

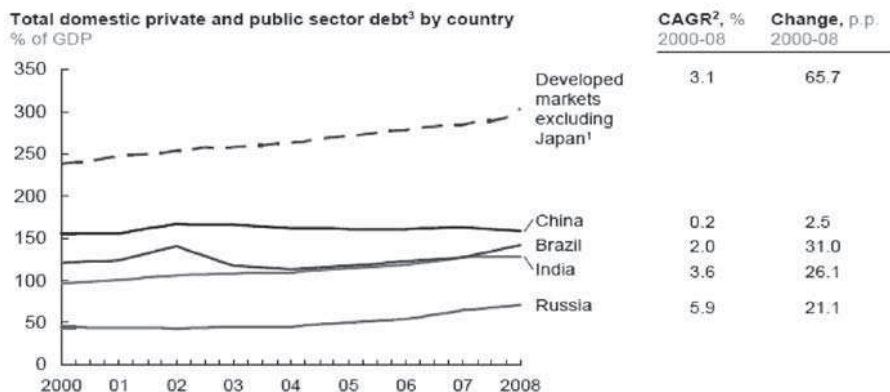
TOMASZ GRUSZECKI

EKSPLOZJA DŁUGU PUBLICZNEGO NA ŚWIECIE

Jednym ze skutków kryzysu było gwałtowne przyspieszenie narastania długu publicznego. Dług ten narastał już przedtem, ale w dobrej koniunkturze przed kryzysem, wysokich wpływach budżetowych i dużej płynności papierów skarbowych na światowym rynku finansowym wydawało się, że jest on pod kontrolą. Gigantyczna pomoc rządów dla instytucji sektora finansowego spowodowała, że duża część długu sektora prywatnego (instytucji finansowych i gospodarstw domowych) zmieniła się w dług sektora publicznego, który zaczął niepokojąco rosnać, i to w warunkach recesji i zmniejszenia wpływów budżetowych. O ile dotąd zagrożenie długiem publicznym dotyczyło tradycyjnie krajów słabo rozwiniętych, o tyle obecnie okazało się, że najbardziej zagrożone długiem są kraje rozwinięte; nie tylko kraje PIIGS, ale także USA, Wielka Brytania, część krajów strefy euro (średnie zadłużenie w strefie euro sięga 80% PKB). Całkowity dług USA to już ok. 360% PKB. Całkowity dług krajów rozwiniętych w stosunku do BRIC pokazuje rys. 1.

Dług dojrzałych gospodarek rośnie szybciej niż krajów *emerging markets*. Szczególnie jednak groźna jest eksplozja długu publicznego. Doprowadziła ona do sytuacji, kiedy zupełnie poważnie analitycy rynkowi zastanawiają się nad groźbą bankructwa wielu gospodarek, które dotąd miały zawsze najwyższy rating (triple A) – w tym USA – a papiery rządów są niżej notowane pod względem bezpieczeństwa niż obligacje korporacyjne. Takiej sytuacji dotąd nigdy nie było.

Emerging market debt levels are much lower than in mature markets



¹ Includes Canada, France, Germany, Italy, S. Korea, Spain, Switzerland, the United Kingdom, and the United States; excludes Japan.

² Compound annual growth rate.

³ "Debt" is defined as all credit market borrowing, including loans and fixed-income securities.

SOURCE: Central banks; Bank of International Settlements; Haver Analytics; McKinsey Global Institute

Rys. 1. Całkowity dług krajów rozwiniętych w stosunku do BRIC.
(CAGR to dług rozumiany jako ogólna wartość papierów dłużnych na rynku,
włączając pożyczki i sekurytyzowane papiery dłużne dające stały dochód)

Źródło: BIS, banki centralne, MC Kinsey Global Institute

1. JAK RÓŚŁ DŁUG PUBLICZNY NA ŚWIECIE

Portal Economist Intelligente Unit opracował suwakowy zegar pokazujący, jak rósł dług publiczny w skali całego świata od 1999 r. Wygląda to tak: nad mapą świata jest zegar wskazujący lata, można suwakiem wybrać odpowiedni rok i odczytać łączny dług publiczny na świecie w tym roku, a także dług dla danego kraju, w tym obliczony *per capita*. Oczywiście przyjmuje się tu założenie stałego tempa wzrostu długu w latach minionych, kiedy dane łączne są znane i jakieś założenia prognostyczne co do następnych okresów: 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011. Odczyt z suwaka dał następujące dane (podaję w przybliżeniu: pierwsze dwie cyfry to biliony, trzy dalsze to miliardy USD).

