatniczy Grecji, a także poważne zagrożenie takim kryzysem kilku innych krajów strefy euro, stało się bodźcem do poszukiwania bardziej skutecznych form działania zarówno Eurogrupy, czyli Rady UE skupiającej ministrów krajów strefy euro, jak i Komisji Europejskiej. Kryzys stworzył pilną potrzebę znalezienia rozwiązań, które dałoby się wprowadzić w stosunkowo krótkim czasie, bez konieczności dokonywania zmian w TFUE, gdyż szanse na takie zmiany są bardzo niewielkie. Traktat ten, po zmianach wprowadzonych przez Traktat Lizboński, wszedł bowiem w życie niedawno, w listopadzie 2009 r. Wiadomo, że procedura zmiany traktatu mogłaby zająć nawet kilka lat, a jej końcowy efekt jest trudny do przewidzenia. Biorąc to pod uwagę, Komisja Europejska przedstawiła 12 maja 2010 r. propozycje w sprawie wzmocnienia koordynacji polityki makroekonomicznej krajów członkowskich¹⁸.

W uzasadnieniu swych propozycji Komisja podkreśliła, że w ciągu minionej dekady zadłużenie publiczne w krajach Unii nie zostało wystarczająco zmniejszone. Negatywnie oceniła fakt, że w okresach dobrej koniunktury kraje te nie podejmowały odpowiednich działań wzmacniających finanse publiczne, a w części z nich dochody budżetowe były wyższe w wyniku działania takich niestabilnych czynników, jak boom w budownictwie oraz usługach finansowych. Kryzys w tych sektorach przyczynił się do gwałtownego spadku wpływów do budżetu. Komisja zwróciła uwagę na to, że saldo budżetowe łącznie wszystkich krajów Unii uległo drastycznemu pogorszeniu, gdyż z poziomu bliskiego równowagi (-0,8 % PKB w UE 27 oraz -0,6 % PKB w strefie euro) w 2007 r. doszło do deficytu rządu 7 % PKB szacowanego na 2010 r. Niepokój Komisji wzbudza też ciągle rosnący dług publiczny, który w 2011 r. może w Unii-27 osiągnąć poziom 84 % PKB (88 % w strefie euro). Jeśli chodzi o przewidywane konsekwencje pakietów ratunkowych zastosowanych w czasie kryzysu, to według szacunków Komisji, spowodują one wzrost relacji długu publicznego do PKB o dodatkowe 25 p.p. PKB w całej Unii.

Do najważniejszych elementów propozycji Komisji z 12 maja 2010 r. (przygotowanych na podstawie postanowień art. 136 TFUE w celu wzmocnienia nadzoru nad polityką makroekonomiczną krajów członkowskich i obejmujących cztery obszary) należą propozycje dotyczące zwiększenia skuteczności Paktu Stabilności i Wzrostu oraz koordynacji polityki budżetowej. Chodzi przede wszystkim o nadanie większej roli kryterium dotyczącemu długu publicznego w ocenie bieżącej i przyszłej sytuacji budżetowej kraju członkowskiego. Kryterium to odgrywało do tej pory faktycznie drugorzędną rolę w tej ocenie, podstawowe znaczenie miała bowiem relacja deficytu budżetowego do PKB. Ważne jest też stworzenie silniejszych bodźców do przestrzegania zasad wynikających z Paktu oraz sankcji za ich naruszenie (w tym w formie ograniczenia możliwości korzystania ze środków z Funduszu Spójności).

Zadłużenie publiczne i ryzyko niewypłacalności krajów wysoko rozwiniętych.

