

Sławomir Dudek
Ludwik Kotecki
Paweł Wojciechowski

ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego



Instytut
Odpowiedzialnych
Finansów



Fundacja Przyjazny Kraj
The Friendly State Foundation

**Sławomir Dudek
Ludwik Kotecki
Paweł Wojciechowski**

ZAGROŻENIA **nadmiernego długu** **publicznego**

Instytut Odpowiedzialnych Finansów
Warszawa 2021

Autorzy
Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki, Paweł Wojciechowski

Opracowanie graficzne i skład
Andrzej Łubniewski
Korekta
Elżbieta Morawska

© Centrum Myśli Strategicznych, 2021
ISBN 978-83-66843-02-8

Instytut Odpowiedzialnych Finansów

Misją i głównym celem Instytutu Odpowiedzialnych Finansów (IOF) jest dążenie do życia w świecie, w którym instytucje finansowe (prywatne i publiczne) służą podnoszeniu poziomu życia współczesnego społeczeństwa bez pomnażania zagrożeń dla przyszłych pokoleń. Naszym dążeniem jest informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających nieodpowiedzialne zachowania oraz propagowanie zasad i reguł odpowiedzialnych finansów w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i inwestycyjnym oraz w sektorze publicznym. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Instytutu znajdują się na stronie **iof.org.pl**

Fundacja Przyjazny Kraj, powołana w 2013 roku przez prywatnych fundatorów, jest organizacją pozarządową, która wśród celów statutowych ma prowadzenie badań i analiz dotyczących systemów regulacyjnych i ekonomicznych, promowanie wolności gospodarczej i rozwoju przedsiębiorczości, działalność edukacyjną, podejmowanie działań wspierających rozwój aktywności obywatelskiej i społecznej, wzrost efektywności działania instytucji państwowych i samorządowych. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Fundacji znajdują się na stronie **przyjaznykraj.pl**

Sugerowane cytowanie raportu:

Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Opracowanie jest bezstronne i obiektywne, partner wydania, Fundacja Przyjazny Kraj, nie miał wpływu na jego tezy ani wymowę.

SPIS TREŚCI

1. WSTĘP	6
2. CZYM JEST DŁUG PUBLICZNY	7
3. STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH W POLSCE W OSTATNICH LATACH	16
4. TRWAŁE ZADŁUŻENIE A STABILNOŚĆ FINANSÓW PUBLICZNYCH	29
5. KRYTYCZNA ANALIZA ARGUMENTÓW REKOMENDUJĄCYCH ZADŁUŻANIE SIĘ PAŃSTWA	40
6. KRYZYSY ZADŁUŻENIA	44
7. PRZEJRZYSTOŚĆ I WIARYGODNOŚĆ FINANSÓW PUBLICZNYCH	61
8. KIERUNKI I DZIAŁANIA NA RZECZ ODPOWIEDZIALNYCH FINANSÓW PUBLICZNYCH	68
BIBLIOGRAFIA	75
SŁOWNICZEK (MINI)	78

1. Wstęp

W związku z kryzysem COVID-19 w wielu krajach wprowadzono pakiety anty-kryzysowe, finansowane w przeważającej mierze z emisji długu publicznego. W efekcie rośnie poziom długu publicznego. Według prognoz Komisji Europejskiej łączny dług publiczny w UE-27 w relacji do PKB wyniesie na koniec 2021 r. około 95%. To znacząco więcej niż 60-procentowy próg, którego nieprzekraczanie jest wymagane od państw członkowskich w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (część kryterium fiskalnego z Maastricht). W 17 krajach UE relacja długu przekroczy 60%, jednak w 10 będzie poniżej tego poziomu, w tym w Polsce.

Od czasu globalnego kryzysu finansowego sprzed ponad dekady na świecie utrzymują się bardzo niskie stopy procentowe, które ułatwiają rządowi obsługę zadłużenia publicznego. Jednocześnie pojawiają się głosy, że dług publiczny, nawet wysoki i rosnący, nie jest w takich warunkach problemem. Wskazują one spodziewany wzrost gospodarczy jako czynnik, który doprowadzi do „wyrastania” państw z długu publicznego: wzrost gospodarczy w wielu krajach utrzymuje się powyżej stóp procentowych, po jakich zadłużają się państwa. Ujemna różnica stopy procentowej i wzrostu gospodarki powoduje, że rząd nie musi generować nadwyżek pierwotnych (czyli saldo dochodów i wydatków nieuwzględniających kosztów obsługi długu), aby utrzymywać stałą lub malejącą relację długu do PKB. Sama równowaga salda pierwotnego wystarcza do „wyrastania” z długu publicznego. Problem jednak w tym, że nie potrafimy przewidzieć przyszłości, stóp wzrostu gospodarczego i kształtowania się stóp procentowych. Dodatkowo rządy o silnie socjalnym nastawieniu utrzymują relatywnie wysokie deficyty pierwotne. I o ile przeciwdziałanie ekonomicznym skutkom pandemii, poprzez odpowiedzialną, ekspansywną politykę fiskalną finansowaną deficytem budżetowym nie jest raczej kontrowersyjne, o tyle to, jaka powinna być polityka budżetowa po pandemii i strategia dotycząca długu publicznego, nie są tak oczywiste.

Niniejszy raport ma na celu przedstawienie szerszej publiczności problematyki długu publicznego, czynników jego wzrostu i stabilności, ale również zagrożeń wynikających z nadmiernego poziomu długu publicznego, w końcu konsekwencji doprowadzenia do sytuacji, w której kontrola nad dynamiką długu

zostaje utracona i dochodzi do kryzysu zadłużenia, szerzej kryzysu finansów publicznych. Odpowiedź na najważniejsze pytanie tego opracowania, a mianowicie do jakiego stopnia państwo może bezkarnie brnąć w dług, jest niejednoznaczna, różna dla różnych krajów. Pokazano wiele aspektów długu publicznego, argumenty zwolenników zadłużania się przez państwa i argumenty ekspertów zalecających ostrożność, dynamikę kryzysów zadłużenia i dynamikę wychodzenia z sytuacji kryzysowych, konsekwencje wpadnięcia w spiralę zadłużenia i konsekwencje nieprzejrzystości finansów publicznych. W raporcie jest również wiele odniesień do obecnej sytuacji finansów publicznych w Polsce. Na końcu raportu przedstawiono rekomendacje działań na rzecz odpowiedzialnego podejścia do finansów publicznych.

2. Czym jest dług publiczny

Dług publiczny może być przydatnym instrumentem prowadzenia polityki makroekonomicznej. Oznacza to, że istnienie długu publicznego (większego od zera) nie musi być przejawem nieodpowiedzialnej czy ryzykownej polityki fiskalnej. Nie każdy jednak poziom długu publicznego jest bezpieczny i stabilny, a poziom bezpieczny i stabilny jest różny dla różnych krajów i zmienny w czasie. Stwierdzenie powyższe mówi również o tym, że dług publiczny może być instrumentem polityki gospodarczej. Oczywiście pod warunkiem, że podobnie jak w przypadku większości instrumentów czy narzędzi jest używany właściwie i odpowiedzialnie.

Ponieważ większość państw ma dostęp do rynku kapitałowego, na którym mogą emitować swoje obligacje (i pożyczać środki finansowe), nie muszą one w każdym okresie bilansować swoich wpływów z podatków i źródeł niepodatkowych z wydatkami. Możliwość emisji instrumentów długu publicznego umożliwia państwu większą elastyczność postępowania. Co więcej, państwo może sterować emisją długu w celu zmiany swoich dochodów w danym okresie bez konieczności jednoczesnej zmiany wydatków. W końcu, dzięki istnieniu instrumentu obligacji skarbowej, możliwa jest polityka antycykliczna (stabilizacyjna, ograniczająca nadmierne wahania dynamiki wzrostu gospodarczego związane ze zjawiskiem cyklu koniunkturalnego) czy antykryzysowa (której przykładem jest przeciwdziałanie skutkom wpływu pandemii COVID-19

na gospodarkę). Dodatkowo, gdy banki centralne testują efektywną dolną granicę poziomu nominalnych stóp procentowych, istnienie „przestrzeni fiskalnej” (i odpowiadająca jej możliwość wykorzystania polityki fiskalnej bez stworzenia zagrożenia dla dostępu do finansowania ze względu na wysokość długu publicznego) zajmuje centralne miejsce w dyskusjach o antykrzysowej polityce makroekonomicznej.

Jednocześnie rosnące zadłużenie publiczne w wielu rozwiniętych i wschodzących gospodarkach i doświadczenia z powtarzającymi się w przeszłości problemami z regularną obsługą długu publicznego oraz kryzysy zadłużenia muszą wywoływać refleksję, że stabilności nigdy nie można brać za obowiązujący zawsze pewnik.

JAK LICZYĆ DŁUG PUBLICZNY?

Najprostsza, zwięzła definicję długu publicznego można sformułować następująco: dług publiczny to wielkość oprocentowanych zobowiązań państwa. Zobowiązania te to najprościej mówiąc skumulowane deficyty i odsetki od wyemitowanych obligacji¹, służących finansowaniu tych deficytów. Dług rośnie co roku o różnicę między wydatkami, wliczając koszt obsługi zadłużenia, a dochodami. Istotne jest zwrócenie uwagi na tzw. **saldo pierwotne finansów publicznych**, które jest różnicą między wydatkami a dochodami, bez uwzględnienia w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego.

Taką definicję można zapisać wzorem:

$$D_t = (1 + r_t) * D_{t-1} + P_t, \text{ oraz } P_t = G_t - T_t$$

gdzie **D** – dług publiczny, **P** – saldo pierwotne finansów publicznych, **G** – wydatki publiczne po wyłączeniu wydatków na odsetki od długu publicznego, **T** – dochody publiczne, **t** – indeks czasu (**t-1** i **t** to odpowiednio okres poprzedni i bieżący).

¹ Oczywiście obligacje reprezentują w raporcie wszelkiego rodzaju instrumenty pożyczkowe Skarbu Państwa lub gwarantowane przez Skarb Państwa, w szczególności obligacje skarbowe i bony skarbowe.

Patrząc na dług publiczny ze strony posiadacza obligacji, można powiedzieć, że jest on roszczeniem dotyczącym przyszłych wpływów publicznych (podatkowych). Te przyszłe strumienie pieniężne wpływające do sektora publicznego będą bowiem głównym źródłem obsługiwanego (wyplacania odsetek) i spłacania długu publicznego.

ZNACZENIE DŁUGU PUBLICZNEGO

Ekonomiści dzielą się w poglądach na kwestię czysto ekonomicznego znaczenia długu publicznego. Istnienie deficytu w danym okresie, sfinansowanego emisją obligacji, powoduje, że konsumenci mają wyższe dochody rozporządzalne, ponieważ płacą niższe w stosunku do wydatków państwa podatki. Zaciągnięcie pożyczek zastąpiło podatki, które musiałyby zostać ściągnięte w przypadku zerowego deficytu. Podatnicy czują się bardziej zamożni i wydają w takiej sytuacji na konsumpcję i inwestycje więcej. Jednak takie postępowanie ma swoją cenę: w kolejnych okresach podatnicy będą w gorszej sytuacji, ponieważ będą musieli płacić wyższe w stosunku do wydatków państwa podatki w celu wykupu obligacji i sfinansowania odsetek od długu. Ich wydatki będą wówczas niższe niż w przypadku zerowego deficytu.

Ekonomiści zazwyczaj wskazują, że efekty te nie są równoważne: wzrost bieżącego dochodu jest czymś natychmiastowym i konkretnym, wzrost przyszłych podatków jest natomiast czymś odległym i teoretycznym. Stąd efekt pierwszy (bez podwyżek podatków) jest silniejszy niż efekt następny (podniesienie podatków w celu sfinansowania odsetek i ewentualnego wykupu długu).

Należy jednak wspomnieć o poglądach ekonomicznych prowadzących do odmiennego wniosku, mówiącego o tym, że obydwa efekty kompensują się w sposób doskonały – rozumowanie to określane jest mianem ekwiwalentności ricardiańskiej². Koncepcja Davida Ricardo opiera się na hipotezie oczekiwań

² Ekwiwalentność ricardiańska lub równoważność ricardiańska to koncepcja sformułowana przez Davida Ricardo, sugerująca, że wysiłki rządu podjęte, by wpłynąć na popyt przy użyciu narzędzi polityki fiskalnej, mogą okazać się bezowocne. Według teorii Ricarda rząd może finansować swoje wydatki, obciążając podatkami swoich obecnych podatników lub emitując obligacje (zaciągając pożyczkę). Jednak ostatecznie rząd musi pamiętać o spłacie tej pożyczki przez jednoczesną podwyżkę podatków, które w innym przypadku będą musiały być podwyższone w przyszłości. Stąd wynika konieczność wyboru między zwiększeniem podatków od razu a ich podwyżką dopiero w przyszłości. Wie o tym rząd, ale także

racjonalnych i uwzględnia problem transferu zasobów między kolejnymi pokoleniami. Dowodzi ona, że zaciągnięcie przez rząd pożyczki w sektorze prywatnym lub dodatkowa emisja pieniądza skutkami nie różnią się od pokrycia wzrostu wydatków budżetowych wpływami podatkowymi.

Powyższe uproszczone rozumowanie pomija zmiany oprocentowania obligacji w czasie, siłę efektów mnożnikowych w gospodarce wynikających ze zmiany wydatków państwa i ich zmianę w czasie (na przykład w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego) czy siłę efektu wypychania inwestycji, polegającego na zmniejszeniu wielkości inwestycji sektora prywatnego, spowodowanego zwiększonym finansowaniem wydatków publicznych deficytem budżetowym.

JAK NALEŻY ROZUMIEĆ LIMIT DŁUGU?

Istnieje granica czy limit długu, którego przekroczenie zagraża poważnymi problemami związanymi z kontrolą jego poziomu i obsługi. Ona jest różna dla różnych krajów i zależy od bardzo wielu czynników (np. potencjalnego wzrostu gospodarczego, poziomu stóp procentowych i kursu walutowego i ich zmian, wiarygodności polityki gospodarczej, wiarygodności ram instytucjonalnych prowadzenia polityki fiskalnej, dostępu do rynku finansowego i jego wielkości, koniunktury gospodarczej, itd.).

W szczególności, w wersji łagodnej, po przekroczeniu tak rozumianego limitu długu może się pojawić „zmęczenie fiskalne” (*fiscal fatigue*). Pojawia się ono, gdy zadłużenie osiąga określony wysoki dla danej gospodarki poziom, a podejmowane działania władz budżetowych nie przynoszą oczekiwanych efektów w postaci zmniejszania się długu publicznego lub przy-

inne podmioty funkcjonujące w gospodarce, odpowiednio antycypując przyszłe zmiany w podatkach i biorąc je pod uwagę w swoich decyzjach ekonomicznych teraz i w przyszłości. Ludzie, podejmując codzienne decyzje w kwestii wydatków, zwracają także uwagę na długookresowe rezultaty działań rządu w chwili obecnej. Dlatego też zwiększają oni swoje oszczędności i zmniejszają swoją krańcową skłonność do konsumpcji, aby być gotowymi na płać wyższej stawki opodatkowania w przyszłości. Konsumpcja gospodarstw domowych w okresie podwyższonego podatku spada, rosną zaś oszczędności. Pozwala to na wyrównanie poziomu konsumpcji w czasie, zachwianą podwyżkami opodatkowania. Te dodatkowe oszczędności konsumentów wyrównują dodatkowe wydatki rządu, więc ogólny popyt w gospodarce pozostanie niezmienny.

najmniej jego relacji do PKB. W efekcie „zmęczone” rządy przestają się dostosowywać, a ich „zmęczone” społeczeństwa przestają akceptować dostosowania. Dowody na „zmęczenie fiskalne” można znaleźć, analizując sytuację bardzo zadłużonych krajów w strefie euro w latach po globalnym kryzysie finansowym.

W wersji mniej łagodnej przekroczenie limitu długu wywołuje mniej lub bardziej gwałtowną reakcję rynków finansowych i wzrost kosztów obsługi długu publicznego. W rezultacie pojawia się efekt kuli śnieżnej (*snowball effect*), polegający na tym, że w efekcie sytuacji, w której tempo wzrostu PKB jest niższe niż oprocentowanie długu publicznego, wskaźnik zadłużenia (relacja długu publicznego do PKB) ma tendencję do dalszego wzrostu, prowadząc do niewypłacalności.

JAKI POZIOM ZADŁUŻENIA JEST BEZPIECZNY?

Poziom długu publicznego jest uważany za bezpieczny, jeśli można oczekiwać, że rząd może go zmniejszyć lub przynajmniej ustabilizować w większości okoliczności – w tym trwale, uporczywie niekorzystnych – wykorzystując politykę fiskalną, nie uciekając się do niewypłacalności, podwyższonej inflacji (podatku inflacyjnego) lub restrukturyzacji długu.

Pojęcie granicy bezpiecznego poziomu długu publicznego opiera się na trzech podstawowych elementach:

1. Wymogu zachowania wypłacalności rządu z wysokim stopniem zaufania;
2. Wymogu, aby powrót do niższych poziomów długu publicznego wiązał się z wykonalną politycznie, społecznie i ekonomicznie ścieżką polityki fiskalnej;
3. Fakcie, że wzrost gospodarczy, stopy procentowe, kurs walutowy, a także sam budżet podlegają wstrząsom, które są często skorelowane i trwałe.

Razem wzięte 1 i 2 tworzą standardową definicję zdolności obsługi długu publicznego, podczas gdy 3 podkreśla znaczenie zachowania kontroli nad dynamiką długu publicznego, nawet w niesprzyjających warunkach.

Ponieważ prawdopodobieństwo utraty kontroli nad dynamiką długu rośnie wraz z samym długiem, górna granica bezpiecznej strefy długu musi być na tyle niska, aby sprostać niekorzystnym wstrząsom bez konieczności testowania i narażania zdolności władz publicznych do generowania wysokiego pierwotnego salda finansów publicznych³ niezbędnego do kontrolowania dynamiki zadłużenia. Stąd zasadniczy problem praktyczny związany z pojęciem limitu zadłużenia polega na tym, że bez pojawienia się ograniczeń w zakresie zaciągania i rolowania długu⁴ oraz problemów z płynnością, zadłużenie publiczne może wzrosnąć znacznie powyżej bezpiecznej strefy bez wywoływania wyraźnych obaw o niewykonanie zobowiązań dłużnika (państwa).

DOBRY I ZŁY DŁUG PUBLICZNY?

W krótkiej perspektywie dług publiczny może być dla krajów dobrym sposobem na uzyskanie dodatkowych środków na inwestycje we wzrost gospodarczy. Jednocześnie kupowanie obligacji rządowych może być dla inwestorów zagranicznych bezpieczniejszym sposobem inwestowania niż inwestowanie bezpośrednie w akcje czy inne aktywa prywatne lub publiczne. Dzięki temu można użyć oszczędności zagranicznych do finansowania rozwoju swojego kraju.

Prawidłowo używany instrument polityki makroekonomicznej, jakim jest dług publiczny, poprawia standard życia w kraju. Umożliwia rządowi budowę nowych dróg i mostów, innej infrastruktury fizycznej i poprawę edukacji, inwestycji w kapitał ludzki i społeczny. Jest to szczególnie uzasadnione, gdy finansuje się produktywnie inwestycje publiczne albo jeżeli jest to element polityki antycyklicznej. Jednak w rzeczywistości inwestycjom publicznym można przypisać tylko niewielką, najwyżej kilkunastoprocentową, część zadłużenia.

Możliwe jest jednak także nieefektywne wykorzystywanie środków pochodzących z emisji obligacji skarbowych: przeznaczanie ich na finansowanie

³ Saldo finansów publicznych to różnica między wydatkami a dochodami, bez uwzględniania w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego.

⁴ W przypadku rolowania obligacji mamy do czynienia z zamianą obligacji podlegających wykupowi (tj. obligacji, których termin zapadalności minął) na obligacje nowej emisji. Rolowanie obligacji pozwala na odroczenie terminu spłaty należności. By zachęcić inwestorów do ponownego zainwestowania w obligacje, rolowaniu mogą towarzyszyć wyższe oprocentowanie czy możliwość wykupu z dyskontem.

projektów inwestycyjnych niezwiększających potencjału gospodarczego lub finansowania wydatków bieżących, często wynikających z potrzeb czysto politycznych o charakterze populistycznym.

Rządy mają tendencję do zaciągania zbyt dużych długów, ponieważ krótkoterminowe korzyści płynące z dysponowania dodatkowymi środkami na wydatki sprawiają, że takie rządy są popularne wśród wyborców. Zwiększenie zadłużenia pozwala rządowi na zwiększenie wydatków bez podnoszenia podatków. Jest to tym bardziej kuszące, że politycy mają zwykle cztero- lub pięcioletni horyzont czasowy jako ten, który jest w ich centrum zainteresowania i długookresowe pożądane cele ekonomiczne mogą schodzić na dalszy plan. Decydentom, którzy muszą skupić się na następnych wyborach, trudno zainwestować czas, pieniądze i kapitał polityczny, by rozwiązać problem przyszłego kryzysu, który nie wiadomo kiedy nadejdzie i w tym sensie jest dla nich abstrakcyjny. Kiedy jednak dług zbliża się do poziomu krytycznego, inwestorzy zwykle zaczynają domagać się wyższej stopy procentowej (wyższej ceny za wyższe ponoszone ryzyko niewypłacalności). Jeśli kraj będzie dalej zwiększał wydatki a nie rozpocznie konsolidacji finansów publicznych, jego obligacje mogą otrzymać niższy rating⁵. W dużym skrócie i uproszczeniu rating wskazuje na prawdopodobieństwo, że kraj nie będzie spłacał długu. Niższy rating zatem to wyższe oprocentowanie dla inwestorów, czyli wyższy koszt dla podatników.

Wraz ze wzrostem stóp procentowych refinansowanie istniejącego długu staje się droższe, a czasem także mimo tego wzrostu trudniejsze. Z czasem więcej dochodów i przychodów musi być przeznaczane na spłatę długu, a mniej na usługi i inwestycje publiczne. Taki scenariusz może doprowadzić do kryzysu związanego z długiem publicznym. Tylko w ostatnich dwóch stuleciach – od 1800 roku do dziś – zdarzyło się ponad 170 przypadków ogłaszania niewypłacalności krajów zarówno w stosunku do wierzycieli wewnętrznych, jak i zagranicznych. I to, że bankrutują kraje biedne, niestabilne politycznie i ekonomicznie, może się wydawać zro-

⁵ Rating jest względną miarą ryzyka wystąpienia niewypłacalności emitenta w dłuższym okresie oraz jakości emitowanych przez niego dłużnych papierów wartościowych. Przyznają go wyspecjalizowane agencje ratingowe, takie jak Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's.

zumiały. Jednak finansowe upadłości zaliczały także mocarstwa. Obecnie rządy, który nie wywiązują się z zobowiązań, mogą być powszechnie wyłączone na co najmniej kilkuletni okres z dostępu do rynków finansowych i możliwości zaciągania długu; niektóre ich zagraniczne aktywa mogą zostać skonfiskowane na poczet spłaty długu i napotkać polityczną presję ze strony innych krajów i własnych krajowych obligatariuszy, aby spłacić swój dług. Gdy kraj zawiesza spłatę zadłużenia zagranicznego, musi się liczyć z tym, że w przyszłości będą go omijać inwestorzy. Kto bowiem chciałby inwestować w kraju, który nie spłaca długów? Taki kraj może również mieć problemy z zawieraniem umów międzynarodowych. Kłopoty z zaciąganiem zagranicznych kredytów będą mieli również przedsiębiorcy pochodzący z takiego kraju, co zredukuje wymianę handlową z zagranicą.

Należy przynajmniej wspomnieć o bezpośrednich powiązaniach rządów i sektora finansowego, który często jest aktywnym i znaczącym inwestorem posiadającym obligacje skarbowe, oraz o powiązaniach pośrednich z całą gospodarką. W efekcie tych powiązań samo ogłoszenie niewypłacalności (przed wdrażaniem działań naprawiających sytuację finansów publicznych) może zatem mieć bardzo niekorzystne skutki dla gospodarki. Dlatego obecnie rządy rzadziej ogłaszają bankructwa i nieobsługiwanie całego swojego długu. Zamiast tego często rozpoczynają negocjacje z posiadaczami obligacji w celu uzgodnienia odroczenia spłaty (restrukturyzacja zadłużenia) lub częściowej redukcji ich długu („redukcja wartości lub umorzenie”).