Tab. 1. Wzrost długu publicznego na świecie

Rok	Dług w bln USD
2000	18,875
2001	18,256
2002	18,949
2003	21,780
2004	25,149
2005	26,773
2006	26,919
2007	28,797
2008	31,515
2009	35,202
2010	39,321
2011	41,919

Źródło: Economist Intelligence Unit, http://ca.gdc.economist.com.s3.amazonaws.com/index.htm/#debt_per_capita+2011

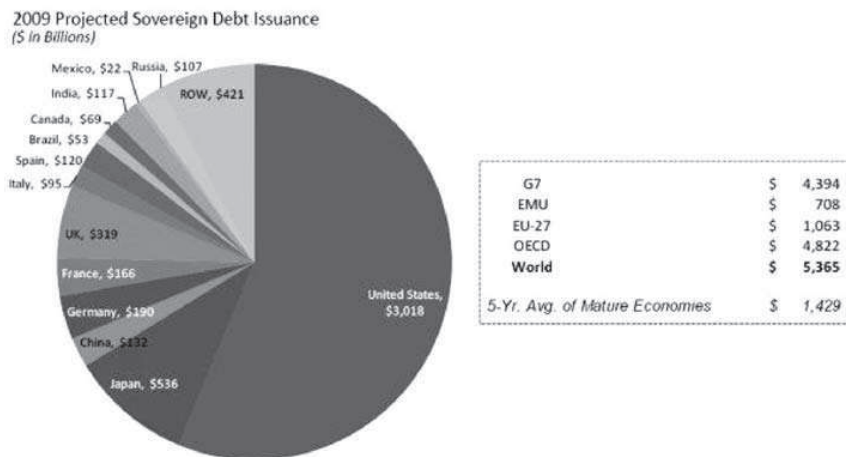
Odczyt na rok 2011 (23.04.2011 o godz. 19.00 – zegar ciągle chodzi i pokazuje narastanie długu) podał wielkość: 41 919 093 712 914 USD. (Licznik ciągle bije, więc po chwili wielkość ta jest już nieaktualna).

Jak widać, gdzieś do roku 2002 dług światowy zwiększał się stosunkowo wolno (między 2000 r. a 2001 r. nawet uległ lekkiemu zmniejszeniu). To były czasy recesji. Przyspieszeniu, i to wyraźnemu, uległ dług publiczny w skali światowej od lat 2003-2004.

W artykule Phillipa Davisa *Option Trader Outlook for G20 Thursday: Pondering the Planetary Predicament* z 24.09.2009 (<http://seekingalpha.com/article/16203-options-trader-outlook-for-g...>) znalazłem dane bardziej pesymistyczne; podaje on, że tylko w 2009 r. – jak dotąd – wszystkie kraje G20 zaciągnęły pożyczki na dług publiczny w wysokości 5,365,000,000,000 USD – a więc prawie 6 bln USD!

Zadłużenie to zostało sfinansowane emisją dłużnych papierów publicznych. Struktura tego zadłużenia wygląda następująco (zob. rys. 2).

To jest tylko wielkość emisji w 2009 r., w dodatku jeszcze nie do końca roku! Zwiększa to ogólną wielkość zadłużenia publicznego – jak dotąd (por. dane na rys. 1). Te 5,3 bln to może nie jest dużo w stosunku do prognozowanych 35 bln na koniec 2009, ale jest to wzrost o 16% w ciągu roku. Przyjmując tylko tempo narastania długu na zegarze z rys. 1, mamy 45 bln w 2011 r. i 151, 8 bln światowego długu publicznego w 2020 r.



Rys. 2. Emisja państwowych papierów w celu sfinansowania długu publicznego na świecie – zaciągniętego do września 2009

Udziały poszczególnych krajów na wykresie kołowym; np. emisja w USA: 3,0818 bln USD. W ramce podano dane: emisja łączna krajów G7: 4,394 bln USD, emisja krajów bloku euro: 708 mld USD, emisja UE-27: 1,063 bln USD, emisja wszystkich krajów OECD: 4,822 bln USD. Zadłużenie w 5-letnich obligacjach, średnioroczne, dla dojrzałych gospodarek: 1,429 bln USD.

Źródło: The Economist

Przypomnijmy: globalny produkt światowy wynosi obecnie niecałe 50 bln USD. W tej ekstrapolacji dochodzimy do absurdu – jak kiedyś Klub Rzymski, który wyliczył ok. roku 1970, że jeśli produkcja będzie wzrastać tak szybko jak dotąd, to masa globalna produkcji będzie większa niż masa kuli ziemskiej. Jest więc tylko jedna droga: deficyty budżetowe i dług publiczny muszą się zmniejszyć radykalnie.