Drastyczne pogorszenie finansów publicznych w następstwie kryzysu finansowego i ekonomicznego w większości krajów wysoko rozwiniętych staje się jednym z kluczowych problemów gospodarki światowej jako źródło poważnego ryzyka dla jej stabilności. Prezes Jean-Claude Trichet zauważa, że zadłużenie publiczne osiągnęło bezprecedensowy poziom, niewystępujący dotychczas w czasach pokoju. Zgodnie z oceną EBC, na koniec 2010 r. relacja długu publicznego do PKB w strefie euro będzie wyższa o 20 p.p. w porównaniu z poziomem z 2007 r., natomiast w przypadku Stanów Zjednoczonych i Japonii wzrost ten osiągnie aż 35–45 p.p. Prezes EBC podkreśla, że w efekcie działań antykryzysowych nastąpił także znaczący wzrost sumy bilansowej w bankach centralnych. W związku z tym głównym wyzwaniem dla wzrostu gospodarczego w nadchodzącej dekadzie jest, w jego opinii, doprowadzenie do stopniowej redukcji obciążenia wynikającego z długu publicznego. Kluczowe znaczenie ma też poprawa sytuacji finansowej banków, gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, rządów oraz banków centralnych.

Analizując możliwości złagodzenia problemu długu publicznego, Trichet wyraża pogląd, że należy wykluczyć rozwiązanie w postaci wyższej inflacji. Ponieważ nie powinno się też kontynuować „życia z długiem”, to jedynym rozsądnym rozwiązaniem może być zapewnienie wyższego wzrostu gospodarczego, dającego szansę na wyższe dochody i zwiększenie zamożności społeczeństwa, co z kolei zapewni wyższe dochody budżetowe i zwiększy pole do redukcji wydatków budżetowych. Redukcja taka umożliwi zmniejszenie relacji długu do PKB. Jako przykład prezes EBC podaje Wielką Brytanię, która na koniec II wojny światowej doszła do długu publicznego stanowiącego aż 240 % PKB. Do początku lat 70. krajowi temu udało się zmniejszyć tę relację do 60 % PKB, głównie dzięki niskiemu realnemu oprocentowaniu brytyjskich obligacji skarbowych (co było możliwe w warunkach istniejących wówczas ograniczeń w działalności instytucji finansowych oraz ograniczeń w odpływie kapitału za granicę). Istotne znaczenie miał także relatywnie wysoki wzrost gospodarczy (średnio 2,4 % rocznie w tym okresie), osiągnięty dzięki wzrostowi wydajności pracy i dostępnej sile roboczej. Dodatkowym

ważnym czynnikiem tej spektakularnej redukcji relacji zadłużenia publicznego do PKB przez Wielką Brytanię była dobra dyscyplina budżetowa, pozwalająca na nadwyżki budżetowe przez szereg lat¹⁹.

Oceniając możliwości urzeczywistnienia takiego scenariusza w warunkach obecnie funkcjonujących rynków finansowych, należy wskazać, że są one bardzo ograniczone, jeśli w ogóle istnieją. Trzeba wziąć tu pod uwagę dwa istotne czynniki, na które zresztą zwraca uwagę także prezes EBC. Przede wszystkim praktycznie nie jest możliwy powrót do restrykcji stosowanych w pierwszych powojennych dekadach w odniesieniu do instytucji finansowych oraz międzynarodowego przepływu kapitałów, gdyż restrykcje takie byłyby niezgodne m.in. z obowiązującym obecnie traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Po drugie, mało realne jest osiągnięcie tak wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, jakie miało miejsce w latach 50. i 60., nawet jeśli udałoby się w krajach europejskich dokonać szerokich przemian strukturalnych w celu zwiększenia tempa rozwoju. Biorąc pod uwagę oczekiwane niewielkie tempo przyrostu ludności w następnym dziesięcioleciu, zgodzić się można z prezesem EBC, że pragmatyczne podejście do kwestii rozwiązania problemu długu publicznego powinno koncentrować się na przyspieszeniu tempa wzrostu PKB na mieszkańca.

