

Finanse publiczne w krajach UE

Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)

Nr 107

2 0 1 0



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych



Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

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

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Dal Bouzaraa

Maciej Krzak

Geerten M. M. Michielse

Przemysław Woźniak

Tłumaczenie artykułu *Bodźce finansowe...*

Jarosław Neneman

Projekt okładki

Jacek Bienkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

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

Nakładca

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

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH W KRAJACH UE – SKALA PROBLEMU I PRZYCZYNY POGORSZENIA – <i>Maciej Krzak</i>	9
BODŹCE PODATKOWE – PODATKOWE PODEJŚCIE DO OBECNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO – <i>Geerten M. M. Michielse , Dal Bouzaraa</i>	17
CZY I W JAKIM STOPNIU REALNA JEST GROŹBA INFLACJI? – <i>Przemysław Woźniak</i>	27

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ewa Balcerowicz	CASE
Hanna Bardadin	IBFD
Illya Bonobszenko	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Rafał Budzik	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Andrzej Czpil	MF
Anna Dobrzańska	NBP
Mirosław Dusza	Uniwersytet Warszawski
Szymon Gaszewski	Parkiet
Małgorzata Golik	NBP
Stephen Heine	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Agnieszka Herbich	
Janusz Jabłonowski	NBP
Karol Jagodziński	MSZ
Agata Jankowska	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Arkadiusz Kamiński	Urząd m.st. Warszawy
Joanna Kielar	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Anton Komyza	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Maciej Krzak	CASE, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Agnieszka Krzemińska	WSB w Poznaniu
Paweł Łęcki	SGH
Anastazja Makhorina	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Witold Michałek	
Geerten M. M. Michielse	Center for Taxation and Public Governance
Szymon Nielak	CASR
Marek Misiak	NŻG
Marcin Mucha	MG
Marcin Murawski	BGK
Andrzej Muszyński	PTE
Artem Nahoryansky	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Bogdan Nawrocki	Urząd m.st. Warszawy
Krzysztof Nędzyński	Obserwator Finansowy
Ksenia Neikowa	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Jarosław Neneman	CASE, CDISP, UŁ, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Marek Niechciał	NBP
Krystyna Olechowska	CASE
Bogdan Orzechowski	SKG
Dawid Pachuck	MF
Mirosław Pawliszyn	NBP
Agnieszka Pierzak	MF
Maciej Reluga	BZ WBK
Dariusz Rosati	SGH, WSzHiP im. R. Łazarskiego
Piotr Russel	Sejm RP
Alina Sarnacka	PwC
Barbara Sokołowska	MF
Piotr Sperka	MF
Mateusz Tchórzewski	WSzHiP im. R. Łazarskiego
Adam Waluch	tłumacz
Przemysław Woźniak	CASE
Urszula Wójcik	MF
Jakub Zajdel	PAP
Tomasz Zając	tłumacz
Beata Zdanowicz	NBP
Tomasz Żylicz	UW

Wprowadzenie

Wielkie dziury w finansach publicznych i wysokie góry długów publicznych. Tak wygląda europejski krajobraz po kryzysie. Co więcej, dla kolejnych dwóch lat 2010 i 2011 prognozuje się dalszy wzrost zadłużenia (w scenariuszu niezmienionej polityki makroekonomicznej). W rezultacie na koniec roku 2011 poziom długu publicznego w UE-27 przewiduje się na prawie 84% PKB wobec 58,7% w 2007 r. Jesteśmy więc świadkami „wybuchowego przyrostu” zadłużenia gospodarek europejskich. O stanie unijnych finansów publicznych (skali problemu, jego źródłach, aspektach podatkowych zastosowanych pakietów stymulacyjnych, zagrożeniu inflacją) dyskutowali paneliści i goście 107 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w lutym 2010 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: dra Macieja Krzaka (eksperta CASE; wykładowcę WSzHiP im. R. Łazarzskiego); prof. Geertena M. M. Michielse’a (profesora prawa podatkowego; dyrektora Center for Taxation and Public Governance, the Utrecht School of Law, University Utrecht) i dra Przemysława Woźniaka (eksperta CASE).

Prognozowany przyrost długu publicznego w latach 2007–2011 w UE-27 jest ogromny. W ramach Unii sytuacja jest oczywiście zróżnicowana. Problemy koncentrują się w kilku krajach: Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Wielkiej Brytanii. W przypadku Irlandii chodzi o skok o 70 pkt. proc. Irlandia ma ogromny dług, ale jednocześnie ma dobre doświadczenia w rozwiązywaniu tego typu problemów. Jakie mechanizmy i narzędzia wykorzystywała Irlandia w rozwiązywaniu problemów? Jakie nauki z irlandzkich doświadczeń może wyciągnąć Grecja lub Hiszpania? (**A. Komyza**). Gospodarka Irlandii w latach 80. była mocno zabałaganiona i trzeba było coś w tej sprawie zrobić (**M. Krzak**). Zaczęto od umowy społecznej między rządem a związkami zawodowymi i pracodawcami. Związki zdecydowały, że nie będą się domagać dużych podwyżek płac, a w zamian rząd obiecał wzrost gospodarczy, więcej miejsc pracy i mniejsze podatki w przyszłości. Oczywiście, nie była to jedna umowa, a cały pakiet. Rozpoczęto od wdrożenia programu oszczędnościowego. Były też inne elementy porządkowania gospodarki, takie jak niskie opodatkowanie, czy przyciąganie inwestorów amerykańskich do Irlandii. Działania te dały impuls gospodarce irlandzkiej. Poprawiono również windykację podatkową, mimo niskich stóp podatkowych. Partnerstwo społeczne sprawdziło się i stało się początkiem porządkowania gospodarki.

Jeśli porównamy sytuację Irlandii i Grecji to widać wyraźnie, że rząd Irlandii jest odważny we wprowadzaniu niepopularnych rozwiązań w związku z deficytem fiskalnym. Natomiast grecki rząd ma poważny kłopot – nie potrafi się zdecydować na radykalne rozwiązania, ociąża się, poza tym na Grekach ciąży też deficyt wiarygodności, ponieważ oszukiwali w przeszłości. Chcąc wejść do strefy euro, przedstawiali fałszywy obraz swojego deficytu i pod koniec 2009 r. oszukiwali Europę pokazując nieprawdziwe dane. Zatem trudno się dziwić, że instytucje unijne mają wiele wątpliwości i brak zaufania. A obywatele greccy nie rozumieją swojej sytuacji. Wiele lat żyli ponad stan, a teraz muszą cierpieć na skutek co najmniej o 20, a może nawet o 30% obniżonego standardu życia, jeśli chcą być w strefie euro. Deficyt budżetowy prowadzi do deficytu na rachunku bieżącym, który też jest nieproporcjonalnie wysoki. Zatem, jeśli społeczeństwo greckie nie podejmie wyzwania, to albo będą musieli opuścić strefę euro, albo Grecja stanie się niewypłacalna. Przykład irlandzki pokazuje, jak rząd, w którymś momencie, może rozpocząć naprawianie sytuacji, zwiększać stopniowo wiarygodność, a dzięki temu, z czasem, sytuacja się normuje. W warunkach, w jakich funkcjonuje dzisiaj Grecja, wymagane są bardzo radykalne działania. Trzeba wykonać jeden ruch, jedno cięcie. Chyba że UE zdecyduje się na wysupłanie pieniędzy europejskich podatników. Jednak przeciw takiej decyzji przemawia niebezpieczeństwo moralne. Każdy kraj może przecież kiedyś popaść w sytuację podobną do greckiej i będzie wtedy liczył na pomoc unijną. A trudno obalić tezę, że tworzenie europejskiego funduszu walutowego jest śmieszne. Grecy muszą więc obciążyć płace. Sektor publiczny musi to zrobić. Jedyнным sposobem na wysoki poziom życia jest uprzednie zarobienie pieniędzy. Strajkowanie Grekom nie pomoże.

