

# **Bankructwo państwa: teoria czy praktyka? Czy da się zapanować nad długiem publicznym?**

Autor: **Maciej Bitner**

## **1. Czym jest dług publiczny?**

Dług publiczny jest pojęciem jasnym, chociaż bardzo nieostrym. Z definicji są to skumulowane zobowiązania zaciągnięte przez sektor publiczny. Jednak trudno jednoznacznie powiedzieć, jakie dokładnie zobowiązania należy wziąć pod uwagę oraz które sektory gospodarki zaliczyć do publicznych.



Przykładowo wydaje się, że oprócz obligacji wyemitowanych przez rząd do długu publicznego zaliczyć należy także gwarancje udzielane przez Skarb Państwa. Z drugiej jednak strony wypłacenie sumy objętej gwarancją nie jest przecież stuprocentowo pewne. Jeżeli traktować wszystkie gwarancje tak, jakby miały zostać w całości zrealizowane, to państwa zadłużone są na olbrzymie sumy ze względu choćby na fakt, że gwarantują depozyty bankowe. Drugi problem dotyczy określenia granic sektora publicznego. Z jednej strony trudno nie wliczać doń samorządów, ponieważ rząd centralny może łatwo scedować na nie swoje zobowiązania. Czy jednak zadłużenie przedsiębiorstw państwowych także należy traktować jak dług publiczny? Rząd wprawdzie wprost nie gwarantuje ich zadłużenia, ale jeżeli praktyka pokazuje, że jest inaczej, to może należy je wliczać?

Inna sprawa to dług brutto i netto. Państwa same są posiadaczami znacznej części swoich własnych obligacji. Na przykład państwowe fundusze emerytalne mają w portfelach zwykle sporo tych papierów. Jeżeli sektor publiczny jest sam sobie winien, to czy nadal jest to dług publiczny? Może należy mówić wyłącznie o długu netto, który powstaje po odjęciu od całkowitego zadłużenia aktywów, które posiada rząd? To prawda, że rząd, który posiada swój

dług jest w znacznie lepszej sytuacji niż ten, którego obligacje posiadają zewnętrzni inwestorzy. O wiele łatwiej jest mu go rolować, może też w krytycznej chwili przejąć go i umorzyć, unikając tym samym oficjalnie bankructwa. Jednak odsetki trzeba płacić od całości długu, przez co poziom długu brutto ma pewne znaczenie dla oceny możliwości dalszego zadłużania się.

Ostatnia rzecz, o której przy tej okazji należy wspomnieć, to aktywa i pasywa zagraniczne. Często bowiem zdarza się, że rządy zadłużone są w walucie innej niż krajowa. Wtedy poziom długu publicznego zależy również od kursu walutowego. W prawdzie na dany moment kurs ma zawsze jakiś określony poziom, ale gwałtowna deprecjacja krajowego pieniądza może diametralnie pogorszyć sytuację finansów publicznych nawet w ciągu kilku miesięcy. Z drugiej strony często bywa, że do dyspozycji rządów są rezerwy walutowe, które w razie potrzeby mogą zostać użyte do spłacenia części długu (krajowego lub zagranicznego). Ich wartość z kolei jest pochodną wartości waluty, w której ulokowane są rezerwy, która także oczywiście może gwałtownie się zmienić.

Dług publiczny należy więc interpretować raczej jako przedział niż jeden poziom zadłużenia. W zależności od przejrzystości finansów publicznych i zakresu udzielonych gwarancji margines błędu może być wąski, na poziomie kilku procent PKB lub bardzo szeroki — nawet do kilkudziesięciu procent produktu krajowego<sup>1</sup>.