Z raportu opublikowanego 1 września 2010 r. w ramach Międzynarodowego Funduszu Walutowego wynika, że niewypłacalność krajów wysoko rozwiniętych jest mało prawdopodobna i byłaby ze wszech miar niepożądana²⁰. W raporcie wskazuje się, że stan finansów publicznych w głównych rozwiniętych gospodarkach znacząco pogorszył się w wyniku globalnego kryzysu finansowego i ekonomicznego. Przedmiotem analizy była grupa 10 krajów (Stany Zjednoczone, Japonia, Wielka Brytania, Francja, Włochy, Hiszpania, Grecja, Irlandia, Portugalia i Holandia). W odniesieniu do części „peryferyjnych” krajów europejskich zaczęły nasilać się obawy co do ich dalszej wypłacalności. Uczestnicy rynków zaczęli nawet postrzegać część z tych krajów jako zagrożone faktyczną niewypłacalnością, oznaczającą konieczność przeprowadzenia wcześniej czy później restrukturyzacji zadłużenia publicznego. Te obawy co do wypłacalności zaowocowały kolejnymi redukcjami ratingu, wyraźnym wzrostem oprocentowania obligacji emitowanych przez te kraje na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wyższymi kosztami ubezpieczenia tych emisji. Powstała konieczność uważnego monitorowania aukcji papierów skarbowych, nawet przeprowadzanych w największych krajach, by w porę wychwycić sygnały o możliwej gwałtownej reakcji uczestników rynku, skutkującej niemożliwością znalezienia nabywców na część lub nawet całość tych papierów.

Mimo tych niepokojących tendencji na rynku, autorzy raportu uznają, że ryzyko restrukturyzacji długu jest obecnie znacząco przeszacowane, choć nie należy zapominać, że od czasu do czasu rynki reagują w sposób nadmierny na sytuację ekonomiczną danego kraju, co negatywnie rzutuje na koszty i możliwości jego dalszego finansowania poprzez emisję skarbowych papierów dłużnych. Kraje, które zbankrutowały w minionych dziesięcioleciach, znalazły się w tej sytuacji głównie w efekcie wysokich kosztów obsługi

zadłużenia, najczęściej w powiązaniu z jakimiś poważnymi wstrząsami o charakterze zewnętrznym. Autorzy raportu dochodzą do wniosku, że faktyczna niewypłacalność któregośkolwiek z badanych krajów nie leży w interesie ich obywateli. Bardziej skutecznym sposobem wyjścia z tej sytuacji są działania dostosowawcze po stronie dochodów i wydatków publicznych, wsparte reformami niezbędnymi dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

Z przedstawionej w raporcie analizy wynika zatem, że mimo bezprecedensowo wysokiej relacji długu do PKB w krajach rozwiniętych, mają one ciągle jeszcze dość duże pole manewru w polityce budżetowej. Praktycznie jednak trudno stwierdzić, gdzie leży punkt, poza którym dany kraj traci kontrolę nad spiralą deficyt budżetowy – dług publiczny. Nie ma uniwersalnego progu, którego przekroczenie wskazywałoby, że dany kraj szybko zmierza do katastrofy. Wynika to z faktu, że poszczególne kraje reagują w sposób zróżnicowany na wysokie zadłużenie i mają odmienny potencjał, jeśli chodzi o możliwości redukcji deficytu budżetowego oraz rolowania długu. W praktyce przynajmniej w odniesieniu do niektórych krajów ten teoretyczny limit dla relacji długu do PKB, po przekroczeniu którego finanse publiczne ulegają zupełnej destabilizacji, może być dość odległy od obecnej, już bardzo wysokiej relacji.