W artykule *Handel światowy po nowemu* Chrisa Milea („Financial Times” – „Dziennik Gazeta Prawna” z 25.09.2009) mamy również pesymistyczny szacunek: Deficyt budżetowy – pisze FT – przed kryzysem wynoszący w krajach G20 przeciętnie 1,1% PKB, ma w 2010 r. wzrosnąć, znowu przeciętnie, do 6,9% PKB. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskaźnik zadłużenia publicznego rozwiniętych krajów G20 (a tworzą one 85% światowego PKB) podskoczy z niespełna 80% PKB do 110% PKB. Jeśli średnie obciążenie długiem największych gospodarek na świecie przekracza ich roczny dochód narodowy, to budzi zasadnicze obawy o przyszłość nie tylko tych gospodarek, ale całej gospodarki światowej;

– po pierwsze – ten ogromny dług wypchnie kredyty co pogorszy możliwości rozwoju i wzrostu (*crowding out*)

– po drugie – powstaje zagrożenie, czy olbrzymie i narastające potrzeby pożyczkowe nie spowodują wzrostu oprocentowania, co z kolei odbije się zarówno na kosztach obsługi długu jak i cenie kredytu

– po trzecie – ulegnie zahamowaniu produkcja i handel światowy, a więc gospodarki dłużej będą trwały w recesji.

BIS ostrzega: na świecie rośnie bomba długu publicznego. Bank for International Settlements (BIS) opracował ostatnio niepokojący raport: *The Future of public Debt: Prospectuds and Implikations* (BIS Working Paper, March 2000, nr 300). We wstępie czytamy: „Od czasu początków finansowego kryzysu dług krajów rozwiniętych wzrósł dramatycznie – i wszystko wskazuje, że będzie dalej rósł w najbliższej przyszłości. Część krajów zmierzy się z wzrastającym w przyszłości kosztem obsługi długu, zwłaszcza uwzględniając rosnący wiek populacji¹. Opracowana projekcja dalszego wzrostu długu – włączając w to przyszłe zobowiązania rządów – prowadzi do konkluzji, że w szeregu krajów grozi to niestabilnością. Trzeba byłoby podjąć drastyczne środki, aby zahamować wzrost długu i następnie dążyć do jego redukcji. Wymagane środki są jednak tak drastyczne, że poważnie grożą długofalowemu wzrostowi i stabilności monetarnej”.

Dane OECD wskazują, że całkowity dług publiczny tych krajów przewyższy 100% PKB, a w 2014 r. przewyższy 110. Jest to nowa sytuacja. Co prawda poszczególne kraje rozwinięte w czasie lub po wojnie miały przejściowo dług przekraczający 100% PKB (USA – 121% PKB w latach czterdziestych XX wieku), ale była to nadzwyczajna sytuacja i nikt wtedy nie brał pod uwagę niewypłacalności. Obecnie prawdziwy problem to nie dług jawny ale ukryty, wynikający z ogromnych przyjętych przez państwa zobowiązań wobec starzenia się ludności, zwłaszcza w krajach UE. Tych zobowiązań nie liczy się i nie ujmuje w oficjalnych prognozach budżetowych, podlegają one tylko różnym szacunkom. W dodatku metodologia tych szacunków w poszczególnych krajach jest nieporównywalna. Jakkolwiek obecnie stopy procentowe są niskie, to jest oczywiste, że wkrótce się zwiększą.

Załączona tabela obecnej sytuacji fiskalnej i perspektyw w czołowych krajach rozwiniętych oraz Azji, Centralnej Europy i Ameryki Łacińskiej pokazuje:

– stan deficytów budżetowych jako % PKB

¹ Por. raport na ten temat opracowany w Cato Institute przez J. Gokhale – streściłem go w obserwatorze finansowym.pl

- bilans zobowiązań budżetowych dostosowany cyklicznie jako % PKB
- dług finansów publicznych ogółem jako % PKB

Tab. 2. Aktualna sytuacja fiskalna i perspektywy
w czołowych krajach rozwiniętych
oraz Azji, Europy Środkowej i Ameryki Łacińskiej

Fiscal situation and prospecta ¹									
	Fiscal balance			Structural balance ²			General government debt ³		
	As a percentage of GDP								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0,7	-5,5	-5,8	-1,4	-3,3	-3,6	62	78	82
France	-2,7	-8,6	-8,0	-3,5	-6,8	-6,3	70	92	99
Germany	0,2	-5,3	-4,6	-0,8	-4,0	-3,7	65	82	85
Grece	-4,0	-9,8	-10,0	-4,5	-6,9	-6,8	104	123	130
Ireland	0,2	-12,2	-11,6	-1,3	-9,0	-9,0	28	81	93
Italy	-1,5	-5,4	-5,1	-2,2	-2,6	-2,8	112	127	130
Japan	-2,5	-8,2	-9,4	-3,4	-7,4	-9,0	167	197	204
Netherlands	0,2	-5,9	-5,3	-0,6	-3,8	-3,1	52	77	82
Portugal	-2,7	-7,6	-7,8	-2,8	-6,1	-6,8	71	91	97
Spain	1,9	-8,5	-7,7	1,6	-5,2	-4,5	42	68	74
United Kingdom	-2,7	-13,3	-12,5	-3,4	-10,5	-9,9	47	83	94
Unitet States	-2,8	-10,7	-9,4	-3,1	-9,2	-8,2	62	92	100
Asia ⁴	0,1	-3,5	-3,6	–	–	–	37	40	41
Central Europe ⁵	3,7	-4,4	-3,9	–	–	–	23	28	29
Latin America ⁶	-1,5	-2,4	-2,0	–	–	–	41	37	35