## 2. Jak dług publiczny narasta?

Zakładając jednak, że wybraliśmy jakieś kryteria, pozwalające ściślej ustalić wysokość zadłużenia publicznego, możemy spróbować ocenić, jak zmienia się ono w czasie. Zaczniemy od tego, że samą wartość długu trzeba do czegoś odnieść. Ta sama suma jest bowiem mniejszym ciężarem dla państwa dużego niż małego. Ściśle rzecz biorąc z perspektywy spłaty długu jego wielkość należałoby odnieść do możliwych do uzyskania przez państwo wpływów podatkowych. Byłoby to jednak zbyt skomplikowane i wymagałoby przyjęcia dodatkowych założeń odnośnie opodatkowania przez co w literaturze powszechnie przyjmuje się iloraz długu do PKB jako wskaźnik poziomu zadłużenia państwa.

Dynamiką długu do PKB rządzi następujące równanie (MFW 2010):

---

<sup>1</sup> Skrajnym przykładem jest Japonia, gdzie dług netto wynosił w 2010 roku 117% PKB, a dług brutto aż 230% PKB.

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t}{1+\gamma_t} d_{t-1} - \frac{\gamma_t}{1+\gamma_t} d_{t-1} - p_t$$

gdzie:

$d_t$  – dług do PKB w okresie t

$i_t$  – średnie nominalne oprocentowanie długu posiadanego w okresie t-1

$\gamma_t$  – nominalny wzrost PKB w okresie t

$p_t$  – prymarne saldo budżetowe (różnica między dochodami a wydatkami nieodsetkowymi)

Dług publiczny zależy więc dodatnio od oprocentowania pożyczek rządowych, a ujemnie od tempa wzrostu gospodarczego i prymarnego salda budżetowego (czyli dodatnio od prymarnego deficytu). Ten ostatni czynnik można interpretować jako wskaźnik mówiący o tym, jakie byłoby saldo budżetu, gdyby państwo nie musiało spłacać zgromadzonego długu. Innymi słowy kraj, który posiada regularny deficyt budżetowy, ale ma nadwyżkę prymarną, zawdzięcza ów deficyt jedynie kosztom obsługi zadłużenia.

Do ciekawego wniosku można dojść, zadając sobie pytanie, na jakim poziomie można utrzymywać deficyt prymarny tak, by dług do PKB był stabilny. Pomocne jest tu następujące równanie:

$$p_t = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} * d_c$$

Mówi ono, jakie powinno być prymarne saldo budżetowe, by dług publiczny był cały czas na zadanym poziomie  $d_c$ . Ponieważ oprocentowania długu jest w większości krajów przeważnie wyższe niż wzrost PKB, nie da się utrzymywać ujemnego salda prymarnego i jednocześnie stałego długu w relacji do PKB. O ile więc nic nie stoi na przeszkodzie, by kraj nigdy nie spłacił zaciągniętego długu, to nie ma takiej możliwości (wyłączywszy bankructwo), by w długim okresie jakiś rząd nie płacił ze swoich dochodów odsetek, a jedynie zaciągał na ten cel nowy dług. Obsługiwanie płatności odsetkowych od starego długu poprzez emisję nowego prowadzi do gwałtownego wzrostu relacji długu do PKB, co, jeżeli nie pojawi się w porę nadwyżka prymarna, prowadzi wprost do niewypłacalności.

Korzyści z posiadania długu są więc nierozłączne z kosztami. Rząd może wydać dzięki zadłużeniu się więcej, ale za cenę tego, że w przyszłości będzie musiał wydawać mniej ze względu na konieczność obsługi zaciągniętego wcześniej długu.