Kryzys jest faktem. Trzeba sobie z nim poradzić. Podstawowym problemem w dłuższej perspektywie jest zmniejszanie długu publicznego, co wymaga szybkiego wzrostu gospodarczego przez wiele kolejnych lat (**E. Balcerowicz**). W krótszej perspektywie trzeba rozwiązać problem płynności, czyli zasypać dziurę deficytów, konieczności finansowania długu publicznego i wysokiego kosztu obsługi długu. Wydaje się, że Grecja nie jest najlepszym przykładem radzenia sobie z kłopotami. Wyraźnie bowiem widać, że w UE toczą się podskórne rozmowy jak pomoc Grekom, niekoniecznie dociskając ich do muru i niekoniecznie wymagając, aby drastycznie zmniejszyli konsumpcję. Chociaż kraje powinny ponosić odpowiedzialność za swoją nieodpowiedzialną politykę fiskalną i makroekonomiczną, to jednak Grecja nie jest dobrym przykładem potwierdzającym tę tezę. Wydaje się, że Europę czekają bardzo ciekawe procesy polityczne i ekonomiczne, ale na pewno będzie to bardzo trudny okres.

Czyżby scenariusz w dalszej perspektywie miał być bardziej dramatyczny niż przewidujemy? Przecież pogłębianie się deficytu budżetowego oznacza jeszcze bardziej dramatyczny rozwój sytuacji. Oczywiście, jest to odkładanie problemu w czasie (**E. Balcerowicz**). Krótkookresowe patrzenie i odsuwanie problemów, jak się wydaje, jedynie generuje problemy. Być może pozwolenie na drastyczne reakcje na takie długi przyniosłoby oczyszczenie. Oczywiście, natychmiast pojawiają się pytania o zasadność ratowania banków itp.

Czy rządy nie mogłyby próbować pozbyć się części długów przyspieszając dynamikę inflacji? Na pewno jest przestrzeń dla takiego zachowania (**P. Woźniak**). Inflację można bardzo mocno podbić wykorzystując jej obecne bardzo niskie poziomy. Jednak nie jest to dobry sposób radzenia sobie z problemem.

Jak sfinansować ogromne deficyty? M. Krzak optuje za strategią spokojnego ograniczania deficytów poprzez wzrost gospodarczy i poprzez zaciskanie pasa, ale powolne i stopniowe. Sytuacja w UE jest zróżnicowana. Mamy grupę krajów, które rzeczywiście są „na radarze”, takie jak Grecja. Oczywiście można rozpatrywać ryzyko zarażenia innych krajów „grecką chorobą”, w pierwszej kolejności Portugalii i Hiszpanii, również Irlandii, ale ona zdobyła zaufanie rynków finansowych wdrażając odpowiednie reformy, czyli zaciskając pasa, wprowadzając odpowiednie surowy i wiarygodny budżet. Wielki deficyt ma także Wielka Brytania, ale jej dług nie zatrzyma w porównaniu z innymi europejskimi krajami. Sytuacja stałaby się groźna, gdyby któryś z wielkich krajów rzeczywiście popadł w kłopoty z finansowaniem długu i nagle zobaczylibyśmy, że wycena zadłużenia, marża, którą muszą zadłużone kraje płacić od długu publicznego jest coraz wyższa. Szczęśliwie taka sytuacja nie ma miejsca, ale bez wątpienia stąpamy po cienkiej linii. Z jednej strony nie możemy zaciskać polityki makroekonomicznej, żeby nie zdławić raczkującego ożywienia w krajach wysoko rozwiniętych, zwłaszcza że napływające dane statystyczne wskazują na tendencje pauszowania gospodarek. Nie są to tylko dane twarde, np. pokazujące, że w Niemczech w zasadzie PKB przestał rosnąć w IV kwartale, ale są to również informacje dotyczące indeksów koniunktury, czy opisujące sentymenty na różnych rynkach, co zauważalne w Niemczech, kluczowej gospodarce strefy euro. Tym bardziej politycy nie będą chętni, by zbyt mocno zaciskać politykę fiskalną, zresztą wszystkie organizacje międzynarodowe sugerują, by zaciskanie rozpoczęło się dopiero od 2011 r. Wydaje się więc, że mamy przed sobą rok luźnej polityki fiskalnej. Być może nie będzie ona prowadziła do zwiększania deficytów, ale nie będziemy też mieli procesu odwrotnego. Na zaciskanie polityki fiskalnej może się zdecydować Grecja, bo to jest kraj, który raptem ma PKB wielkości 2,5% wartości strefy euro (a może nawet całej UE), czyli jej gospodarka nie ma znaczenia dla popytu światowego. Grecja jest małą gospodarką, zapewne bardzo otwartą i dlatego musi wskazywać, np. stopy procentowe, przyjmować ze świata, bo nie ma na nie wpływu. Jak się źle zachowuje, wówczas rynki to zauważają i w sposób bardzo gwałtowny podwyższają premię za ryzyko. Chociaż, czy naprawdę gwałtowny? Polska płaci niewiele mniej, a podobno jest krajem, który wspaniale zniósł kryzys gospodarczy. W najostrzejszej fazie kryzysu cena ubezpieczenia długu publicznego (*spread*) Grecji sięgała 400 pkt. bazowych, po szczycie UE, gdzie buńczucznie zapowiedziano „pilnowanie i pomaganie” *spread* zmniejszył się natychmiast.

Czy Grecja restrykcyjnie może być wyrzucona ze strefy euro? Zdaniem **G. Michielse’a** jest to przedsięwzięcie prawnie chyba niemożliwe. Ale, co ważniejsze, byłoby to katastrofalne posunięcie dla euro, gdyby Grecja musiała zapukać do drzwi MFV. Sytuację tę określa się „diabelskim dylematem”.

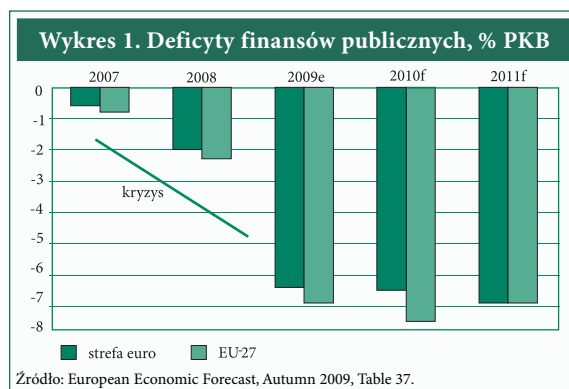
Stan finansów publicznych w krajach UE – Skala problemu i przyczyny pogorszenia

Wielkie dziury w finansach publicznych i wysokie góry długów publicznych – tak wygląda europejski krajobraz po kryzysie. Wzrost relacji długu do PKB w UE-27 w 2009 r. o 11,5 punktów procentowych jest największym przyrostem jednorocznym w czasach pokoju. Co więcej, dla kolejnych dwóch lat 2010 i 2011 prognozuje się dalszy wzrost zadłużenia (w scenariuszu niezmiennionej polityki makroekonomicznej). W rezultacie na koniec roku 2011 poziom długu publicznego w UE-27 przewiduje się na prawie 84% PKB wobec 58,7% w 2007 r. Jesteśmy więc świadkami „wybuchowego przyrostu” zadłużenia gospodarek europejskich.

