

Piotr Ciżkowicz\*, Katarzyna Michalska\*\*, Andrzej Rzońca\*\*\*

## Determinanty bezpiecznego poziomu długu publicznego

**Determinants of public debt sustainability:** This paper explores the issue of the secure level of public debt. The article begins with the definition of government debt sustainability and solvency, followed by a brief analysis of the impact of public debt on economic growth. The next section addresses the question of government's ability to service the debt, and the factors influencing its willingness to do so. In the final section, the authors analyse public debt sustainability in Poland.

\* Dr nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Studiów Porównawczych w Szkole Głównej Handlowej, główny ekonomista Ernst & Young; e-mail: pcizko@sgh.waw.pl.

\*\* Ekonomistka w Fundacji Forum Obywatelskiego Rozwoju;  
e-mail: katarzyna.michalska@for.org.pl.

\*\*\* Dr nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Studiów Porównawczych w Szkole Głównej Handlowej, członek Rady Polityki Pieniężnej; e-mail: andrzej.rzonca@nbp.pl.

### Uwagi wstępne

Dług publiczny w Polsce, według metodyki ESA 95, wyniósł w ubiegłym roku 55% PKB. Był wyraźnie niższy od średniej dla całej Unii Europejskiej – około 80% PKB. Dług publiczny powyżej 100% PKB miały Grecja (143% PKB) i Włochy (119% PKB). Niewiele niższy był on w Belgii (97% PKB) i w Irlandii (96% PKB). W Niemczech, które uchodzą za orędownika dyscypliny w finansach publicznych, dług publiczny przekroczył 83% PKB<sup>1</sup>. Nie

<sup>1</sup> *European Economic Forecast, Spring 2011*, „European Economy” 2011, No. 1.

gorzej wypadła Polska w zestawieniu z wieloma krajami wysoko rozwiniętymi spoza Europy. Z kolei w Japonii dług publiczny przekroczył 220% PKB, w Stanach Zjednoczonych – 92% PKB, a w Kanadzie – 84% PKB<sup>2</sup>.

Jednak zdecydowana większość bardziej zadłużonych krajów wysoko rozwiniętych jest w stanie zaciągać długi po wyrażnie niższym koszcie niż Polska. Różnice w rentownościach obligacji między Polską a większością krajów wysoko rozwiniętych były i są tak duże, iż pomimo niższego długu publicznego w relacji do PKB jego obsługa kosztuje nasz kraj mniej więcej tyle samo co tamte państwa. Polska na odsetki od długu publicznego wydała w ubiegłym roku 2,7% PKB. Dokładnie tyle samo środków pochłonęły one w całej Unii Europejskiej, ale jej największa gospodarka – Niemcy – wydały na ten cel mniej, bo 2,4% PKB. Mniej zapłaciła również Japonia (2,6% PKB), a niewiele więcej Stany Zjednoczone (2,8% PKB)<sup>3</sup>.

To proste zestawienie wskazuje, że do oceny długu publicznego w poszczególnych krajach nie wystarczy porównanie jego relacji do PKB.

Głównym celem niniejszego artykułu jest zestawienie czynników determinujących bezpieczny poziom długu publicznego. Na podstawie tego zestawienia dokonano oceny długu publicznego w Polsce.

Za bezpieczny poziom długu publicznego przyjęto taką jego wysokość, która nie generuje dużego ryzyka wywołania kryzysu fiskalnego. Definicja ta jest bliska pojęciu długu obsługiwanego (ang. *sustainable*). Dług jest obsługiwalny, gdy rząd nie musi odwoływać się do nadzwyczajnych rozwiązań (jak np. umorzenie części długu) czy znaczących przyszłych ograniczeń wydatków lub wzrostu dochodów budżetowych, aby go obsługiwać. Pojęciem ściśle związanym z obsługiwalnością długu (*debt sustainability*) jest pojęcie wypłacalności (*debt solvency*). Z wypłacalnością (*debt solvency*) mamy do czynienia, gdy bieżąca wartość długu wraz z dyskontowaną na dzisiaj wartością przyszłych wydatków nie przekracza zdyskontowanych na dzisiaj przyszłych dochodów. Pojęcie „obsługiwalności długu” jest jednak poję-

<sup>2</sup> Wśród krajów wysoko rozwiniętych jest jednak wiele i takich, które mają mniejszy dług w relacji do PKB niż Polska – np. w Hongkongu wynosi on 5% PKB, w Luksemburgu – 17% PKB, w Australii – 22% PKB, w Korei – 31% PKB, w Nowej Zelandii – 32% PKB, w Szwecji – 40% PKB, w Danii – 44% PKB, a w Finlandii – 48% PKB [za:] *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington 2011. Obraz Polski nie wypadła również dobrze, jeśli za punkt odniesienia przyjmie się dług publiczny w krajach naszego regionu. Większy dług w ubiegłym roku miały jedynie Węgry. Wyniósł on 80% PKB. W pozostałych krajach był zdecydowanie niższy niż w Polsce. Zawierał się w przedziale od 7% PKB w Estonii do 45% PKB na Łotwie; zob. *European Economic Forecast*, *op. cit.*

<sup>3</sup> *Ibidem.*

ciem szerszym od wypłacalności, ponieważ bierze pod uwagę możliwość wystąpienia poważnego braku płynności w sektorze rządowym, który wymaga radykalnych dostosowań po stronie wydatkowej lub dochodowej<sup>4</sup>.

W dalszej części opracowania zajęto się zagadnieniem determinantów bezpiecznego długu publicznego z dwóch powodów. Po pierwsze, jest to temat aktualny. W latach 2007–2010 skokowo wzrósł dług publiczny dużej grupy krajów. W krajach wysoko rozwiniętych zwiększył się on z 72,6% PKB do 98,7% PKB<sup>5</sup>. Po drugie, jest to temat ważny. Przekroczenie przez dług publiczny bezpiecznego poziomu może, prowadząc do kryzysu fiskalnego, być destrukcyjne dla warunków życia ludzi. Ale nawet przy niższym poziomie ujawniają się negatywne skutki długu dla gospodarki.