Poza tymi uspokajającymi ocenami przyszłości nie brak także ocen pesymistycznych. Ostrzeżenia o nadchodzącym poważnym kryzysie zadłużenia także państw wysoko rozwiniętych zostały zawarte w raporcie banku Morgan Stanley, opublikowanym 25 sierpnia 2010 r. Autor raportu, Arnaud Mares (poprzednio pracujący w U.K. Debt Management Service oraz jako wiceprezes agencji ratingowej Moody's Investor Service), stwierdza, że niewypłacalność części z nich jest nieunikniona. Według niego kluczowe pytanie, które się tu rysuje, to nie, czy wywiążą się one ze swych zobowiązań wobec wierzycieli, ale czy w ogóle się wywiążą i jaką formę przybierze niewywiązanie się z umowy. Podstawą tych przewidywań stał się szybki wzrost kosztów finansowania pożyczek obligacyjnych, w szczególności emitowanych przez peryferyjne kraje strefy euro (od Grecji po Irlandię), a także obawy, że poszczególne rządy nie będą w stanie doprowadzić do takiej redukcji deficytów budżetowych, by powstrzymać gwałtowny wzrost zadłużenia publicznego, zarówno poprzez zwiększenie podatków, jak i redukcję wydatków budżetowych.

Posiadacze obligacji skarbowych powinni zatem liczyć się z możliwością strat. Kryzys zadłużenia ma charakter globalny i daleki jest od zakończenia. Mares ocenia, że rządy krajów poważnie zadłużonych będą starać się złagodzić ciężar zadłużenia raczej nie przez odmowę spłaty kapitału i odsetek od niego, ale m.in. przez dopuszczenie do deprecjacji swych walut z powodu większej inflacji. Trendy demograficzne mogą, według tego autora, stanowić lepszą podstawę do przewidywań zdolności kraju do wywiązania się z zobowiązań niż relacja długu publicznego do PKB, gdyż relacja ta dotyczy przeszłości i nie odzwierciedla perspektyw państwa, jeśli chodzi o pozyskanie dochodów budżetu. Biorąc to pod uwagę, Mares podkreśla, że w przypadku Stanów Zjednoczonych relacja długu publicznego do PKB wynosi 53 %, długu zaś do dochodów budżeto-

wych aż 358 % i należy do najwyższych na świecie. W przypadku Włoch wskaźnik ten wynosi odpowiednio 116 % oraz 188 %. Mares wskazuje na rosnący konflikt interesów między posiadaczami skarbowych papierów dłużnych a wielkimi grupami społecznymi, będącymi beneficjentami wydatków budżetowych, w tym zwłaszcza na cele emerytalne i opieki zdrowotnej²¹.

Do najbardziej ryzykownych skarbowych papierów dłużnych należy zaliczyć m.in. papiery emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych. Jak wskazują Siegel i Schwartz, w przypadku tych papierów może wystąpić podobna bańka, jaka miała miejsce dziesięć lat temu na rynku akcji firm internetowych i technologicznych. Była to w ich ocenie największa bańka spekulacyjna na rynku akcji w historii tego kraju, gdyż wartość akcji spadła o 80% lub więcej, a obecnie na giełdzie Nasdaq akcje te nie osiągnęły nawet połowy ceny z okresu szczytowego sprzed dziesięciu lat. Podobna bańka, rozwijająca się teraz na rynku amerykańskich papierów skarbowych, może mieć znacznie poważniejsze konsekwencje dla inwestorów. Wielu inwestorów, rozczarowanych sytuacją na rynku akcji, skoncentrowało swe lokaty w funduszach obligacji, w szczególności skarbowych. Z danych Investment Company Institute wynika, że w okresie od stycznia 2008 r. do końca czerwca 2010 r. z funduszy akcji odplynęło 232 mld USD, zaś do funduszy obligacji napłynęło 559 mld USD. Ten wielki optymizm inwestorów można porównać do tego, co się działo w 2000 roku na rynku akcji firm internetowych.