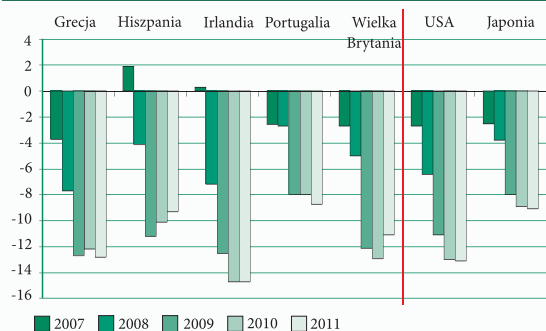
Stan obecny – deficyty i długi

Skąd dziury w finansach publicznych? Z analiz Komisji Europejskiej wynika, że pierwszym winowajcą jest kryzys gospodarczy. Za ponad połowę pogorszenia

stanu finansów publicznych odpowiada recesja. Natomiast w ¼ winę ponosi dyskrejonarna polityka (fiskalna, monetarna) poszczególnych rządów. Zejście poniżej wymaganego przez Pakt Stabilizacji i Wzrostu 60% progu zadłużenia będzie wymagało wielu lat ciężkiej pracy. Czy skala koniecznego dostosowania jest bez precedensu? Otóż, nie. Doświadczenia m.in. Irlandii i Belgii pokazują, że zasadnicze obniżenie dramatycznie wysokiego długu publicznego jest możliwe, jednak dostosowanie zajmuje długie lata.



Wykres 2. Główni sprawcy



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

Wykres 3. Skala pogorszenia salda w finansach publicznych



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KE i Eurostatu.

Jak wiemy, deficyty fiskalne kumulują się w dług publiczny, stąd prognozowany przyrost długu publicznego w latach 2007–2011 w UE-27 jest ogromny.

Określa się go mianem wybuchowy, ponieważ niby niska realna długookresowa stopa procentowa mimo wszystko jest wyższa niż „stopy zwijania” się gospodarek, tzn. stopa spadku PKB w czasie kryzysu i stopa umiarkowanego wzrostu PKB, przewidywane na lata postkryzysowe. Sytuacja jest zatem groźna, pojawia się bowiem efekt kuli śnieżowej. Jeśli nie dokona się odpowiednich zmian, dług będzie przyrastał nadal z konieczności samej obsługi już zaciągniętego długu.

W ramach Unii sytuacja jest oczywiście zróżnicowana. Problemy koncentrują się w kilku krajach: Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Wielkiej Brytanii. W przypadku Irlandii chodzi o skok o 70 pkt. proc. Jedynym krajem UE, w którym dług publiczny nie wzrośnie jest Bułgaria (wykres 5). Czy to z korzyścią dla tego kraju? Trudno o jednoznaczną odpowiedź, bo nie jest to ulubieniec rynków finansowych ani inwestorów zagranicznych. W 2011 r. w trzech krajach Belgii, Włoszech i Grecji dług publiczny będzie powyżej 100% PKB (wykres 6). Belgia i Włochy wchodziły w kryzys z dużym długiem publicznym. Grecja również. Natomiast Irlandia nie, stąd najbardziej wyraźny wzrost długu publicznego. Z kolei Łotwa, nie będzie miała wysokiego długu publicznego, mimo jego dużego przyrostu, bo zaczynała z niskiego pułapu. Wielka

Tabela 1. Skąd te dziury w finansach publicznych, w % PKB

	Zmiana deficytu r/r	Efekt cyklu	Dyskrecjonalne posunięcia	Pozostała zmiana salda pierwotnego	Wzrost kosztu odsetek
2009					
Strefa euro	-4,4	-2,4	-1,1	-0,9	0,0
UE-27	-4,6	-2,4	-1,3	-1,0	0,0
2010					
Strefa euro	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,2
UE-27	-0,6	0,0	0,2	-0,4	-0,2
2011					
Strefa euro	0,4	0,2	0,4	0,0	-0,2
UE-27	0,6	0,2	0,4	0,2	-0,2

Źródło: European Economic Forecast, Autumn 2009, Table I.3.2, p.58

Załącznik

Kategoria	Podatek	Kraj: Działanie
Bodźce podatkowe dla wybranych sektorów gospodarki	Budownictwo	BE: obniżenie stawki VAT do 6% dla budownictwa indywidualnego; ES: przejściowe (w latach 2009–2010) obniżenie opłaty skarbowej od transakcji dotyczących nieruchomości mieszkalnych; IT: przedłużenie ulgi w PIT na wydatki remontowe i obniżka stawki VAT do 10% na te usługi; LU: preferencyjna stawka VAT (3%) na budowę i remonty mieszkań; RO: obniżenie do 5% stawki VAT na budownictwo społeczne i prywatne do określonych rozmiarów; SE: wprowadzanie ulgi w PIT na remonty, przebudowy i utrzymanie budynków; UK: przejściowe wyłączenie z opłaty skarbowej zakupu nieruchomości mieszkalnej o wartości powyżej 170 000 funtów w okresie między wrześniem 2008 r., a końcem 2009 r.
	Turystyka	CY: obniżenie opłat za lądowanie samolotów; obniżenie opłaty od noclegów, przejściowa redukcja VAT (do 5%) na usługi hotelowe; EL: obniżenie opłat lokalnych od lądowań samolotów i opłat parkingowych (kwiecień–wrzesień 2009 r.); FR: obniżona do 5,5% stawka VAT na usługi restauracyjne; MT: zniesienie podatku od wylotów.
Obniżki dla biednych / podwyżki dla bogatych	Kwota wolna /ulgi	AT: Zwiększona kwota wolna i ulga rodzinna; DK: zwiększona kwota odliczeń; FI: wprowadzono ulgi dla słabo i średnio zarabiających; FR: obniżka PIT dla słabo zarabiających, w efekcie wysokość należnego podatku spadła o 2/3; DE: obniżka najniższej stawki PIT z 15% do 14%; zwiększenie kwoty wolnej; HU: rozszerzenie najniższego przedziału podatkowego; LV: zwiększenie kwoty wolnej, odliczenia na osoby pozostające na utrzymaniu oraz na osoby niepełnosprawne; LT: zwiększenie kwoty wolnej; LU: zastąpienie odliczenia od dochodu, odliczeniem od podatku; MT: zwiększenie progów przedziałów podatkowych; PT: zwiększenie odliczenia dla osób niepełnosprawnych; SV: zwiększenie kwoty wolnej; wprowadzenie ulgi podatkowej dla pracodawców; SE: zwiększenie ulgi dla pracujących; zwiększenie odliczenia dla podatników powyżej 65 roku życia; UK: zwiększenie odliczenia dla podatników poniżej 65 roku życia.
	Odsetki od kredytów hipotecznych	BG: odliczanie odsetek od kredytów hipotecznych dla młodych rodzin; EL: stałą płatność w wysokości 500 euro bezrobotnych i emerytów o niskich dochodach spłacających kredyty hipoteczne; ES: potrącanie odsetek od kredytów hipotecznych od odprowadzanych miesięcznych zaliczek na podatek; LU: zwiększenie limitu odliczania odsetek od kredytów hipotecznych.
	Dodatkowy podatek na nadmierne wynagrodzenia (np. bonusy)	EL: 1000 euro dla dochodu > 60 000 euro, do 25 000 euro dla dochodu > 900 000 euro; IE: wprowadzanie dodatkowego podatku (2%, 4% i 6% dla dochodu > 175.000 euro); UK: dodatkowy przedział podatkowy ze stawką 50% dla dochodu powyżej 150 000 funtów (po kwietniu 2010 r.) i ograniczenia dotyczące odliczeń od dochodu.