Artykuł został podzielony na cztery części. W pierwszej krótko opisano wpływ długu publicznego na wzrost gospodarki. W drugiej przedstawiono czynniki wpływające na zdolność państwa do regulowania swoich zobowiązań, a trzeciej – na jego skłonność do spłaty zobowiązań. W części czwartej zebrano główne wnioski z analizy i na ich podstawie dokonano oceny poziomu długu publicznego w Polsce.

## Wpływ długu publicznego na wzrost gospodarki

Poważne kryzysy zazwyczaj prowadziły do gwałtownego wzrostu długu publicznego<sup>6</sup>. Recesja uruchamia automatyczne stabilizatory. Ponadto państwo udziela finansowego wsparcia sektorowi bankowemu, jak również wielu podmiotom spoza tego sektora. Wreszcie wiele rządów decyduje się dodatkowo zwiększać wydatki w celu skompensowania obniżenia wydatków przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe.

Każdy z tych czynników miał udział w narastaniu długu publicznego w większości krajów na świecie po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w roku 2007. W rezultacie niektóre państwa, cieszące się wcześniej wysoką wiarygodnością jako dłużnicy, stanęły przed widmem kryzysu fiskalnego. Zmusza je ono do chaotycznego ograniczania wydatków publicznych oraz do drastycznego podniesienia podatków.

Destrukcyjne skutki kryzysu w dziedzinie fiskalnej są najważniejszym kosztem wysokiego długu publicznego, uzasadniającym prowadzenie badań

<sup>4</sup> Zob. np. *How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*, World Bank, Washington 2006.

<sup>5</sup> *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington 2011.

<sup>6</sup> C. Reinhart, K. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.

nad bezpiecznym poziomem długu. Ale dług publiczny szkodzi wzrostowi gospodarstwu, nawet jeśli nie jest na tyle wysoki, że grozi kryzysem.

► Po pierwsze, państwo musi płacić od długu odsetki, na co potrzebuje dodatkowych dochodów, które czerpie z podatków. Wyższe podatki z kolei zmniejszają korzyści, jakie ludzie mogą czerpać z produktywnych zachowań – z pracy, podnoszenia kwalifikacji, oszczędzania i inwestowania, wprowadzania innowacji<sup>7</sup>.

► Po drugie, dług publiczny pogłębia nierówności w dochodach między bogatymi a biednymi. Odsetki od niego trafiają – co oczywiste – wyłącznie do osób, które pożyczyły swoje pieniądze państwu, a więc zazwyczaj do osób zamożnych. Ale podatki, które państwo ściąga na opłacenie tych odsetek, obciążają wszystkich podatników – w tym również najbiedniejszych<sup>8</sup>. Wzrost rozpiętości dochodowych często próbuje się łagodzić przez podwyżki podatków dochodowych lub majątkowych, czyli podatków istotnie osłabiających bodźce do produktywnych działań<sup>9</sup>. Będący tego skutkiem wolniejszy wzrost gospodarki oznacza wolniejszy wzrost dochodów do podziału między poszczególne grupy społeczeństwa. Ponadto wolniejszemu wzrostowi gospodarki towarzyszy – jeśli funkcjonują w niej usztywnienia ograniczające swobodę kształtowania płac – wolniejszy wzrost liczby miejsc pracy, a w konsekwencji wyższe bezrobocie, które jest ważnym źródłem biedy<sup>10</sup>.

► Po trzecie, dług publiczny jest równoznaczny z mniejszym majątkiem produkcyjnym w gospodarce. Oszczędności prywatne, które zostają ulokowane w obligacjach rządowych, nie mogą jednocześnie finansować inwestycji przedsiębiorstw<sup>11</sup>.

Teoretycznie można sobie wyobrazić sytuację, w której ludzie w odpowiedzi na zaciąganie długów przez państwo zwiększają swoje oszczędno-

<sup>7</sup> Zob. np. G.D. Myles, *Economic Growth and the Role of Taxation – Theory*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 713; *idem*, *Economic Growth and the Role of Taxation – Aggregate Data*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 714; *idem*, *Economic Growth and the Role of Taxation – Disaggregate Data*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 715; *Tax Policy Reform and Economic Growth*, „OECD Tax Policy Studies” 2010, No. 20.

<sup>8</sup> G.N. Mankiw, *The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy*, „NBER Working Paper” 2000, No. 7571.

<sup>9</sup> Zob. np. A. Alesina, D. Rodrik, *Distributive Politics and Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1994, Vol. 109, No. 2, s. 465–490.

<sup>10</sup> Zob. np. J.J. Rutkowski i inni, *Enhancing job opportunities: Eastern Europe and the Former Soviet Union*, World Bank, Washington 2005.

<sup>11</sup> D.W. Elmendorf, G.N. Mankiw, *Government debt*, paper prepared for Handbook of Macroeconomics, 1998

ści na tyle, aby sfinansować z nich przyszłe wyższe podatki, nakładane na nich w momencie spłaty długów państwa<sup>12</sup>. Ale aby oszczędności wzrosły o tę samą wielkość co dług publiczny, wszyscy musieliby: 1) mieć świadomość, że dzisiaj zaciągane długi państwo będzie spłacało z wyższych przyszłych podatków; 2) przywiązywać wagę do przyszłych wyższych podatków i 3) mieć na tyle wysokie dochody, aby móc swobodnie zwiększyć oszczędności. Większość badań empirycznych wskazuje, że nawet w krajach wysoko rozwiniętych, w których gospodarstwom domowym łatwiej odłożyć część dochodu, zwiększają one swoje oszczędności o wielkość równą 20–50% długów zaciąganych przez państwo<sup>13</sup>. Tym samym majątek produkcyjny powstały w wyniku inwestycji finansowanych z prywatnych oszczędności zmniejsza się o wartość równą 50–80% długu publicznego.