Siegel i Schwartz wskazują, że to ogromne zainteresowanie papierami skarbowymi ze strony inwestorów pozwala amerykańskiemu rządowi pozyskiwać środki finansowe po bardzo niskim koszcie, gdyż odsetki są rzędu 1 % lub nawet mniej. Przynajmniej dla części inwestorów może to oznaczać, że po uwzględnieniu oczekiwanej stopy inflacji w najbliższych latach realne oprocentowanie lokaty okaże się ujemne. Autorzy zwracają uwagę, że ostatnio tak niskie oprocentowanie amerykańskich papierów było w 1955 r. W następnym 10-letnim okresie rentowność tych obligacji wyniosła 1,9 % i była minimalnie wyższa od stopy inflacji, natomiast roczna rentowność obligacji 30-letnich wyniosła 4,6 % i była niższa niż stopa inflacji. Obecnie coraz bardziej prawdopodobne jest dodatkowe zagrożenie w postaci poważnych strat kapitału²².

W raporcie MFW, opublikowanym 1 września 2010 r., w sprawie długoterminowego zadłużenia krajów grupy G-7²³ wskazuje się, że występujący obecnie rekordowy poziom zadłużenia publicznego w większości krajów wysoko rozwiniętych nie jest jedynie bezpośrednim skutkiem niedawnego globalnego kryzysu gospodarczego. Zadłużenie to narastało przez dziesięciolecia. W większości krajów G-7 pozwoliło ono na absorpcję różnych negatywnych wstrząsów. Jest charakterystyczne, że zwiększało się ono w czasach słabej koniunktury i nie spadało w czasach dobrej. Istotną cechą ewolucji stanu finansów publicznych był także wzrost wydatków pierwotnych, zwłaszcza na cele emerytalne oraz ochrony zdrowia. Kraje wysoko rozwinięte stoją przed ogromnym wyzwaniem zredukowania długu w sytuacji, gdy ta grupa wydatków będzie stanowić coraz silniejsze źródło presji w polityce budżetowej. W raporcie stwierdza się, że wyzwaniu

temu nie da się sprostać bez reform strukturalnych pobudzających wzrost gospodarczy, strategii zakładającej stopniowe, ale stałe ograniczanie wydatków publicznych, silniejszych instytucji, chroniących dyscyplinę budżetową oraz odpowiedniego rozłożenia na wszystkich ciężaru tych dostosowań.

Podsumowanie

Realizowane w ostatnich latach pakiety ratunkowe, a także pakiety fiskalne, mające stymulować gospodarkę, pozwoliły na ograniczenie negatywnych skutków globalnego kryzysu finansowego i ekonomicznego i uniknięcie najczarniejszego scenariusza, jakim byłoby załamanie wzrostu gospodarczego na skalę Wielkiej Depresji lat 30. minionego wieku, albo nawet i większą. Rządy i banki centralne krajów wysoko rozwiniętych zmobilizowały się do tego stopnia, że były w stanie wesprzeć sektor finansowy oraz całą gospodarkę w zakresie nienotowanym uprzednio.

Pakiety ratunkowe, zastosowane wobec banków oraz innych instytucji finansowych, zapobiegły totalnemu krachowi sektora finansowego. Fakt przekazania ogromnych pieniędzy publicznych do tego sektora wzbudził w wielu krajach silną niechęć społeczeństwa do instytucji finansowych. Unaoczniał on także potrzebę radykalnych zmian w przepisach regulujących ich działalność w celu ograniczenia podejmowanego ryzyka, a idąc dalej, potrzebę współpracy międzynarodowej w celu uzgodnienia takich zmian. Zmiany te są konieczne, bo na podstawie doświadczeń z niedawnego kryzysu banki oraz inne instytucje finansowe zobaczyły, że w większości przypadków państwo, będąc w sytuacji przymusowej ze względu na zagrożenie całej gospodarki, i tak będzie je ratować. Czynniki, które doprowadziły do wybuchu kryzysu w sektorze finansowym, nie zostały wyeliminowane. Mogą zatem w przyszłości prowokować kolejne kryzysy.

Zarówno pakiety ratunkowe, jak i stymulacyjne przyczyniły się do drastycznego pogorszenia stanu finansów publicznych w poszczególnych krajach. Wysoce prawdopodobne jest, że bez wprowadzenia tych pakietów w wielu krajach, ze względu na skutki ewentualnego krachu systemu finansowego i możliwą większą głębokość recesji, finanse publiczne znalazłyby się w jeszcze gorszej sytuacji.