Załącznik

Kategoria	Podatek	Kraj: Działanie
Odroczenie płatności podatki	Odroczenia	BE: czasowe odroczenie płatności VAT, gdy przedsiębiorstwo przeżywa trudności finansowe (3 kwartały 2009 r.); czasowe odroczenie płatności pobranego podatku od wynagrodzeń; DK: odroczenie płatności VAT i innych podatków pobranych o jeden miesiąc; NL: kwartalne płatności VAT w miejsce miesięcznych; UK: odroczenie płatności wszystkich podatków w przypadku kłopotów finansowych przedsiębiorcy.
	Procedury zwrotu VAT	BE: przyspieszenie zwrotu; ES: przyspieszenie zwrotu; FR: zwroty co miesiąc, a nie co kwartał; PL: przyspieszenie zwrotu (60 dni zamiast 180); PT: zmniejszenie kwoty, która upoważnia do otrzymania zwrotu; SI: przyspieszenie zwrotu (30 dni zamiast 60 dni); SV: przyspieszenie zwrotu (30 dni zamiast 60 dni).
	Obniżki	CZ: czasowa likwidacja zaliczek na podatek (dla firm poniżej 5 zatrudnionych); ES: obniżka odsetek od zaległości podatkowych; IT: obniżka zaliczek na podatek dla osób prawnych; PT: obniżki zaliczek na podatek dla MSP; SI: zaliczki uwzględniają przyszłą niższą stawkę podatku.
Inne	Samochody, etc.	AT: premia za złomowanie starego samochodu (1500 euro) CZ: odliczenie VAT od samochodów osobowych wykorzystywanych do prowadzenia działalności gospodarczej; DE: zachęty do zakupu samochodów przyjaznych środowisku; EL: 50% obniżka podatku rejestracyjnego od samochodów (w okresie kwiecień – sierpień 2009 r.); FR: premia za złomowanie starego samochodu; MT: przedłużenie zwolnienia z podatku rejestracyjnego od ciężarówek; NL: zachęty dla samochodów przyjaznych środowisku; subsydia dla złomowania starych samochodów; RO: obniżka podatku ekologicznego od samochodów.
	Podatek od biletów lotniczych	NL: likwidacja.

¹ Szczegółowe zestawienie bodźców podatkowych można znaleźć w: *Taxation in the European Union. Main results*, 2009 edition, strony 24–33, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2009/2009_main_results_en.pdf (przy: tłum).

Czy i w jakim stopniu realna jest groźba inflacji?

Niniejsze opracowanie stawia sobie za cel odpowiedź na pytanie o groźbę wybuchu inflacji po wielkim kryzysie lat 2008–2009. Wydaje się, że obecnie, na początku 2010 r., nie ma podstaw, aby obawiać się pojawienia się istotnych czynników popytowych i kosztowych w skali globalnej w krótkiej i średniej perspektywie. Największe źródło niepewności dotyczy natomiast potencjalnego efektu działań kryzysowych w USA, a także groźby znacznego wzrostu inflacji w Chinach i Indiach.

1. Działania antykryzysowe

Z działaniami antykryzysowymi przeprowadzonymi na bezprecedensową skalę w latach 2008–2009 wiąże się najwięcej niepewności. Pakiety wprowadzane głównie w Stanach Zjednoczonych, Chinach i największych gospodarkach Unii Europejskiej obejmowały bardzo różne działania, w pewnej części nigdy wcześniej niestosowane, a więc pociągające za sobą sporą niepewność.

W ramach działań antykryzysowych zastosowano między innymi nacjonalizację, przejęcia, wprowadzono pakiety ratunkowe banków i przedsiębiorstw, rozmaite bodźce i zachęty fiskalne i kredytowe, a także poluzowano politykę monetarną w skali globalnej, w stopniu, w jakim nigdy wcześniej tego nie zrobiono.

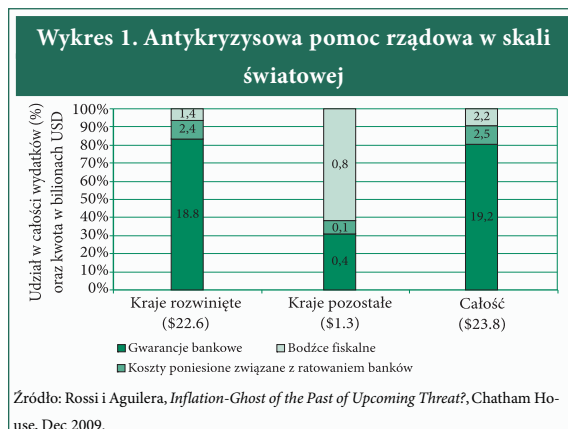
Wydaje się zatem, że obawy co do wymknięcia się inflacji spoza kontroli mogą być uzasadnione, tym bardziej że część zastosowanych działań antykryzysowych wprowadzono po raz pierwszy, co stawia pod szczególnym znakiem zapytania ich średnio i długofalowe potencjalne efekty inflacyjne.

Z drugiej strony są powody, aby mimo tej niepewności nie obawiać się wybuchu inflacji. Faktycznie poniesione koszty są bowiem znacząco niższe niż łączna suma deklarowanych działań antykryzysowych, którą szacuje się na niebotyczną sumę 20–25 bilionów dolarów¹.

Rossi i Aguilera, *Inflation-Ghost of the Past of Upcoming Threat?*, Chatham House, Dec 2009 [. Z tej sumy 90–95% przypada na gospodarki rozwinięte, głównie USA (50%) i najbogatsze kraje UE, a ok. 5–10% na pozostałe kraje, z których najwięcej wydały Chiny i Indie. Jednak Rossi i Aguilera (2009) szacują faktycznie poniesione wydatki na mniej niż 5 bilionów dolarów, a więc 20–25% sumy, którą zwykle się podawać jako całkowity koszt pakietów antykrzysowych.

Jak wynika z wykresu 1, gros wydatków, ok. 80% zadeklarowanych środków, to gwarancje bankowe, a więc koszty potencjalne. Jak szacują autorzy, na razie żadne koszty nie zostały poniesione z tego tytułu. Inne źródło wydatków, czyli zaangażowanie FED na rynku papierów wartościowych jest duże (1,8 bln dolarów), ale papiery są dotychczas systematycznie rolowane, nie ma więc mowy o proinflacyjnych „wydatkach” z tym związanych. Poza tym, autorzy wskazują, że spora część rządowego zaangażowania w toksyczne aktywa zostanie zwrócona, gdy będą one w przyszłości sprzedane. Ponadto, część wsparcia, jakiego rząd amerykański udzielił przez TARP (Troubled Basset Relief Pro-

gram), już zostało zwrócone przez zdrowsze banki (Goldman-Sachs czy J.P.Morgan), a w przyszłości należy się spodziewać zwrotów pomocy przez kolejne instytucje, w miarę jak cały sektor będzie wychodził z kryzysu.



W przypadku zaangażowania USA Rossi i Aguilera na podstawie danych Bloomberg'a szacują, że z 11,56 bilionów dolarów udostępnionych przez różne instytucje rządowe, do 25. września 2009 r. faktycznie wykorzystanych i wydanych zostało tylko 3,0 biliony, a więc nieco ponad 1/4. Szczegóły znajdują się z tabeli 1.

Tabela 1. Skala udostępnionych oraz faktycznie wydanych środków finansowych w USA, stan na 25. 09. 2009 r., w bln dol.

