

## Fala bankructw państw UE?

**Autor:** Karol Pogorzelski

W związku z nasilającymi się kłopotami fiskalnymi kolejnych państw Europy — najpierw Islandii, potem Grecji, teraz Irlandii i Portugalii, a niedługo zapewne również Hiszpanii i Włoch — coraz częściej spekuluje się o możliwym bankructwie któregoś z wymienionych krajów. Szczególnie obrazowy jest w tym kontekście gwałtownie rosnący deficyt budżetowy oraz statystyki długu publicznego (patrz tabela 1). Mogłoby się wydawać, że jeżeli jakiś kraj jest zadłużony na ponad 100 proc. swojego PKB (tak jak Włochy, Grecja bądź Japonia) i posiada zarazem prawie 10-procentową dziurę budżetową, to jego bankructwo jest po prostu kwestią czasu (patrz tabela 1). Jak bowiem spłacić tak niewyobrażalne zobowiązanie?

Tabela 1. Dług publiczny i deficyt budżetowy (2009 r.) oraz rentowność obligacji (29.11.2010), w krajach PIIGS

	Dług publiczny		Deficyt budżetowy w procentach	Oprocentowanie obligacji 10-letnich
	Wartość w mld euro	Procent PKB		
Włochy	1764	116	-5,3	4,44
Hiszpania	560	53	-11,1	5,22
Grecja	298	126,8	-15,4	11,9
Portugalia	128	76,1	-9,3	7,09
Irlandia	104	65,5	-14,4	7

*Źródło: Zestawienie własne na podstawie danych Eurostat (dług publiczny, deficyt) oraz Financial Times (oprocentowanie obligacji)*

Niewątpliwie dług o wartości 1760 mld euro bądź 560 mld euro musi robić wrażenie. Nie należy jednak zbyt łatwo poddawać się sugestii wywołanej przez pozbawione kontekstu liczby. Wystarczy sobie uzmysłwić, że prawie wszyscy posiadacze kredytów hipotecznych spłacają zobowiązanie wielokrotnie przekraczające ich roczne dochody, a mimo to większość z nich nie obawia się specjalnie ryzyka niewypłacalności. W podobnej sytuacji znajduje się zresztą

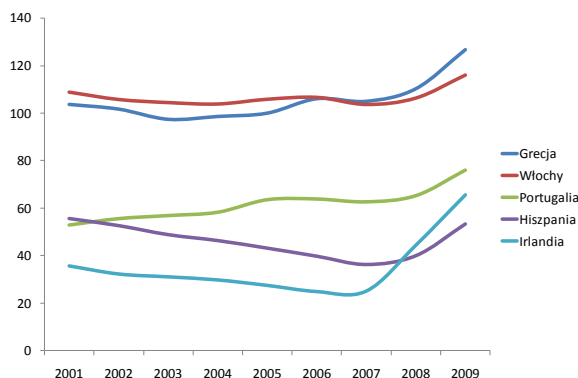
wiele przedsiębiorstw. Dlaczego mielibyśmy się zatem szczególnie przejmować kondycją państwa, którego zadłużenie nie przekracza kilkakrotności jego rocznych przychodów? Można sobie śmiało wyobrazić kraj, który co roku emituje obligacje o wartości równej jego PKB i co roku spłaca je wraz z odsetkami emisją nowych obligacji. Dopóki stopa wzrostu gospodarczego w tym kraju pozostaje wyższa niż koszt obsługi długu (jego oprocentowanie), dopóty można powtarzać tę operację praktycznie w nieskończoność. Mniej więcej w ten sposób miało się odbywać finansowanie większości współczesnych rządów. Niektóre próbowały to robić na wyższym pułapie długu, np. Włochy, Grecja, Portugalia, inne na niższym, jak chociażby Hiszpania, Polska czy Irlandia.