Kryzys doprowadził do tego, że po raz pierwszy w okresie po II wojnie światowej okazało się, że może dojść do faktycznej, a być może potem i formalnej, niewypłacalności kraju wysoko rozwiniętego, cieszącego się uprzednio wysokimi ocenami wiarygodności kredytowej. Fakt, że taki kraj może także zbankrutować, podobnie, jak to miało miejsce w przeszłości w odniesieniu do krajów słabo rozwiniętych, stawia przed uczestnikami rynku konieczność przewartościowania dotychczasowego sposobu myślenia o inwestowaniu w skarbowe papiery dłużne. Zważywszy na rosnący ciągle poziom zadłużenia publicznego w wielu krajach tradycyjnie cieszących się wysoką oceną, ryzyko związane z nabywaniem ich skarbowych papierów dłużnych staje się coraz większe.

Dziś trudno już powiedzieć, czy biorąc pod uwagę perspektywę długoterminową, a nawet średnioterminową, istnieją jeszcze jakieś bezpieczne papiery skarbowe, w które z pełnym zaufaniem można byłoby lokować pieniądze. Odpowiedź na to pytanie nie jest bez znaczenia zarówno z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Jedni i drudzy powinni brać pod uwagę to, że rządy w końcu mogą nie być w stanie dalej zwiększać podatków i ciąć wydatków ani rolować zadłużenia na rynku finansowym, czyli spłacać długi już zaciągniętego środkami z nowych pożyczek. Uzyskanie pomocy międzynarodowej też może okazać się niemożliwe, gdyż już obecnie potencjał do udzielania tej pomocy został mocno nadwyrężony, a przy rosnącym zadłużeniu wielu krajów trudno będzie znaleźć dawców takiej pomocy. Wysoce prawdopodobne jest, że wtedy rządy będą starały się jakoś uciec od zobowiązań, dopuszczając choćby do większej inflacji, albo zdecydują się na restrukturyzację zadłużenia, co dla wierzycieli zawsze oznacza straty. Tę perspektywę powinni mieć na względzie wszyscy ci, którzy traktowali dotychczas papiery skarbowe jako bezpieczną inwestycję.

Przypisy

¹ Do najbardziej aktualnych należy m.in. analiza zaprezentowana 2 września 2010 r. przez prezesa Systemu Rezerwy Federalnej Bena Bernanke w czasie oświadczenia złożonego przed powołaną przez Kongres Stanów Zjednoczonych komisją śledczą. Zob. Testimony: Chairman Ben S. Bernanke, Causes of the Recent Financial and Economic Crisis, Before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C., September 2, 2010; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>, 15.9.2010.

² Zob. szerzej: A. Blinder, M. Zandi, How the Great Recession Was Brought to an End, July 27, 2010 <http://www.princeton.edu/~blinder/End-of-Great-Recession.pdf>, s. 11 i dalsze, 15.9.2010.

³ Gwarancja 250 tys. USD na deponenta została ostatecznie zapisana w ustawie Wall Street Reform and Consumer Protection Act, podpisanej przez prezydenta B. Obamę w dniu 21 lipca 2010.

⁴ Por. M.R. Crittenden, In U.S., 829 banks are at risk of failure, „The Wall Street Journal Europe,” September 1, 2010.

⁵ Zob. szerzej: L.H. Teslik, The U.S. Economic Stimulus Plan, Council on Foreign Relations, February 18, 2009, http://www.cfr.org/publication/18348/us_economic_stimulus_plan.html, 10.9.2010.

⁶ A. Blinder, M. Zandi, How the Great Recession Was Brought to an End, July 27, 2010, <http://www.princeton.edu/~blinder/End-of-Great-Recession.pdf>, 15.9.2010.