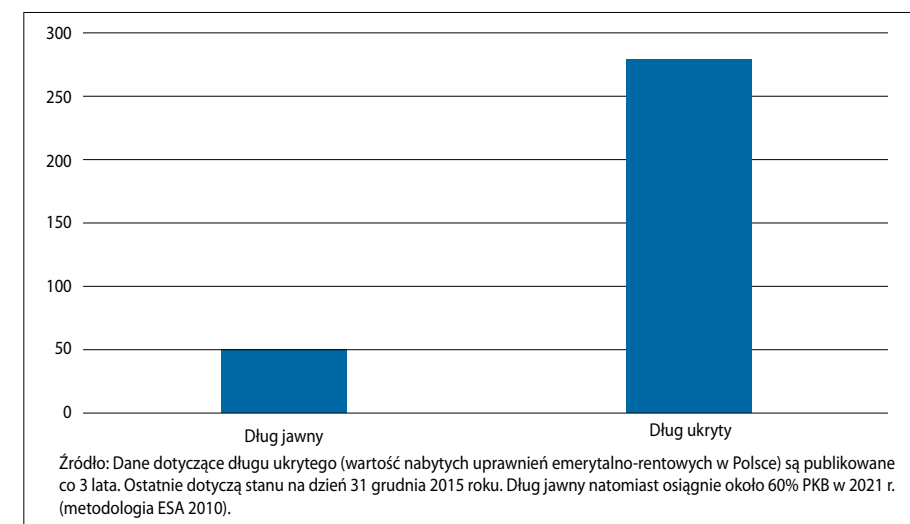
DŁUG JAWNY I UKRYTY

Jawny dług publiczny to suma zobowiązań sektora finansów publicznych (obligacji skarbowych, obligacji komunalnych itp.) zaciągniętych przez państwo w przeszłości. Zwykle podaje się tylko tę część długu publicznego ze względu na trudności z szacowaniem ukrytego długu publicznego.

Ukryty dług publiczny to zobowiązania państwa do ponoszenia wydatków w przyszłości, które wynikają z już uchwalonego prawa, ale ciągle nie są znane źródła ich sfinansowania. Są to w szczególności zobowiązania do wypłaty emerytur, które nie mają na ten cel zabezpieczonych aktywów i na które wydatki będą finansowane

wane dopiero z przyszłych składek i podatków bądź też z zaciągniętego na ten cel długu publicznego.

Wykres 1. Dług publiczny w Polsce w % PKB (2015)



DŁUG BRUTTO I DŁUG NETTO

Dług brutto to suma zobowiązań bez żadnych korekt, choć oczywiście najczęściej po konsolidacji tych zobowiązań w ramach sektora państwowego (wyeliminowania z rachunku długu transferów finansowych w ramach tego sektora, wewnątrz podsektorów i jednostek, i pomiędzy nimi). Konsolidacji podlegają w szczególności odsetki związane z obsługą długu, bieżące transfery od-do jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, dotacje na inwestycje od-do jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, inne transfery kapitałowe pomiędzy jednostkami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Dług brutto może być wyceniany według wartości nominalnej (na przykład dług EDP⁶) i wartości rynkowej (dług ESA 2010⁷).

⁶ EDP odnosi się do (nadmiernego) deficytu i długu według definicji unijnej obliczanego na potrzeby Paktu Stabilności i Wzrostu i procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure*).

⁷ ESA 2010 to system rachunków narodowych i regionalnych UE.

Dług netto natomiast to suma zobowiązań (dług brutto) pomniejszona o sumę należności finansowych sektora. Wielkość należności zależy m.in. od ich wyceny czy płynności (akcje, udziały w spółkach, inne papiery wartościowe) czy prawdopodobieństwa skutecznego wyegzekwowania. Bardzo szeroką definicją długu publicznego netto, a dokładniej miarą alternatywną dla długu netto jest pozycja finansowa netto (*net financial worth*), w przypadku której wszystkie zobowiązania finansowe są porównywane ze wszystkimi aktywami finansowymi. Różnice metodologiczne obliczania długu netto dotyczą przede wszystkim zakresu i rodzaju aktywów finansowych branych pod uwagę, oraz ewentualnie ich wyceny (choć w tym przypadku wycena jest zwykle rynkowa).

W końcu trzeba wspomnieć i odróżnić dług netto i brutto od emisji długu netto i brutto, która odnosi się do potrzeb pożyczkowych brutto i netto. Potrzeby pożyczkowe to zapotrzebowanie na środki finansowe niezbędne do sfinansowania deficytu, w danym okresie (najczęściej roku budżetowym). Potrzeby pożyczkowe można ogólnie określić także jako łączne zapotrzebowanie na środki pieniężne konieczne do uzyskania (zebrania) na rynku finansowym w ciągu roku. Potrzeby pożyczkowe netto wskazują kwotę rocznego przyrostu zadłużenia wynikającego ze sfinansowania deficytu budżetowego (oraz innych wskazanych prawnie pozycji) z wyłączeniem refinansowania zapadającego długu. Potrzeby pożyczkowe brutto to suma potrzeb pożyczkowych netto oraz wielkości niezbędnej do pokrycia zapadającego w danym roku długu z poprzedniego okresu (okresów), na którego spłatę trzeba zaciągnąć nowe zobowiązania.

3. Stan finansów publicznych w Polsce w ostatnich latach

SYTUACJA PRZED KRYZYSEM COVID-19

Przy ogólnej ocenie stanu finansów publicznych najczęściej analizowane są dwa mierniki charakteryzujące ich sytuację. Jest to, po pierwsze, wynik prze-

ptywów finansowych, czyli różnica wydatków i dochodów. Kiedy wydajemy za dużo, mamy deficyt budżetowy, w sytuacji odwrotnej – nadwyżkę budżetową. Po drugie, miernikiem jest stan zadłużenia, tj. dług sektora finansów publicznych. Stan zaciągniętych kredytów i wyemitowanych obligacji w celu finansowania obecnego i przeszłych deficytów. Deficyt zwiększa zadłużenie, nadwyżka pozwala na redukcję stanu zadłużenia. Deficyt budżetowy to w uproszczeniu nowy dług.

Oba te mierniki mogą być wyrażone nominalnie w pieniądzu lub relatywnie, jako procent produktu krajowego brutto (PKB). Oczywiście są to dwa duże agregaty. Stan finansów powinien być też równolegle analizowany w sposób bardziej szczegółowy. Przy ocenie stanu finansów publicznych ważne jest precyzyjne określenie zakresu podmiotowego tych mierników: czy obejmują one cały sektor finansów publicznych, czy tylko jego część. W Polsce publiczna dyskusja nad tzw. budżetem skoncentrowana jest na parametrach finansowych tzw. budżetu państwa. Przeciętnemu odbiorcy może się wydawać, że „budżet państwa” to całe finanse państwa, jednak tak nie jest. Co więcej, budżet państwa w coraz mniejszym stopniu odzwierciedla stan finansów publicznych ogółem, co wynika z różnych działań skutkujących coraz mniejszą przejrzystością zmian ich kondycji.

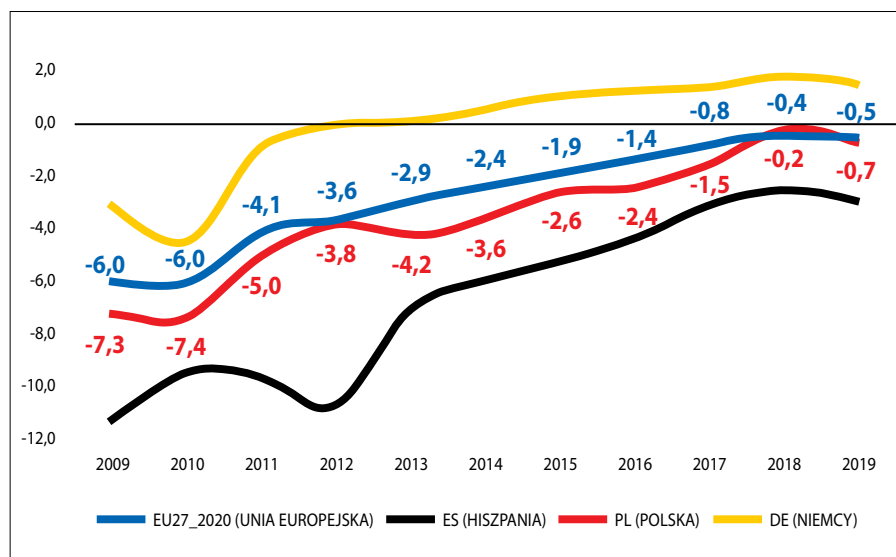
„Budżet państwa” to tylko podmioty centralne, głównie ministerstwa, które realizują bardzo istotne funkcje publiczne, jednak nie wyczerpują całego sektora finansów państwa. Sam budżet centralny nie obejmuje bowiem m.in. jednostek samorządu terytorialnego, funduszu zdrowia, funduszu ubezpieczeń społecznych i wielu innych elementów sektora finansów publicznych.

Wprawdzie do pakietu dokumentów budżetowych przesyłanych do polskiego parlamentu dołączane są informacje o wyniku sektora finansów publicznych w rozumieniu ustawy o finansach publicznych, ale jest to informacja dodatkowa, umieszczona nie bezpośrednio w ustawie budżetowej, lecz w jej uzasadnieniu. Ponadto krajowa definicja sektora finansów publicznych nie uwzględnia wielu jednostek realizujących zadania publiczne, m.in. funduszu drogowego, kolejowego czy ostatnio funduszy stworzonych w celu finansowania tarcz antykryzysowych, obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego i Polski Fundusz Rozwoju.

Ponieważ ustawa budżetowa nie jest właściwym planem finansowym państwa, a ustawa o finansach publicznych i polska metodologia statystyki budżetowej daje przestrzeń do tzw. kreatywnej księgowości, lepszym punktem odniesienia do oceny stanu finansów państwa jest metodologia unijna. Dlatego w analizach ekonomicznych należy się posługiwać deficytem i długiem według metodologii publikowanej przez Eurostat, znanej jako ESA 2010⁸. Mierniki według metodologii unijnej pokazują najszerzy, pełny i prawdziwy obraz finansów publicznych. Niestety mierniki te są publikowane z dużym opóźnieniem w stosunku do okresu, którego dotyczą, i w Polsce nie są przedmiotem debaty w parlamencie, debaty publicznej (np. w mediach) czy też kontroli przez NIK.

Wykres 2.

Deficyt nominalny sektora finansów publicznych wg metodologii ESA (% PKB)

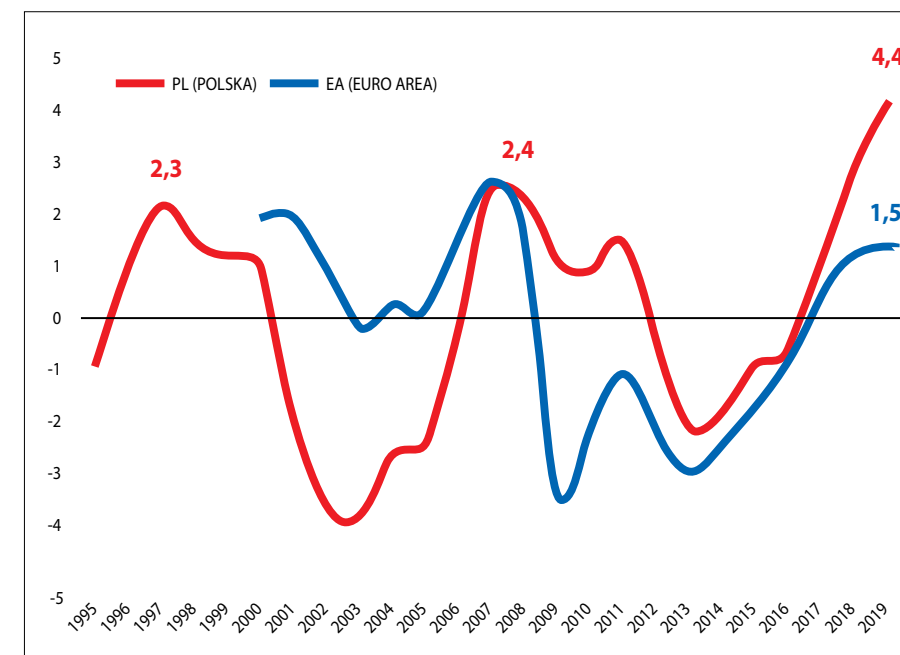


Źródło: KE, EUROSTAT.

⁸ Europejski system rachunków narodowych i regionalnych (ESA 2010) to obowiązujące ramy rachunkowości UE, umożliwiające systematyczny i szczegółowy opis gospodarki. ESA 2010 został opublikowany w Dzienniku Urzędowym 26 czerwca 2013 r. i wdrożony we wrześniu 2014 r. Od tej daty przekazywanie danych z państw członkowskich do Eurostatu odbywa się zgodnie z zasadami ESA 2010.

Wykres 3.

Koniunktura gospodarcza – odchylenie PKB od potencjału gospodarki („+” powyżej potencjału, „-” poniżej potencjału)



Źródło: KE, AMECO.

Od globalnego kryzysu finansowego w całej Unii Europejskiej obserwujemy zmniejszanie się deficytu sektora finansów publicznych (por. wykres 2). W Polsce w 2015 r. udało się zredukować deficyt poniżej 3%, jednak Niemcy już wtedy notowały nadwyżkę, a w całej UE deficyt był mniejszy niż 2%. W Hiszpanii deficyt był głębszy niż w Polsce przez cały okres od poprzedniego kryzysu, jednak też ulegał zmniejszeniu. Warto zaznaczyć, że dług w tym kraju jeszcze przed poprzednim kryzysem był zbliżony do polskiego i w ciągu 10 lat relacja do PKB zwiększyła się dwukrotnie. Obecnie Hiszpania jest zaliczana do grupy tzw. zadłużonych krajów południa, a jeszcze 10 lata temu często była stosowana jako punkt odniesienia dla polskiej gospodarki. W ostatnich kilku latach w Polsce proces zmniejszania się relacji do PKB deficytu całego sektora finan-

sów publicznych był kontynuowany. W 2018 r. zmniejszył on się nawet do około 0,2% i do 0,7% w 2019 r., do poziomu średniego w całej UE. Zmniejszanie się tej relacji było wynikiem z jednej strony dynamicznie rosnących dochodów publicznych, jak również efektem statystycznym wynikającym z rosnącego PKB (w mianowniku tej relacji).

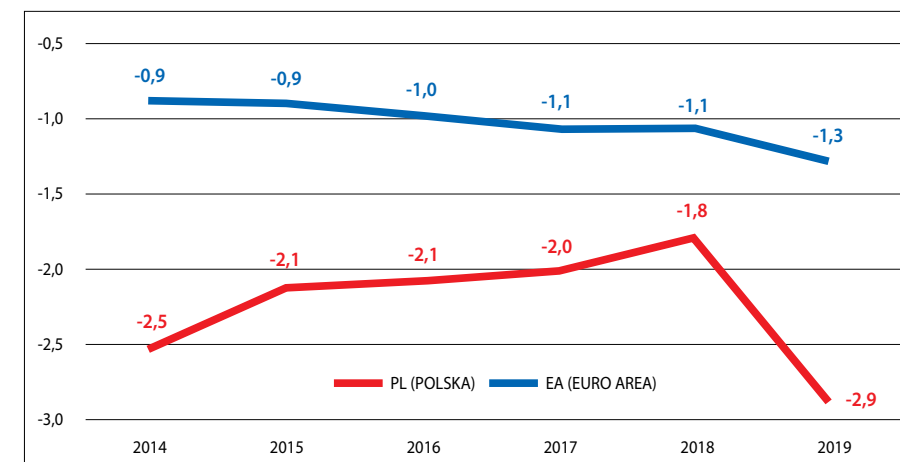
Należy jednak zauważyć, że w latach 2016–2019 w Polsce bardzo dynamicznie poprawiała się koniunktura gospodarcza, w 2019 r. polski PKB był już około 4,4% powyżej swojego potencjału⁹, można zdecydowanie stwierdzić, że nasza gospodarka była „przegrzana” (por. wykres 3), co ujawniło się na początku 2020 r. w wysokiej inflacji i niedoborach na rynku pracy. Poprawa koniunktury była związana również z dobrą koniunkturą w Unii Europejskiej, u naszych głównych partnerów handlowych (również ich gospodarki rozwijały się powyżej swojego potencjalnego poziomu, choć było to tylko 1,5% powyżej).

Przed kryzysem finansowym w 2008 r. notowaliśmy wysokie wzrosty PKB, w niektórych kwartałach przekraczały nawet 7% r/r, ale szybko zwiększały się też moce produkcyjne, a na rynku pracy nie ujawniały się jeszcze negatywne trendy demograficzne. W rezultacie produkcja przekraczała potencjał tylko o 2,4%, co oznacza, że w 2019 r. skala „przegrzania” gospodarki była niemal dwukrotnie wyższa niż przed kryzysem 2008 r. Warunki makroekonomiczne były więc zupełnie inne i przy ocenie finansów publicznych nie można od tego abstrahować.

Po raz pierwszy od 20 lat, **bardzo dobra koniunktura gospodarcza w tak dużym stopniu umożliwiła poprawę stanu podstawowych wskaźników długu i deficytu. Ale jeżeli spojrzymy na deficyt oczyszczony z efektów bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych, to sytuacja nie wyglądała już tak dobrze** (por. wykres 4). Taki deficyt jest obliczany przez Komisję Europejską, nazywa się go „trwałym” deficytem lub bardziej formalnie „deficytem strukturalnym”.

⁹ Komisja Europejska, jesienna prognoza z 2020 r.

Wykres 4. Deficyt strukturalny (% PKB)



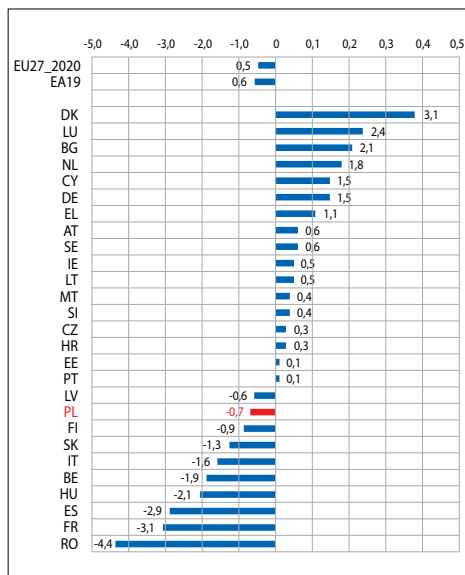
Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO.

Deficyt strukturalny w Polsce w ostatnich latach przed kryzysem COVID-19 nie zmniejszał się istotnie, pozostał na poziomie ok. 2% PKB, w 2018 r. uległ zmniejszeniu do ok. 1,8% PKB, jednak w 2019 r. uległ pogłębieniu do około 3%, podczas gdy w UE wynosił nieco ponad 1%. Widać więc, że stan finansów publicznych strukturalnie nie ulegał poprawie, a w roku przed kryzysem COVID-19 uległ istotnemu pogorszeniu. Warto również nadmienić, że deficyt strukturalny w Polsce w 2019 r. był trzykrotnie wyższy od średniookresowego celu budżetowego (MTO)¹⁰, który wynosi dla Polski 1% PKB.

Co więcej, porównanie z innymi krajami nawet deficytu nominalnego w 2019 r. pokazuje, że byliśmy pod względem braku równowagi finansów publicznych w ogonie Unii Europejskiej (wykres 5) – nasz deficyt był dziewiąty najwyższy, jednak aż 17 krajów w 2019 r. zanotowało nadwyżkę, mimo że koniunktura gospodarcza w tych krajach była relatywnie gorsza niż w Polsce. A jak porównamy deficyt strukturalny to okazuje się, że byliśmy w pierwszej, najgorszej szóstce spośród krajów UE (wykres 6).

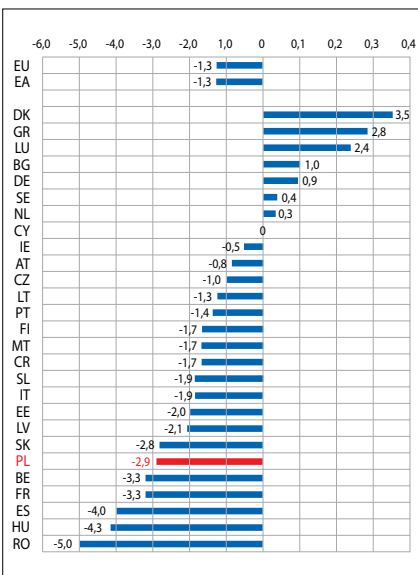
¹⁰ MTO (Medium Term Objective) – średniookresowy cel budżetowy dla trwałego (strukturalnego) deficytu. Każdy kraj w UE na podstawie zaleceń KE przyjmuje cel dla tego deficytu. Dla Polski wynosi on -1% PKB. Oznacza to, że deficyt rzeczywisty powinien w okresach dobrej koniunktury być niższy niż 1%, a w okresach złej koniunktury może być wyższy niż 1%.

Wykres 5. Deficyt sektora finansów publicznych w UE w 2019 r. (% PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT.

Wykres 6. Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2019 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO.

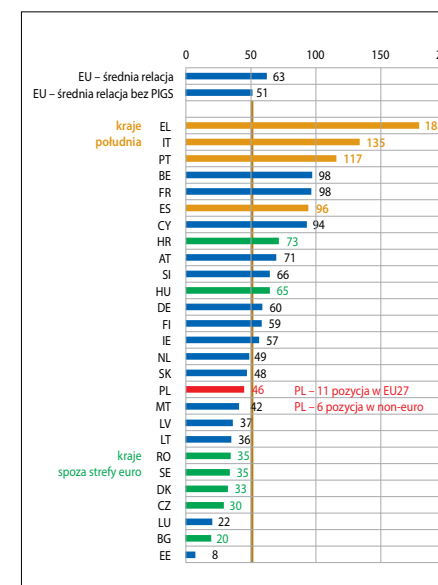
Jeżeli spojrzymy na dług sektora finansów publicznych w ujęciu europejskim i porównamy go do długu krajów Unii Europejskiej, to rzeczywiście w relacji do PKB w 2019 r. plasowaliśmy się na 11. pozycji z najniższą relacją długu do PKB: w 2019 r. wyniosła ona w Polsce około 46% PKB, podczas gdy na przykład we Francji 98%, a w Niemczech 60%. Jest jednak 10 krajów w UE z niższą niż w Polsce, przy średniej relacji w UE wynoszącej 63%. Jeżeli jednak nie uwzględnimy w tej relacji najbardziej zadłużonych krajów południa Europy (Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania), czyli krajów, które doświadczyły kryzysu zadłużenia po 2010 r., to wynosiła ona w 2019 r. ok. 51% PKB, czyli tylko o 6 pp. więcej niż w Polsce.

Wśród krajów spoza strefy euro nie wypadamy tak dobrze, wyższy dług od nas miały tylko Węgry i Chorwacja. Wśród krajów postsocjalistycznych spoza strefy euro niższy dług publiczny od Polski mają Bułgaria (20%), Czechy (30%) i Ru-

munia (35%). Rumunia jest przykładem kraju, który mimo niskiej relacji długu ma najwyższe koszty obsługi długu w całej UE (3,7%). W tym kraju wysokie koszty obsługi długu wynikają m.in. z trwałego deficytu, który w 2019 r. był najwyższy w UE, a wynikał z hojnych populistycznych wydatków niemających pokrycia w trwałych dochodach.

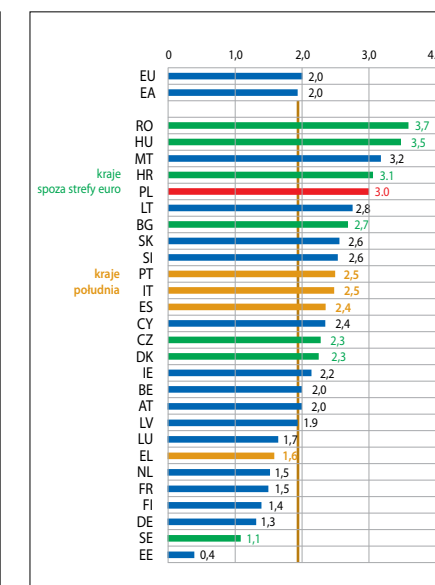
Kraje strefy euro, nawet mimo wysokiego długu, płacą niższe odsetki. Polska pod tym względem była w pierwszej piątce w UE, w 2019 r. średni koszt wynosił 3%¹¹, za Rumunią, Węgrami, Maltą i Chorwacją. W Grecji wynosiły one 1,6%, a w Niemczech 1,3%, mimo że te kraje mają wyższy dług niż Polska.