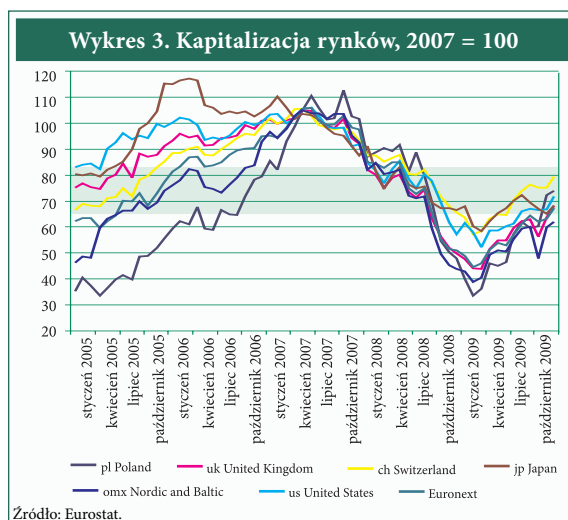
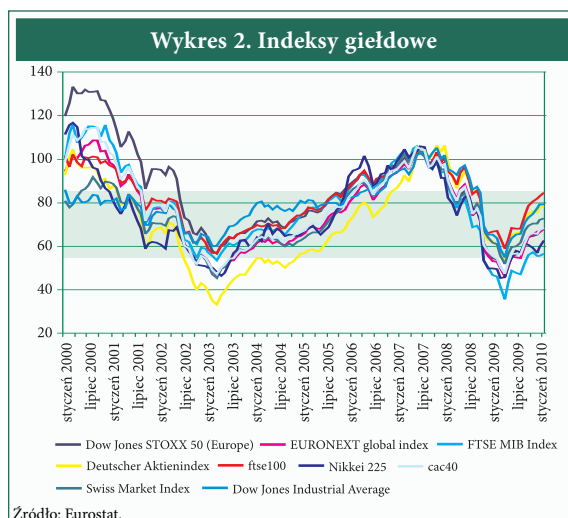
Główne programy	Udostępnione	Wydane
Papiery wartościowe	1 200,0	42,4
Term Auction Facility	375,0	196,0
GSE MBSs	1 250,0	693,6
Troubled Asset Relief Program (Program na rzecz problematycznych aktywów)	700,5	372,4
Bodźce fiskalne (Bush)	168,0	168,0
Bodźce fiskalne (Obama)	787,0	303,6
Wparcie dla Fannie/Freddie	400,0	200,0
Kredyt FDIC	500,0	0,0
Inwestycje publiczno-prywatne	1 000,0	0,0
Czasowe gwarancje płynnościowe	1 400,0	301,0
Rezerwa federalna (całość)	5 870,7	1 590,1
Ministerstwo Skarbu (całość)	2 909,5	1 075,9
FDIC całość	2 477,5	356,0
HUD całość	306,0	3,3
USA Całość	11 563,7	3 025,3

Źródło: Rossi i Aguilera, *Inflation-Ghost of the Past of Upcoming Threat?*, Chatham House, Dec 2009, tabela 1, s. 13.

Z jednej strony kryzys spowodował rozkręcenie wielkich programów pomocowych, a z drugiej doprowadził do bezprecedensowego drenażu bogactwa poprzez spadek wartości aktywów i masowe bankructwa. Jak szacują Rossi i Aguilera, prywatny zasób bogactwa finansowego spadł z 200 bln dolarów przed kryzysem *sub-prime* do ok. 150–160 bln na początku 2009 r., a więc o niespełna 1/4. Około 2/3 tego spadku przypada na USA i UE. Zdecydowana większość wynika z krachu na giełdach oraz stratach korporacji. Wykres 2 pokazuje skalę spadków na giełdach po amerykańskim kryzysie pożyczek hipotecznych w połowie 2007 r. Wykres 3 prezentuje jak w ślad za spadkami indeksów obniżyła się kapitalizacja giełd.

Do ogromnego spadku bogactwa finansowego należy dodać spadek wartości nieruchomości, który szczególnie w USA okazał się bardzo głęboki. Szacuje się, że w samych Stanach Zjednoczonych utrata bogactwa z tytułu spadku cen nieruchomości wyniosła 4 bln dolarów. W innych krajach straty były mniejsze, ale okazały się bardzo dotkliwe w tych krajach, które w ostatnich latach doświadczyły boomu na rynku nieruchomości, a więc Hiszpanii, Irlandii, Wielkiej Brytanii, a także niektórych postkomunistycznych krajów europejskich).

Naturalnie spora część z tych strat od lutego 2009 r. już została odrobiona na giełdach (wykresy 2 i 3) i dużo mniejsza na rynku nieruchomości. Jednak skala spadków w latach 2007–2009 była tak ogromna, że nawet biorąc po uwagę programy pomocowe rządów, bilans jest i pozostanie ujemny. Można zatem powiedzieć, że rządy wpompowały relatywnie niewielką gotówkę w miejsce radykalnie skurczonych zasobów, a inwestycje publiczne w znikomym stopniu zastąpiły inwestycje prywatne. Efekt netto jest zatem zdecydowanie deflacyjny.



Jest jeszcze jeden powód, dla którego to raczej deflacja niż inflacja jest bardziej prawdopodobna w krótkiej i średniej perspektywie. To tzw. efekt Madoffa w skali makro. Tak jak Madoff oszukiwał klientów, którzy powierzali mu duże sumy pieniędzy, wydając je przed kryzysem zamiast inwestując, tak w skali makro konsumenci (kredytobiorcy) rozkręcili konsumpcję przed kryzysem – by obecnie być zmuszonym znacznie ją ograniczyć (oszczędzający). Taki efekt w skali makro ma więc wiele wspólnego z oszustwem Madoffa – tu również doszło do okradania oszczędzających z ich przyszłej

konsumpcji. Jeśli więc chodzi o inflację – to ona już była, wtedy właśnie, gdy przed wybuchem kryzysu rozkręciła się konsumpcja na kredyt, szybowąły w górę ceny ropy naftowej, żywności i innych surowców.

Są więc wszelkie powody, by oczekiwać, że obecnemu gwałtownemu spowolnieniu towarzyszyć będzie raczej bardzo niska inflacja czy nawet deflacja niż wysoka inflacja. A programy rządowe, z których następstwami często wiąże się obawy, mają w tym kontekście przez swoją skalę znaczenie jedynie jako „wygładzanie” gwałtownego spadku konsumpcji, który niechybnie by nastąpił w ich nieobecności.

2. Strona popytowa

Przyglądając się perspektywom rozwoju czynników popytowych trudno znaleźć argumenty przemawiające za wzrostem inflacji w krótkim i średnim okresie. Mimo że oczekuje się przyspieszenia gospodarczego w latach 2010–2012 we wszystkich liczących się gospodarkach, duże znaczenie będzie tu miał tzw. efekt bazy (związany z dużym spadkiem PKB w końcu roku 2008 i 2009), a wzrost będzie daleki od tego sprzed kryzysu. Ponadto prognozuje się cały czas ujemną lukę popytową na lata 2010–2012, niskie wykorzystanie zasobów produkcyjnych i stopniowo rosnące bezrobocie.

Wykres 4 przedstawia prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego ze stycznia 2010². Na lata 2010–2011 MFW prognozuje bardzo powolny wzrost PKB zarówno w krajach rozwiniętych jak i pozostałej części świata. W krajach rozwiniętych wzrost ten osiągnie pod koniec 2011 poziom sprzed kryzysu, ale w pozostałej części świata nie będzie to możliwe mimo stopniowego przyspieszenia.

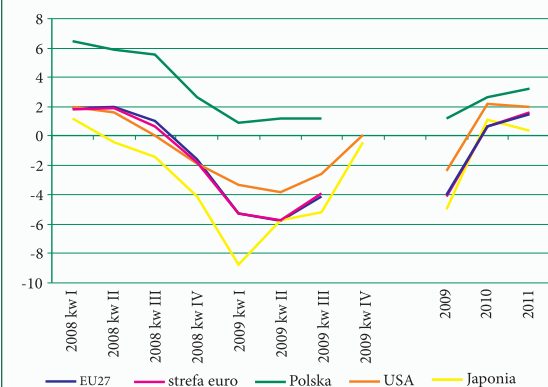
Wykres 4. Globalny wzrost PKB, kwartalne zmiany w ujęciu rocznym



Źródło: IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

Również wg najnowszych prognoz Komisji Europejskiej (datowanych 25. 02. 2010) wszystkie ważniejsze gospodarki świata przyspieszą w ciągu najbliższych dwóch lat. Skala przyspieszenia, ani tempo wzrostu nie będą jednak imponujące i, z wyjątkiem USA, wzrost w 2011 r. nadal będzie niższy niż na początku 2008 r..