Można oczywiście niedostatek prywatnych oszczędności uzupełnić zagranicznymi oszczędnościami<sup>14</sup>. Ale z finansowaniem inwestycji z zagranicznych oszczędności wiąże się co najmniej dwa problemy.

- 1) Zagraniczni właściciele kapitału, jak wszyscy inni, oczekują, że będzie on przynosił im dochód. Tak więc jeżeli inwestycje finansuje się z zagranicznych oszczędności, to w dłuższej perspektywie tylko część ze zwiększonego dzięki nim dochodu pozostaje w kraju. Jest to ta część, która służy wynagrodzeniu pracowników zatrudnionych przy produkcji uruchomionej w wyniku nowych inwestycji. Przebiegnie wynosi ona ok.  $\frac{2}{3}$  dochodu. Pozostałą  $\frac{1}{3}$  dochodu otrzymują zagraniczni właściciele oszczędności<sup>15</sup>.
- 2) Zagraniczni właściciele mogą – w razie niekorzystnego rozwoju sytuacji w danym kraju – szybciej zdecydować się na wycofanie z niego swojego kapitału niż właściciele krajowi, pogłębiając tym samym skalę pierwotnych zaburzeń w gospodarce. Najtrudniej szybko wycofać bezpośrednio inwestycje zagraniczne. Ale, jak pokazują badania, ich napływ jest powiązany z wielkością krajowych oszczędności<sup>16</sup>. Co

<sup>12</sup> R.J. Barro, *Are Government Bonds Net Wealth?*, „Journal of Political Economy” 1974, Vol. 82, s. 1095–1117.

<sup>13</sup> W.G. Gale, P.R. Orszag, *The economic effects of long-term fiscal discipline*, „Urban Institute Discussion Paper” 2003, No. 8.

<sup>14</sup> O.J. Blanchard, F. Giavazzi, *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, „MIT Department of Economics Working Paper” 2002, No. 03–05.

<sup>15</sup> Wartości te można uznać za stylizowane fakty opisujące udział wynagrodzenia czynnika pracy i kapitału w produkcji.

<sup>16</sup> P. Aghion, D. Comin, P. Howitt, *When does domestic saving matter for economic growth*, „NBER Working Paper” 2006, No. 12275.

więcej, przynoszą one najwięcej korzyści gospodarce, gdy są finansowane z krajowych oszczędności, bo są wtedy czystym importem bardziej zaawansowanych technologii i nie powodują dużych wahań kursu walutowego.

Dług publiczny przyczynia się do zmniejszenia majątku produkcyjnego w gospodarce także na inne sposoby. Wraz ze wzrostem tego długu wierzyciele państwa domagają się wyższej premii za ryzyko. Wyższe odsetki muszą płacić również przedsiębiorcy, z którymi państwo konkuruje o prywatne oszczędności. W efekcie firmy muszą zrezygnować z części projektów, które przy niskim długu publicznym byłyby zyskowne, ale przy odsetkach podwyższonych o premię za ryzyko stają się nieopłacalne.

Wreszcie po przekroczeniu pewnego poziomu dług publiczny zaczyna zagrażać stabilności gospodarczej. Staje się istotnym dodatkowym źródłem niepewności. Przynajmniej niektóre firmy chronią się przed niepewnością, odwołując inwestycje do czasu, kiedy ona ustąpi, czyli do momentu wyraźnego spadku relacji długu publicznego do PKB<sup>17</sup>.

► Po czwarte, dług publiczny może wywoływać przyływy i odpływy zagranicznego kapitału portfelowego, co powoduje wahania kursu, utrudniające wymianę międzynarodową<sup>18</sup>.

Przy niestabilnym kursie krajowej waluty trudno kalkulować opłacalność eksportu i importu. Część przedsiębiorców przenosi więc swoją działalność do sektorów wytwarzających dobra, które nie podlegają międzynarodowej wymianie handlowej. Osłabienie więzów ze światową gospodarką ma negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarki nie tylko dlatego, że grozi utratą przez kraj zdolności do spłaty zadłużenia zagranicznego. Słabsza obecność na rynkach światowych utrudnia transfer nowoczesnych technologii z zagranicy<sup>19</sup> i kopiowanie rozwiązań, które tam się sprawdziły<sup>20</sup>. Zawężenie się kręgu dostawców i odbiorców ogranicza możliwości specjalizacji i osiągnięcia korzyści z dużej skali produkcji.

<sup>17</sup> T.J. Moss, H.S. Chiang, *The Other Costs of High Debt in Poor Countries: Growth, Policy Dynamics, and Institutions*, Issue Paper on Debt Sustainability, Center for Global Development, 2003.

<sup>18</sup> Zob. np. G. Calvo, F. Mishkin, *The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries*, „Journal of Economic Perspectives” 2003, Vol. 17, No. 4, s. 99–118.

<sup>19</sup> W. Keller, *International Technology Diffusion*, „Journal of Economic Literature” 2004, Vol. 42, s. 752–782.

<sup>20</sup> J. De Loecker, *A Note on Detecting Learning by Exporting*, „NBER Working Paper” 2010, No. 16548.

Żaden z omówionych powyżej czterech kanałów negatywnego oddziaływania długu publicznego na rozwój gospodarki nie hamuje istotnie wzrostu, kiedy dług publiczny jest niski, a dwa kanały – drugi i czwarty – nie działają wtedy w ogóle. Jeżeli jednak dany kanał zaczyna działać, to jego siła wzrasta wraz ze zwiększaniem się długu. W przypadku trzeciego kanału przekroczenie przez dług publiczny określonej wartości uruchamia dodatkowe mechanizmy negatywnego wpływu na wzrost gospodarki.