Wykres 7. Dług sektora finansów publicznych w UE w 2019 r. (% PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT,
PIGS: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania.

Wykres 8: Średnie koszty obsługi długu publicznego w UE w 2019 r. (% PKB)



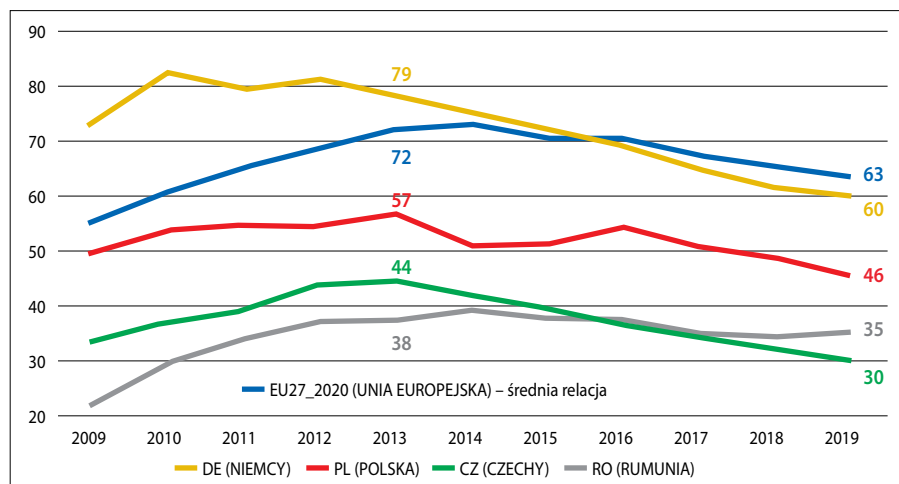
Źródło: KE, EUROSTAT,
EA: kraje strefy euro.

¹¹ Średni implikowany (wyliczony) koszt obsługi długu to relacja łącznych kosztów obsługi długu w danym roku do poziomu długu na początku roku.

W ostatnich kilku latach relacja długu sektora finansów publicznych (SFP) do PKB w Polsce malała. Z 57% w 2013 r. do ok. 51% w 2015 r., tj. ok. 6 pp., głównie na skutek zmian w OFE. W 2016 r. za sprawą nowych pakietów socjalnych relacja wzrosła jednorazowo z 51% do 54%, potem był obserwowany trend spadkowy do ok. 46%. Czyli w latach 2013–2019 relacja zmalała o ok. 11 pp., ale bez efektu zmian w OFE jedynie o ok. 6 pp. Relacja długu do PKB malała generalnie w całej UE w tym okresie. Średnia relacja w UE zmniejszyła z 72% w 2013 r. do 63%, a więc o 9 pp. W Niemczech z 79% do 60%, a więc aż o 19 pp. W Czechach z 44% do 30% (aż o 14 pp.). W Rumunii dług publiczny był niższy niż w Polsce, zmniejszył się z 39% w 2014 r. do 35% w 2019 r. Również mimo ekstremalnie dobrej koniunktury gospodarczej redukcja relacji długu publicznego do PKB nie była imponująca. Nasza pozycja w UE w tym zakresie nie uległa zmianie.

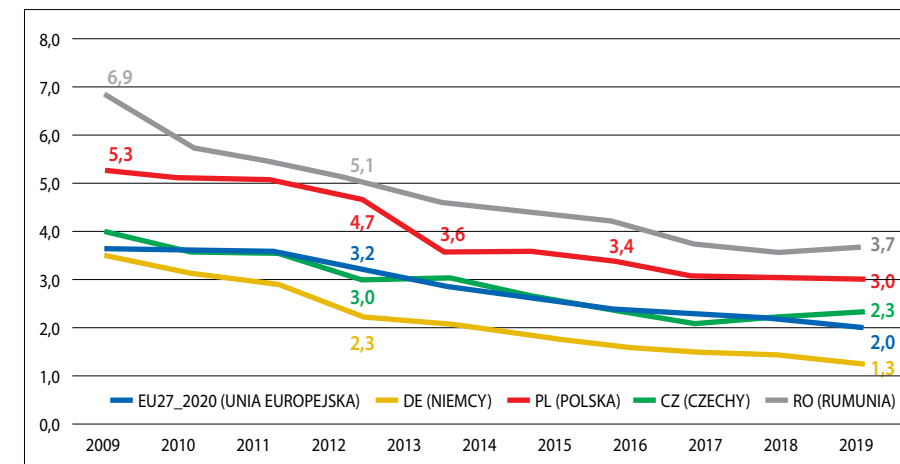
W Polsce malały również średnie koszty obsługi długu, z 4,7% w 2013 r. do 3% w 2019 r. Był to trend widoczny w całej UE (por. wykres 9), a skala spadku w Polsce była podobna do średniej unijnej.

Wykres 9. Relacja długu do PKB w wybranych krajach UE (% PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT.

Wykres 10. Średnie (implikowane) koszty obsługi długu w wybranych krajach UE



Źródło: KE, EUROSTAT.

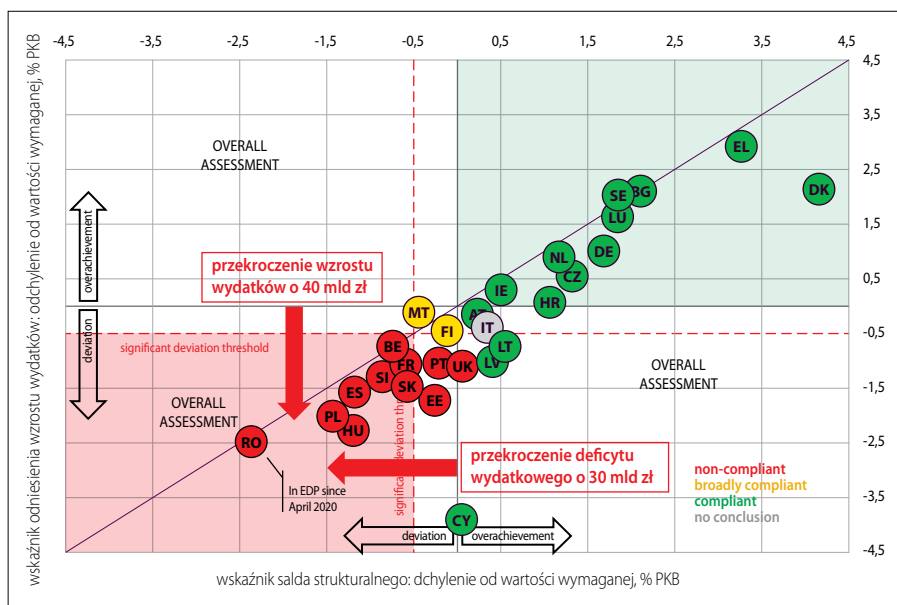
Podsumowując, **głównie dzięki istniejącym regułom fiskalnym, w szczególności Stabilizującej Regule Wydatkowej (SRW), przed kryzysem relacja długu do PKB pozostawała na umiarkowanym poziomie w porównaniu ze średnią w krajach UE. Jednak wiele krajów miało lepszą sytuację fiskalną.**

Niestety, w sposób niebezpieczny, przed wybuchem kryzysem COVID-19, deficyt strukturalny w Polsce zwiększył się do poziomu ok. 3%, co zauważyła jeszcze przed kryzysem Komisja Europejska. Rekomendowała ona Polsce na 2019 r. wzrost wydatków o nie więcej niż 4,2% r/r, a w rzeczywistości wzrosły one o 10%, (przekroczenie o 40 mld zł). Komisja rekomendowała redukcję nadmiernego deficytu strukturalnego o 0,6 pp. PKB, gdy tymczasem deficyt wzrósł o 1 pp. PKB (przekroczenie 30 mld zł). W konsekwencji znaleźliśmy się wśród trzech najgorszych krajów (Węgry, Rumunia, Polska), jeżeli chodzi o strukturalny stan finansów publicznych (por. wykres 10). Gdyby nie kryzys COVID-19, wobec Polski wszczęto by procedurę SDP (*significant deviation procedure*), tj. procedurę nadmiernych odchyleń. W ramach tej procedury KE bada, czy kraje nie biorą na barki finansów publicznych zbyt wiele wydatków niepokrytych trwałymi dochodami. A tymczasem na 2020 r. polski rząd zaplanowano dodatkowo ok. 45 mld zł wy-

datków bez pokrycia w dochodach (tzw. piątka PIS). Jednocześnie okazało się, że zmniejszanie tzw. luki VAT się zatrzymało. Wraz z „piątką PIS” nawet w normalnej, niekryzysowej, sytuacji, której można było się spodziewać w 2020 r., deficyt strukturalny mógłby się zbliżyć w Polsce nawet do 4–5% PKB. A to jest bardzo niebezpieczny poziom z punktu widzenia równowagi i stabilności finansów publicznych i przyszłego długu. Przykładem może być tu Rumunia, która mimo niskiego długu publicznego musi płacić wysokie odsetki za dług. Jest to po części efekt właśnie wysokiego deficytu strukturalnego. W przypadku Polski widzimy w pewnym zakresie podobny scenariusz, tj. umiarkowany poziom długu, ale wysoki deficyt strukturalny.

Ten strukturalny problem finansów publicznych powróci po kryzysie. Tylko że wtedy będziemy startować z wyższego poziomu długu, wynikającego z konieczności ratowania gospodarki w COVID-owej rzeczywistości.

Wykres 11. Ocena zgodności z częścią prewencyjną Paktu stabilności i wzrostu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie „2020 annual report of the European Fiscal Board”, s. 32, Graph 2.7.

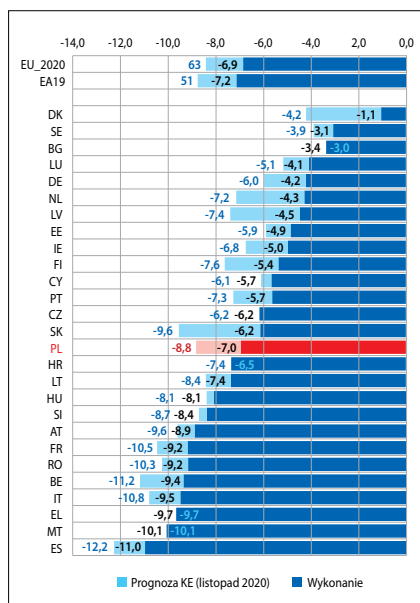
Jak widać, państwa w lewym dolnym rogu zaznaczone na czerwono, czyli Rumunia, Węgry i Polska są na cenzurowanym pod względem zgodności z prewencyjną częścią Paktu Stabilności i Wzrostu. Kryzys i pakiety antykryzysowe przykryły więc „COVID-ową mgłą” sytuację finansów publicznych w 2020 r. i zapewne będzie tak jeszcze w 2021, a może i w 2022 r. Zakumulowane problemy strukturalne jednak nie znikną, lecz objawią się ze zdwojoną siłą. Do tego może dochodzić mała wiarygodność ekonomiczna w kontekście procedury praworządności, pogłębiający się kryzys demograficzny i wyścig populistycznych obietnic zgłaszanych już z niemal każdej strony sceny politycznej. **Pierwszym krokiem w rozkręcaniu spirali populizmu było niemal jednogłośnie przyjęcie przez Sejm 14. emerytury – najbardziej populistycznego, niekorzystnego rozwiązania psującego nasz emerytalny system zdefiniowanej składki. Jak pokażemy dalej, m.in. skumulowanie podobnych transferów socjalnych w Grecji (właściwie w żadnym innym kraju nie było 14. emerytury) doprowadziło do katastrofy.**

FINANSE PUBLICZNE W 2020 R. I PROGNOZA NA 2021 R.

W Polsce, podobnie jak na całym świecie, pandemia i kryzys gospodarczy wymusiły zwiększenie deficytu finansów publicznych, a w konsekwencji zadłużenia. Jednak skutki kryzysu okazały się mniejsze, niż pierwotnie zakładano, i ostatecznie deficyt w 2020 r. wyniósł ok. 7% PKB, podczas gdy KE prognozowała deficyt na ok. 8,8% PKB (a rząd pierwotnie zakładał nawet 12% PKB). Według szacunków rządu koszty pomocy antycovidowej wyniosły ok. 4,4% PKB, czyli 60% deficytu. Nierównowaga fiskalna ostatecznie była mniejsza niż pierwotnie prognozowano w całej UE (por. wykres 11). Pod tym względem Polska plasuje się nieco poniżej środka stawki, na 15. miejscu w UE.

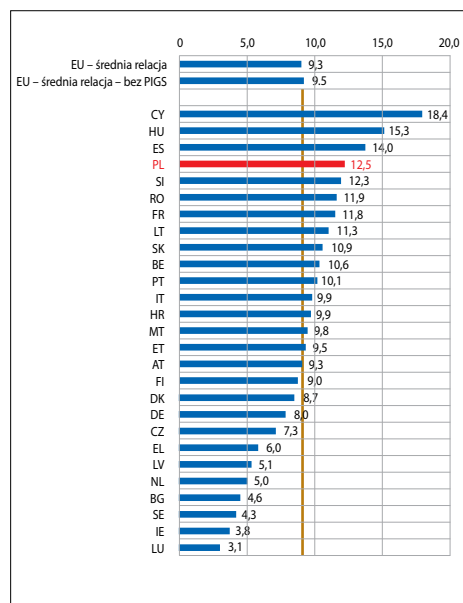
Jednak przyrost długu publicznego w Polsce był w czołówce spośród krajów UE. W relacji do PKB wyniósł 12,5% (por. wykres 12). To był czwarty najwyższy przyrost długu w całej UE. W rezultacie dług w relacji do PKB ukształtował się na poziomie 57,5%. W relacji do średniej dla krajów UE bez krajów południa dystans zmalał do 6 pp., spadliśmy też o jedną pozycję w rankingu krajów o najniższej relacji długu. Nadal spośród krajów spoza strefy euro mamy relatywnie wysoki dług (por. wykres 13).

Wykres 12. Deficyt nominalny sektora finansów publicznych (prognoza KE i wykonanie) w UE w 2020 r. (% PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT, EA: kraje strefy euro.

Wykres 13. Nominalny przyrost długu sektora finansów publicznych w UE w 2020 r. (% PKB)

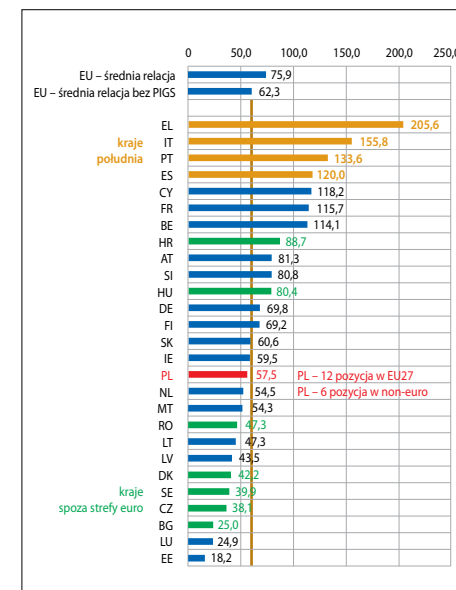


Źródło: KE, EUROSTAT, PIGS: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania.

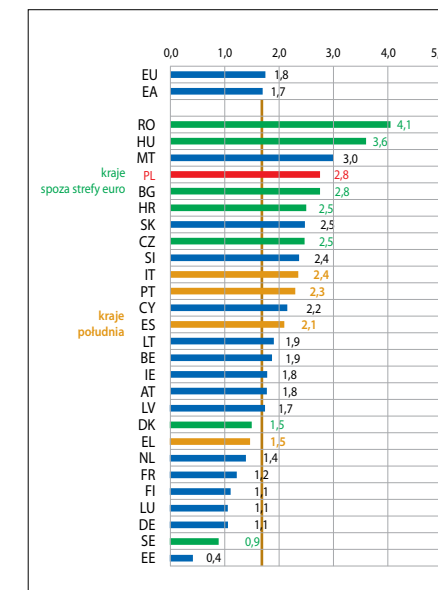
Na rok 2021 rząd założył w ustawie budżetowej 6% PKB deficytu, przy czym w zaktualizowanej prognozie rząd prognozuje wyższy deficyt, tj. 7% PKB. W konsekwencji dług wzrośnie do 60% PKB. Pozostaniemy na zbliżonej pozycji w rankingu UE jak przed kryzysem. Jednak spośród krajów spoza strefy euro dalej będziemy mieli jeden z wyższych poziomów długu, a średnie koszty jego obsługi będą jednymi z wyższych w całej UE (por. wykres 14).

Pamiętać jednak należy o nierozwiązanych problemach strukturalnych, tj. wysokim trwałym deficycie finansów publicznych, który będzie utrudniał obniżenie długu publicznego.

Wykres 14. Dług sektora finansów publicznych w 2020 r.



Wykres 15. Średnie koszty obsługi długu w 2020 r. (% długu z początku roku)



4. Trwałe zadłużenie a stabilność finansów publicznych

Istnieje wiele, często powiązanych ze sobą powodów, dla których kraje decydują się nie obsługiwać swoich zobowiązań finansowych, ale poziom długu publicznego jest zawsze czynnikiem istotnym. Gdyby dług był zerowy, nie byłoby niewypłacalności. To jest jednak przykład krańcowy. Co więcej, brak długu publicznego zwykle nie jest elementem optymalnego zestawu rekomendacji dla polityki gospodarczej. Jak już zauważono wyżej, dług publiczny może być pożytecznym instrumentem polityki gospodarczej. Nie oznacza to jednak, że nie istnieje limit publicznego zadłużenia, co zostało już omówione w części 2. Jest on indywidualny,

charakterystyczny dla każdej gospodarki i dla każdego okresu. Zależy m.in. od PKB (*per capita*), podatności na wstrząsy gospodarcze, skali zagranicznych przepływów finansowych, bilansu płatniczego, struktury terminowej i walutowej długu publicznego, itd. **Nie ma jednego poziomu, powyżej którego ryzyko zadłużania się i niewypłacalności gwałtownie rośnie. Choć dotychczasowe badania empiryczne nie określiły jednoznacznie granicy bezkarnego zadłużania się państwa, to możemy mówić o zjawisku nadmiernego poziomu długu, powyżej którego gwałtownie wzrasta ryzyko destabilizacji finansów publicznych.**

Ważnym pytaniem jest zatem, jakie w szczególności czynniki decydują o poziomie, do którego zbliżanie się powoduje ów gwałtowny wzrost ryzyka. Innymi słowy, jakie są czynniki stabilności długu publicznego.

Wiedza, czy dany poziom zadłużenia powinien wywoływać alarm, jest dziś ważniejsza niż kiedykolwiek od zakończenia drugiej wojny światowej. Światowy kryzys finansowy lat 2008-2009 i pandemia COVID-19 dodały ogromne kwoty do już wysokich poziomów długu publicznego osiągniętych na przełomie XX i XXI wieku w wielu krajach. A okresy dobrej koniunktury pomiędzy tymi dwoma kryzysami zostały w różnym stopniu wykorzystane do redukcji długu i stworzenia bufora na „złe czasy”. I chociaż wydaje się, że obecnie nie ma powodu do paniki w perspektywie krótko- i średnioterminowej, są powody do zachowania czujności. Żadna rozsądna ekonomiczna teoria optymalnego poziomu długu publicznego nie jest w stanie zracjonalizować trwale wzrostowej tendencji wskaźników zadłużenia.

Obliczanie bezpiecznego poziomu długu wymaga zatem dobrego zrozumienia:

1. Niepewności dotyczących głównych determinant dynamiki zadłużenia (stopy procentowej, kursu walutowego, wzrostu gospodarczego, bezpośrednich szoków dla długu i deficytu budżetowego),
2. Trwałości i korelacji występowania tych wstrząsów oraz
3. Zdolności rządu do generowania i utrzymywania sald pierwotnych¹² na określonym poziomie lub powyżej niego – poziomie co najmniej stabilizującym dług.

¹² Saldo pierwotne finansów publicznych jest różnicą między wydatkami a dochodami, bez uwzględnienia w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego.

Oczywiście połączenie niepewnej dynamiki zadłużenia i ograniczeń w realnej reakcji politycznej oznacza, że przy założeniu braku zmian pozostałych czynników, niższy wskaźnik zadłużenia jest *a priori* „bezpieczniejszy” w rozumieniu powyższej definicji.

Jeśli ścieżka osiągnięcia równowagi (stabilizacji) zostanie uznana za politycznie i ekonomicznie wykonalną, w zasadzie nie ma powodu, aby kwestionować zdolność obsługi zadłużenia i niskie prawdopodobieństwo kryzysu fiskalnego rozumianego jako niezdolność do kontrolowania dynamiki zadłużenia poprzez konsolidację fiskalną. Kluczowe pytanie brzmi, czy ta ocena jest odporna na większość okoliczności, w tym burzliwe czasy.

Poziom długu publicznego jest bezpieczny, jeśli nie przekracza największego zasobu zobowiązań finansowych brutto (długu brutto), który rząd mógłby z bardzo dużym prawdopodobieństwem ustabilizować lub zmniejszyć (proporcjonalnie do PKB) w określonych ramach czasowych w warunkach utrzymujących się niekorzystnych warunków dynamiki zadłużenia, przy wykorzystaniu wyłącznie polityki fiskalnej.

Decydenci w najlepszym razie (czyli w sytuacji, gdy środki z emisji obligacji są wykorzystywane na sfinansowanie produktywnych wydatków) równoważą ryzyko zadłużania finansów publicznych z potencjalnymi korzyściami wynikającymi z rozsądnego wykorzystania przestrzeni fiskalnej, na przykład na zlikwidowanie luki w infrastrukturze, o której wiadomo, że osłabia długoterminowy wzrost. Stąd korzyści z niełatwego i nigdy pewnego oszacowania górnej granicy bezpiecznej strefy długu wydają się oczywiste. Symetrycznie, jeśli początkowy poziom zadłużenia jest nadmierny lub niebezpieczny, warto wiedzieć, jak duża musi być redukcja długu, aby znów poczuć się w miarę bezpiecznie. Elementem szacunku górnej granicy bezpiecznej strefy długu jest wzrost gospodarczy g i cena zadłużania się r oraz relacje obu tych wielkości.

ZNAK WYRAŻENIA „R MINUS G”

Standardowe modele ekonomiczne zakładają stopę procentową r (która określa koszt pożyczania) na poziomie wyższym niż stopa wzrostu gospodarczego g . W przeciwnym razie, w odniesieniu do finansów publicznych,

jeśli wzrost gospodarczy przekracza koszt pożyczania (stopę procentową), czyli $r-g < 0$, rząd może po prostu finansować wydatki, zaciągając dług, a stosunek długu publicznego do PKB będzie spadał, bez konieczności podwyższania podatków i generowania wyższego salda pierwotnego finansów publicznych.

Ekonomiści zaczęli się ostatnio zastanawiać, czy założenie dodatniej różnicy $r-g$ jest wystarczająco uzasadnione doświadczeniem empirycznym oraz jakie byłyby konsekwencje złagodzenia tego założenia, w szczególności dla polityki fiskalnej. Jak pokazują bowiem dane, różnica ta przeciętnie pozostawała ujemna w większości rozwiniętych gospodarek od czasu globalnego kryzysu finansowego (GFC), który rozpoczął się w 2008 r., i pozostaje ujemna nawet w gospodarkach rozwiniętych, w których wzrost gospodarczy powrócił do zadowalającego tempa. Co więcej, działo się to na tle przeciętnie wyższego zadłużenia publicznego niż to, jakie przeważało przed światowym kryzysem finansowym. Część ekonomistów w tym kontekście mówi o możliwości zwiększenia długu publicznego i o łatwym „wyrastaniu z wysokiego długu publicznego” właśnie dzięki temu, że g , czyli wzrost gospodarczy, jest wyższe niż stopa procentowa r . Warto przyrzeć się temu problemowi.

Występowanie wysokich poziomów zadłużenia i niskich czy nawet ujemnych różnic $r-g$ prowokuje kilka powiązanych ze sobą pytań. Po pierwsze, czy niedawne i obecnie niskie lub ujemne różnice $r-g$ są wyjątkowe z perspektywy historycznej? Po drugie, czy są jakieś ewidentne czynniki powodujące zmiany znaku tej różnicy? Po trzecie, czy istnieje empiryczny związek między różnicą $r-g$ a niewypłacalnością państw? Czy niewielka lub ujemna różnica $r-g$ może być postrzegana jako wzmacniająca zdolność obsługi zadłużenia?