⁷ Blinder i Zandi powołują się na badania, które przeprowadził Alan Krueger, a z których wynika, że samo przekazanie bankom środków finansowych z budżetu mogło przyczynić się do stworzenia od 900 tys. do 1.8 mln miejsc pracy. Zob. Remarks to the American Academy of Actuaries, Washington, DC, July 20,

2009 (www.treasury.gov/offices/economic-policy/AK-Actuaries-07-20-2009.pdf). Według oceny Federal Reserve Bank of New York dzięki nabyciu przez FED aktywów długoterminowych (w tym skarbowych papierów dłużnych) długoterminowa stopa procentowa w odniesieniu do niektórych papierów uległa obniżeniu o około 30–80 pkt. bazowych, co przyczyniło się także do obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych o ok. 50 pkt. bazowych, zob. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, no. 441, March, 2010.

⁸ Por. np. P.L. Kasriel, Why Hasn't the U.S. Economic Stimulus Been More Stimulative?, August 23, 2010 <http://www.marketoracle.co.uk/Article22142.html>, 14.9.2010.

⁹ Zob. szerzej: J. Hilsenrath, U.S News: Behind Stimulus Argument, Debate on Causes of Joblessness Growth, „The Wall Street Journal”, Sept. 4, 2010.

¹⁰ Zob. szerzej: D.J. Lynch, Economists agree: Stimulus created nearly 3 million jobs, http://www.usatoday.com/money/economy/2010-08-30-stimulus30_CV_N.htm, 15.9.2010.

¹¹ Zob. szerzej: G. Burtless, Crisis no more, http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/articles/2010/0817_stimulus_success_burtless/0817_stimulus_success_burtless.pdf, 16.9.2010.

¹² Zob. szerzej: Economic Survey of Italy, „Policy Brief” (OECD) June 2009, s. 5, <http://www.oecd.org/dataoecd/59/6/42902825.pdf>, 17.9.2010.

¹³ Por. Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted by Lionel Barber and Ralph Atkins on Wednesday, 8 September 2010, <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100910.en.html>, 10.9.2010.

¹⁴ Por. Monetary and fiscal stimulus make a potent, if uneasy, combination, „The Economist”, September 4th, 2010.

¹⁵ Zob. szerzej: E. Leeper, Monetary Science, Fiscal Alchemy, August 30, 2010, Indiana University and NBER, 105 Wylie Hall, Bloomington, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/2010-08-16-leeper-paper.pdf>, 15.9.2010.

¹⁶ Por. Interview with Jean-Claude Trichet, op.cit.

¹⁷ Zob. szerzej: C. Reinhart, V. Reinhart, Beware those who think the worst is past, „Financial Times”, August 31, 2010.

¹⁸ Por. Reinforcing economic policy coordination, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM (2010) final, Brussels, 12.5.2010, [http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/2010-05-12-com\(2010\)250_final.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/2010-05-12-com(2010)250_final.pdf), 17.9.2010.

¹⁹ Por. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, at the symposium on „Macroeconomic challenges: the decade ahead”, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010, <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html>, 28.8.2010.

²⁰ Zob. szerzej: C. Cottarelli, L. Forni, J. Gottschalk, P. Mauro, Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, September 1, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1012.pdf>, 14.09.2010.

²¹ Por. M. Brown, Morgan Stanley Says Government Defaults Inevitable, August 25, 2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-25/morgan-stanley-says-government-bond-default-is-question-of-how-not-if-.html>, 13.9.2010.

²² Por. J. Siegel, J. Schwartz, The Great American Bond Bubble, „Financial Times” August 19, 2010.

²³ Zob. szerzej: C. Cottarelli, A. Schaechter, Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, September 1, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1013.pdf>, 13.9.2010.