### 3. Symulacja ścieżki zadłużenia

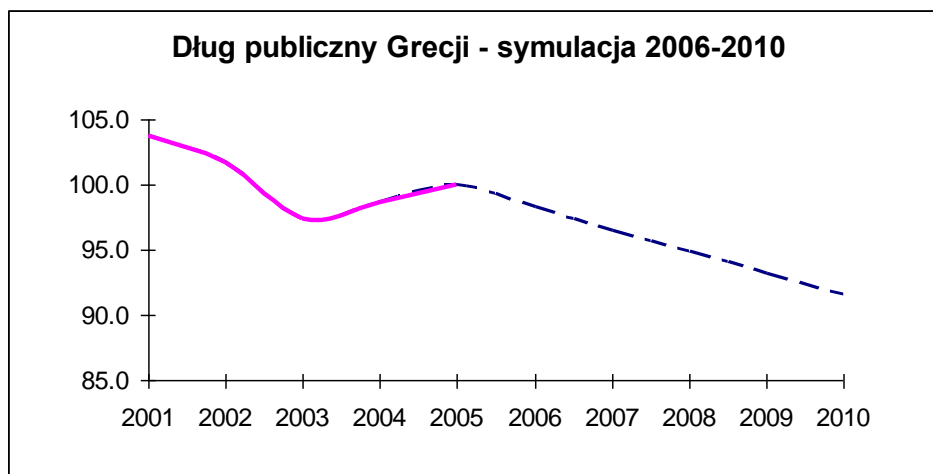
Równanie dynamiki długu można wykorzystać także do wykonania symulacji ścieżki zadłużenia w czasie. Takie symulacje są dziś podstawowym narzędziem ekonomistów, także tych pracujących w ministerstwie finansów, które służy do oceny stabilności długu publicznego. By zobaczyć, jak to narzędzie działa, przeprowadźmy symulacje ścieżki zadłużenia dla Grecji począwszy od roku 2006. Agregaty makroekonomiczne dla Grecji w latach 2001-2005 prezentuje tabela:

	2001	2002	2003	2004	2005
Dług	103.7	101.7	97.4	98.6	100
Oprocentowanie	5.3	5.12	4.27	4.25	3.58
Odsetki (% długu)	6.3	5.5	5.1	5.0	4.6
Deficyt	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2
PKB deflator	3.1	3.4	3.9	2.9	2.8
PKB realne	4.2	3.4	5.9	4.4	2.3
PKB nominalne	7.4	6.9	10	7.4	5.2
Wydatki	45.3	45.1	44.7	45.5	44
Dochody	40.9	40.3	39	38.1	38.6
Deficyt primarny	-2	-0.8	0.6	2.6	0.6

Źródło: Eurostat

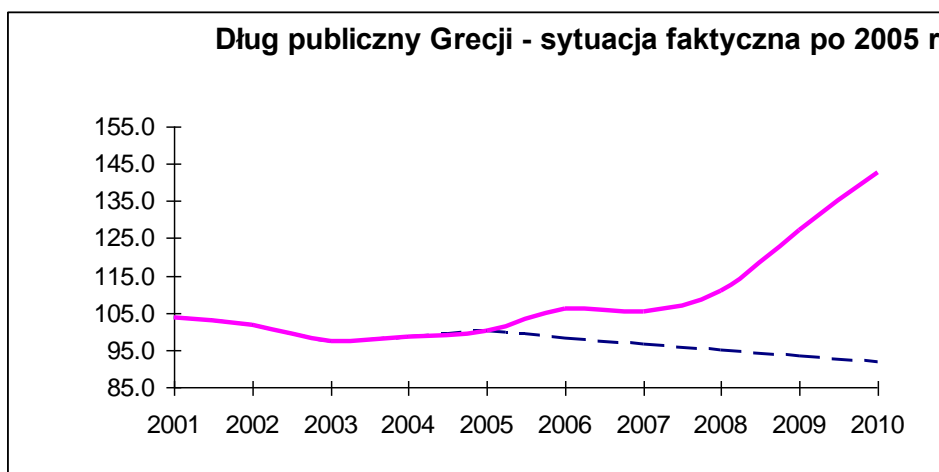
Jak widać warunki makroekonomiczne były dla długu Grecji nadzwyczaj korzystne. Na przykład w 2003 roku PKB nominalne rosło w tempie dwukrotnie szybszym niż wynosiły odsetki od długu. Dzięki czemu, mimo utrzymywania wysokiego deficytu budżetowego w tym roku, dług w relacji do PKB istotnie zmalał. Zakładając kontynuację tych dobrych trendów przyjęliśmy następujące założenia do prognozy: wzrost PKB na poziomie 3,9% rocznie realnie (trochę poniżej średniej z ostatnich lat), inflacja malejąca stopniowo do celu EBC, czyli

do 2% rocznie, deficyt prymarny 0,2%, oprocentowanie długu na poziomie średniej z 2005 roku, średnia zapadalność obligacji 8 lat. Wynik symulacji prezentuje wykres:



Źródło: Eurostat, opracowanie własne

Ścieżka długu do PKB jest malejąca. Po pięciu latach poziom długu spada o 10 punktów procentowych. Oczywiście faktycznie zaszło coś zupełnie przeciwnego – w ostatnich trzech latach dług eksplodował, co pokazuje kolejny wykres:



Źródło: Eurostat, opracowanie własne

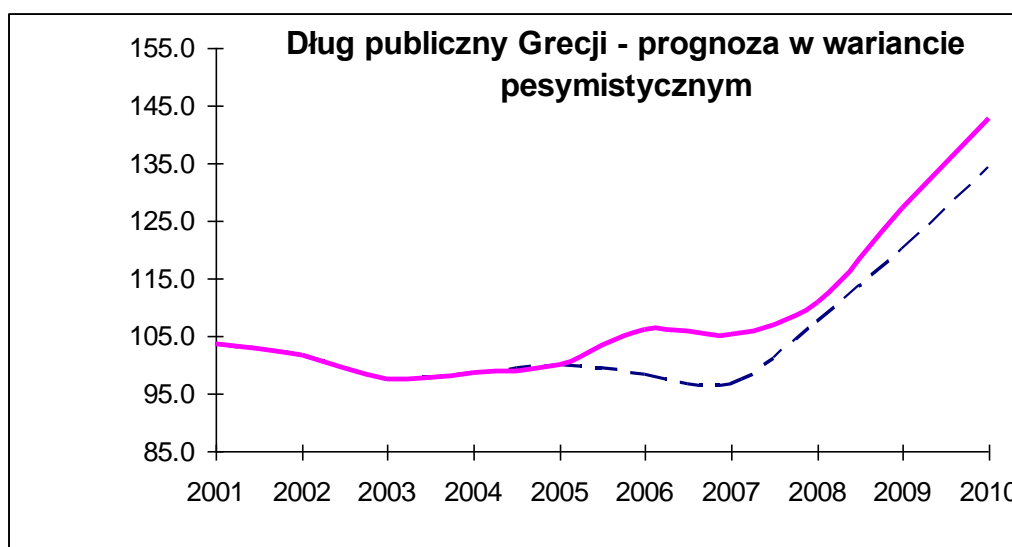
Czy taki rozwój wydarzeń można było przewidzieć? To już trudne pytanie. Na pewno jednak można było przygotować bardziej pesymistyczną symulację.

Zbadajmy więc, jak mógłby się zachowywać grecki dług w następującym scenariuszu:

	2006	2007	2008	2009	2010
Oprocentowanie	4	4.5	5	6	7
PKB deflator	2.5	2.5	2.25	1	-0.5
PKB realne	3.9	3.9	1	-4	-3

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazuje powyższa tabela, zakładamy po dwóch latach spokoju spowolnienie i wreszcie ostrą recesję, w której dochodzi nawet do spadku nominalnego PKB. Jednocześnie rośnie oprocentowanie greckich obligacji, co podnosi wydatki na obsługę długu. Dodatkowo zakładamy, że w 2008 roku Grecja zmuszona będzie wydać jednorazowo 8% PKB na ratowanie swoich banków. Łączny efekt jest następujący:



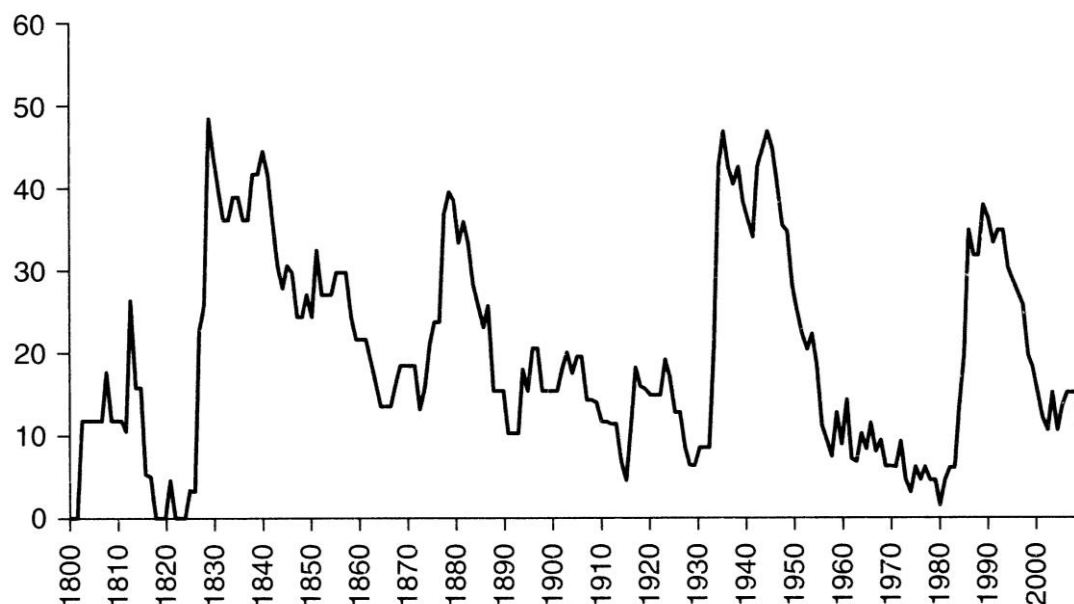
Źródło: Eurostat, opracowanie własne

Choć rzeczywistość okazała się jeszcze bardziej drastyczna, to nasza symulacja nie odbiega już od niej już rażąco. Gwałtowne pogorszenie się sytuacji gospodarczej wywołuje katastrofę w finansach publicznych. Taki efekt udało się osiągnąć wprowadzając do drugiej dodatkowe interakcje. Spadek PKB ma bowiem nie tylko wpływ na mianownik wskaźnika dług do PKB. Wpływa także na

saldo budżetu, gdyż powoduje wzrost wydatków (głównie na transfery socjalne) oraz spadek wpływów podatkowych. Z tego powodu jeszcze trudniej jest przewidzieć, jak będzie wyglądała dynamika zadłużenia.

#### 4. Krótka historia bankructw

Trudność zapanowania nad wskaźnikiem długu do PKB owocuje często tym, że państwa nie są w stanie spłacać swoich zobowiązań. Choć w zachodniej Europie po wojnie, jak dotąd, do takiego przypadku nie doszło, to w innych krajach bankructwa są na porządku dziennym. Jak wyliczyli Rogoff i Reinhart [2009] od 1800 roku doszło do 255 przypadków bankructw międzynarodowych oraz 68 przypadków niehonorowania zobowiązań krajowych. Wykres poniżej pokazuje odsetek państw, które nie regulowały swoich zobowiązań począwszy od 1800 roku:



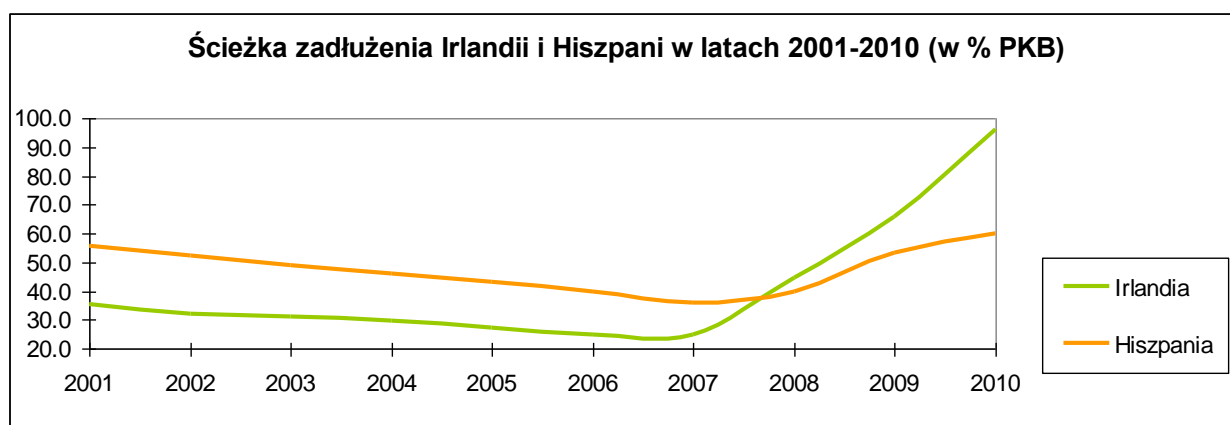
Źródło: Reinhart i Rogoff 2009

Mogłoby się więc wydawać, że historia może dostarczyć cenniejszych wskazówek niż bieżąca symulacja odnośnie możliwości bankructwa poszczególnych państw. Przykładowo, państwa z południa Europy nie mogą pochwalić się dobrymi statystykami. Grecja od uzyskania niepodległości w 1826 roku zbankrutowała pięć razy i przez połowę minionych od tego czasu lat nie regulowała swoich zobowiązań. Portugalia, w stanie bankructwa przebywała stosunkowo krótko, bo jedynie 20 lat począwszy od 1800 roku, ale za to



popadała w tarapaty częściej niż Grecja, bo zdarzyło się jej to sześć razy. Rekordzistką jest Hiszpania, która w ciągu minionych dwóch stuleci zbankrutowała aż trzynaście razy, spędzając jedną czwartą tego czasu w stanie bankructwa.

Zdarzają się jednak kraje, których historia jest nieskazitelna, a i tak w końcu wpadają w tarapaty. Przykładem jest Irlandia, która nigdy nie zbankrutowała, a w 2010 roku zmuszona była przyjąć pomoc UE u MFW, co i tak niekoniecznie uchroni ją od konieczności umorzenia części długu. Co więcej, nie pomogło jej także (podobnie jak zagrożonej obecnie bankructwem Hiszpanii) spełnianie i to z nawiązką kryterium z Maastricht, każącego utrzymywać dług na poziomie poniżej 60% PKB. Ilustruje to poniższy wykres:



## 5. Wnioski

Powyższe rozważania stawiają pod dużym znakiem zapytania wykorzystanie długu publicznego jako instrumentu polityki gospodarczej. Wydaje się bowiem, że ryzyko związane z niewypłacalnością państwa jest zbyt duże i zbyt trudno do oszacowania, by opłacało się je ponosić. Jednocześnie bankructwo jest na tyle mało prawdopodobne, że w realiach demokratycznych trudno wymagać od polityków, by nadmiernie troszczyli się o sytuację finansów publicznych. Mała jest bowiem szansa na to, że problemy pojawią się jeszcze w tej samej kadencji, a nawet gdyby tak się stało, to zawsze można (najczęściej słusznie) zrzucić większość winy na poprzedników.

Dlatego rozsądnym pomysłem mogłyby być konstytucyjne ograniczenie poziomu długu publicznego w relacji do PKB. Docelowy udział zadłużenia państwa



w produkcji krajowym w czasie pokoju powinien być znacznie niższy niż 60%, gdyż ostatnie doświadczenia strefy euro pokazały, że nie jest to poziom bezpieczny. Wniosek ten potwierdza także historia wielu innych krajów – spośród państw, które zbankrutowały w latach 1970-2008 ponad połowa miała dług nieprzekraczający 60% PKB. Bardziej konserwatywny byłby więc limit znacznie niższy, między 25% a 30% PKB.

**Literatura:**

*A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*, Julio Escolano, IMF 2010

*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff, Princeton 2009.