Złożoność wpływu długu publicznego na wzrost gospodarki, w tym różnice w poziomie długu postrzeganym jako bezpieczny, mogą wyjaśniać, dlaczego w badaniach empirycznych w różnych krajach uzyskuje się bardzo zróżnicowane wartości progowe, powyżej których dług publiczny zaczyna hamować wzrost. Na przykład T. Cordella, L.A. Ricci i M. Ruiz-Arranz szacują ją na 20% PKB<sup>21</sup>, a C. Pattillo, H. Poirson i L. Ricci na 35–40% PKB. Dla krajów wysoko rozwiniętych wartość progowa bywa szacowana na 80% PKB i więcej<sup>22</sup>.

### **Czynniki wpływające na zdolność państwa do regulowania zobowiązań**

Na ogół przyjmuje się, że dług jest obsługiwalny, gdy jest stabilny w relacji do PKB. Takie podejście jest oparte na założeniu, że przeszłe zdarzenia dobrze odzwierciedlają przyszłość. Ale aby naruszenie tego założenia (np. na skutek wstrząsów) nie zagroziło wypłacalności lub płynności państwa, dług publiczny powinien być utrzymywany na poziomie wyraźnie niższym od generującego ryzyko kryzysu fiskalnego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje, że kraje rozwijające się mogą całkowicie bezpiecznie zaciągać dług w relacji do PKB do poziomu ok. 25%. Praktyka pokazuje jednak, że przeciętny kraj rozwijający się ma wskaźnik zadłużenia ponaddwukrotnie wyższy niż zalecany przez MFW<sup>23</sup>.

Obok bieżącego i prognozowanego poziomu zadłużenia na zdolność państwa do regulowania zobowiązań wpływają: stopień rozwoju gospodarczego, jakość polityki gospodarczej państwa i jego instytucji, podatność na wstrząsy, przepływy pieniężne z zagranicą oraz struktura długu publicznego (walutowa i terminowa).

<sup>21</sup> *Idem*, *Debt Overhang or Debt Irrelevance? Revisiting the Debt-Growth Link*, „IMF Working Paper” 2005, No. 05/223.

<sup>22</sup> *Idem*, *External debt and growth*, „IMF Working Paper” 2002, No. 69.

<sup>23</sup> P Topalova, D. Nyberg, *What Level of Public Debt Can India Target?*, „IMF Working Paper” 2010, No. 10/7.

Kraje na niższym poziomie rozwoju mają mniejszą zdolność do regulowania swoich zobowiązań niż kraje wysoko rozwinięte z co najmniej pięciu powodów<sup>24</sup>.

- Zarówno dochody ich mieszkańców, jak i ich struktura gospodarcza (niewielka skala produkcji i niski stopień specjalizacji poszczególnych podmiotów, co ułatwia ukrywanie dochodów) zawężają możliwości tych krajów zwiększania wpływów z podatków w sytuacji, w której byłyby one niezbędne do regulowania zaciągniętych zobowiązań.
- Poziom rozwoju, choć zależny od jakości instytucji, również ma na nie wpływ. Z kolei jakość instytucji jest istotnym czynnikiem wpływającym na zdolność państwa do regulowania swoich zobowiązań (o tym zagadnieniu dalej).
- Kraje o niskim poziomie rozwoju są bardziej wrażliwe na wstrząsy makroekonomiczne (nieco szerzej o znaczeniu wstrząsów dla zdolności regulowania zobowiązań w dalszej części artykułu). Dzieje się tak głównie ze względu na strukturę gospodarek tych państw, charakteryzującą się wysokim udziałem rolnictwa i sektorów wytwarzających dobra o niskim stopniu przetworzenia.
- Niskiemu poziomowi rozwoju towarzyszy zazwyczaj niska stopa oszczędności. Jest ona pochodną mniejszych możliwości oszczędzania, bez naruszania podstawowych potrzeb konsumpcyjnych, w krajach biednych niż w krajach bogatych.
- Ze stopą oszczędności, podatnością na wstrząsy oraz jakością instytucji powiązany jest rozwój krajowego rynku kapitałowego, w tym rynku obligacji. Kraje o niskim poziomie dochodu narodowego na mieszkańca najczęściej zadłużają się w międzynarodowych instytucjach finansowych lub pożyczają środki od rządów innych krajów, co wiąże się z większym kosztem pozyskania kapitału.

Skuteczna ochrona praw własności oraz polityka stabilizacyjna mają pozytywny wpływ na zaufanie inwestorów do danego kraju. Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Bank Światowy kraje o słabych instytucjach i polityce makroekonomicznej zwiększającej wahaniami produktu, mogą zaciągać dług do poziomu ok. 100% eksportu, podczas gdy kraje o dobrych instytucjach i skutecznej polityce stabilizacyjnej nawet trzy razy wyższy. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wskazuje, że kraje o słabych instytu-

---

<sup>24</sup> D. Cassimon, B. Moreno-Dodson, Q. Wodon, *Debt Sustainability for Low-Income Countries. A Review of Standard and Alternative Concept*, „MPRA Paper” 2008, No. 11077.



cjach osiągają taki sam poziom ryzyka niewypłacalności co kraje o wysoko rozwiniętych instytucjach przy relacji długu do PKB, eksportu i dochodów sektora finansów publicznych niższym, odpowiednio o 30 pkt proc., 200 pkt proc. oraz 100 pkt proc. Taki stan wynika z tego, iż kraje o słabych instytucjach są bardziej podatne na nadużycia władzy, także w stosunku do wierzycieli państwa, oraz gorzej zarządzają powierzonymi im funduszami, tzn. wykorzystują pożyczone im środki w sposób mniej produktywny, co wpływa na zdolność kraju do ich spłaty<sup>25</sup>.