Badania¹³ pokazują, że:

1. Ujemne różnice $r-g$ doświadczane dzisiaj nie są bezprecedensowe – wręcz przeciwnie, przeważają w historii zarówno w przypadku gospodarek rozwinięte, jak i wschodzących. Ujemne różnice są raczej normą niż wyjątkiem w ostatnich dwóch stuleciach;

¹³ Na przykład w: P. Mauro, J. Zhou (2020). *r-g < 0: Can We Sleep More Soundly?*. IMF Working Paper WP/20/52.

2. To, czy wyemitowanie większej ilości obligacji (zwiększenie zadłużenia) w okresie niskich stóp procentowych jest bezpieczne, zależy nie od różnicy $r-g$, ale od tego, czy i z jakiego powodu ta różnica, o której wartości decyduje przede wszystkim poziom stóp procentowych, jest trwale niska lub nawet ujemna. Gdy niskie stopy procentowe wynikają ze spadku trendu wzrostu wydajności, utrzymanie stabilności długu publicznego wymaga raczej, by wskaźnik zadłużenia do PKB obniżył się w krótkim okresie i nie zmieniał się w długim okresie. Nie jest możliwe w takich warunkach utrzymanie czy tym bardziej zwiększenie wydatków finansowanych z deficytu. Z inną sytuacją mamy do czynienia, gdy niskie stopy procentowe są spowodowane zwiększeniem skłonności do oszczędzania w sektorze prywatnym. **Jeszcze inna jest sytuacja, w której stopy procentowe są obniżone przez tzw. represję finansową, czyli rozmaite działania, za pomocą których rządy i banki centralne starają się obniżyć koszt obsługi długu publicznego, zmuszając sektor prywatny do pożyczania im pieniędzy na niski – niższy niż inflacja – procent. W efekcie inwestujący i oszczędzający zarabiają mniej, niż wynosi stopa inflacji – represja finansowa to *de facto* ukryty podatek, który płacimy, by rząd mógł tanio pożyczać pieniądze. Taką sytuację obserwujemy obecnie w Polsce: inflacja w maju br. według GUS (tzw. szybki szacunek wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych) wyniosła 4,8%, podczas gdy rentowność obligacji 5-letnich nie przekracza 1,3%, 10-letnich zaś kształtuje się na poziomie 1,7-1,9%.**
3. Niskie czy ujemne różnice $r-g$ według średniej efektywnej stopy procentowej¹⁴ nie są historycznie związane z niższą częstotliwością ogłaszania niewypłacalności państwa, a deficyty fiskalne i poziomy dług publiczny wydają się mieć pewną (aczkolwiek ograniczoną) moc predykcyjną w przypadku ogłaszania niewypłacalności państw.

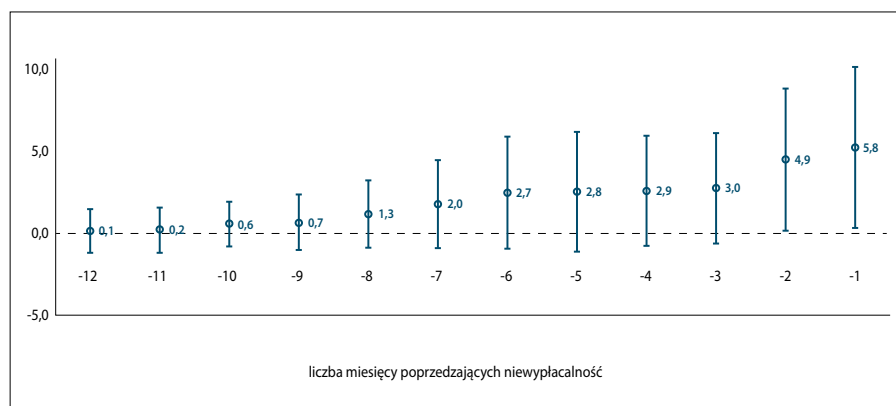
SREDNIA I KRAŃCOWA EFEKTYWNA STOPA OPROCENTOWANIA DŁUGU PUBLICZNEGO

Stopą właściwą do określenia dynamiki zadłużenia jest średnia efektywna stopa procentowa długu publicznego. Stopa krańcowa, która mierzy koszt pożyczki

¹⁴ Efektywna stopa procentowa składa się z dwóch części: jeden to stosunek kwoty odsetek do średniego poziomu długu publicznego w bieżącym i poprzednich latach, a druga to korekta tej stopy o zmiany kursu walutowego.

w przypadku nowej emisji, szybciej jednak odzwierciedla nastroje rynkowe i ich zmianę, ale jest niedoskonałym wskaźnikiem przyszłego kształtowania się średniej efektywnej stopy procentowej. Stopy krańcowe mają znaczenie tylko wtedy, gdy zmiany nastrojów utrzymują się przez długi czas i wpływają na całą strukturę zapadalności długu. Stopa krańcowa jest, co ważniejsze, odzwierciedleniem tego, czy inwestorzy są skłonni do refinansowania (rolowania) długu. Wzrost stopy krańcowej jest odbiciem zmiany nastrojów rynkowych, które są z kolei trudne do przewidzenia. Chociaż krańcowa stopa procentowa rośnie znacznie przed niewypłacalnością państwa, nie daje decydentom dużo czasu na reakcję. **Dezagregacja (rozbieżność) roku poprzedzającego zawieszenie obsługiwanego zobowiązań obligacyjnych, w 15 przypadkach takiego zawieszenia przez rządy, na miesiące pokazuje, że pierwsze poważne sygnały o zmianie „sentymentu” inwestorów pojawiają się ok. 6 miesięcy przed niewypłacalnością i rosną w miarę zbliżania się do niewypłacalności. Jednak wzrosty nie są istotne aż do dwóch miesięcy przed niewypłacalnością. W związku z tym nawet krańcowe stopy procentowe nie dają dużo czasu na podjęcie działań naprawczych.**

Wykres 15. Krańcowe stopy procentowe w okresie poprzedzającym niewypłacalność państwa



Uwaga: wykres przedstawia krańcowe stopy procentowe z dwunastu miesięcy poprzedzających niewypłacalność państwa. Próbkę obejmuje 15 epizodów niewypłacalności, 8 przypadków z końca XIX i początku XX wieku, a pozostałe z lat po 1985 r. Są to wartości w miesiącach przed wystąpieniem niewypłacalności państwa w porównaniu z normalnymi miesiącami, z uwzględnieniem kraju i okresu wystąpienia zdarzenia niewypłacalności. Z próby usunięto miesiące, w których doszło do tego zdarzenia oraz trzy lata po restrukturyzacji zadłużenia. Przedziały wskazują 95% przedział ufności. Źródło: P. Mauro, J. Zhou J. (2020). *r-g<0: Can We Sleep More Soundly?*. IMF Working Paper WP/20/52.

FINANSE PAŃSTWA TO NIE FINANSE GOSPODARSTWA DOMOWEGO

Wielu zwolenników większego zadłużania się argumentuje, że państwo to nie gospodarstwo domowe, które w cyklu swojego życia musi spłacić swoje zadłużenie. Wiedzą to ci, którzy wzięli długookresowy kredyt hipoteczny na mieszkanie. Zazwyczaj termin spłaty kredytu jest przez bank wyznaczana do momentu osiągnięcia wieku emerytalnego. W początkowej fazie swojej kariery zawodowej czy życia nasze wydatki, inwestycje mogą być wyższe niż osiągnięte dochody, ale potem musimy w swoim budżecie wygenerować nadwyżki, aby spłacić zadłużenie.

W rzeczywistości państwo jako zbiorowość wielopokoleniowa ma nieskończony horyzont życia, nie musi spłacać zadłużenia w określonym czasie. Działa to raczej jak karta kredytowa, zadłużenie spłacamy co miesiąc, ale zaraz w kolejnym okresie rozliczeniowym znowu się zadłużamy. Czyli cały czas jesteśmy zadłużeni. Warto jednak przypomnieć, że nawet w przypadku karty mamy limit odnawianego co miesiąc zadłużenia. Bogatsi, lepiej wykształceni, z dobrze płatną pracą mają większy limit na kartę, ponieważ ich wiarygodność i zdolność kredytowa jest większa. Podobnie w makroekonomii – kraje bogate o wysokotechnologicznych gospodarstwach, z walutą rezerwową, mogą sobie pozwolić najczęściej na większe bezpieczne zadłużenie.

W rzeczywistości państwa w momencie zapadania obligacji nie spłacają długu do zera. Zaciągają nowy dług na spłatę starego, zapadającego zadłużenia oraz oczywiście na nowe wydatki niepokryte dochodami. Ten proces spłaty starego zadłużenia nowym długiem nazywa się „rolowaniem”¹⁵, czyli w kółko spłacamy stary i jednocześnie zaciągamy nowy dług. W zasadzie takie rolowanie odbywa się w sposób ciągły, każdego roku. Bo w przypadku dobrze zarządzanego długu publicznego zapadanie¹⁶ (terminy wykupu przez emitenta) starych obligacji jest tak ustrukturyzowane, żeby nie pojawiały się „kominy płatnicze” z tytułu wykupu obligacji. W efekcie zawsze w danym roku zapadają, czyli są wykupywane, jakieś obligacje, które rząd musi wykupić.

¹⁵ Patrz przypis 7.

¹⁶ Termin wykupu (*maturity*) obligacji, inaczej termin zapadalności. Jest to okres liczony od daty emisji do momentu wykupu obligacji przez emitenta.

Żadnego rządu, nawet najbogatszych krajów, nie stać na jednorazowe spłacenienie do zera zadłużenia, czy też nawet znaczącej jego części. Kraje nie posiadają takich wolnych środków, żeby spłacić nawet 30% czy 50% PKB zadłużenia w krótkim okresie. Musiałby pod presją czasu albo sprzedać swoje aktywa (np. udziały w spółkach państwowych), albo drastycznie ciąć wydatki, albo drastycznie podnosić podatki. W praktyce nie jest to możliwe. Kraje są więc niejako zmuszone do ciągłego rolowania swojego długu.

I tu pojawia się pewna pułapka czy ryzyko, o którym zapominają zwolennicy zadłużania się, gdy r jest niższe niż g : przymus rolowania, z którego nie da się łatwo i elastycznie zrezygnować. To tak, jakbyśmy wydzierżawili od kogoś grunty na 100 lat, a wynajmujący mógłby co dziesięć lat w dowolny sposób, jednostronnie decydować o zmianie opłaty za dzierżawę. Bylibyśmy na sztywno, na długi czas związani przymusem dzierżawy, a niewiadomą byłby jej koszt. Nie wspominając, że dochody z ziemi też mogą ulegać znaczącym wahaniom w tym czasie. Podobnie jest z przymusem rolowania. **Znaczące zadłużenie po niskim koszcie (niskiej efektywnej stopie oprocentowania długu publicznego) obecnie postawi przyszłe rządy i pokolenia w przyszłości przed przymusem zrolowania tego długu, z wielką niewiadomą, dotyczącą kosztu rolowania (wyemitowania nowych obligacji z przeznaczeniem środków na wykup zapadających) oraz dotyczącą kwestii, czy stan gospodarki, stan finansów publicznych będzie w takiej kondycji, że znajdą się chętni, którzy będą skłonni zainwestować w nowe obligacje.**

„WYRASTANIE” Z DŁUGU PUBLICZNEGO

Wielu ekonomistów sugeruje obecnie, że z długu w relacji do PKB w warunkach niskich stóp procentowych „wyrasta się”¹⁷ i że w związku z tym warto zwiększyć zadłużenie. Podobnie jest w przypadku gospodarstw domowych, wraz z bogaceniem się, wzrostem wynagrodzenia, stare zadłużenie staje się mniejszym problemem, łatwiej je obsługiwać, spłacać. W przypadku gospodarki to PKB jest tym dochodem i jego wzrost pokazuje możliwości spłaty i obsługi długu.

W „wyrastaniu” relacji długu publicznego do PKB pomaga zarówno realny wzrost PKB, jak i inflacja, ponieważ mianownik tej relacji to nominalny PKB.

¹⁷ O różnicy $r-g$ więcej w rozdziale 3.

Wielu ekonomistów mówi nawet, że teraz po koniecznym zwiększeniu długu publicznego na skutek kryzysu COVID-19 potrzeba wyższej inflacji, bo wtedy szybciej będzie następowało to „wyrastanie”. Zresztą historia gospodarcza pokazuje, że po wojnach, kiedy zadłużenie krajów mocno wzrosło, pomocna w „spłacie” długów wojennych była duża inflacja, takie długi potrafiły się spłacić w kilka, kilkanaście lat przy bardzo wysokiej inflacji. Jest jednak druga strona medalu „wyrastania” poprzez inflację, tj. fakt, że jest ona „ukrytym podatkiem”; podwyższona inflacja zjada oszczędności społeczeństwa i oczywiście powoduje wiele innych znanych z literatury i przeszłości kosztów dla gospodarki. „Wyrastanie” poprzez inflację jest więc spłatą długu publicznego podatkiem, w tym wypadku ukrytym, wprowadzonym *de facto* przez władze monetarne, których polityka jest podporządkowana celom fiskalnym, a nie monetarnym (w szczególności celowi utrzymaniu stabilnego, niskiego wzrostu cen w gospodarce).

W przypadku Polski, jeżeli chodzi o wzrost gospodarczy, to perspektywy średnio- i długookresowe nie są optymistyczne. Jesteśmy jednym z najszybciej starzejących się społeczeństw w UE, a nawet spośród 36 krajów OECD. Kryzys demograficzny spowoduje, że według prognoz KE realny wzrost gospodarczy w długim okresie spowolni do ok. 1% i ubędzie ok. 6 mln osób aktywnych zawodowo do 2050 r.¹⁸ Kto zatem będzie ponosił ciężar rolowania zadłużenia? Jak w takich warunkach będzie wyglądało „wyrastanie” z postulowanego wysokiego długu publicznego? Jak będzie się kształtowała różnica $r-g$? Z dużym prawdopodobieństwem „wyrastanie” z długu publicznego będzie coraz trudniejsze i na pewno nie będzie przebiegać w takim tempie jak obecnie wydaje się to możliwe.

CZY MOŻEMY BYĆ DRUGĄ GRECJĄ, A MOŻE RUMUNIĄ?

Czy grozi nam „scenariusz grecki”? Tu i teraz? Nie. Nasza gospodarka na wielu płaszczyznach jest w lepszej sytuacji niż grecka, kiedy ta wpadała w kryzys zadłużenia. Nasze fundamenty są silne, prywatny przemysł jest konkurencyjny i wydajny, i osiąga nadwyżki w wymianie handlowej. Ale czy to jest wieczne? **Warto przypomnieć, że jeszcze w latach 60. Grecja miała dług poniżej 50%. Potem dwie najważniejsze partie polityczne przez kilka kadencji na zmianę**

¹⁸ KE przyjmuje, że do 2050 r. liczba osób w wieku 15–64 lat w Polsce skurczy się o prawie 6 mln: z obecnych 25 mln do niewiele ponad 19 mln.

licytowały się obietnicami politycznymi. Były tam m.in. „trzynastki”, „czternastki”, różnego rodzaju bony, powrót do niższego wieku emerytalnego itd. W jednej z kampanii wyborczych było nawet hasło „Pieniądze są”. Brzmi znajomo? Grecki dług publiczny zaczął szybko rosnąć. Do tego tymczasem doszło jeszcze kilka kryzysów – naftowy, DotCom, azjatycki, finansowy. To spowodowało „wystrzelenie” poziomu długu na astronomiczne poziomy. Gdyby Grecy mieli uzgodniony politycznie limit zadłużenia, który byłby kotwicą dla polityki budżetowej, nie skończyłoby się takim kryzysem.

W Polsce przez ostatnich kilka lat oczekiwania społeczeństwa wobec państwa zostały mocno rozbudzone. Wpadliśmy w pułapkę populistycznych wydatków. Teraz już ze wszystkich stron padają liczne obietnice: 300+, bony, zwolnienia podatkowe tej czy innej grupy społeczeństwa, obniżki podatków, emerytury bez podatków, gigantyczne skokowo podwyższane kwoty wolne itd. Co najgorsze, większość polityków jawnie lub milcząco uznaje, że obniżenie wieku emerytalnego to nie problem. Czy istnieje większy absurd ekonomiczny w sytuacji starzenia się społeczeństwa? Przykładem na większy brak odpowiedzialności za państwo w wieloletniej perspektywie jest poparcie przez właściwie cały parlament projektu 14-tej emerytury – kolejnego skrajnie populistycznego wydatku. Scenariusz wyjścia populistycznego ma wiele podobieństw do greckiej tragedii.

Innym negatywnym przykładem jest Rumunia, kraj o relatywnie niskim poziomie zadłużenia. Tam również rząd realizował bardzo kosztowny program socjalny bez pokrycia w trwałych dochodach. W efekcie przez kilka lat deficyt strukturalny pozostawał na wysokim poziomie i KE nałożyła na ten kraj procedurę nadmiernych odchyłeń budżetowych, która groziła Polsce za 2019 r. i byłaby nałożona na wiosnę 2020 r., gdyby nie kryzys pandemiczny. W konsekwencji obecnie w Rumunii koszty obsługi długu są najwyższe w całej UE, a kryzys spowodował dodatkowo znaczne problemy w finansach publicznych. Według prognoz Komisji Europejskiej dług publiczny na koniec 2021 r. zbliży się do poziomu notowanego przez Polskę (podczas gdy przed kryzysem był o 10 punktów procentowych niższy).

WYMUSZONE DZIAŁANIA OSZCZĘDNOŚCIOWE

Działania oszczędnościowe (*austerity measures*) to redukcja wydatków rządowych, wzrost dochodów podatkowych lub jedno i drugie. Podejmowane są

one jako kroki mające na celu doprowadzenie do skokowego obniżenia deficytów budżetowych, by uniknąć kryzysu zadłużenia lub jako sposób na wyjście z sytuacji kryzysowej finansów publicznych.

Rządy często są zmuszone do podejmowania działań oszczędnościowych przez posiadaczy obligacji lub innych pożyczkodawców. Działania te mają często charakter procykliczny, tzn. dodatkowo spowalniają wzrost gospodarczy w sytuacji słabej koniunktury. Niestety są one niezbędne i nieuniknione, by odzyskać zaufanie i dostęp do środków pożyczkodawców. Mogą być też warunkiem w porozumieniach restrukturyzacyjnych czy redukcyjnych długu pomiędzy rządami a wierzycielami – w takiej sytuacji rodzaj działań oszczędnościowych jest uzgadniany z wierzycielami. Po prostu nie chcą oni finansować ciągłych wydatków i niezrównoważonych finansów publicznych. Porozumienia z wierzycielami mogą się wiązać ze zmianą harmonogramu spłat długu (wydłużenie harmonogramu), obniżenie oprocentowania długu lub redukcji jego wartości (*debt haircut*). W zamian dłużnik zobowiązuje się do maksymalizowania wysiłków mających na celu spłatę pozostałego długu.

Zwiększenie dochodów potrzebnych do spłaty długu państwowego w takich warunkach jest jeszcze trudniejsze. Główny ciężar takich działań oszczędnościowych musi w tej sytuacji dotyczyć strony wydatkowej finansów publicznych.

Działania oszczędnościowe bardzo często wymagają zmian w programach rządowych. Szczegóły i dobór działań oszczędnościowych zależą od konkretnej sytuacji kraju, struktury jego dochodów i wydatków, potencjalnych obszarów nowych dochodów publicznych. Przykłady takich działań obejmują: podniesienie podatków dochodowych, zwłaszcza od bogatych, podniesienie podatków pośrednich jak akcyza czy VAT, podwyżki różnych opłat, poszukiwanie sposobów zwalczania uchylania się od płacenia podatków i oszustw podatkowych, prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, często uważanych za istotne dla interesów państwa, ograniczenie świadczeń i programów socjalnych, obniżenie płacy minimalnej, wydłużenie wieku czy stażu uprawniającego do emerytury i obniżenie świadczeń zdrowotnych, zmniejszenie pensji, świadczeń pracowników rządowych i emerytów i rencistów itd.

Jednym z bardziej skomplikowanych i wieloletnich procesów „naprawiania” finansów publicznych w obliczu kryzysu długu publicznego było przyjmowanie kolejnych, w sumie czternastu, pakietów działań oszczędnościowych (*austerity packages*) w Grecji w latach 2010–2017¹⁹.

5. Krytyczna analiza argumentów rekomendujących zadłużanie się przez państwo

Niewielu ekonomistów uważa, że zadłużanie się przez państwo może być bezkarne. Dlatego jeśli to proponują, to z pewnymi zastrzeżeniami. Dopiero od niedawna zostały sformułowane zręby myśli ekonomicznej, tzw. Nowej Teorii Monetarnej (MMT, *Modern Monetary Theory*), która próbuje uzasadnić, że państwa mogą się bezkarnie zadłużać.

Koncepcje uzasadniające zaciąganie długu publicznego kietkowały i przypominały o sobie w okresach wielkich światowych kryzysów. Nic w tym dziwnego, bowiem wtedy rodziło się naturalne oczekiwanie zwiększonej roli państwa.

Uzasadnienie stymulacji fiskalnej, które prowadzi do wyjścia z kryzysu kosztem szybkiego narastania długu, stworzył jako pierwszy John Maynard Keynes w okresie wielkiego kryzysu lat 30. XX w. Dyskusja powróciła w okresie światowego kryzysu finansowego wraz z zastosowaniem na szeroką skalę niekonwencjonalnej polityki pieniężnej i ożywiła się szczególnie w ubiegłym roku wokół zasadności użycia największych w historii pakietów stymulacyjnych w dobie kryzysu wywołanego pandemią koronawirusa.

Poszukiwanie uzasadnienia dla zadłużania się od początku związane było z pytaniem, czym jest pieniądź i jaka jest rola państwa w jego kreacji. Na początku

¹⁹ Skutki tych działań oszczędnościowych w Grecji są opisane w rozdziale 6 a więcej szczegółów dotyczących poszczególnych 14 pakietów oszczędnościowych na stronie https://en.wikipedia.org/wiki/Greek_austerity_packages.

XX w. wokół Georga Friedricha Knappa utworzyła się grupa tzw. chartalistów, którzy mieli inne poglądy niż ekonomiści klasyczni. Knapp w książce *Państwo-wa teoria pieniądza* z 1905 r. zauważył, że pieniądź papierowy jest „tworem prawa”, a nie towarem, i dlatego może być tworzony przez państwo w sposób nieograniczony. Jest produktem władzy, ponieważ o tym, co nim jest, decyduje władza poprzez akceptację pieniądza do regulowania zobowiązań publiczno-prawnych (np. podatków).

Do Knappa i idei chartalistów odniósł się Keynes już na pierwszej stronie *Traktatu o pieniądzu* z 1930 r. Myśl Keynesa dotyczyła roli państwa w gospodarce w krótkim okresie. Uzasadnienie dla interwencji państwa było proste: skoro słabnie popyt to państwo musi wydawać więcej. Zadłużanie w krótkim terminie w celu podtrzymania koniunktury, przeciwdziałania bezrobociu i bankructwom firm jest nie tylko dopuszczalne, ale wręcz zalecane. Dziś wielu ekonomistów²⁰ uważa, że co do zasady zalecenia Keynesa były trafną odpowiedzią na światowy kryzys, podobnie jak akceptuje się dziś wdrożenie fiskalnych pakietów wspierających gospodarkę w okresie pandemii.

Argumentację na rzecz zadłużania się w dłuższym okresie przedstawił Robert Mundell, laureat Nagrody Nobla z ekonomii z 1999 r. Dowodził on, że wzrost długu publicznego może reprezentować bogactwo, ale tylko wtedy, kiedy stymulacja fiskalna – czy to poprzez wzrost wydatków, czy obniżenie podatków – przyniesie dochody podatkowe z powodu pobudzenia wzrostu gospodarczego na tyle wysokie, aby co najmniej spłacić odsetki z obligacji skarbowych. W tym sensie narastanie długu może być tożsame ze wzrostem bogactwa. Oczywiście ta koncepcja może się sprawdzić tylko wtedy, kiedy efekty wzrostu pobudzone dodatkowymi rządowymi wydatkami potrafią udźwignąć koszty wzrostu zadłużenia. Problem pojawia się, gdy zaciągany dług nie powoduje wzrostu gospodarczego na zadowalającym poziomie.