Wykres 5. Wzrost PKB – prognozy Komisji Europejskiej, roczne zmiany w %



Źródło: *Update of the Autumn 2009 European Commission Forecasts*, dated 25. 02. 2010.

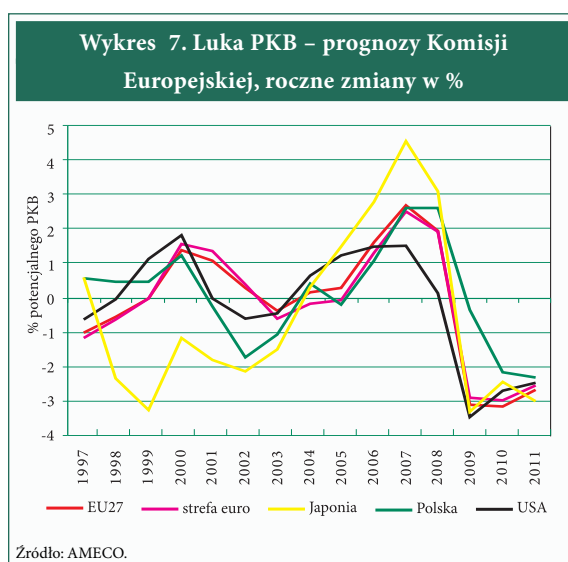
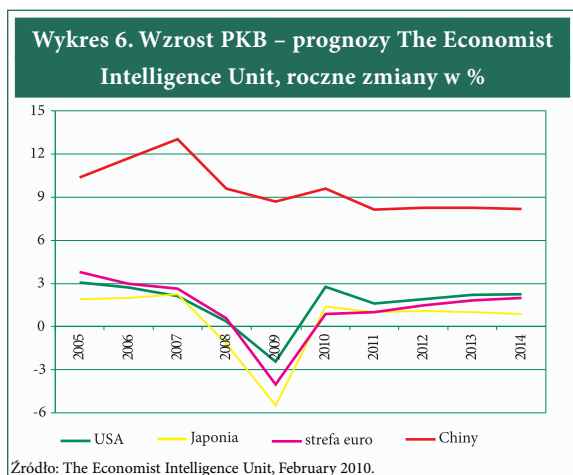
Prognozy the Economist Intelligence Unit (EIU) z lutego 2010 r. również wskazują na przyspieszenie w 2010 r., ale jednocześnie prognozują spowolnienie w roku 2011 po czym bardzo powolne przyspieszenie w latach 2012–2014. The EIU przewiduje, że o kilka punktów procentowych zmniejszy się tempo wzrostu gospodarki

Chin (do całego czasu wysokich 8% w latach 2011–2014) oraz, że wzrost w USA po krótkotrwałym odbiciu w 2010 r. do 2,8% spadnie w 2011 r. i będzie rósł bardzo powoli w tempie zbliżonym do tego w strefie euro – nieco ponad 2% w 2014 r.

Wątpliwości co do braku oczekiwanych presji popytowych nie pozostawia aktualna prognoza luki PKB Komisji Eu-

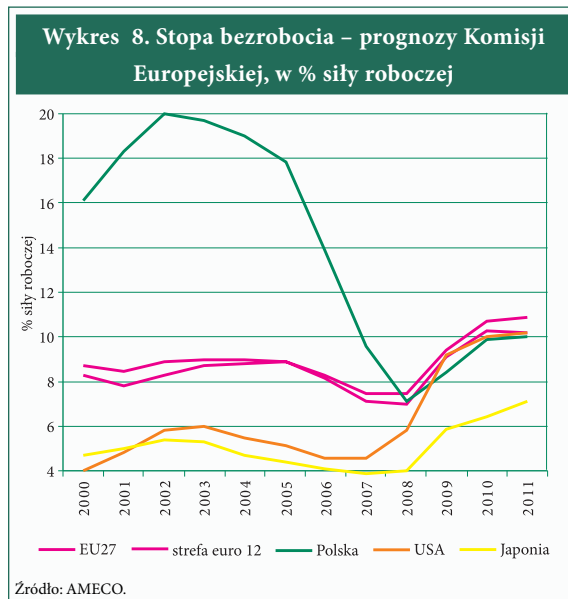
ropańska niż przed kryzysem w następstwie gwałtownego załamania w pierwszych miesiącach kryzysu.

W konsekwencji – trudna obecnie sytuacja na rynku pracy pozostanie trudna przez najbliższe kilka lat. Mimo przyspieszenia gospodarczego, Komisja Europejska prognozuje bowiem *jobless growth*, a więc wzrost bez przyrostu miejsc pracy, który zaowocuje wzrostem bez-



ropejskiej (wykres 6). Luka popytowa, czyli różnica między faktycznym a potencjalnym PKB bardzo szybko rosła tuż przed kryzysem, od roku 2006 w UE, i dużo wcześniej, bo od roku 2003 w USA i Japonii. Kryzys spowodował wyjątkowo gwałtowny spadek luki PKB do poziomów najniższych od kilkunastu lat w 2009 r. Na lata 2010 i 2011 Komisja Europejska oczekuje bardzo nieznacznego wzrostu tego wskaźnika – luka popytowa pozostaje ujemna w granicach -2%, -3% do końca 2011 r. i poniżej zera zapewne jeszcze jakiś czas potem.

Związane z luką PKB wykorzystanie zasobów produkcyjnych jest również bardzo niskie. Pod koniec 2009 r. szacowano je na 70% w krajach rozwiniętych. Mimo wzrostów w drugiej połowie 2009 r. produkcja przemysłowa w końcu 2009 r. była nadal ok. 15–30% niż-



robocia w latach 2010–2011 do poziomów najwyższych od wielu lat. Wyjątkiem jest tu Polska, w której stopa bezrobocia, choć wzrosła, osiągnie poziom ok. 10%, znacznie mniejszy niż do roku 2006.

2. Strona kosztowa

Podobnie jak strona popytowa gospodarki, strona kosztowa również pozostanie pod kontrolą w ciągu kilku lat. Są one bowiem nierozdzielnie ze sobą związane. Koszty płacowe na wodzy będzie trzymała trudna sytuacja na rynku pracy i utrzymująca się przez lata ujemna luka popytowa.

Ceny surowców wzrosną w 2010 po silnych spadkach w 2008 i na początku 2009 r., ale wzrost w latach 2010–2011 będzie umiarkowany i doprowadzi ceny do poziomów sprzed boomu 2007–2008.

Wykres 9 przedstawia zagregowany indeks cen surowców przemysłowych oraz żywnościowych z bazą w III kwartale 2008 r., a więc bezpośrednio poprzedzającym wybuch

kryzysu (III kw 2008 r. = 100). Wzrost cen przemysłowych przybrał na sile począwszy od drugiego kwartału 2009 r. ale wynikał on w dużej mierze z odreagowania głębokich spadków w kilku poprzednich kwartałach.

Szczególnie silnie odbiły w końcu 2009 ceny ropy naftowej oraz metali – głównie za sprawą niskiej bazy sprzed roku. Jednak po kilku kwartałach wysokiego wzrostu, EIU prognozuje, że stopy wzrostu się ustabilizują na stosunkowo niskim poziomie, a poziom cen „dobije” do tego z początków boomu dopiero w końcu 2011 r.