Do zmiennych makroekonomicznych, których niekorzystne zmiany mają istotny wpływ na zdolność państwa do regulowania zobowiązań, należą w szczególności: dochody z eksportu, tempo wzrostu produkcji, fluktuacje kursu walutowego czy poziom środków, jakie dany kraj może pozyskać w drodze grantów czy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Stabilność wymienionych czynników ma zasadnicze znaczenie, jeśli chodzi o budowanie zaufania inwestorów. Wpływ tych czynników na zdolność państwa do regulowania zobowiązań jest mierzony za pomocą testów warunków skrajnych. Celem takich testów jest pokazanie, czy dla danego poziomu zadłużenia sytuacja państwa jest stabilna nie tylko obecnie, ale także w obliczu ewentualnego wstrząsu<sup>26</sup>.

Jeżeli chodzi o przepływy pieniężne z zagranicą, to w krajach rozwijających się szczególne znaczenie mają często przelewy pracowników pracujących za granicą. Pozycja tego typu transferów zyskuje na znaczeniu w krajach rozwijających się od początku lat 90. Pod koniec lat 90. ich wielkość ustępowała jedynie bezpośrednim inwestycjom zagranicznym<sup>27</sup>. Transfery te poszerzają bazę podatkową. Nawet jeżeli nie są bezpośrednio opodatkowane, to wpływają na dochody budżetu z tytułu podatków pośrednich, w tym zwłaszcza z podatków konsumpcyjnych. Wynika to z faktu, że rodziny osób pracujących za granicą otrzymane środki w znaczącej części wydają na bieżącą konsumpcję. Poza tym przelewy mogą zwiększać oszczędności krajowe oraz wzmocnić rozwój krajowego systemu finansowego, w tym bankowego.

Z przelewami z zagranicy wiąże się też jednak ryzyko nadmiernej aprecjacji waluty krajowej, hamującej rozwój sektora eksportowego. Materializuje się ono w tych krajach, w których nakładane są restrykcje na import. Jeśli transfery nie posłużą wzrostowi importu, to równowaga w bilansie płatniczym po pojawieniu się transferów będzie przywrócona przez spadek eksportu<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> *Debt Sustainability in Low-Income Countries*, op. cit.; A. Kraay, V. Nehru, *When Is External Debt Sustainable?*, World Bank, Washington 2006.

<sup>26</sup> *Debt Sustainability in Low-Income Countries*, op. cit.

<sup>27</sup> Y. Abdih i inni, *Fiscal Sustainability in Remittance-Dependent Economies*, „IMF Working Paper” 2009, No. 190.

<sup>28</sup> *Ibidem*.

Istotną przyczyną większej podatności gospodarek wschodzących na kryzysy fiskalne niż krajów wysoko rozwiniętych jest struktura zadłużenia tych krajów, będąca pochodną przede wszystkim ograniczonych możliwości zadłużania się we własnej walucie, na długi okres i wedle stałego oprocentowania. Jeśli duża część zadłużenia jest denominowana w walutach obcych, osłabienie waluty krajowej może doprowadzić do gwałtownego wzrostu relacji długu do PKB, a w konsekwencji do kryzysu. Ta zależność nie występuje, kiedy kraj, nawet zadłużając się za granicą, ma możliwości zaciągania długu w walucie krajowej. W związku z tym kraje rozwijające się dążą do zamiany zadłużenia zagranicznego na zadłużenie krajowe, nawet kosztem wyższej stopy procentowej czy skracania terminów pierwotnych emitowanych skarbowych papierów wartościowych. Wyższa stopa procentowa oznacza konieczność ponoszenia wyższych kosztów przy obsłudze danego poziomu długu publicznego. Z kolei skracanie terminów pierwotnych jest równoznaczne z koniecznością częstszego rolowania długu (lub z koniecznością rolowania większej części długu w jednostce czasu).

Podstawowym sposobem na poprawę struktury zadłużenia jest emisja możliwie dużej części obligacji nie w walutach obcych, ale w walucie krajowej, jednak tylko wtedy, gdy ta zmiana nie odbywa się kosztem istotnego wzrostu rentowności oraz skrócenia terminów pierwotnych emisji. Jako rozwiązanie mogące poprawić obsługiwalność długu wskazywane bywa emitowanie obligacji indeksowanych do tempa wzrostu PKB. Pozwala to obniżyć koszty obsługi długu publicznego w momentach, gdy możliwości płatnicze rządu są niższe. Również emisja obligacji o stałym oprocentowaniu, ustalenie możliwie odległego terminu zapadalności obligacji, a także unikanie sytuacji, w których w krótkim czasie zapadłoby wiele emisji o znacznej wartości wykupu, są pomocne w utrzymaniu wypłacalności danej gospodarki<sup>29</sup>.

### **Czynniki wpływające na skłonność państwa do regulowania zobowiązań**

Postrzeganie skłonności danego kraju do regulowania swoich zobowiązań zależy w dużej mierze od ustroju panującego w tym państwie, historii rozliczania się przez nie z wierzycielami oraz od struktury podmiotowej długu (tzn. od tego, czy wierzycielami państwa są głównie rezydenci, czy nierezydenci).

---

<sup>29</sup> K. Forslund, M. Rau-Goehring, *Debt sustainability: The right type of borrowing for the right purpose*, „G-24 Policy Brief” 2008, No. 41.

Rządzący w obliczu problemów z obsługą długu napotykać konflikt interesów, w którego rozwiązaniu istotną rolę odgrywa otoczenie instytucjonalne i prawne. Z badań empirycznych wynika, że istnieje większe prawdopodobieństwo spłaty zobowiązań w krajach o systemie parlamentarno-gabinetowym niż prezydenckim. W systemie parlamentarno-gabinetowym władza wykonawcza, czyli, upraszczając, premier może zostać odwołany ze stanowiska w wyniku przegłosowania przez parlament wotum nieufności. W ten sposób powstaje związek między prowadzoną przez rząd polityką gospodarczą a utrzymaniem władzy. Możliwość utraty władzy przed końcem kadencji motywuje władzę wykonawczą do terminowej spłaty swoich zobowiązań. W systemie prezydenckim prezydent ma gwarancję sprawowania władzy do końca kadencji<sup>30</sup>. Słabiej chroniona jest również własność, o ile partia, z której wywodzi się prezydent, ma kontrolę nad parlamentem. Jeśli natomiast partia, z której wywodzi się prezydent, nie kontroluje parlamentu, system prezydencki charakteryzuje się dużym skonfliktowaniem<sup>31</sup>.