Argumentację na rzecz zadłużania formułują zwolennicy nowoczesnej teorii monetarnej (MMT). Niektórzy ekonomiści dostrzegają wspólne punkty MMT z keynesizmem (np. Newman 2020), choć inni postkeynesiści, jak Paul Krugman (2019), odżegnują się od MMT. Z kolei niektórzy zwolennicy tej koncepcji, jak L. Randall Wray, sami nazywają siebie neochartalistami.

²⁰ Patrz <https://www.igmchicago.org/surveys/economic-stimulus-revisited/>.

W ostatnim roku na skutek zainteresowania kilku czołowych polityków amerykańskich, a wśród nich Bernie Sandersa, MMT zyskała popularność wśród polityków. W 2019 r. wydany został pierwszy podręcznik akademicki na podstawie tej teorii. Mimo to jednak większość ekonomistów nie zalicza MMT do teorii, wytykając błędy definicyjne oraz brak spójności.

Niezależnie od tych opinii warto przyjrzeć się podstawowym założeniom i tym, co różni ją od ekonomii keynesowskiej głównego nurtu. Punktem wyjścia rozważań jest podkreślenie nieograniczonych możliwości kreacji pieniądza przez państwo. W ślad za tym idą odważniejsze stwierdzenia, że państwo może dowolnie zwiększać podaż pieniądza bez ryzyka bankructwa. „Suwerenne państwo nie może stać się niewypłacalne we własnej walucie” – argumentuje neochartalista L. Randall Wray. Skoro państwo jest monopolistą walutowym, bankructwo państwa jest decyzją wyłącznie polityczną, ponieważ mając możliwość nieograniczonej emisji pieniądza, zawsze może spłacić swoje zobowiązania.

MMT łączy tym samym bezsporne oczywistości, takie jak nieograniczone możliwości zwiększania podaży pieniądza przez państwo, z nieuznawaniem skutków takich działań, zwłaszcza inflacji. Nie mając żadnego hamulca, np. w postaci zagrożenia inflacją i jej skutkami, państwo może emitować pieniądze na pokrycie swoich wydatków, bez względu na rozmiar deficytu budżetowego. Na ten problem zwracają uwagę również postkeynesiści, a wśród nich noblista Paul Krugman, który podkreśla, że MMT ignoruje inflacyjne konsekwencje zadłużania się w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego. Jego zdaniem państwa nie mogą bezkarnie zwiększać podaży pieniądza.

Należy również zwrócić uwagę na to, że MMT niekiedy zanadto upraszcza i ignoruje obecny ład instytucjonalny. O jaki rząd chodzi, gdy mowa o tym, że rządy zwiększają podaż pieniądza? Przecież to bank centralny i banki komercyjne, udzielając kredytów, odpowiadają za podaż pieniądza. MMT nazywa „rządem” skonsolidowany podmiot składający się z rządu i banku centralnego. Myślenie o tej fuzji instytucjonalnej może nawiązywać do luzowania ilościowego polegającego na skupowaniu obligacji skarbowych i innych aktywów przez banki centralne, ale przecież to również zawsze był element ekonomii głównego nurtu.

Nawet jednak taki „rząd” nie może dowolnie zwiększać podaży pieniądza, aby finansować swoje wydatki. Ciągły wzrost podaży pieniądza na finansowanie wydatków może spowodować inflację, a nawet hiperinflację. Wysoka inflacja może obniżyć dochody z emisji pieniądza. Hiperinflacja może być postrzegana jako częściowa niewypłacalność, ale również prowadzić do rzeczywistego bankructwa państwa. Państwa nie mogą bezkarnie zwiększać podaży pieniądza.

Zwolennicy MMT dostrzegają zagrożenie wynikające z inflacji, uważają jednak, że nie stanowi ona problemu, ponieważ można ją kontrolować, podnosząc lub obniżając podatki. Gdy ceny szybko rosną, państwo zdejmuje „nawis inflacyjny” z rynku przez podniesienie podatków. Bez inflacji większe deficyty mogą wzmocnić wzrost, ale kiedy gospodarka zaczyna się rozpędzać i pojawia się inflacja, konieczna jest interwencja fiskalna. W odróżnieniu od myśli głównego nurtu inflacja jest więc kontrolowana za pomocą polityki fiskalnej, a nie monetarnej. A więc zupełnie odwrotnie do obecnego ładu instytucjonalnego, w którym to niezależny bank centralny odpowiada za kontrolę ceny pieniądza. Ale przecież podatki, wbrew temu, co głosi MMT, wcale nie są środkiem, przy pomocy którego można łatwo ograniczyć inflację, ponieważ wzrost podatków wcale nie zmniejsza podaży pieniądza, tylko redystrybuuje środki z sektora prywatnego do publicznego. Tu też powstaje pytanie, kto i w jaki sposób określi i zmierzy nawis inflacyjny? Politycy czy centralny planista? Powstaje pytanie, czy politycznie realne jest nagłe zbieranie nawisu inflacyjnego podatkami, na przykład w okresie przedwyborczym. Czy politycy i ekonomiści, którzy często dla celów ideologicznych i populistycznych postulują wdrażanie postulatów MMT, zdecydują się potem na zbieranie nawisu inflacyjnego podatkami? Z historii wiemy, że nie.

Ponadto MMT abstrahuje od ładu międzynarodowego. Takiego modelu nie da się wprowadzić w jednym kraju UE. To jest niemożliwe i nieprawdopodobne. Trudno sobie także wyobrazić pełny model MMT w otwartej gospodarce. Czy jest możliwa wymiana handlowa kraju z wdrożonym MMT z krajem, który nie wprowadzi MMT? Czy „drukowana” w sposób nieograniczony waluta może być wymienialna? Jest to raczej abstrakcyjny zbiór postulatów, niektórzy ekonomiści określają ją nawet mianem „magicznej” teorii monetarnej.

Podsumowując, MMT wydaje się kuszącą teorią dla polityków w czasach niskiego wzrostu, stóp procentowych bliskich zeru i niskiej inflacji. Inflacja zawsze może jednak wrócić, a stopy procentowe nie pozostaną niskie na zawsze. Co więcej, MMT ignoruje efekt redystrybucji zasobów i siły produkcyjnej z sektora prywatnego do publicznego, gdy rząd za dodrukowane pieniądze wdraża politykę fiskalną. Tego typu działanie na dłuższą metę prowadzi do większego udziału państwa w PKB. A to z kolei może prowadzić do spadku wolności ekonomicznej i dynamizmu gospodarki.

6. Kryzysy zadłużenia

Historyczna analiza kryzysów zadłużenia finansów publicznych może przybliżyć do odpowiedzi na najważniejsze pytanie tego opracowania, mianowicie, do jakiego stopnia państwo może bezkarnie brnąć w długi. Kryzysy zadłużenia (*sovereign debt crisis*) często nazywane bankructwem państwa (*sovereign default*) definiowane są jako odmowa spłaty długu, najczęściej na skutek niewypłacalności, która wynika z nadmiernego zadłużenia państwa. Określenie „kryzys zadłużenia” jest właściwszym określeniem również dlatego, że są to zjawiska ze swej istoty przejściowe, z kryzysów się wychodzi. Bankructwo państwa to zupełnie co innego niż bankructwo firmy.

BANKRUCTWO PAŃSTWA

Po pierwsze dlatego, że po bankructwie firma znika z rynku, a państwo nie przestaje istnieć. Po drugie dlatego, że decyzje o niewypłacalności państwa nie są wyłącznie wynikiem rachunku finansowego, ale również oceny skutków społeczno-gospodarczych. Z tego powodu rządy mają większy kłopot z ogłaszaniem niewypłacalności wobec własnych obywateli, kiedy dochodzi do kryzysu na długu wewnętrznym niż wobec zagranicznych wierzycieli. Mówiąc prościej, w odniesieniu do kryzysu niewypłacalności państwa mówimy o długu wewnętrznym jako zaciąganym we własnej walucie wobec własnych obywateli, a długu zewnętrznym, zwanym również zagranicznym, jako zaciągniętym u kredytodawców poza granicami państwa. Choć znacznie większa część zadłużenia to dług wewnętrzny, w badaniach kryzysów dominuje analiza kryzysów zadłużenia zewnętrznego. Po trzecie, w związku z uwzględnieniem rachunku społecz-

no-gospodarczego niewypłacalność następuje przed wyczerpaniem zasobów państwa. A to z kolei zwiastuje możliwość odbudowy finansów publicznych. Nawet tzw. państwa upadłe z biegiem lat potrafią stopniowo przywrócić swoje podstawowe funkcje, w tym zbierania podatków, wreszcie powrócić do emisji nowego długu.

Dramatycznie brzmiące sformułowanie „bankructwo państwa” ma na celu wyłącznie podkreślenie, że skutki zadłużenia są wyjątkowo dramatyczne dla gospodarki oraz że akcentuje się niewypłacalność. Należy tu podkreślić, że w przeciwieństwie do przedsiębiorstwa nad państwem nie ma żadnego prawa ani ponadnarodowej instytucji, która mogłaby zmusić rząd do spłaty długu. Dlatego równie ważna jak zdolność do regulowania zobowiązań jest skłonność rządu, aby to uczynić. Należy przypomnieć, że w przeszłości miały miejsce taktyczne odmowy spłaty zadłużenia pomiędzy wrogimi sobie państwami. Warto podkreślić, że trafniejsze jest identyfikowanie kryzysów poprzez zaistnienie zdarzenia niewypłacalności niż poprzez progi ilościowe, takie jak poziom inflacji czy spadek kursu waluty spowodowane bankructwem.

W raporcie zamiennie używamy określeń bankructwo państwa, kryzys wypłacalności lub kryzys zadłużenia, pojęcie kryzys finansowy rezerwując dla kryzysów bankowych. Warto przy tej okazji dodać, że nieco szerszym pojęciem niż kryzys zadłużenia jest kryzys finansów publicznych, ponieważ może on odnosić się do czasowych trudności płynnościowych budżetu, a nie przekształcenia braku płynności w niewypłacalność. Z drugiej strony kryzys zadłużenia może być pojęciem nieco szerszym i obejmować również sytuacje, w których nie dochodzi do niewypłacalności sensu stricto, ale tylko dlatego, że państwu została zawczasu udzielona pomoc międzynarodowa.

Restrukturyzacja zadłużenia pozostałego po PRL w latach 90.

Stan niskiego zadłużenia zagranicznego w okresie PRL utrzymywał się do roku 1971. Po zastąpieniu Władysława Gomułki (znanego z niechęci do zaciągania kredytów) przez Edwarda Gierka nastąpiło przyspieszenie zadłużania kraju za granicą. W połowie lat 70. zadłużenie z tytułu kredytów krótkoterminowych, którymi łatano dziury w spłatach (bo dochody

z eksportu były za niskie), zaczęło rosnąć szybciej niż zadłużenie ogółem. Nominalne zadłużenie w 1970 r. wynosiło jedynie 1,1 mld dolarów, w 1976 r. już 8,4 mld, a w 1980 r. 24,1 mld dolarów.

Według szacunkowych danych tylko 20% otrzymywanych w latach 70. kredytów przeznaczono na finansowanie inwestycji i wzrostu mocy wytwórczych. Główną ich część (ok. 65%) wykorzystano na import surowców i materiałów do produkcji. Reszta (ok. 15%) sfinansowała zakup artykułów konsumpcyjnych, przede wszystkim produktów rolnych, gdyż krajowa produkcja żywności nie nadążała za wzrostem konsumpcji.

W 1981 roku rząd gen. Jaruzelskiego poinformował Klub Paryski (skupiający wierzycieli rządowych) o wstrzymaniu spłat zadłużenia zagranicznego z powodu niewypłacalności PRL. Płacono jednak raty kredytów zaciągniętych w bankach komercyjnych w strachu, że nieprzejednani zachodni finansisci za długi zaczną zajmować np. polskie samoloty czy statki, na domiar złego z całym ładunkiem (innym przejawem tej obawy było przeładowanie statków Polskich Linii Oceanicznych, aby nie były aresztowane).

W latach 1981–1989 spłacano część odsetek, jednocześnie rosło średnie oprocentowanie zadłużenia, sięgając 10%. W końcu 1989 r. całkowity dług zagraniczny wynosił 42,3 mld dolarów, w tym 40,8 mld dolarów w walutach krajów zachodnich i 1,5 mld dolarów w walutach krajów socjalistycznych (w latach 80. narastało również zadłużenie w rublach transferowych, osiągając w 1988 r. poziom 6,5 mld) – była to równowartość 64,8% ówczesnego dochodu narodowego. W 1989 r. powołany został Fundusz Obsługi Zadłużenia Zagranicznego, którego zadaniem miało być skupowanie polskiego długu poniżej ceny nominalnej (było to działanie niezgodne z prawem międzynarodowym).

W pierwszej połowie lat 90. nastąpiła restrukturyzacja i umorzenie części strumienia rat kapitałowych oraz odsetek należnych za lata 1991–2003.

Operacja była możliwa dzięki – jak się powszechnie sądzi – poparciu USA po udanej akcji polskiego wywiadu w Iraku w 1990 r. (I wojna w Zato-

ce Perskiej). W I etapie, rozpoczętym 1 kwietnia 1991, zadłużenie zostało zmniejszone o 30% II etap redukcji zadłużenia rozpoczął się 21 kwietnia 1994 r., a jego realizacja miała przynieść w efekcie zmniejszenie zadłużenia o dalsze 20%. W październiku 1994 r., po długich negocjacjach trwających od roku 1991, został zredukowany dług wobec Klubu Londyńskiego (skupiającego wierzycieli prywatnych, głównie banki). Nowy harmonogram spłat (rosnących w czasie) zrestrukturyzowanego zadłużenia przewidywał, że zwrot polskiego długu wobec Klubu Paryskiego powinien nastąpić do 2014 r., wobec Klubu Londyńskiego natomiast – do 2024 r. Jednak dzięki wcześniejszym spłatom 31 marca 2009 r. Polska ostatecznie spłaciła wszystkie swoje zobowiązania wobec Klubu Paryskiego, a 29 października 2012 r. poinformowano o spłacie całego długu z czasów Gierka.

Kredyty zagraniczne PRL mające przyczynić się do zmniejszenia dysproporcji gospodarczych pomiędzy Polską a krajami Zachodu okazały się w rzeczywistości istotną barierą rozwoju.

POMOC MIĘDZYNARODOWA ZAPOBIEGA NIEWYPŁACALNOŚCI

W latach powojennych istotnie wzrosło znaczenie pożyczek udzielanych w takich sytuacjach rządowi przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), ale nadal mieliśmy do czynienia bankructwami, czyli zdarzeniami zawieszenia spłacania długów. Bez pomocy tego rodzaju pożyczkodawcy, typu pożyczkodawcy ostatniej instancji, skala bankructw byłaby wyższa. Rola MFW wzrosła jeszcze bardziej w okresie ostatniego światowego kryzysu finansowego, kiedy wiele państw zaczęło mieć kłopoty z płynnością, a nadal zamierzały regulować swoje zobowiązania. Tylko w latach 2009–2010, kiedy kryzys finansowy wywołał lub przyspieszył kryzysy zadłużenia, MFW uratował 21 państw przed bankructwem.

Uznając pozytywną rolę MFW w zapobieganiu bankructwom państw, należy wspomnieć, że niektórzy ekonomiści uważają, że istnienie instytucji pełniącej rolę ostatniej deski ratunku sprzyja kryzysom zadłużenia. Skoro

Fundusz jest zawsze gotowy do wsparcia, to może sprzyjać wystąpieniu pokusy nadużycia (*moral hazard*) wobec trzeciej strony z zasobnym portfelem. Konsekwencją takiej sytuacji jest to, że dłużnicy i wierzyciele mogą mocniej nakręcać spiralę zadłużenia.

KRYZYSY ZADŁUŻENIA A POZIOM ROZWOJU

Na przestrzeni wieków zmieniała się częstość bankructw, zmieniały się też przyczyny kryzysów zadłużenia. W przeszłości główną przyczyną były nadmierne wydatki związane z prowadzeniem wojen. W latach powojennych natomiast głównymi przyczynami była kombinacja następujących czynników: marnotrawnej polityki wydatkowej, nadmiernego zadłużenia w walutach obcych, utrzymywania sztywnego kursu walutowego, procyklicznej polityki makroekonomicznej czy kryzysów światowych (surowcowych, finansowych).

Reinhart i Rogoff w książce pod przewrotnym tytułem *Tym razem jest inaczej*: po zbadaniu kryzysów w 66 państwach na przestrzeni ośmiu wieków dowodzą, że kryzysy zdarzały się w przeszłości i będą się zdarzały w przyszłości. W początkowym okresie badanego okresu aż do końca XVIII w. rekordzistą była Francja z ośmioma kryzysami. Później z trzynastoma bankructwami prześcignęła ją Hiszpania. Tylko nieliczne, najmłodsze państwa, jak Australia, Nowa Zelandia, Kanada, Dania, Tajlandia i Stany Zjednoczone²¹, na przestrzeni ostatnich nieco ponad 200 lat uniknęły ogłoszenia niewypłacalności wobec zagranicznych wierzycieli. Autorzy twierdzą, że kraje rozwinięte nauczyły się jednak radzić sobie z kryzysami zadłużenia. Z kolei państwa rozwijające nadal chronicznie wpadają w pułapkę zadłużenia, mimo iż doskonale wiedzą o istnieniu takiego ryzyka oraz jego negatywnych skutkach dla gospodarki. **Państwa rozwijające się ogłaszają niewypłacalność przy znacznie niższym poziomie zadłużenia niż państwa rozwinięte. Zdarzało się, że wpadały w kryzys zadłużenia nawet przy poziomie zadłużenia zewnętrznego przekraczającego niewiele ponad 30% PKB.** W 2010 r. Rumunia z relacją długu do PKB poniżej 30% (29,9%), mając trudności w regulowaniu zobowiązań, zwróciła się do MFW i Komisji Europejskiej o pomoc, co kwalifikowałoby to zdarzenie jako kryzys zadłużenia. W końcu 2019 r. dług Rumunii wyniósł 35,2%, przy niższej rentowności obligacji skarbowych, co mogłoby wskazywać na niższą

²¹ Nie wliczając bankructw poszczególnych stanów, np. stanu Arkansas w 1933 r., za: Reinhart i Rogoff (2010).

premię z tytułu ryzyka niewypłacalności niż w roku 2010. **Potwierdza się, że trudno mówić o dopuszczalnym „bezpiecznym” poziomie zadłużenia, poniżej którego państwu nie grozi kryzys.** Reinhart i Rogoff wskazują, że **nieco ponad połowa (51,7%) krajów przechodzących kryzysy niewypłacalności w latach 1970–2008 miało zadłużenie zewnętrzne na poziomie niższym niż 60% PKB.** Ale też pokazują, że poziom ten zmienia się w czasie i zależy od wielu czynników, o których już wspomniano wyżej. Wśród nich może odgrywać rolę wzmocnienie instytucji krajowych i zagranicznych takich jak MFW.

CZY ISTNIEJE DOPUSZCZALNY POZIOM ZADŁUŻENIA?

Skoro państwa wpadały w kryzysy zadłużenia przy różnych poziomach zadłużenia, to czy reguły dla limitu długu – jak te, które przewiduje polska konstytucja – w ogóle mają sens? W opinii znaczącej części ekonomistów nie ma ani optymalnego poziomu długu dla danej gospodarki, ani też maksymalnego progu długu, którego przekroczenie nieuchronnie prowadziłoby do niewypłacalności. W ostatnim dostępnym raporcie na temat kryzysów zadłużenia eksperci Banku Światowego²² wskazują, że w gospodarkach rozwiniętych po przekroczeniu 80% długu i jednoczesnym utrzymywaniu się deficytu na rachunku obrotów bieżących znacznie wzrasta ryzyko kryzysu finansowego.

Taki poziom publicznego zadłużenia może tłumaczyć kryzys grecki z 2010 r., choć należy przypomnieć, że jeszcze rok wcześniej inwestorom nie przeszkadzał wysoki poziom długu tego kraju powyżej 100% PKB, przy utrzymującym się od lat deficycie na rachunku obrotów bieżących.

Ponieważ w odniesieniu do państwa nie ma żadnej instytucji, która mogłaby wymusić spłatę długu, możliwość pozyskiwania kapitału na rynkach finansowych zależy od ich tzw. nietolerancji na zadłużanie się (*debt intolerance*)²³. Państwa rozwijające mają wyższą nietolerancję wobec zadłużenia. Mogą łatwiej wpaść w pętlę zadłużenia: brak zaufania rynków, wzrost ren-

²² Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, Naotaka Sugawara (2021). *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1544-7.

²³ Pojęcie nietolerancji długu oznacza niezdolność państw rozwijających się do zarządzania długiem zewnętrznym w takim samym stopniu, w jakim poradziłyby sobie z takim długiem w tych samych okolicznościach państwa rozwinięte (pojęcie to zaproponowane zostało przez Carmen Reinhart, Kennetha Rogoffa i Miguela Savastano).

towności długu publicznego, niechęć do spłacania odsetek zagranicznym wierzycielom. Im większa nietolerancja na zadłużanie, tym większe potencjalne ryzyko niewypłacalności. Mimo lekcji z przeszłości, dług publiczny w gospodarkach wschodzących nadal rośnie.

Naturalnie państwa lepiej rozwinięte mogą lepiej tolerować zadłużanie się. Najczęściej przywołuje się przykład Japonii. Kraj ten ma najwyższy poziome zadłużenia na świecie w wysokości 223% PKB w roku 2019 r., a nadal emituje obligacje z ratingiem inwestycyjnym. Ta niezwykła odporność czy umiejętność niewpadania w kryzys opiera się na kombinacji wielu czynników: wiarygodności polityki gospodarczej, dodatniego salda bilansu płatniczego, zasobności krajowego kapitału, dzięki czemu możliwe jest emitowanie długu we własnej walucie kierowanej do krajowych inwestorów, co przekłada się na odporną wobec ryzyka kryzysu strukturę wierzycieli. W Japonii obligacje skarbowe w zdecydowanej większości są denominowane w jenach i znajdują się w posiadaniu inwestorów krajowych, w tym ok. 70% w posiadaniu japońskiego banku centralnego.

Dług jak w soczewce pokazuje, jaka była polityka gospodarcza, jakie były przeszłe deficyty. Z kolei cena długu świadczy o postrzeganiu wiarygodności państwa i poziomie jego nietolerancji na zadłużenie. **Znakiem ostrzegawczym zbliżających się problemów są spadające ceny długu publicznego: świadczy to o tym, że inwestorzy żądają wyższych rentowności, ponieważ rośnie premia za ryzyko niewypłacalności. Jeśli inwestorzy wstrzymują się z kupnem obligacji skarbowych, to wcale nie oznacza, że emitent ma obecnie problemy ze spłatą długu. Ich obawy mogą dotyczyć terminów przyszłych, kiedy nastąpi wykup obligacji skarbowych.** Jednak niemożność zrolowania zapadającego długu jest poważnym problemem dla rządu²⁴. W takim przypadku brak zaufania ujawnia się szybko, jak tylko inwestorzy wyczują, że państwo ma trudności z płynnością finansów publicznych lub zamierza wstrzymać terminowe regulowanie zobowiązań²⁵.

W tym miejscu należy wspomnieć o instrumencie pochodnym (derywacie) stanowiącym zabezpieczenie w przypadku niewywiązywania się dłużnika ze spłaty zadłużenia, jakim są swapy ryzyka kredytowego (CDS, credit default swap). CDS

²⁴ Więcej o rolowaniu długu patrz rozdziale 4.

²⁵ O reakcji krańcowych stóp oprocentowania obligacji w okresie bezpośrednio przed wybuchem kryzysu zadłużeniowego więcej w rozdziale 4.

jest umową, w ramach której jedna ze stron transakcji w zamian za uzgodnione wynagrodzenie zgadza się na spłatę długu należnego drugiej stronie transakcji od innego podmiotu – podstawowego dłużnika – w przypadku wystąpienia uzgodnionego w umowie CDS zdarzenia kredytowego (w praktyce zdarzeniem tym jest niespłacenie podstawowego długu przez podstawowego dłużnika). Inaczej mówiąc, CDS to umowa, w której jedna strona płaci drugiej pewną sumę pieniędzy, a ta w zamian zobowiązuje się pokryć zadłużenie, gdy dłużnik pierwszej przestanie spłacać kredyt (dług). Jeśli ryzyko takiej sytuacji rośnie, cena CDS również wzrasta. Tym samym w ramach transakcji CDS ryzyko kredytowe (ryzyko, że dług nie zostanie spłacony) zostaje przeniesione. Cena CDS ustalana jest jako procent wartości odnośnego zobowiązania, płatny w skali roku. Podstawowym czynnikiem wpływającym na cenę CDS jest poziom ryzyka w transakcji (ryzyka, że podstawowy dłużnik nie będzie w stanie spłacić zobowiązania). Poziom tego ryzyka określany jest przez rynek m.in. na podstawie ratingów przyznawanych przez agencje ratingowe. Jednak podobnie jak one ceny CDS nie były w stanie odpowiednio wcześniej zasygnalizować zbliżającego się problemu obsługi długu publicznego przez niektóre kraje UE na początku drugiej dekady XXI w.