4. Prognozy inflacji

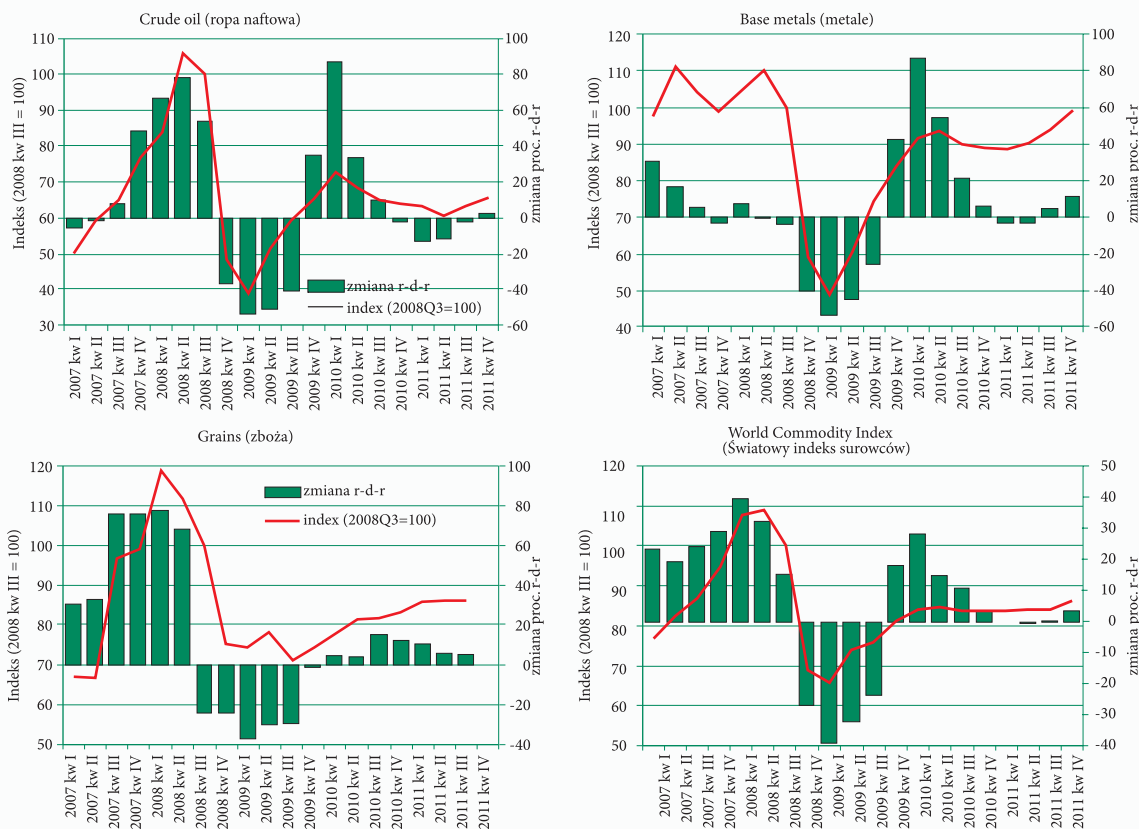
Wobec braku istotnych czynników popytowych oraz kosztowych mało prawdopodobny jest wzrost inflacji do wysokich poziomów w perspektywie 3–4 lat. Wykresy 10, 11 i 12 przedstawiają oficjalne prognozy Komisji Europejskiej i the Economist Intelligence Unit z końca lutego 2010 r. oraz MFW w końcu stycznia 2010 r.

Z prognoz wszystkich trzech instytucji wynika, że w perspektywie 3–4 lat inflacja nie powinna się wymknąć spod kontroli i pozostanie na niskim poziomie 0–2% w UE, USA i Japonii. Za niską inflacją przemawiają także oczekiwania inflacyjne, które są mocno zakotwiczone na niskim poziomie zarówno w USA jak i w UE. Oczekuje się ponadto stopniowego zaciśnięcia polityki monetarnej od 2010 r. (Fed) i od 2011 r. (EBC), a polityka fiskalna w UE będzie podlegać rygorom procedury nadmiernego deficytu w większości krajów UE, co również oznaczać będzie jej stopniowe zacieśnianie. Ryzyko nadmiernego rozpędzenia kredytu dla gospodarki również nie wydaje się być duże – lekcja sektora finansowego z kryzysu, a także wprowadzone świeżo procedury ostrożnościowe do tego nie dopuszczają.

Wykres 9. Indeks cen surowców przemysłowych oraz żywności, III kw 2008 r. = 100

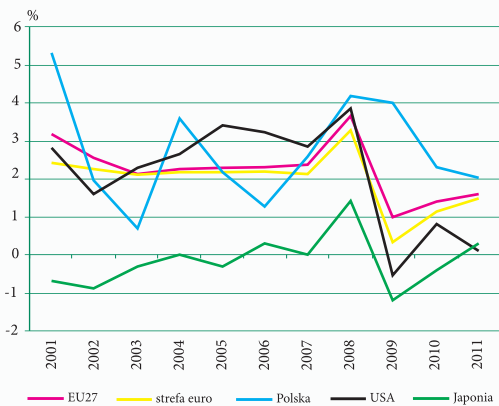


Wykres 10. Indeksy cen wybranych surowców przemysłowych i żywnościowych oraz zagregowany Światowy Indeks Surowców, III kw 2008 r. = 100 oraz zmiany rok do roku



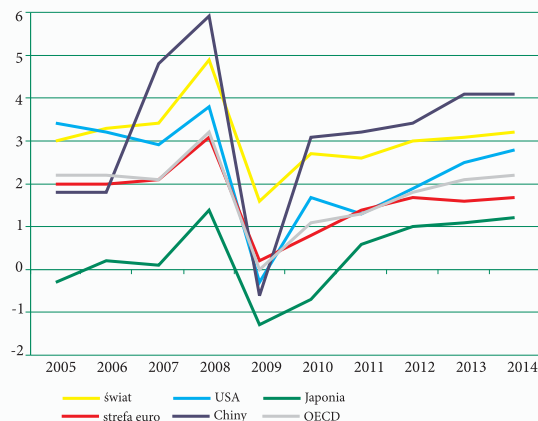
Źródło: The Economist Intelligence Unit, February 2010.

Wykres 11. Inflacja HICP- prognozy Komisji Europejskiej, roczne zmiany w %



Źródło: Update of the Autumn 2009 European Commission Forecasts, dated 25.02.2010.

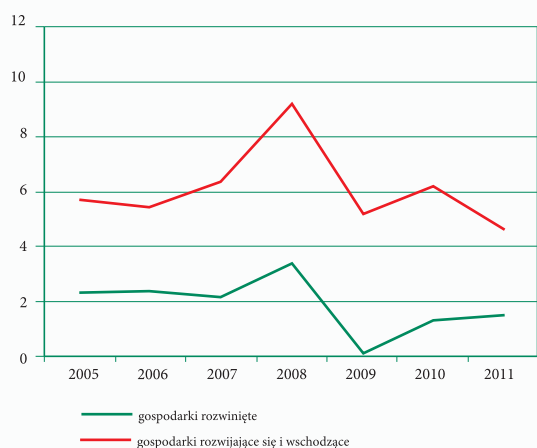
Wykres 12. Inflacja CPI- prognozy The Economist Intelligence Unit, roczne zmiany w %



Źródło: The Economist Intelligence Unit, February 2010.

Z prognoz EIU wynika, że inflacja w krajach OECD wzrośnie bardzo wolno z 0% w 2009 r. do 1% w 2010 r. i następnie stopniowo do nieco ponad 2% w latach 2013–2014. W Chinach inflacja wzrośnie z ok. 3–3,5% w latach 2010–2012 do nieco ponad 4% w 2013–2014. Ogólnoświatowa inflacja będzie bardzo wolno wzrastać z 2,8% w 2010 r. do 3,1% w roku 2014.