Znaczenie dla skłonności danego kraju do spłaty swoich zobowiązań ma również sytuacja w koalicji rządowej. Jeśli w danym kraju u władzy jest rząd jednopartyjny, to bywa on bardziej skłonny zawiesić spłatę swojego zadłużenia niż rząd dwu- lub wielopartyjny. Rząd jednopartyjny w demokracji parlamentarnej częściej decyduje się na ogłoszenie niewypłacalności, ponieważ wpływ stosunkowo nielicznych grup właścicieli skarbowych papierów wartościowych na rząd jest niewielki. Natomiast jeśli rząd złożony jest z dwóch lub więcej partii, możliwości nacisku na rząd dotyczące terminowej spłaty zadłużenia się zwiększają<sup>32</sup>.

Poziom długu publicznego, przy którym w przeszłości rząd ogłosił niewypłacalność lub miał poważne problemy z regulowaniem swoich bieżących zobowiązań, może stanowić pierwsze odniesienie dla bezpiecznego poziomu długu publicznego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy opracowały próg długu, jaki można uznać za bezpieczny dla krajów o niskim poziomie dochodu na mieszkańca, porównując rozkłady i mediany relacji wartości bieżącej długu do PKB w okresach, odpowiednio, występowania trudności z obsługą długu oraz braku takich trudności. Pod pojęciem trudności w obsłudze długu rozumiano zaległości w spłacie długu sięgające co najmniej 5% wartości całego zadłużenia. Jednocześnie przyję-

<sup>30</sup> E. Kohlscheen, *Why are there serial defaulters? Quasi-experimental evidence from Constitutions*, „DEGIT Conference Papers” 2006, No. 011-010.

<sup>31</sup> C. Van Rijckeghem, B. Weder, *Political institutions and debt crises*, „Public Choice” 2009, Vol. 138, s. 387–408.

<sup>32</sup> S.M. Saiegh, *Coalition Governments and Sovereign Debt Crisis*, „Economics & Politics” 2009, Vol. 21, No. 2, s. 232–254.

to, że państwo nie ma problemów z regulowaniem swoich zobowiązań, gdy przez co najmniej trzy kolejne lata nie występują żadne znaczące zaległości w ich spłacie. Wartość progowa została oszacowana na 43% PKB<sup>33</sup>. Jednak taka analiza pomija pewne specyficzne uwarunkowania dla danego kraju i jego gospodarki, i dlatego podana wartość nie powinna być traktowana jako odpowiednia dla każdego kraju.

Podobną analizę przeprowadzili m.in. C.M. Reinhart, K.S. Rogoff oraz M.A. Savastano<sup>34</sup>. Autorzy ci skupili się jedynie na zadłużeniu zagranicznym. Sprawdzili poziom zadłużenia danego kraju w chwili, w której ogłaszał niewypłacalność lub restrukturyzował swoje zadłużenie zagraniczne. Z ich porównania wynika, że wiele spośród badanych krajów doświadczyło negatywnego wpływu na rozwój gospodarczy przy zadłużeniu poniżej 50% PKB. Jedynie 13% spośród wszystkich badanych krajów, które nie były w stanie regulować swoich zobowiązań, było zadłużonych powyżej progę 100% PKB, natomiast ponad połowa krajów miała zadłużenie nieprzekraczające 60% PKB. Autorzy analizy ocenili, że zadłużenie krajów, które doświadczają negatywnych skutków gospodarczych, nie jest bardzo wysokie. Jednak w porównaniu z krajami, które nigdy nie zaprzestały regulowania swoich zobowiązań w terminie, jest ono przeciętnie wyraźnie wyższe. Za bezpieczny poziom zadłużenia kraju mającego w przeszłości problemy z jego obsługą należałoby uznać poziom 30–35% PKB. Po przekroczeniu tej granicy ryzyko ogłoszenia niewypłacalności przez kraj, który już wcześniej miał problemy z regulowaniem swoich zobowiązań, gwałtownie rośnie.

W gospodarkach wschodzących pożyczanie środków z sektora bankowego (z wyłączeniem banku centralnego) lub niefinansowego jest często znacząco ograniczone, ze względu na słabo rozwinięty krajowy rynek finansowy i niską stopę oszczędności. Z powodu płytkiego rynku finansowego i niskiej stopy oszczędności próby zwiększenia przez rząd udziału zadłużenia krajowego w długu publicznym ogółem mogą prowadzić do wzrostu oprocentowania obligacji rządowych, a co za tym idzie wywołać efekt wypychania inwestycji prywatnych. W rezultacie rządy tych krajów często decydują się na pożyczki zagraniczne<sup>35</sup>. Z analizy zachowań wielu rządów wypływa wniosek, że istnieje zdecydowanie większe prawdopodobieństwo niespłacenia zobowiązań wobec wierzycieli zagranicznych niż krajowych. Jest to spowodowane głównie tym, że rządzącym zależy na utrzymaniu

<sup>33</sup> *Debt Sustainability in Low-Income Countries, op. cit.*

<sup>34</sup> *Idem, Debt intolerance*, „Brookings Papers on Economic Activity” 2003, Vol. 2003, No. 1, s. 1–62.

<sup>35</sup> A. Waheed, *Sustainability and Determinants of Domestic Public Debt of Pakistan*, „Nagoya University Discussion Paper” 2006, No. 137.

elektoratu. Na uwagę zasługuje twierdzenie mówiące o występowaniu takiej zależności bez względu na panujący system polityczny w danym kraju. Zarówno kraje o systemie autorytarnym, jak i demokratycznym chętniej spłacają zobowiązania wobec wierzycieli krajowych niż zagranicznych<sup>36</sup>.