DYNAMIKA KRYZYSU ZADŁUŻENIA

Nie ma wtedy specjalnie znaczenia, czy iskrą, która wywołała kryzys, były czynniki wewnętrzne czy zewnętrzne. Owszem, co najmniej połowa kryzysów wypłacalności została wywołana szokami zewnętrznymi, takimi jak nagłe wzrosty światowych stóp procentowych. Wtedy kraje z wyższym zadłużeniem zewnętrznym i niższymi rezerwami walutowymi stają się bezbronne. Dlatego istotnymi czynnikami, obok nietolerancji na zadłużanie się jest struktura długu, podział na dług wewnętrzny i zewnętrzny, ale także, co się z tym wiąże, na rodzaj waluty, w której emitowany jest dług, a także w mniejszym stopniu na terminy zapadalności długu. **Choć samo ogłoszenie niewypłacalności jest tylko iskrą, należy pamiętać, że wywołuje ją zaciskająca się pętla zadłużenia. Decyzje o zadłużeniu podejmuje rząd, ale to inwestorzy na rynku finansowym decydują o tym czy po jakiej cenie dalej będą pożyczać rządowi.**

Cechą wspólną przyczyn kryzysów jest to, że państwa zaczęły się zadłużać w okresach niskich realnych stóp procentowych, często towarzyszyły im zmiany na rynkach finansowych, które promowały zaciąganie pożyczek. Ponadto

często narastanie długów było powiązane ze strategią zastępowania importu (zamiast strategii promocji eksportu), co prowadziło do lokowania przez państwo kapitału w sektory, które okazywały się nieefektywne i niekonkurencyjne na światowym rynku. Do wybuchu kryzysów niewypłacalności najczęściej dochodziło wskutek wstrząsów w światowej gospodarce, które prowadziły do rosnącej awersji do ryzyka inwestorów i powodowały gwałtowne zatrzymanie napływu kapitału, potrzebnego do refinansowania długu.

Zaciskanie się typowej pętli zadłużenia ma swoją chronologię: wzrost zadłużenia, inwestorzy oczekują wyższej premii za ryzyko, wzrasta rentowność obligacji skarbowych, które umożliwiają spłatę lub rolowanie długu, zmniejszają się potrzeby pożyczkowe państwa po wyższym koszcie długu, maleje płynność finansów publicznych, ryzyko płynności przechodzi w niewypłacalność. To z kolei prowadzi do ograniczenia nie tylko inwestycji publicznych, ale również ograniczenia handlu i przepływów finansowych. Prowadzi to do długotrwałych recesji, o łącznych skutkach znacznie wyższych niż te związane tylko ze wzrostem kosztów obsługi zadłużenia.

Koszty kryzysów zadłużenia zależą nie tylko od sytuacji wyjściowej, w jakiej znalazł się kraj, który zbankrutował, ale również od tego, jak dane państwo radzi sobie z wyjściem z kryzysu. Reinhart i Rogoff (2010) obliczyli, że największe skutki dla gospodarki miały kryzysy zadłużenia, które miały swoje źródło w kryzysach pochodzących z sektora finansowego. Obliczyli, że kryzysy bankowe spowodowały średni przyrost długu publicznego aż o 86% w ciągu pierwszych trzech lat od roku, w którym kryzys się rozpoczął.

Chociaż z kryzysami zadłużenia ostatnich lat najczęściej kojarzą się doświadczenia Argentyny i Grecji, największego bankructwa w relacji do wielkości gospodarki doświadczyła Islandia. Źródłem tego kryzysu była sytuacja w sektorze bankowym. Choć formalnie to nie rząd zbankrutował, musiał się zadłużyć w celu ratowania sektora bankowego, którego poziom zadłużenia w 2008 r. wynosił 50 mld dolarów, siedmiokrotnie przewyższył PKB tego kraju.

Reinhart i Rogoff (2010) wskazują, że skutki kryzysów objawiały się już na trzy lata przed wystąpieniem niewypłacalności i były dotkliwsze dla kryzysów zadłużenia wewnętrznego niż zewnętrznego. Przez trzy lata poprzedzające kry-

zys zadłużenia wewnętrznego PKB spadał średnio o 8%, a inflacja wynosiła średnio 170% w roku ogłoszenia niewypłacalności. Z kolei kryzys zadłużenia zewnętrznego powodował spadek PKB o 1,2% na trzy lata przed kryzysem, a inflacja średnio wyniosła 33% w roku ogłoszenia niewypłacalności. Oczywiście inflacja była przeważnie używana do ucieczki przed zadłużeniem.

Warto też wspomnieć, że czasami bankructwo jest lepszym rozwiązaniem dla przyszłości kraju niż honorowe spłacanie zobowiązań. Państwa, które za wszelką cenę próbowały spłacić swoje zobowiązania, zwłaszcza te denominowane w obcych walutach, prowadziły do dewastujących skutków społeczno-gospodarczych. Do takich państw należała Rumunia i Związek Radziecki. Rumuński dyktator Ceaușescu, próbując spłacić dług 9 mld dolarów, na długie lata wpędził swój kraj w poważny kryzys. Podobnie Związek Radziecki zdecydował się na długoletnią spłatę długu carskiego.

Głównym problemem dla wielu państw jest zdolność do trwałego zwiększenia wyjścia z pułapki zadłużenia w celu uniknięcia seryjnych kryzysów. Francja, która była pierwszym seryjnym bankrutem w latach 1558–1788, była też pierwszym krajem, który po całkowitej eliminacji długu wskutek hiperinflacji nauczył się radzić sobie z kryzysem zadłużenia. Trwałe ograniczenie zadłużenia przeważnie wymaga ogromnych wyrzeczeń. Ale jest to wynagrodzone niższym kosztem pożyczanego kapitału, odzwierciedlającym wiarygodność, wysoką tolerancję na zadłużanie i zdolność do radzenia sobie z kryzysem. Dzisiaj w seryjne kryzysy zadłużenia wpadają państwa rozwijające się, takie jak obecnie Wenezuela czy Argentyna. Często oznacza to odcięcie od finansowania zewnętrznego przez wiele lat.

NAJBARDZIEJ ZNANE KRYZYSY OSTATNICH LAT

Przykład Grecji i Argentyny – czyli krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju – pokazują dwa różne sposoby radzenia sobie z kryzysem zadłużenia, które uwzględniają różne konteksty instytucjonalne: przynależność Grecji do UE i do strefy euro, seryjne bankructwa mimo hojnych pakietów pomocowych MFW dla Argentyny.

Analiza obu tych przypadków potwierdza z jednej strony, że choć możliwe jest złagodzenie skutków możliwej niewypłacalności przy wsparciu między-

narodowych instytucji finansowych poprzez restrukturyzację długu i pomocy finansowej, to jednak bankructwa wskutek kryzysu zadłużenia spychają najczęściej w długotrwałą recesję.

Argentyna jest seryjnym bankrutem poczynawszy od 2001 r. aż do dziś. Do kryzysu zadłużenia Argentyny przyczyniło się kilka czynników: nadmierne wydatki budżetowe w latach 90., spadek cen produktów rolnych, które odgrywają istotną rolę w strukturze gospodarki i wymianie handlowej tego kraju, wzrost kursu dolara, który był mocno odczuwalny ze względu na sztywny kurs peso do dolara, brak dotrzymywania uzgodnień z MFW dotyczących redukcji deficytu budżetowego. Iskłą, która przyspieszyła ogłoszenie częściowego bankructwa, była odmowa wypłaty transzy pożyczki przez MFW w grudniu 2001 r. To spowodowało ucieczkę kapitału zagranicznego z Argentyny, trudności w wymianie handlowej, ograniczenia dotyczące transferu kapitału, wzrost bezrobocia i spadek PKB. Dopiero uwolnienie kursu peso od sztywnego kursu z dolarem stopniowo przywróciło konkurencyjność argentyńskiego eksportu i przyniosło wzrost gospodarczy od w 2003 r. Przez ok. 20 lat Argentyna prowadziła rozmowy z wierzycielami w celu restrukturyzacji długu, co nie zawsze się udawało i co jakiś czas ogłaszała częściowe bankructwa.

Grecja w chwili wybuchu kryzysu miała wyższy poziom rozwoju niż Argentyna, być może powinna być państwem, które samo poradzi sobie z wyjściem z kryzysu zadłużenia. Ale to okazało się niemożliwe. Bez pomocy Unii Europejskiej i wsparcia MFW sama Grecja, niemająca własnej waluty, nie była w stanie poradzić sobie z kryzysem. W czasie kryzysu finansowego bankructwo Grecji mogło doprowadzić do przeniesienia kryzysu („zarażenia”) na inne państwa należące do strefy euro. W sumie w latach 2010–2015 otrzymała od Unii Europejskiej pomoc w łącznej wysokości około 240 mld euro. Wskutek wdrożenia programu oszczędnościowego w ciągu trzech lat deficyt budżetowy spadł z 16% do 8% PKB, ale jednocześnie Grecję dotknął poważny spadek PKB w wysokości 30% w okresie pięciu lat od wybuchu kryzysu (w latach 2008–2013). Dopiero po pięciu latach kraj ten wrócił na ścieżkę równowagi fiskalnej i w czerwcu 2018 r. państwa UE zdecydowały o zakończeniu programu pomocowego. Poziom długu do PKB się ustabilizował, choć na bardzo wysokim poziomie.

Kryzys grecki sprowokował wiele dyskusji o kosztach zastosowanych instrumentów wychodzenia z kryzysu zadłużenia. Dziś wielu ekonomistów wskazuje, że tak duży spadek PKB Grecji należy wiązać ze zduszeniem gospodarki w wyniku wprowadzeniu programu oszczędnościowego zwanego jako „austerity”, aby podkreślić radykalność rozwiązań w obszarze cięcia wydatków, wzrostu podatków czy prywatyzacji. Teza o tym, że lekarstwo było gorsze do choroby, wydaje się jednak fałszywa, zważywszy, że dług publiczny Grecji przed kryzysem, w 2009 r., przekraczał 100% PKB. Trudno rozważać alternatywne scenariusze rozwoju, ale Grecji groziła zapaść gospodarcza, spowodowana przez populistyczną politykę gospodarczą i nagłą utratę zaufania inwestorów, gdy nowy rząd ogłosił, że deficyt budżetowy wyniósł 15% PKB, a nie 5,8% PKB, jak deklarował poprzedni rząd. Fałszowanie danych przekazywanych do Eurostatu przez wcześniejsze rządy dołało oliwy do ognia i wywołało nagły spadek zaufania rynków finansowych do Grecji. Wtedy oprocentowanie 5-letnich obligacji wzrosło do 14% i rząd grecki nie miał innego wyboru jak tylko zwrócić się o pomoc do instytucji europejskich i MFW. Mówiąc o „scenariuszu greckim”, odnosimy się do powstania pętli zadłużenia na skutek prowadzenia nieodpowiedzialnej polityki gospodarczej, której konsekwencją jest bankructwo państwa i długotrwała recesja gospodarcza.

Program oszczędnościowy w Grecji, rozwijany w 14 pakietach oszczędnościowych (*austerity packages*), zawierał w szczególności:

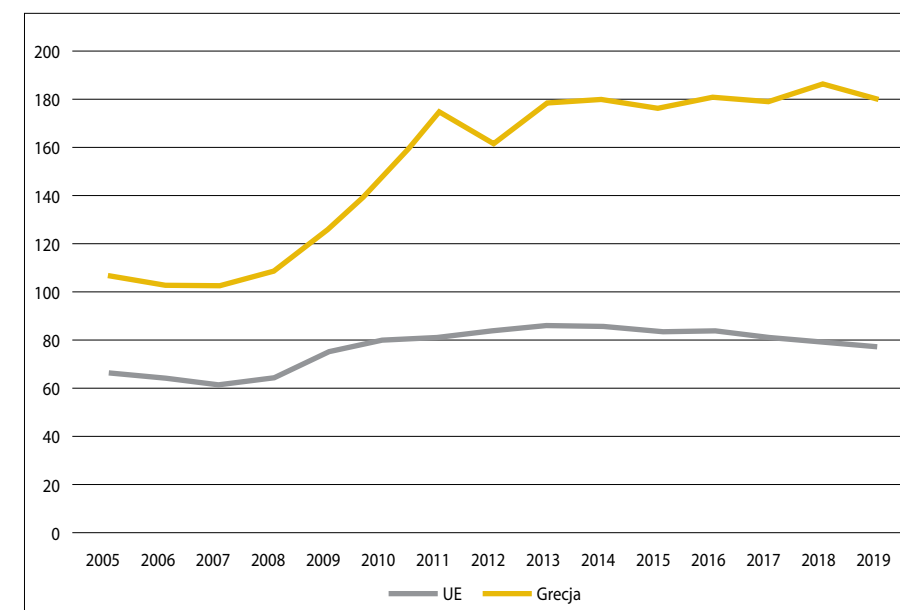
- zamrożenie, a potem kilkukrotne obniżenie wynagrodzeń pracowników państwowych (w sumie o kilkadziesiąt procent), kilkukrotne obcięcie ich dodatkowych świadczeń (13. i 14. pensji) i nagród i innych bonusów, ograniczenie nadgodzin, podróży służbowych
- obniżenie 13. i 14. emerytury o kilkadziesiąt procent, wprowadzenie kryterium dochodowego dla 13. i 14. emerytury, znacznie ograniczające grupę ich beneficjentów
- kilkukrotne obniżanie emerytur (w sumie o kilkadziesiąt procent), wprowadzanie różnych kryteriów w wypłacaniu emerytur i rent mających na celu znaczące ograniczenie wydatków na tę grupę świadczeniobiorców, podwyższenie składki zdrowotnej dla emerytów i rencistów
- podwyższanie stawek VAT, likwidacja obniżonych stawek VAT dla wysp greckich, podwyższenie podatku od paliw oraz importowanych samochodów, podatków od dóbr luksusowych i używek

- prywatyzacja wielu przedsiębiorstw państwowych, likwidacja części przedsiębiorstw deficytowych
- znaczące zmniejszenie liczby jednostek samorządu terytorialnego, konsolidacja szkół państwowych
- wprowadzanie specjalnego podatku dla najwyżej zarabiających (kilkukrotnie podwyższanego i modyfikowanego), obniżenie kwoty wolnej w podatku dochodowym
- podwyższenie wieku emerytalnego dla kobiet z 60 do 65 lat, a potem wieku emerytalnego wszystkich do 67 lat, powiązanie wieku emerytalnego z dalszą oczekiwaną długością życia, wydłużenie średniego efektywnego wieku emerytalnego urzędników państwowych, likwidacja wczesnych emerytur, zmiana formuły naliczania emerytur, wprowadzenie bardziej restrykcyjnych warunków uzyskania emerytury wojskowej
- wprowadzenie nadzwyczajnego podatku od zysków przedsiębiorstw
- aktualizacja wartości nieruchomości (ich podwyższenie w celu uzyskania wyższych dochodów z opodatkowania nieruchomości)
- ograniczenie zatrudnienia w sferze budżetowej
- obniżenie płacy minimalnej (o kilkadziesiąt procent), zmiany w prawie pracy mające na celu ułatwienia w zwalnianiu pracowników
- cięcia w wydatkach na opiekę zdrowotną i wydatkach obronnych
- otwarcie wielu sektorów na konkurencję (reformy strukturalne w sektorze zdrowia, turystycznym i nieruchomości), liberalizacja dostępu do wielu zawodów
- dokapitalizowanie banków
- wprowadzenie podatków sektorowych w rolnictwie, dla wolnych zawodów, w edukacji prywatnej, w przemyśle stoczniowym
- podwyższenie odsetek ustawowych
- likwidacja wielu specjalnych funduszy i ich konsolidacja z budżetem centralnym
- podwyżki składek ubezpieczeń społecznych

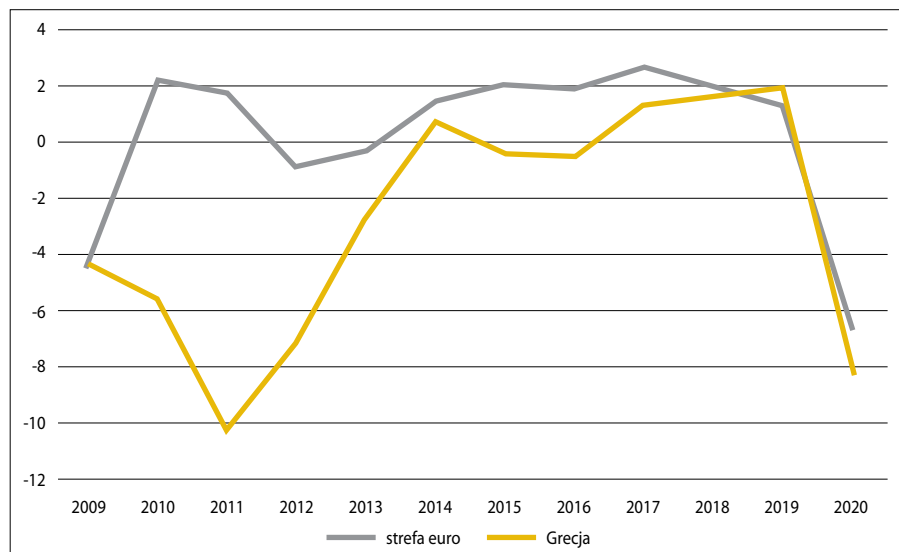
Grecja *de facto* nie miała wyjścia i była zmuszona, często przy bardzo gwałtownym oporze społecznym, do wprowadzania tych mało popularnych zmian i działań, których skala często była bardzo duża (np. kilkudziesięcioprocentowe cięcia płac czy emerytur). Ich skutkiem makroekonomicznym była m.in. przedłużająca się recesja i wzrost bezrobocia. To sprawiło, że mimo podejmo-

wanych działań deficyt (i dług) nie obniżał się w oczekiwanym tempie (dług w warunkach recesyjnych rósł w relacji do PKB), co skutkowało koniecznością szukania kolejnych obszarów, w których można ciąć wydatki publiczne bądź nakładać nowe obciążenia podatkowe czy parapodatkowe. Konieczne było również szukanie dochodów jednorazowych, przede wszystkim wynikających z prywatyzowania aktywów państwowych. Skutkiem politycznym powyższych zmian był brak stabilności większości rządowej i kilkukrotne przedterminowe wybory. Powrót Grecji na rynki finansowe następował stopniowo: pierwsze obligacje, 3-letnie, były sprzedawane po czterech latach od początku kryzysu, w 2014 r. Sprzedaż obligacji o najdłuższym terminie wykupu (30-letnich), oznaczający pełny powrót Grecji na rynek długu od wybuchu kryzysu zadłużenia w tym kraju, miała miejsce w ...2021 r. W podobny sposób, stopniowo, wracały do normalności rentowności. Początkowo, w 2014 r., były kilkukrotnie wyższe (cztero-, pięciokrotnie) niż rentowności Niemiec. Obecnie rentowności greckich obligacji 10-letnich wynoszą około 1%, podczas gdy analogiczne obligacje niemieckie są lekko ujemne (około -0,1%), a polskie około 1,8%.

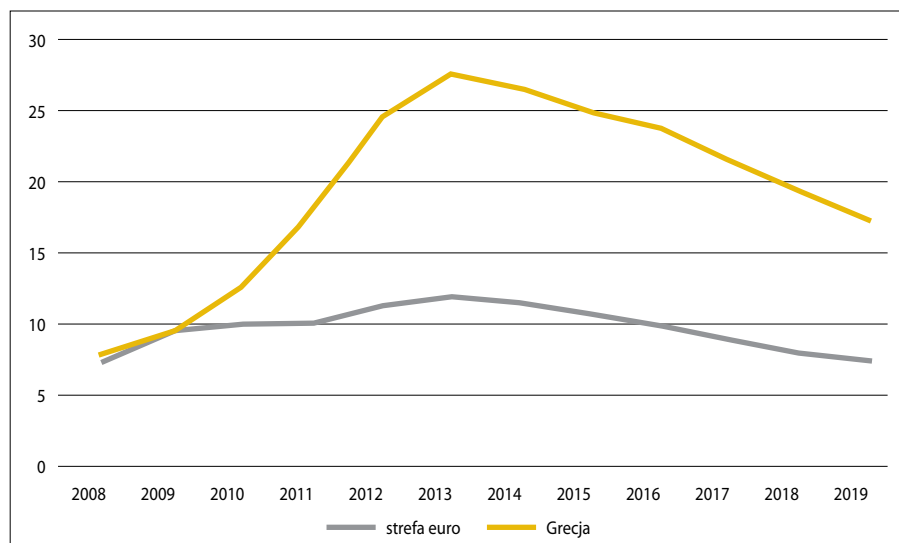
Wykres 16. Dług publiczny Grecji na tle długu publicznego w całej UE (% PKB)



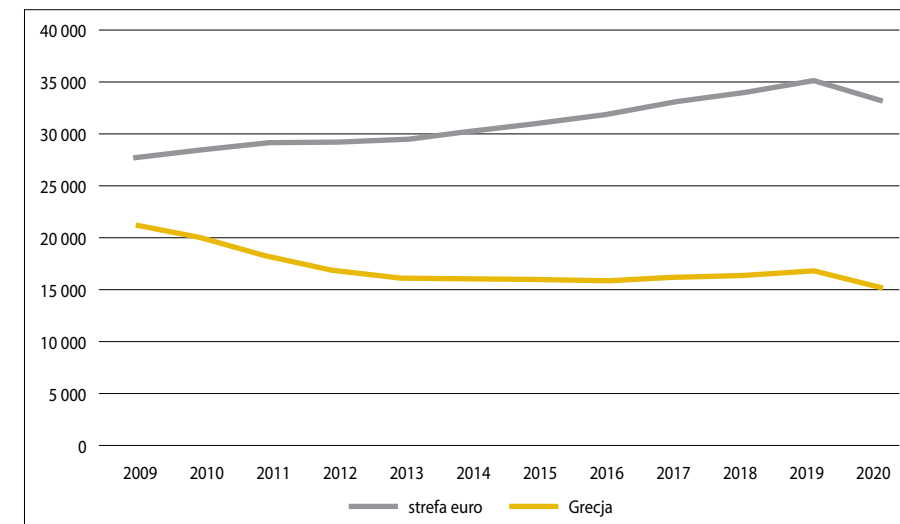
Wykres 17. Wzrost gospodarczy (PKB) w ujęciu realnym – wskaźniki roczne



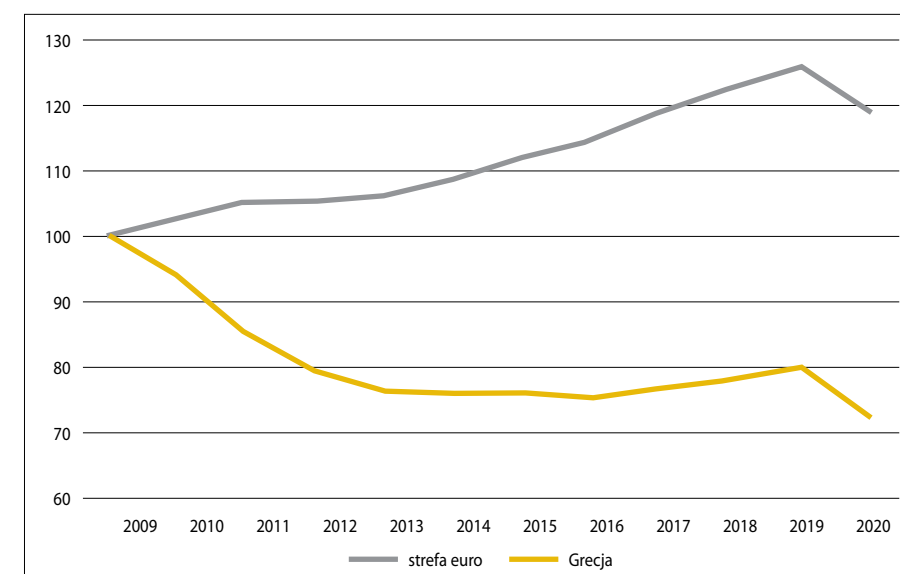
Wykres 18. Stopa bezrobocia



Wykres 19. PKB per capita (euro)



Wykres 20. PKB per capita (euro, 2009 = 100)



KOSZTY KRYZYSU ZADŁUŻENIA

Konsekwencje kryzysu zadłużenia zależą od wielu czynników, takich jak poziom rozwoju państwa, struktura wierzycieli, walutowa struktura długu, ale również od uwarunkowań instytucjonalnych, jak zdolność do zawarcia porozumienia restrukturyzacji długu czy możliwości deflacji długu poprzez pobudzenie inflacji, denominację lub dewaluację.