Wykres 13. Inflacja CPI- prognozy MFW, roczne zmiany w %



Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

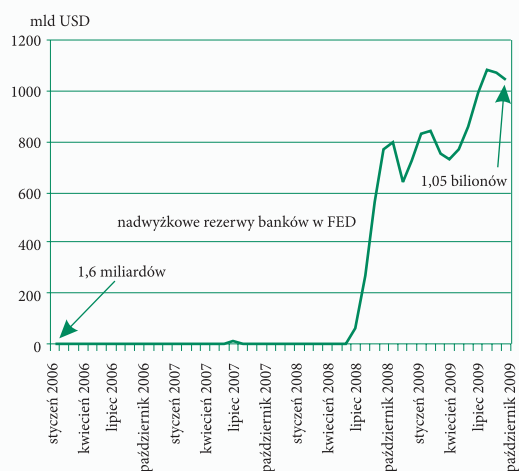
Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje nieznaczny wzrost inflacji w gospodarkach rozwiniętych w latach 2010–2011 do ok. 1,7% w roku 2011. Prognoza dla reszty świata to ok. 6% w 2010 r., a następnie spadek do 4,5% w roku 2011.

5. Czynniki ryzyka

Naturalnie powyższe prognozy są obciążone ryzykiem. Obecnie można wymienić wiele jego źródeł, choć w dużym stopniu prowadzą one do nieodpowiedniego dopasowania przyszłego zacieśnienia polityk monetarnej i fiskalnej do dynamiki gospodarczej. Najwięk-

szym ryzykiem jest pojawienie się bąbli spekulacyjnych na rynkach akcji surowców czy innych aktywów przed wzrostem stóp procentowych. Kluczowa staje się zatem strategia wyjścia z obecnej wyjątkowo luźnej polityki monetarnej i fiskalnej. Wyzwaniem jest także stopniowe, rozsądne wycofywanie się z przeróżnych pakietów fiskalnych.

Wykres 14. Nadwyżkowe rezerwy banków w FED



Źródło: FED.

Szczególnie duże ryzyko wiąże się z polityką FED. Amerykański pakiet antykrzysowy był bowiem nieporównanie większy niż pakiety w innych krajach, a w jego ramach FED użył wielu niekonwencjonalnych i nigdy wcześniej niestosowanych rozwiązań. I właśnie co do efektów tych działań w dłuższym okresie jest pewna obawa.

Niepokojące jest przede wszystkim gwałtowne zwiększenie nadwyżkowych rezerw banków w FED po wybuchu kryzysu (wykres 14)³ Z kilku miliardów dolarów (1,5 – 4,8) w latach 2006, 2007 i do sierpnia 2008, rezerwy te wzrosły we wrześniu 2008 r. do 60 miliardów, a następnie do 267, 559 i 767 miliardów w kolejnych miesiącach czwartego kwartału 2008 r. W roku 2009 rezer-

wy nadwyżkowe rosły już mniej gwałtownie, ale cały czas wzrost był szybki i w końcu roku rezerwy przekroczyły już bilion dolarów. W odniesieniu do PKB zwiększenie rezerw jest jeszcze bardziej znaczące: oznaczało wzrost z 0,014% i 0,012% PKB odpowiednio w latach 2006 i 2007 do 5,31% na koniec roku 2008 i 14,15% na koniec roku 2009.

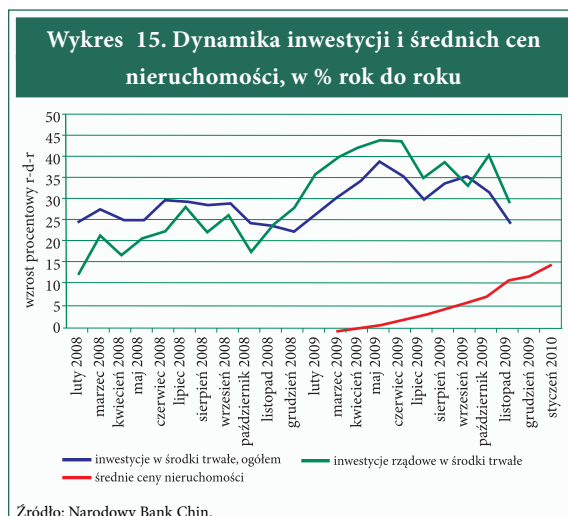
Ponieważ tak gwałtowny wzrost nadwyżkowych rezerw nigdy wcześniej nie miał miejsca, strategia wyjścia z tej sytuacji jest obecnie kluczowym wyzwaniem dla polityki monetarnej USA. Nieprzemysłane uwolnienie środków w wysokości kilkunastu procent PKB może wywołać ogromne presje inflacyjne, a wręcz doprowadzić do destabilizacji gospodarki USA. Dlatego tak ważny jest sposób, w jaki FED będzie radził sobie z uwolnieniem tej sumy pieniędzy nagromadzonej na swoich kontach, ale będącej własnością banków komercyjnych.

Kolejne ryzyko dla stabilnej i niskiej inflacji to niepewna sytuacja w Chinach i Indiach. Oba kraje są poważnie zagrożone gwałtownym wzrostem cen, gdyż znacznie szybciej niż inne kraje poradziły sobie ze spowolnieniem gospodarczym, co jednak nie znalazło odpowiedniego silnego odzwierciedlenia w zmianie polityki monetarnej i fiskalnej. Indie mają ogromny problem z deficytem budżetowym i ogólnie luźną polityką fiskalną. Ryzyko inflacji dodatkowo zwiększają tam słabe zbiory i nieuchronny wzrost cen żywności.

Ryzyko wzrostu inflacji w Chinach jest jeszcze większe, gdyż kraj ten doświadczył tylko nieznacznego spowolnienia wzrostu w kryzysie – z ok. 12% w latach 2006–2007 do ok. 9% w latach 2008–2009. Najnowsze dane mówią o przyspieszeniu wzrostu PKB do 10,8% w czwartym kwartale 2009 r. Cały czas bardzo szybko rośnie tam kredyt krajowy, który w czasie kryzysu nie

tylko nie zwolnił, ale przyspieszył: z 11,7% rok do roku na koniec 2008 r. do 33% na koniec roku 2009.

W dużym stopniu za to przyspieszenie odpowiedzialny jest rządowy pakiet pomocowy o wartości ok. 0,6 biliona dolarów, którego sporą część stanowiły projekty inwestycyjne w środki trwałe. Wykres 14 przedstawia roczną dynamikę inwestycji w środki trwałe ogółem oraz inwestycje rządowe w środki trwałe, a także średnich cen nieruchomości. Wysoka dynamika inwestycji, a szczególnie tych rządowych, świadczy dobitnie o braku oznak kryzysu inwestycji w Chinach, a przyspieszające ceny nieruchomości sugerują, że istnieje prawdopodobieństwo bąbla na tym rynku w niedalekiej przyszłości.



6. Wnioski

Wbrew obawom, inflacyjny efekt rządowych programów antykryzysowych okazał się dużo mniejszy niż deflacyjny wpływ erozji bogactwa w wyniku gwałtownego spadku cen wielu aktywów, w tym akcji, surowców i nieruchomości. Programy rządowe, choć zakrojone na ogromną skalę, nie miały aż tak dużego znaczenia, ponieważ

znakomitą ich większość stanowiły gwarancje bankowe – na razie prawie niezrealizowane.

Presje popytowe i kosztowe, mimo pewnego odbicia w 2010 r., nadal pozostaną na bardzo niskim poziomie z uwagi na utrzymującą się ujemną lukę popytową i rosnące bezrobocie. Inflacja w krótkim i średnim okresie pozostanie zatem niska.

Ryzyko znacznego jej zwiększenia w średnim lub dłuższym okresie jest związane z nieodpowiednimi strategiami wyjścia z programów antykryzysowych, z tym z powolnym uwolnieniem narosłych rezerw nadwyżkowych banków komercyjnych w FED. Ryzyko inflacji (w krótkim i średnim okresie) wyraźne jest też w Azji w następstwie przegrzania inwestycyjnego i bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości w Chinach oraz luźnej polityki fiskalnej i drożejącej żywności w Indiach.

Przypisy

¹ IMF, *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, June 2009.

² IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2010.

³ J.D. Foster, *Is the Inflation Threat Real?* Heritage Foundation, February 2010.

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

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

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

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