## Podsumowanie

Nadmierne zadłużanie się państwa może ujemnie wpływać na gospodarkę. Do jego negatywnych skutków należą przede wszystkim: wzrost podatków, zwiększenie rozpiętości dochodowych w gospodarce, skutkujące często podwyżkami podatków dochodowych i majątkowych, znacząco osłabiających bodźce do produktywnych działań, zmniejszenie majątku produkcyjnego w gospodarce, osłabienie powiązań z gospodarką światową, spowalniające transfer technologii z zagranicy i uczenie się zagranicznych standardów oraz niebezpieczeństwo kryzysu fiskalnego.

Aby te skutki nie wystąpiły lub nie miały istotnego wpływu na wzrost gospodarki, dług publiczny powinien być utrzymywany na bezpiecznym poziomie. Jako że państwa różnią się zarówno zdolnością, jak i skłonnością do regulowania zobowiązań, poziom ten różni się między krajami.

Na zdolność państwa do regulowania zobowiązań wpływa, obok wielkości tych zobowiązań, stopień rozwoju gospodarczego, poziom ochrony praw własności i skuteczność polityki stabilizacyjnej, podatność na wstrząsy, skala zasilania gospodarki przez przepływy pieniężne z zagranicy oraz struktura walutowa i terminowa długu.

Z kolei ocena skłonności danego państwa do spłaty zobowiązań zależy od jego systemu politycznego, historii regulowania zobowiązań oraz struktury podmiotowej długu publicznego (tj. tego, czy wierzycielami państwa są rezydenci, czy nierezydenci).

Dług publiczny w Polsce jest dużo niższy niż w wielu krajach wysoko rozwiniętych. Jednak takie porównanie nie bierze pod uwagę faktu, że Polska nie jest jeszcze krajem wysoko rozwiniętym. Ma więc mniejsze możliwości pozyskania dodatkowych wpływów z podatków, gdyby okazały się one niezbędne do terminowej spłaty długów. W Polsce – podobnie jak w innych krajach o umiarkowanym dochodzie na mieszkańca – większy niż w państwach wysoko rozwiniętych udział w tworzeniu PKB mają te rodzaje działalności gospodarczej, w których nie osiąga się korzyści z dużej skali produkcji i które nie wymagają specjalizacji. Od takich rodzajów działalności trudniej wyegzekwować podatki, bo zarówno skala produkcji, jak

<sup>36</sup> C. Van Rijckeghem, B. Weder, *Political*, *op. cit.*

i liczba podmiotów, z którymi zawiera się transakcje, jest w nich niewielka. Jeśli przy takiej strukturze gospodarki państwo próbuje osiągać dochody zbliżone do tych, jakie uzyskują kraje wysoko rozwinięte, to musi silnie opodatkowywać nowoczesne sektory gospodarki, w których trudniej ukryć rzeczywistą skalę produkcji. Innymi słowy, do uzyskania określonego dochodu z podatków potrzebne są wyższe niż w państwach wysoko rozwiniętych stawki podatków. Warto dodać, że w tych ostatnich, gdy znajdowały się na obecnym poziomie rozwoju Polski, ciężary podatkowe były wyraźnie mniejsze niż w naszym kraju.

Mniej zamożne społeczeństwo ma też bardziej ograniczone możliwości zwiększenia oszczędności, a w efekcie pokrycia potrzeb pożyczkowych rządu, z jednej strony bez zmniejszenia szans przedsięwzięciom na sfinansowanie inwestycji, a z drugiej strony bez importu kapitału z zagranicy, który łatwiej może odpłynąć niż krajowe oszczędności.

Polski poziom długu postrzegany przez inwestorów jako bezpieczny jest obniżany również przez odmowę w latach 80. XX wieku regulowania zobowiązań.

Różnice w procencie, na jaki inwestorzy są skłonni pożyczać swoje pieniądze rządowi poszczególnych krajów, nie odzwierciedlają wyłącznie różnic w postrzeganiu przez nich ryzyka niewypłacalności poszczególnych państw. Ważnym czynnikiem, uwzględnianym przy wycenie obligacji skarbowych, jest ryzyko spadku wartości danej waluty, a w efekcie – realnej wartości długu. Gdyby Polska należała do strefy euro, to także ryzyko byłoby mniejsze, bo inwestorzy większym zaufaniem darzą tę walutę niż złotego. W konsekwencji Polska mogłaby taniej niż dziś zaciągać długi.

Bardziej uprawnione niż zestawianie zadłużenia publicznego Polski z długiem publicznym w państwach wysoko rozwiniętych jest porównywanie go z długiem w krajach naszego regionu. Mają one bowiem generalnie zbliżony do naszego dochód na mieszkańca. Można oczywiście znaleźć wśród nich takie kraje, jak Bułgaria i Rumunia, których dochód na mieszkańca jest wyraźnie niższy niż u nas, ale są i takie, jak Słowenia czy Czechy, które uznaje się już za kraje wysoko rozwinięte.

Na tle państw naszego regionu Polska nie wypada dobrze: jak już wspomniano, tylko Węgry są bardziej zadłużone niż nasz kraj; pozostałe państwa mają wyraźnie niższy dług publiczny w relacji do PKB i to niezależnie od tego, czy są od nas biedniejsze, czy zamożniejsze.