Z badań empirycznych wynika, że koszty kryzysów zadłużenia dla gospodarki są znaczne, szczególnie krótko- i średniookresowe. Przeważnie na te koszty składają się na koszty związane z zaburzeniami wymiany handlowej, koszty związane z funkcjonowaniem systemu finansowego, koszty reputacyjne oraz koszty polityczne. Największe koszty związane są z ograniczeniem handlu zagranicznego, mniejsze – z ograniczeniami akcji kredytowej przez banki. Ograniczenie handlu, w tym zerwanie łańcuchów dostaw oraz trudności przedsiębiorstw w zapewnieniu finansowania działalności gospodarczej, mają wpływ na poziom aktywności gospodarczej. Według Forum Obywatelskiego Rozwoju przeciętne koszty kryzysu niewypłacalności państw powodują spadek PKB o 5–8% PKB w okresie ok. 8 lat po wybuchu kryzysu²⁶.

Największym kosztem o charakterze średnio- i długookresowym jest ten związany z obniżeniem wiarygodności państwa. Przejawia się najpierw nagłym wzrostem kosztów obsługi długu wskutek spadku ratingu obligacji skarbowych, ale później długo po wyjściu z kryzysu państwo musi płacić wierzycielom wyższą premię za ryzyko niewypłacalności, co podnosi koszt obsługi długu publicznego (Eaton, Gersovitz 1981). Wielu ekonomistów wskazuje też na inne koszty pośrednie, które są powiązane z obniżoną wiarygodnością państwa, wśród nich są m.in. koszty wynikające z embarga lub innych ograniczeń handlowych, na co zwracają uwagę Bulow i Rogoff (1989).

Oprócz kosztów ekonomicznych kryzysy zadłużenia powodują również wzrost niestabilności politycznej, dymisje rządów, skrócenie kadencji parlamentu, zamieszki i niepokoje społeczne, itp. Ponieważ politycy zdają sobie sprawę, że mogą zostać odsunięci od władzy, jeśli wybuchnie kryzys,

²⁶ R. Trzeciakowski (2021). *Ekonomiści debatują, a dług rośnie*. FOR Analiza 1/2021 https://for.org.pl/pliki/artykuly/7954_analiza12021ekonomisci-debatuja-a-dlug-rosnie.pdf.

dlatego wążąc interes własny i gospodarki, często próbują opóźnić moment ogłoszenia niewypłacalności, narażając w efekcie tym samym kraj na wyższe (choć opóźnione) koszty ekonomiczne.

7. Przejrzystość i wiarygodność finansów publicznych

Przejrzystość fiskalna to kompleksowość, jasność, rzetelność, terminowość i istotność publicznych sprawozdań dotyczących przeszłego, obecnego i przyszłego stanu finansów publicznych, w tym poziomu długu publicznego i tempa jego zmian. Ma ona kluczowe znaczenie dla skutecznego zarządzania finansami publicznymi i odpowiedzialności za nie. Pomaga zapewnić, by rządy miały dokładny obraz swoich finansów podczas podejmowania decyzji gospodarczych, w tym kosztów i korzyści wynikających ze zmian polityki oraz potencjalnego ryzyka dla finansów publicznych. Dostarcza również ustawodawcom, rynkom i obywatelom informacji, których potrzebują, aby pociągnąć rządy do odpowiedzialności. Większa przejrzystość fiskalna może również pomóc wzmocnić wiarygodność planów budżetowych danego kraju i może pomóc wzmocnić zaufanie rynku i postrzeganie wiarygodności i wypłacalności państwa przez rynek jako miejsce, gdzie państwa te zaciągają dług. Wiarygodność fiskalna ma swoją wartość: kraj o konsekwentnie solidnych (odpowiedzialnych) wzorcach zachowań polityki gospodarczej może bezpiecznie utrzymywać znacznie wyższy poziom zadłużenia (zbliżone do szacowanego limitu zadłużenia) niż kraje o słabszych „referencjach” w zakresie przejrzystości finansów publicznych i stabilizacji zadłużenia.

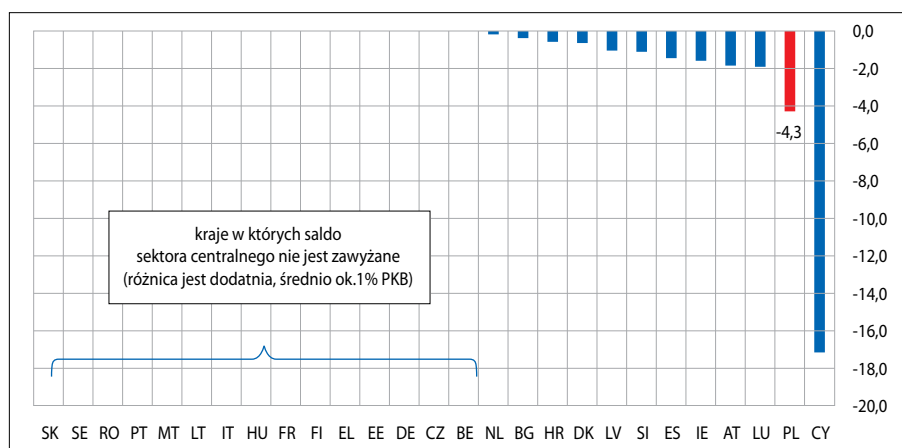
Jednym ze standardów²⁷ przejrzystości jest Kodeks przejrzystości budżetowej MFW (Kodeks)²⁸, międzynarodowy standard ujawniania informacji o finansach publicznych. Kodeks obejmuje zbiór zasad zbudowanych wokół czterech filarów: (i) sprawozdawczości budżetowej; (ii) prognozowania i przygotowywania budżetu (iii) analizy i zarządzania ryzykiem fiskalnym; oraz (iv) zarządzania publicznymi dochodami. W przypadku każdej zasady Kodeks przejrzystości bu-

²⁷ Więcej m.in. o standardach OECD i ONZ w: *Jawność i przejrzystość finansów publicznych*, „Kontrola Państwowa”, numer specjalny, NIK, 2017, <https://www.nik.gov.pl/plik/id,15069.pdf>.

²⁸ <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/index.htm>.

dżetowej rozróżnia podstawowe, dobre i zaawansowane praktyki, aby zapewnić krajom dostęp do kamieni milowych na drodze ku pełnej zgodności z Kodeksem i zagwarantować jego stosowanie wśród krajów członkowskich MFW.

Wykres 21.
Skala deficytu sektora centralnego poza kontrolą parlamentu, 2020 (% PKB)



Źródło: Notyfikacja fiskalna EU EDP (tab za: „working balance” pomniejszony o deficyt wg . metodologii ESA).

Polska jest na pierwszym miejscu wśród dużych krajów Unii z najbardziej nieprzejrzystymi finansami, w kontekście kontroli parlamentarnej. Przed nami znalazł się tylko mały Cypr. **U nas różnica między prawdziwym obrazem budżetu centralnego a tym, nad czym kontrolę ma parlament, wniosła 4,3% PKB, tj. ok. 100 mld zł w 2020 r.** Taka suma jest poza kontrolą społeczeństwa w ramach procesu budżetowego. To pokazuje olbrzymią skalę omijania reguł, skalę nieprzejrzystości finansów publicznych, skalę kreatywności, której nie uzasadnia COVID-19. Dla porównania w 16 krajach UE nie ma sytuacji zaniżenia deficytu będącego pod kontrolą parlamentu. Poza kontrolą parlamentarną są głównie fundusze przy BGK oraz programy publiczne realizowane przez PFR. Ponadto od kilku lat masowo są tworzone państwowe fundusze celowe, będące elementem krajowego sektora finansów publicznych, ale nie są częścią budżetu państwa, który jest przedmiotem debaty publicznej i podstawą absolution rządu.

Innym instrumentem oprócz wymogu pełnej transparentności zmniejszającym uznaniowość w prowadzeniu polityki budżetowej, w tym tempa zadłużania się, mogą być reguły fiskalne. Reguły fiskalne nakładają długotrwale ograniczenia na politykę fiskalną poprzez limity liczbowe dotyczące agregatów budżetowych (np. wydatków, deficytu, długu) w całym lub częściach sektora finansów publicznych. Reguły fiskalne zwykle mają na celu korygowanie polityki fiskalnej i ograniczanie presji na nadmierne wydatki, szczególnie w okresach dobrej koniunktury, tak aby zapewnić zachowanie odpowiedzialności budżetowej i zdolności obsługi zadłużenia.

Trzy główne cechy charakteryzują dobrze zdefiniowaną regułę fiskalną, a mianowicie:

1. Trwały charakter, co oznacza, że ograniczenie musi być postrzegane jako wiążące przez wystarczająco długi okres;
2. Określenie ogólnego wskaźnika wykonania budżetu (takiego jak deficyt budżetowy, dług, wydatki, dochody itp.);
3. Zapewnienie liczbowego pułapu lub celu.

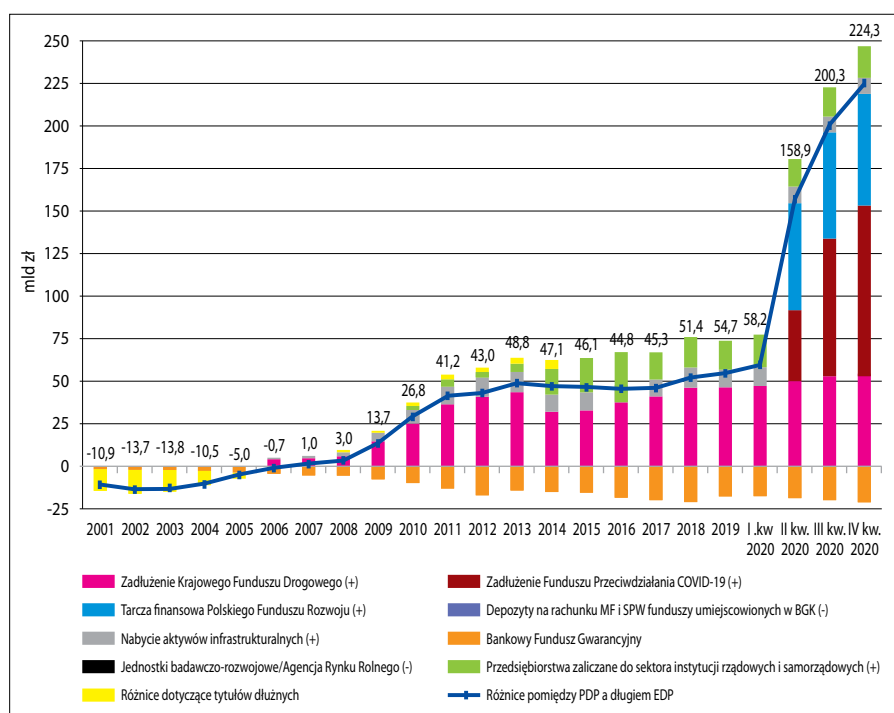
Chociaż pierwszym, głównym celem reguł fiskalnych jest wzmocnienie dyscypliny budżetowej, mogą one również wspierać koordynację polityki między różnymi poziomami rządów w zależności od ich zakresu instytucjonalnego. Ponadto reguły fiskalne mogą dodatkowo przyczynić się do zmniejszenia niepewności co do przyszłych zmian polityki fiskalnej. Jednak reguły fiskalne mogą przynieść te korzyści tylko wtedy, gdy istnieją odpowiednie instytucje do monitorowania i mechanizmów egzekwowania lub jeśli są one wspierane politycznie.

W Polsce od kilku lat widzimy rosnącą pokusę omijania przez rządzących reguł i zasad prowadzenia odpowiedzialnej i bezpiecznej polityki budżetowej. Polski Fundusz Rozwoju i Bank Gospodarstwa Krajowego, instytucje poza budżetem państwa, zadłużają się w imieniu państwa w celu finansowania programów rządowych, z pominięciem parlamentu i krajowej definicji państwowego długu publicznego. Tworzy się kolejne jednostki, które nie są włączane do monitorowanego przez parlament jednostki i fundusze poza budżetem państwa. Pojawiają się zaskakujące rozwiązania budżetowe (np. przekazywanie obliqacji skarbowych zamiast dotacji czy wypychanie nie-

których wydatków poza budżet państwa) mające na celu wyłącznie omijać reguły i prawnie wiążących ograniczeń.

To wszystko generuje ogromną nieprzejrzystość stanu finansów publicznych oraz bardzo mocno podważa reguły fiskalne i w złym świetle stawia władzę, które odpowiadają za polskie zadłużenie. W sytuacjach nadzwyczajnych, w czasie głębokiego kryzysu gospodarczego finanse publiczne wraz z automatycznymi stabilizatorami koniunktury są istotnym elementem antycyklicznej polityki gospodarczej. Wykorzystanie instrumentów polityki budżetowej nie może jednak naruszać bezpieczeństwa finansów państwa.

Wykres 22. Różnice pomiędzy PDP a długiem EDP



Uwaga: PDP – państwowy dług publiczny (metodologia krajów), EDP – dług obliczony według metodologii unijnej (ESA 2010), na potrzeby procedury nadmiernego deficytu (excessive deficit procedure).

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wskazany powyżej istotny problem polskich finansów, jakim jest ogromna nieprzejrzystość i kreatywne omijanie reguł fiskalnych, istniał już przed kryzysem. Jednak w 2020 r. pod pozorem walki z COVID-19 rząd w celu ominięcia konstytucyjnej definicji długu, wyemitował poprzez PFR i BGK prawie 170 mld zł nowego długu (obligacji). W konsekwencji na koniec 2020 r. dług poza kontrolą parlamentu wyniósł już 220 mld zł, a na koniec 2021 r. może wynieść nawet 270 mld zł. Ten manewr umożliwił rządowi spełnienie krajowego progu ostrożnościowego 55% w 2020 r. i uchronił przed przekroczeniem konstytucyjnego progu długu 60%.

RAMY FISKALNE W POLSCE (STAN NA KONIEC 2020 R.)

Na ramy fiskalne w Polsce składają się regulacje krajowe, zdefiniowane w konstytucji i ustawie o finansach publicznych, a także regulacje UE, zdefiniowane w Traktacie o funkcjonowaniu UE oraz Pakcie Stabilności i Wzrostu.

Najistotniejszą częścią polskich ram fiskalnych jest reguła zadłużenia, której głównym celem jest niedopuszczenie do przekroczenia przez państwowy dług publiczny (obliczany według polskiej definicji) progu 60% PKB. Ta reguła jest zapisana w Konstytucji RP (art. 216) i uzupełniona progiem ostrożnościowym 55% PKB zapisanym w art. 86 ustawy o finansach publicznych.

Najważniejszymi elementami europejskich ram fiskalnych jest ograniczenie deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (według metodyki europejskiej) odpowiednio do 3% i 60% PKB (tzw. kryteria fiskalne z Maastricht).

Oprócz tych kryteriów europejskie ramy fiskalne uzupełnione są o wymóg utrzymywania deficytu strukturalnego (tj. oczyszczonego ze zmian koniunktury gospodarczej) na poziomie średniookresowego celu budżetowego (MTO – *medium term objective*) lub dochodzenie do tego celu zgodnie z corocznymi rekomendacjami Rady Europejskiej. Nasz cel to deficyt strukturalny równy 1% PKB.

W 2013 r. krajowe ramy fiskalne zostały uzupełnione przez Stabilizującą Regułę Wydatkową (SRW), która znalazła zastosowanie po raz pierwszy przy kon-

strukcji ustawy budżetowej na 2015 r. SRW stanowi implementację Dyrektywy Rady UE 2011/85/UE. Idea SRW polega na tym, że co do zasady skonsolidowane wydatki sektora finansów publicznych rosną w tempie średniego, realnego wzrostu PKB i celu inflacyjnego. Wzrost wydatków może być wyższy, jeżeli nastąpi trwale zwiększenie dochodów podatkowo-składkowych. Jeżeli z kolei podatki są trwale obniżone, to poziom wydatków należy odpowiednio ograniczyć. Tempo wzrostu wydatków jest też ograniczane, kiedy podstawowe mierniki stanu finansów publicznych przekraczają kryteria progowe, tj. w przypadku deficytu 3%, czy długu publicznego 43% lub 48% PKB (obliczonego zgodnie z polską definicją). Te dodatkowe progi mają „bronić” dług publiczny przed zbliżeniem się do strefy 55–60%, gdzie zgodnie z ustawą o finansach publicznych uruchamiają się restrykcyjne działania sanacyjne.

Idea reguły wydatkowej jest tak prosta jak budżet domowy przysłowio- wych Kowalskich, którzy prowadzą mały sklep w nadmorskiej miejscowości. Takich rodzin jest w Polsce wiele. Wyższe dochody osiągają wiosną i latem, w czasie urlopów i wakacji, niższe zimą i jesienią. Latem koniunktura jest lepsza niż zimą. Załóżmy, że rodzina Kowalskich na czysto zarabia 10 tys. zł miesięcznie wiosną i latem, a zimą i jesienią 5 tys. zł miesięcznie. Czy ta rodzina może pozwolić sobie na takie ułożenie budżetu, że wydatki trwale (czynsze, raty, abonamenty, chesne za szkołę, niezbędne środki czystości, żywność itp.) wynoszą 10 tys. zł? Oczywiście, że nie, bo kiedy nadejdzie zima, zabraknie im 5 tys. zł na każdy miesiąc! Łatwo policzyć, że Kowalscy w skali roku mogą wydawać 7,5 tys. zł. Tak właśnie działa Stabilizująca Reguła Wydatkowa. Dlatego właśnie w czasach dobrej koniunktury nie należy wydawać wszystkich dochodów.

Reguła jest instrumentem o charakterze operacyjnym, definiującym corocznie wskazówki dla polityki budżetowej, także w sytuacji, gdy dług i deficyt są niższe niż wartości progowe. Reguła wydatkowa jest instrumentem określającym prowadzenie polityki budżetowej poniżej zalecanych nieprzekraczalnych wartości dla długu i deficytu. SRW będzie działać poprawnie, nawet jeżeli nastąpi redefinicja tych wartości. **Niestety krótkowzroczność powoduje, że politycy uświadamiają sobie powagę stanu finansów publicznych po dojściu do „sufitu”, tj. po przekroczeniu limitów i progów zadłużenia. Wówczas zwykle jest za późno na elastyczne dostosowanie i konieczne są pilne i bolesne dzia-**

łania sanacyjne albo pojawia się presja zniesienia reguł (syndrom „zbicia termometru”, żeby nie musieć przejmować się gorączką), które opóźnia jedynie konieczne dostosowania.

SRW została wykorzystana do przygotowania 6 kolejnych budżetów od 2015 r. Zmieniła myślenie o finansach publicznych, wprowadziła pewną dyscyplinę i systematyczność oraz wzmocniła pozycję ministra finansów w procesie kształtowania ustawy budżetowej. Proces budżetowy stał się bardziej przejrzysty, bo już co roku wiosną znany jest szacunkowy wstępny limit wydatków na kolejny rok budżetowy. W debacie międzyresortowej oczywiste stało się, że aby finansować nowe wydatki, trzeba znaleźć oszczędności lub zwiększyć trwałe dochody podatkowe lub składkowe. SRW odegrała więc także rolę edukacyjną, informując, że nie ma darmowych lunchów. To ogranicza presję polityczną, bo w procesie budżetowym pojawił się warunek „coś za coś” (transfer vs podatek). Można także postawić tezę, że bez SRW nie byłoby działań uszczelniających podatki.

Mimo że reguła wydatkowa była w ostatnich latach w pewnym zakresie omijana, zmusza rządzących do „płacenia” za ewentualne manipulacje odpowiednio niższą dynamiką wydatków w latach następnych. To dzięki SRW nastąpiła konsolidacja finansów publicznych w latach 2015–2018. W 2018 r. po raz pierwszy w historii deficyt strukturalny zbliżył się do MTO. Z tych względów SRW jest również bardzo dobrze oceniana przez instytucje międzynarodowe i agencje ratingowe. **Gdyby reguła nie była omijana, politycy nie mogliby sobie pozwolić na obietnice bez pokrycia w dochodach, wtedy przed kryzysem trwały deficyt nie wynosiłby prawie 3% i w kryzys COVID-19 wchodzilibyśmy z dużo lepszą sytuacją finansów państwa, z dużo większą przestrzenią w finansach publicznych, podobnie jak Niemcy.**

Jednak reguły wydatków, reguły deficytu nie są wystarczające. Ostatecznym hamulcem dla polityków jest limit zadłużenia. Po pierwsze, limit zadłużenia jest najprostszą regułą w odbiorze społecznym, jest też najtrudniejszy do zmanipulowania. Regulacje rynków finansowych powodują, że zawsze można zmierzyć skalę zadłużenia na podstawie publikowanych danych emitentów. Nawet jeżeli manipuluje się definicją zakresu podmiotowego długu, to wiemy, ile np. wyemitował dług PFR czy BGK. Reguły długu są też najwyżej oceniane w indeksie numerycznych reguł fiskalnych Komisji Europejskiej (*Fiscal Rule Index*).

Ostatecznie deficyt i niepokryte dochodami wydatki odkładają się w dług, stąd „sufit” dla polityków powinien być wyznaczony przez limit zadłużenia.

Nieprawdą jest, że reguły hamowały czy hamują walkę z COVID-19. SRW *de facto* przewiduje takie sytuacje i konieczność działań nadzwyczajnych. Zgodnie z art 112d ustawy o finansach publicznych wprowadzenie jednego z trzech stanów nadzwyczajnych stanowi tzw. klauzulę wyjścia z SRW (podobnie jak w europejskich ramach fiskalnych). Klauzula ta pozwala na przekroczenie limitu wydatków i uruchomienie niezbędnych instrumentów pomocowych. Stan nadzwyczajny pozwala również na przekroczenie krajowego progu ostrożnościowego 55%.

W przypadku reguł europejskich również istnieje tzw. generalna klauzula wyjścia (GEC – *general escape clause*). Zastosowanie klauzuli wyjścia nie jest zawieszeniem ram fiskalnych, lecz integralnym elementem unijnego Paktu stabilności i wzrostu. Zgodnie z tą logiką nie odступujemy od Paktu, ale w jego ramach wykorzystujemy tymczasowo klauzulę wyjścia.

Reguły fiskalne są istotnym elementem kontroli demokratycznej. Zwiększają społeczną i rynkową kontrolę nad wydatkami sektora finansów publicznych w sytuacjach, kiedy zwiększenie wydatków publicznych wymusza zwiększenia podatków i składek. W sytuacjach, gdy wzrost wydatków jest możliwy dzięki wzrostowi zadłużenia, a w szczególności finansowanego przez bank centralny, kontrola społeczna jest słabsza, a społeczeństwo jest mniej czujne.

8. Kierunki i działania na rzecz odpowiedzialnych finansów publicznych

Rozważania na temat poziomu długu publicznego mają fundamentalne znaczenie dla polityki makroekonomicznej. Pokazują zarówno skumulowane efekty dotychczas prowadzonej polityki, jak i przestrzeń fiskalną do realizacji polityki gospodarczej w przyszłości. Im większy dług, tym z zasady mniejsze

możliwości rozwojowe i tym większe ryzyko kryzysu finansów publicznych w przyszłości. **Politycy najczęściej doskonale zdają sobie sprawę z zagrożeń szybko narastającego długu, ale mimo to, mając najwyżej kilkuletnią perspektywę rządzenia, znajdują sposoby, aby podporządkować politykę fiskalną doraźnym celom politycznym.**

W ostatnich latach w Polsce mamy też do czynienia z tym zjawiskiem, które przejawia się na wielu płaszczyznach, będących przedmiotem naszej analizy. Maleje przejrzystość finansów publicznych, władza już wprost wysyła sygnały o chęci zniesienia ograniczeń konstytucyjnych dla długu publicznego, polityka fiskalna staje się procykliczna, udział wydatków rozwojowych i inwestycji spada (maleje stopa inwestycji), rośnie udział konsumpcji w PKB. Efekt takiej polityki makroekonomicznej, choć stymuluje gospodarkę w krótkim okresie, nie poprawia jej konkurencyjności w długim, a ponadto przerzuca ciężar kosztów tej polityki na przyszłe pokolenia.