Bibliografia:

- Blinder A., Zandi M., How the Great Recession Was Brought to an End, July 27, 2010 <http://www.princeton.edu/~blinder/End-of-Great-Recession.pdf> (15.9.2010)
- Brown M., Morgan Stanley Says Government Defaults Inevitable, Aug. 25, 2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-25/morgan-stanley-says-government-bond-default-is-question-of-how-not-if-.html> (13.9.2010)
- Burtless G., Crisis no more, http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/articles/2010/0817_stimulus_success_burtless/0817_stimulus_success_burtless.pdf (16.9.2010)
- Cottarelli C., Forni L., Gottschalk J., Mauro P., Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, September 1, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1012.pdf> (14.09.2010)
- Cottarelli C., Schaechter A., Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, September 1, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1013.pdf> (13.9.2010)
- Economic Survey of Italy, „Policy Brief” (OECD), June 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/59/6/42902825.pdf> (7.9.2010)
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B., Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 441, March, 2010
- Hilsenrath J., U.S News: Behind Stimulus Argument, Debate on Causes of Joblessness Growth, „The Wall Street Journal”, Sept. 4, 2010 [http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/2010-05-12-com\(2010\)250_final.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/2010-05-12-com(2010)250_final.pdf) (17.9.2010)
- http://www.cfr.org/publication/18348/us_economic_stimulus_plan.html (10.9.2010)
- <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/2010-08-16-leeper-paper.pdf> (15.9.2010)
- Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted by Lionel Barber and Ralph Atkins on Wednesday, 8 September 2010, <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100910.en.html> (10.9.2010)
- Kasriel P.L., Why Hasn't the U.S. Economic Stimulus Been More Stimulative?, Aug. 23, 2010 <http://www.marketoracle.co.uk/Article22142.html> (14.9.2010)
- Leeper E., Monetary Science, Fiscal Alchemy, Indiana University and NBER, 105 Wylie Hall, Bloomington, August 30, 2010
- Lynch D.J., Economists agree: Stimulus created nearly 3 million jobs, http://www.usatoday.com/money/economy/2010-08-30-stimulus30_CV_N.htm (15.9.2010)
- Monetary and fiscal stimulus make a potent, if uneasy, combination, „The Economist”, September 4th, 2010
- Reinforcing economic policy coordination, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM (2010) final, Brussels, 12.5.2010
- Reinhart C., Reinhart V., Beware those who think the worst is past, „Financial Times”, August 31, 2010
- Remarks to the American Academy of Actuaries, Washington, DC, July 20, 2009 (www.treasury.gov/offices/economic-policy/AK-Actuaries-07-20-2009.pdf) September 1, 2010
- Siegel J., Schwartz J., The Great American Bond Bubble, „Financial Times” August 19, 2010
- Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, at the symposium on „Macroeconomic challenges: the decade ahead”, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010, <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html> (28.8.2010)

Teslik L.H., The U.S. Economic Stimulus Plan, Council on Foreign Relations, February 18, 2009

Testimony: Chairman Ben S. Bernanke, Causes of the Recent Financial and Economic Crisis, Before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C., September 2, 2010, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm> (15.9.2010)

Rescue packages and their impact on public finance and stability of financial markets

Summary

The financial crisis of 2007 resulted in the deepest world recession since the 1930s. It strongly affected most of the countries in the world, including almost all developed ones. It may be assumed that the problems of world economy caused by the financial crisis would be much more serious, had the majority of developed countries not initiated the rescue actions on a massive scale.

The Author discusses the rescue packages for financial institutions such as **TARP** (Trouble Asset Relief Program) and fiscal packages (stimulating) implemented in the USA and other countries; then she analyses the crisis in public finances of the European Union countries and public indebtedness and the risk of insolvency in case of developed countries.

In recapitulation, the Author concludes that the initiated rescue and fiscal packages aimed at stimulation of economy, allowed limitation of the negative effects of the global financial and economic crisis. On the other hand, they contributed to the worsening of public finances in particular countries. Nevertheless, it is very probable that without these packages the effects of a possible collapse of the financial system would be much more severe, while public finances could be in much worse condition.