Zalety przedstawionego finansowania są oczywiste. Dzięki temu rząd może zwiększyć dochody budżetu, nie denerwując przy tym obywateli wzrostem opodatkowania. Nie zapominajmy, że współczesne państwa dysponują również narzędziem, które całą operację znakomicie ułatwia. Chodzi oczywiście o bank centralny, który ustala stopy procentowe, po jakich banki komercyjne mogą pożyczyć od niego pieniądze, a następnie lokować je w obligacjach skarbu państwa. Finansowanie wydatków państwa za pomocą długu publicznego nie pozostaje jednak bez kosztów. Nawet z pomocą banku centralnego rządy nie mogą sprzedawać swoich obligacji komukolwiek w dowolnych ilościach i za dowolnie niską cenę. Wzrost gospodarczy jest natomiast dość kapryśny i nie zawsze musi się utrzymywać na jednakowo wysokim poziomie. Może się zdarzyć, np. na skutek niespodziewanego kryzysu, że gospodarka zamiast wzrastać, zacznie się kurczyć, zaś koszt rolowania długu (emisja nowych obligacji potrzebnych do spłaty starych) nie tylko nie spadnie, ale wręcz wrośnie. Wtedy siłą rzeczy większą część dochodu narodowego trzeba będzie przeznaczyć na obsługę zadłużenia. Aby wygospodarować dodatkową kwotę, konieczna jest w tej sytuacji reforma finansów publicznych: wzrost opodatkowania oraz cięcia wydatków budżetowych. Ten proces w różnym nasileniu obserwujemy obecnie praktycznie na całym świecie. Reforma finansów publicznych jest jednak skuteczna tylko do pewnego czasu. Jeśli kryzys będzie się przedłużał, zaś wzrost gospodarczy nie wróci do wyjściowego poziomu, to koszt obsługi zadłużenia w pechowym kraju zacznie systematycznie pochłaniać coraz większą część jego PKB. W pewnym momencie nie będzie już można dalej ciąć wydatków i

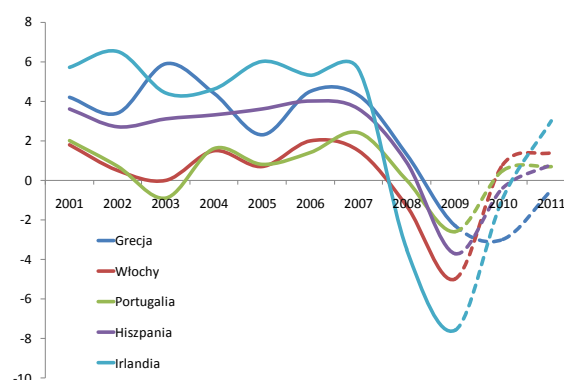
podwyższać opodatkowania, co spowoduje konieczność zawieszenia spłaty zobowiązań, czyli ogłoszenia bankructwa.

Jak w świetle przedstawionych problemów należy ocenić obecną sytuację Irlandii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoch? Kryzys zadłużenia jest widoczny zarówno we wzroście oprocentowania obligacji państw PIIGS (tabela 1), jak i proporcji zaciągniętego przez nie długu do PKB (wykres 1), co było poniekąd nieuniknionym skutkiem załamania się wzrostu gospodarczego (wykres 2). Spowodowało to konieczność dokonania radykalnych i niepopularnych reform finansów publicznych. Na razie wydaje się, że determinacja w ich przeprowadzaniu i presja międzynarodowa są wystarczające. W tej chwili przyszłość całkowicie zależy od koniunktury gospodarczej. Możliwe są dwa scenariusze. Jeśli kryzys minie, zaś wzrost gospodarczy i oprocentowanie obligacji wrócą do poziomów z wcześniejszych lat, to długi publiczne zostaną najprawdopodobniej zredukowane (tak jak stało się chociażby w przypadku Szwecji w latach 90. XX w.) i nie ujrzymy spektakularnej fali bankructw. Jeśli jednak koniunktura nie wróci, to bankructwa państw w takiej czy innej formie (np. monetyzacji długu) są nieuniknione. Jak dokładnie będzie, nie umiem powiedzieć. Eurostat prognozuje powrót dodatnich stóp wzrostu dla krajów PIIGS (wykres 2), ale wskaźnik ten musiałby się utrzymywać przez kolejnych kilka lat na poziomie bliskim co najmniej 2-3 proc., żeby groźba bankructw została zażegnana... do czasu kolejnego kryzysu, oczywiście.

Wykres 1. Dynamika długu publicznego w krajach PIIGS w latach 2001-2009, jako proc. PKB



Wykres 2. Dynamika PKB w krajach PIIGS w latach 2001-2009 oraz 2010-2011 (prognoza), w pkt proc.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie Eurostatu