Zagrożenia bynajmniej nie tkwią tylko w poziomie polskiego zadłużenia, ale przede wszystkim w niekorzystnym trendzie wzrostowym i marnowaniu szans rozwojowych. Niniejsze opracowanie celowo pomija okres ostatniego roku, kiedy polityka ze względu na kryzys stała się naturalnie antycykliczna. Koncentrujemy się na okresie niewykorzystanej szansy lat 2015–2019, kiedy polityka była procykliczna, oraz na jej skutkach, które mają znaczenie dla przyszłości. To właśnie w tych pięciu latach nie wykorzystaliśmy dobrej koniunktury gospodarczej, a potem przyszedł kryzys, który dziś uwypuklił tamte błędy przeszłości.

Zmianę niekorzystnego trendu trudno jednak zauważyć na podstawie krajowych statystyk, ponieważ rząd celowo stosuje tzw. kreatywną księgowość, aby „ukryć” pewne pozycje w funduszach pozabudżetowych. Postulujemy zatem odejście od krajowej metodologii liczenia długu na rzecz metodologii unijnej. Dodatkowo w oficjalnych statystykach nie widać efektów jeszcze szybciej rosnącego długu ukrytego, który rośnie wraz ze wzrostem wydatków sztywnych, takich jak zobowiązania emerytalne. Aby przynajmniej wycinkowo ocenić zdolność państwa do pokrycia trwałych wydatków trwałymi dochodami, posługujemy się kategorią deficytu strukturalnego, czyli deficytu oczyszczonego z efektów koniunktury oraz jednorazowych dochodów. Nasza analiza deficytu strukturalnego w analizowanym okresie, nawet bez uwzględnienia

efektów szybko rosnącego długu ukrytego, pokazuje zagrożenie rosnącej nierównowagi w finansach publicznych.

W efekcie błędnej polityki fiskalnej Polska ze stosunkowo niskiego pułapu zadłużenia szybko „awansuje” do czołówki państw europejskich o największym przyroście długu. W 2019 r., czyli ostatnim roku analizy z przyrostem długu w relacji do PKB na poziomie 12,5 punktów procentowych, zajmujemy czwarte miejsce wśród państw UE najszybciej się zadłużających.

Według tegorocznego raportu Forum Obywatelskiego Rozwoju „Rachunek od państwa” wynika, że dług publiczny w 2020 r. wzrósł do 34 057 zł na osobę, czyli o 6521 zł w ciągu roku, przy czym prawie 6 tys. zł to dług, który znajduje się poza konstytucyjną definicją, a więc poza kontrolą parlamentu²⁹. Problem polega na tym, że za ten szybki wzrost odpowiadają wcale nie jedynie koszty walki z pandemią, ale również finansowanie nowych świadczeń społecznych.

Na szybko rosnący dług w Polsce wskazuje również Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który w najnowszym raporcie szacuje, że zadłużenie Polski w latach 2019–2022 przyrośnie aż o 43,1% w złotych (40,9% w dolarach), czyli w tempie znacznie szybszym niż średnio na świecie (33,8%) i wzrośnie aż o 451 mld zł w 2022 r.

W kontekście tych niepokojących danych i szacunków oraz zapowiedzi rządu wskazujących na chęć dalszego rozluźnienia reguł fiskalnych postanowiliśmy zadać pytanie o granice bezkarnego zadłużania. O tym, że takie granice istnieją, świadczą dobitnie doświadczenia kryzysów finansów publicznych, które występowały wielokrotnie w wielu krajach. Świadomość, że nie istnieją żadne empiryczne jednoznaczne sposoby określenia dopuszczalnego limit długu, powyżej którego następuje kryzys finansów państwa, nie powinna zachęcać polityków do pełnego woluntaryzmu i relatywizowania dorobku współczesnej ekonomii. Dług ma znaczenie, ponieważ trzeba go spłacać lub „rolować”. O jego zaciąganiu decyduje demokratycznie wybrana władza, ale nadmierne zadłużanie mogą wykorzystać inwestorzy, żądając wyższej rentowności za emitowane obligacje skarbowe albo wręcz odmawiając uczestnictwa w rolowaniu długu – wtedy ryzyko płynności szybko przekształca się w ryzyko niewypłacalności państwa.

²⁹ Patrz: <https://for.org.pl/pl/projekty/rachunek-od-panstwa/rachunek-od-panstwa-za-2020-rok>.

Nie przesądzamy, że wkrótce czeka nas scenariusz grecki. Pokazujemy jednak, co było przyczyną tamtego kryzysu i czym się on skończył (choć można też powiedzieć, że wciąż trwa). Co najważniejsze to fakt, że w tle była właśnie kreatywna księgowość, fałszowanie statystyk, festiwal populistycznych obietnic. A potem długotrwała zapaść, wymuszona konsolidacją w ramach czternastu programów ratunkowych. Warto uczyć się z lekcji, które dostają inni.

Nie twierdzimy również, że zadłużanie samo w sobie jest złe. Jeśli zwiększa ono potencjał gospodarki, zwiększa wzrost gospodarczy, to możliwe jest „wyrastanie” z długu. Dlatego też państwa bogatsze, o większej wiarygodności, stać na więcej. Dlatego Japonia może sobie pozwolić na dług w wysokości 240% PKB, ale Polska już nie, z kolei większość państw rozwijających się ma problemy z zadłużeniem już od 30% PKB.

Dziś naturalną pokusą jest tanie zadłużanie się. Cały świat się zadłuża, czemu sprzyjają niskie stopy procentowe i coraz szersze stosowanie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, która polega m.in. na skupowaniu państwowych aktywów przez banki centralne. Zwolennicy Nowoczesnej Teorii Monetarniej (MMT) wykorzystują tę historyczną chwilę do uzasadnienia, że istnieje perpetuum mobile bezkarnego zadłużania. Skoro państwo kontroluje politykę pieniężną i fiskalną, jako suwerenny emitent może dowolnie drukować pieniądze, a jak wzrośnie poziom inflacji, inflację trzeba zdusić wzrostem nowych podatków, a nie instrumentami polityki pieniężnej. Teoria ta, która zresztą nie jest teorią, tylko zbiorem luźno powiązanych poglądów nigdy nie została zweryfikowana w praktyce. Wraz z nią i koncepcją luzowania ilościowego świat zmierza w kierunku nieznanego. **Jeśli dojdzie do kryzysu zaufania inwestorów co do zdolności obsługiwanego długu, to jak zwykle bywa, pierwszymi ofiarami mogą się okazać tzw. rynki wschodzące, do których zalicza się Polska.**

Naiwnością jest zakładanie, że dalsze zwiększanie zadłużenia nie odbije się na stabilności naszej waluty, tym bardziej że w UE poza „awansem” w rankingach najszybciej rosnącego zadłużenia (4. miejsce), „awansowaliśmy” również w rankingu najmniej przejrzystych finansów publicznych (2. miejsce) oraz w rankingu państw o najwyższej inflacji (1. miejsce). Jednocześnie mamy do czynienia ze zjawiskiem znanym jako dominacja fiskalna (budżetowa) (fi-

scal dominance), czyli podporządkowanie polityki monetarnej celom polityki budżetowej.

Szybko rosnące zadłużenie wraz z szybko rosnącą inflacją jawi się jako coraz bardziej prawdopodobny scenariusz. Wynika on ze wszystkich błędów przeszłości, ale też z braku programu przywracania wiarygodności w polityce fiskalnej i monetarnej. Rozważając kolejne modyfikacje Stabilizacyjnej Reguły Wydatkowej, która rzekomo krępuje rozwój gospodarczy, oraz poszukując kolejnych sztuczek księgowych, obniża się wiarygodność Polski w oczach inwestorów. Byłoby naiwnością uważać, że ujdzie to bezkarnie, dlatego poniżej formułujemy konkretne zalecania, jak odwrócić ten trend w duchu odpowiedzialności za przyszłe pokolenia.

Naiwnością byłoby pytanie, dlaczego politycy brną dalej w nadmierne zadłużanie. Nie ma specjalnie znaczenia, czy jest to hipoteza o „wyrastaniu” z długu, czy hipoteza o korzyściach z bezkarnego dodruku pieniądza, poprzez zacieranie granicy między polityką monetarną i fiskalną. Ważne jest, że polityka fiskalna stała się częścią politycznego repertuaru utrzymania władzy. Dopóki panuje takie przeświadczenie, trudno będzie spełnić postulaty odpowiedzialnych finansów publicznych i realizować wizję wyhamowania wzrostu zadłużenia oraz powrotu do ochrony wartości złotego.

Władza bez żadnych ograniczeń fiskalnych lub z luźnymi, elastycznymi regułami fiskalnymi, niezrozumiałymi dla społeczeństwa, zyskuje ogromną siłę, która w skrajnych przypadkach może prowadzić do rządów autorytarnych i nie oddaje władzy w sposób przewidziany w demokracji. Tak jest na przykład w części krajów, które czerpią dochody z surowców. Tam często nie ma społeczeństwa obywatelskiego, tam za państwowe pieniądze można kupić wszystko. Analogicznie może się stać w państwie, które używa (lub sobie uzurpuje) koncesję na swobodne „drukowanie/wydobywanie” pieniądza bez żadnej kontroli i ograniczeń. Szczególnie groźne jest to w państwach o niskiej jakości rządzenia, z niskim poziomem praworządności, w państwach transformujących się, które szukają dróg na skróty. Dlatego społeczeństwo obywatelskie musi narzucić władzy jasne, przejrzyste ograniczenia fiskalne. Takim ograniczeniem jest w szczególności konstytucyjny limit zadłużenia.

Najważniejsze pięć rekomendacji płynących z raportu:

1. Zwiększenie przejrzystości finansów publicznych:

a. wprowadzenie do konstytucji definicji długu publicznego zgodnej z metodologią unijną,

b. uszczelnienie stabilizującej reguły wydatkowej poprzez:

- uwzględnienie (włączenie) państwowych funduszy celowych, agencji i innych jednostek sektora finansów publicznych (i zakaz tworzenia nowych jednostek, pozostających poza zakresem reguły wydatkowej),
- określenie ram ujmowania w regule PFR,
- uszczelnienie definicji trwałych i jednorazowych dochodów ujmowanych w limicie wydatkowym,
- objęcie procedury „rozdawania” obligacji skarbowych zakresem reguły, tj. traktowanie ich jak dotacji (wydatków).

c. wprowadzenie obowiązku publikowania w ustawie budżetowej planów finansowych wszystkich jednostek sektora finansów publicznych według zakresu metodologii unijnej,

d. wprowadzenie obowiązku publikowania w ustawie budżetowej szczegółowych informacji o stosowaniu reguły wydatkowej,

e. zmiana akcentu w ustawie budżetowej na deficyt sektora finansów publicznych, deficyt całego budżetu centralnego (wraz z funduszami, agencjami i innymi jednostkami) oraz deficyt podsektora ubezpieczeń społecznych,

f. utworzenie publicznego rejestru jednostek sektora finansów publicznych z informacjami finansowymi, w tym o zatrudnieniu i wynagrodzeniach,

g. utworzenie rejestru danin publicznych.

2. Wprowadzenie wymogu akceptacji zmian w regułach fiskalnych przez 2/3 parlamentu.

3. Oparcie klauzuli wyjścia z reguł fiskalnych na stanach nadzwyczajnych określonych w konstytucji, wpisanie stanu epidemii do konstytucji.

4. Powołanie niezależnej politycznie Rady Fiskalnej, gdzie dominują przedstawiciele nauki, społeczeństwa z szerokimi kompetencjami do oceny i monitorowania wszelkich parametrów i danych w zakresie finansów publicznych.

5. Zważywszy na wysoki i szybko narastający ukryty dług publiczny w wydatkach emerytalnych, związany ze zmianami demograficznymi, obowiązek przygotowywania przez rząd regularnej oceny stanu tego długu i jej publikacji i prezentacji w parlamencie.

Trudna sytuacja związana z pandemią, która nie jest jeszcze za nami, uzasadnia przyjmowanie optyki finansów publicznych charakterystycznej dla czasów kryzysowych. Nie oznacza to jednak, że nie powinniśmy już dziś myśleć o konsekwencjach wzrostu długu, nawet jeśli stopy procentowe są historycznie na bardzo niskim poziomie, koszty obsługi długu niskie, a rynki nie dostrzegają zagrożeń dotyczących stabilności finansów państwa.

Pozycja takich krajów jak Polska na rynkach finansowych jest wciąż dalece inna niż wielu krajów rozwiniętych, które mogą pozwolić sobie na długofalowo niski deficyt i utrzymać stabilny poziom zadłużenia. Ostrożność nakazuje, by przewidywać, że koszty pożyczania mogą wzrosnąć, w pierwszej kolejności i bardziej na rynkach wschodzących, do których wciąż jesteśmy zaliczani. Doświadczenie pokazuje, że sentyment na rynkach może zmieniać się na gorsze bardzo szybko.

Nawet jeśli ktoś uważa, że dzisiaj to ryzyko jest niewielkie, to musi wiedzieć, że wysokie koszty nie tylko kryzysu niewypłacalności, ale koniecznych programów dostosowawczych są horrendalne. Dlatego też przewidujący gospodarz powinien wykupić polisę ubezpieczeniową, tj. obniżyć oczekiwania na wydatki publiczne, sam deficyt publiczny i dług publiczny, zwiększać przejrzystość i jawność finansów publicznych, a ryzyko będzie znacząco redukowane.

BIBLIOGRAFIA

- Abbas S.A., Pienkowski A., Rogoff K., ed. (2019). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press.
- Alesina A., Cohen G.D., Roubini N. (1997). *Political Cycles and the Macroeconomy*. The MIT Press.
- Attali J. (2010). *Zachód 10 lat przed totalnym bankructwem*. Wydawnictwo Studio Emka.
- Bellia M., Calès L., Frattarolo L., Maerean A., Monteiro D.P., Petracco Giudici M., Vogel L. (2019). *The Sovereign-Bank Nexus in the Euro Area: Financial & Real Channels*, Discussion Paper 122, DG ECFIN, European Commission.
- Blanchard O. (2019). *Public Debt and Low Interest Rates*. PIIE Working Paper 19-4.
- Bohn H. (1998). *The Behavior of US Public Debt and Deficits*. "Quarterly Journal of Economics", 113 (3), s. 949-963.
- Bulow J., Rogoff K. (1989). *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?*, "American Economic Review", 79: 43-50.
- Chartered Accountants Australia and New Zealand. (2016). *Public Debt and Deficits: Designing A Framework For Australia's Future*, <https://www.charteredaccountantsanz.com/-/media/36ade9b391fb49be05b3bddc9f66e03.ashx> [dostęp 10 marca 2021].
- Checherita C., Rother P. (2010). *The Impact of High And Growing Government Debt on Economic Growth. An Empirical Investigation for The Euro Area*. ECB Working Paper Series 1237.
- Checherita-Westphal C., Žďárek V. (2017). *Fiscal Reaction Function and Fiscal Fatigue: Evidence for the Euro Area*. ECB Working Paper Series 2036.
- Debrun X., Jarmuzek M., Shabunina A. (2020). *Public Debt: Safe at any Speed?*. "NBB Economic Review", September.
- DługPubliczny.org.pl., *ABC długu*, <http://www.dlugpubliczny.org.pl/abc-dlugu/#-1449224274531-11ffb80-27f3> [dostęp 12 marca 2021].
- Eaton J., Gersovitz M. (1981). *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*. "The Review of Economic Studies", 48(2).
- ECB (2009). *Experience with Government Debt Reduction in Euro Area Countries*. "ECB Monthly Bulletin", September.

- Garín J., Lester R., Sims E., Wolff J. (2019). *Without looking closer, it may seem cheap: Low interest rates and government borrowing*. "Economics Letters", 180, s. 28-32, doi: 10.1016/j.econlet.2019.02.024.
- Ghosh A.R., Kim J.I., Mendoza E.G., Ostry J.D., Qureshi M.S. (2013). *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*. "Economic Journal, Royal Economic Society", 123, F4-F30, doi: 10.3386/w16782.
- Ideologia.pl. (2017). *Czym jest dług publiczny? Czy powinniśmy się go obawiać?*, <https://ideologia.pl/dlug-publiczny/> [dostęp: 8 kwietnia 2021].
- Jużwiak M. (2014). *Pojęcie długu. Statystyka długu publicznego. Metodologia ustalania zadłużenia*. W: P. Walczak (red.). *Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego. Wyzwania w obliczu nowej perspektywy finansowej UE*. C.H. Beck Wydawnictwo Polska.
- Knapp G.F. (1905). *Staatliche Theorie des Geldes*. Duncker & Humblot (3rd edition 1921), wyd. z 1924: <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/knapp/StateTheoryMoney.pdf>.
- Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara (2021). *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC, World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1544-7.
- Krugman P. (2019). *Running on MMT*, "New York Times", February 25, <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>
- Lian W., Presbitero A.F., Wiriadinata U. (2020). *Public Debt and r-g at Risk*. IMF Working Paper WP/20/137.
- Mankiw G. (2020). *A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory*, AEA Papers and Proceedings, 110, s. 141-144.
- Mauro P., Zhou J. (2020). *r-g < 0: Can We Sleep More Soundly?*. IMF Working Paper WP/20/52.
- Mosler W. (1995). *Soft Currency Economics, Macroeconomics*, 9502007, University Library of Munich, <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/mac/papers/9502/9502007.txt>
- Newman P., (2020). *Modern Monetary Theory: An Austrian Interpretation of Recrudescant Keynesianism*. "Atlantic Economic Journal", 48, s. 23-31, <https://doi.org/10.1007/s11293-020-09653-7>
- Najwyższa Izba Kontroli. (2017). *Jawność i przejrzystość finansów publicznych*. „Kontrola Państwowa”, numer specjalny.
- Najwyższa Izba Kontroli. (2020). *Informacja o wynikach kontroli. Zarządzanie długiem publicznym i płynnością jednostek sektora finansów publicznych*. Departament Budżetu i Finansów. KBF.430.004.2020. Nr ewid. 48/2020/P/19/013/KBF, <https://www.nik.gov.pl/plik/id,23149,vp,25856.pdf>
- Panfil P. (2011). *Prawne i finansowe uwarunkowania długu skarbu państwa*, Wolters Kluwer Polska.
- Rajan R.G. (2020). *How Much Debt Is Too Much?*. "Project Syndicate", November 30.
- Reinhart M.C., Rogoff S.K. (2010). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Sieroń A. (2019a). *Nie taka nowoczesna teoria monetarna*, „Obserwator Finansowy”, 16.05.2019, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/1441984-2>.
- Sieroń A. (2019b). *Nowoczesna teoria monetarna – kiepska teoria na trudne czasy*. Instytut Misesa, 3.12.2019, <https://mises.pl/blog/2019/12/03/nawoczesna-teoria-monetarna-kiepska-teoria-na-trudne-czasy>.
- Thygesen N., Beetsma R., Bordinon M., Debrun X., Szczurek M., Larch M., Busse M., Gabrijelcic M., Jankovics L., Santacroce S. (2021).
- High debt, low rates, and tail events: Rules-based fiscal frameworks under stress*. VoxEU.org.
- Trzeciakowski R. (2021). *Ekonomiści debatują, a dług rośnie*. „FOR Analiza”, 1.
- Wray L.R. (2019). *Nowoczesna Teoria Monetarna. Wprowadzenie do makroekonomii suwerennych systemów monetarnych*, tłum. P. Umiński. Wydawnictwo Ekonomiczne Heterodox.

SŁOWNICZEK

bezpieczny poziom długu publicznego – poziom długu publicznego jest bezpieczny, jeśli nie przekracza największego zasobu zobowiązań finansowych brutto (długu brutto), który rząd mógłby z bardzo dużym prawdopodobieństwem ustabilizować lub zmniejszyć (proporcjonalnie do PKB) w określonych ramach czasowych w warunkach utrzymującej się niekorzystnej dynamiki zadłużenia, przy wykorzystaniu wyłącznie polityki fiskalnej

deficyt strukturalny – deficyt oczyszczony z efektów bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych

dominacja fiskalna – podporządkowanie polityki monetarnej polityce budżetowej

EDP – unijna procedura nadmiernego deficytu, będąca częścią korekcyjną Paktu Stabilności i Wzrostu, mającego zapewniać stabilny i dobry stan finansów publicznych w celu poprawy warunków osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego

efekt kuli śnieżnej (snowball effect) – inaczej zwany też pułapką zadłużenia, pojawia się w sytuacji, w której tempo wzrostu PKB jest niższe niż oprocentowanie długu publicznego, w rezultacie czego wskaźnik zadłużenia (relacja długu publicznego do PKB) ma tendencję do dalszego wzrostu, prowadząc do niewypłacalności

MTO (medium term objective) – średniookresowy cel budżetowy dla trwałego (strukturalnego) deficytu. Każdy kraj w UE na podstawie zaleceń KE przyjmuje cel dla tego deficytu. Dla Polski wynosi on -1% PKB. Oznacza to, że deficyt rzeczywisty powinien w okresach dobrej koniunktury być niższy niż 1% (nawet powinna notowana być nadwyżka w finansach publicznych), a w okresach złej koniunktury może być wyższy niż 1%. Cel ten jest tak dobrany, aby minimalizować m.in. ryzyko przekroczenia przez deficyt 3%, czyli kryterium z Maastricht

MMT (Modern Monetary Theory) – Nowoczesna Teoria Monetarna, koncepcja postulująca masowe tworzenie pieniądza, czym według jej zwolenników można zapewnić gospodarce stabilność i rozwój. MMT głosi, że państwo, które kontroluje emisję swojej waluty, nie może zbankrutować, ponieważ zawsze może wyemitować pieniądze, którymi spłaci wierzycieli. Teza, że państwo nie może zbankrutować, bo zawsze może zwiększyć podaż pieniądza, służy jako uzasadnienie rekomendacji podwyższenia wydatków publicznych oraz deficytów rządowych. Tezy MMT są sprzeczne z danymi empirycznymi

nadmierny dług publiczny – poziom długu publicznego, który nie jest bezpieczny (patrz definicja: bezpieczny poziom długu publicznego)

PDP – państwowy dług publiczny, zdefiniowany w ustawie o finansach publicznych; do niego odwołuje się konstytucyjny próg 60%

ricardiańska ekwiwalentność (równoważność ricardiańska) – koncepcja sformułowana przez Davida Ricardo, sugerująca, że wysiłki rządu podjęte, żeby wpłynąć na popyt przy użyciu narzędzi polityki fiskalnej, mogą się okazać bezowocne, ponieważ podmioty funkcjonujące w gospodarce, odpowiednio antycypując przyszłe zmiany w podatkach i biorąc je pod uwagę w swoich decyzjach ekonomicznych, zwiększą swoje oszczędności i zmniejszą swoją krajową skłonność do konsumpcji, aby być gotowymi na płacenie wyższej stawki opodatkowania w przyszłości

saldo pierwotne – różnica między wydatkami a dochodami bez uwzględniania w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego

Stabilizująca Reguła Wydatkowa (SRW) – ograniczenie określające nieprzekraczalny limit sumy wydatków organów i jednostek sektora finansów publicznych: zgodnie z regułą wielkość kwoty wydatków zależy od średniego wzrostu gospodarczego oraz celu inflacyjnego oraz korekty tak określonej kwoty wydatków, która zależy przede wszystkim od spełnienia w roku $n-2$ wyznaczonych wartości granicznych i progów w zakresie wartości relacji wyniku nominalnego sektora finansów publicznych do produktu krajowego brutto albo wartości relacji państwowego długu publicznego do PKB

zmęczenie fiskalne – pojawia się, gdy zadłużenie publiczne osiąga wysoki dla danej gospodarki poziom a podejmowane działania władz budżetowych nie przynoszą oczekiwanych efektów w postaci zmniejszania się długu publicznego czy przynajmniej jego relacji do PKB. W efekcie „zmęczone” rządy przestają się dostosowywać, a ich „zmęczone” społeczeństwa przestają akceptować dalsze dostosowania.