Część krajów naszego regionu zaciągając długi, musi płacić wyższe odsetki niż Polska. Należą do nich w szczególności, Bułgaria, Łotwa, Rumunia i Węgry. Ale te wyższe rentowności odzwierciedlają nie tylko większe ryzyko niewypłacalności tych krajów niż Polski, ale również – wpływające

na owo ryzyko – mniejsze zaufanie inwestorów do walut tych krajów niż do złotego. Inaczej mówiąc, nie oznaczają one wyłącznie, że dług publiczny w Polsce będzie przez najbliższe 5–10 lat bardziej niż w tych krajach odległy od poziomów postrzeganych przez inwestorów jako groźące niewypłacalnością, ale też, iż bank centralny w Polsce może, w ocenie inwestorów, skuteczniej niż tam dbać o wartość pieniądza w takim horyzoncie (a w efekcie – o realną wartość wierzycelności inwestorów).

Z wyjątkiem Węgier żaden kraj naszego regionu nie wydaje na koszty obsługi długu więcej niż Polska<sup>37</sup>.

Bieżący poziom długu publicznego nie grozi kryzysem fiskalnym. Wydaje się jednak generować pozostałe rodzaje kosztów. W szczególności, gdyby nie istniał dług publiczny w Polsce i – w efekcie – nie trzeba było płać od niego odsetek, podatek dochodowy od osób fizycznych (PIT) mógłby być o prawie  $\frac{2}{3}$  niższy niż jest obecnie albo można byłoby całkowicie zlikwidować podatek dochodowy od przedsiębiorstw (CIT)<sup>38</sup>.

## Bibliografia

- Abdih Y., Chami R., Gapen M., Mati A., *Fiscal Sustainability in Remittance-Dependent Economies*, „IMF Working Paper” 2009, No. 09/190.
- Aghion P., Comin D., Howitt P., *When does domestic saving matter for economic growth*, „NBER Working Paper” 2006, No. 12275.
- Alesina A., Rodrik D., *Distributive Politics and Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1994, Vol. 109, No. 2.
- Barro R.J., *Are Government Bonds Net Wealth?*, „Journal of Political Economy” 1974, Vol. 82.
- Blanchard O.J., Giavazzi F., *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, „MIT Department of Economics Working Paper” 2002, No. 03-05.
- Calvo G., Mishkin F., *The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries*, „Journal of Economic Perspectives” 2003, Vol. 17, No. 4.
- Cassimon D., Moreno-Dodson B., Wodon Q., *Debt Sustainability for Low-Income Countries. A Review of Standard and Alternative Concept*, „MPRA Paper” 2008, No. 11077.
- Cordella T., Ricci L.A., Ruiz-Arranz M., *Debt Overhang or Debt Irrelevance? Revisiting the Debt-Growth Link*, „IMF Working Paper” 2005, No. 05/223.

<sup>37</sup> *European Economic Forecast, Spring 2008*, „European Economy” 2008, No. 1.

<sup>38</sup> Ministerstwo Finansów, *Uzasadnienie do Ustawy budżetowej na 2011 rok*, Warszawa 2010.

- Debt Sustainability in Low-Income Countries—Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, International Monetary Fund and International Development Association, Washington 2004.
- Elmendorf D.W., Mankiw G.N., *Government debt, paper prepared for Handbook of Macroeconomics*, 1998.
- European Economic Forecast, Spring 2011, „European Economy”, 1/2011
- Forslund K., Rau-Goehring M., *Debt sustainability: The right type of borrowing for the right purpose*, „G-24 Policy Brief” 2008, No. 41.
- Gale W.G., Orszag P.R., *The economic effects of long-term fiscal discipline*, „Urban Institute Discussion Paper” 2003, No. 8.
- Ghosh A.R., Kim J. i inni, *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*, „NBER Working Paper” 2011, No. 16782.
- How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*, World Bank, Washington 2006.
- Keller W., *International Technology Diffusion*, „Journal of Economic Literature” 2004, Vol. 42.
- Kohlscheen E., *Why are there serial defaulters? Quasi-experimental evidence from Constitutions*, „DEGIT Conference Papers” 2006, No. 011-010.
- Kraay A., Nehru V., *When Is External Debt Sustainable?*, World Bank, Washington 2006.
- Loecker De J., *A Note on Detecting Learning by Exporting*, „NBER Working Paper” 2010, No. 16548.
- Mankiw G.N., *The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy*, „NBER Working Paper” 2000, No. 7571.
- Moss T.J., Chiang H. S., *The Other Costs of High Debt in Poor Countries: Growth, Policy Dynamics, and Institutions*, Issue Paper on Debt Sustainability, Center for Global Development, 2003.
- Myles G.D., *Economic Growth and the Role of Taxation – Aggregate Data*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 714.
- Myles G.D., *Economic Growth and the Role of Taxation – Disaggregate Data*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 715.
- Myles G.D., *Economic Growth and the Role of Taxation – Theory*, „OECD Economics Department Working Paper” 2009, No. 713.
- Pattillo C., Poirson H., Ricci L., *External debt and growth*, „IMF Working Paper” 2002, No. 02/69.
- Reinhart C.M., Rogoff K. S., Savastano M. A., *Debt intolerance*, „Brookings Papers on Economic Activity” 2003, Vol. 2003, No. 1.
- Reinhart C., Rogoff K., *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton 2009.



- Rijckeghem Van C., Weder B., *Political institutions and debt crises*, „Public Choice” 2009, Vol. 138.
- Rutkowski J.J., Scarpetta S., Banerji A., O’Keefe P., Pierre G., Vodopivec M., *Enhancing job opportunities: Eastern Europe and the Former Soviet Union*, World Bank, Washington 2005.
- Saiegh S.M., *Coalition Governments and Sovereign Debt Crisis*, „Economics&Politics” 2009, Vol. 21, No. 2.
- Tax Policy Reform and Economic Growth*, „OECD Tax Policy Studies” 2010, No. 20.
- Topalova P., Nyberg D., *What Level of Public Debt Can India Target?*, „IMF Working Paper” 2010, No. 10/7.
- Uzasadnienie do Ustawy budżetowej na 2011 rok*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010.
- Waheed A., *Sustainability and Determinants of Domestic Public Debt of Pakistan*, „Nagoya University Discussion Paper” 2006, No. 137.
- World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington 2011.