¹Regional averages calculated as weighted averages based on 2005 GDP and PPP exchange rates. ²Cyclically adjusted balance. ³For Argentina the Phillippines and Thailand, central government debt. ⁴China, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Phillippines, Singapore and Thailand. ⁵The Czech Republic, Hungary and Poland. ⁶Argentina, Brazil, Chile and Mexico.

Źródło: BIS

Tabela 2 pokazuje, że w wyniku kryzysu deficyt i dług publiczny (*general government*) wzrósł ostatnio bardzo gwałtownie w krajach, które przed kryzysem uważane były za stabilne finansowo. Finansowe programy ratunkowe, włączając w to zastrzyki kapitału, zakup aktywów przez Skarb i pożyczki rządu lub bezpośrednie finansowanie przez rząd (ale bez gwarancji kredyto-

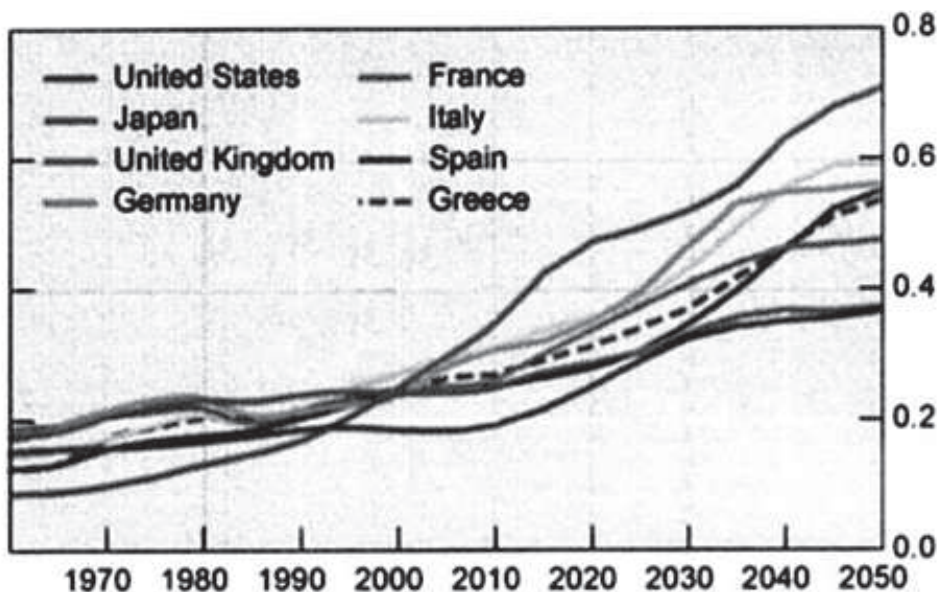
wych), osiągnęły razem 13,2% PKB w rozwiniętych gospodarkach. To wydaje się dużo, ale w poprzednich 49 kryzysach wg MFW przeciętny koszt pomocy rządowej (w stosunku do PKB) był podobny. Problemem jest jednak znaczne i szybkie pogorszenie deficytów budżetowych, obecnych i projektowanych na 2011 r., zwłaszcza że chodzi o deficyty strukturalne (bez kosztów obsługi długu). Według Reinharta i Rofoffa (por. *The Time is Different*, Princeton University Press 2010) zwykle 3 lata po typowym kryzysie bankowym absolutny poziom długu publicznego jest ok. 86% wyższy niż przed kryzysem. W krajach, gdzie kryzys był szczególnie silny, poziom długu nawet zwiększa się 3-krotnie. Z tabeli 2 wynika, że w takich krajach, jak Irlandia poziom długu w latach 2007-2009 zwiększył się 3-krotnie, w Wielkiej Brytanii zwiększył się (do 2011) ponad 2-krotnie, podobnie w USA i Hiszpanii.

Według raportu BIS obecny kryzys jest jednak nietypowy ze względu na bardzo wysoką stopę bezrobocia, spadek aktywności i wpływów budżetowych; powrót do stanu sprzed kryzysu będzie bardzo trudny i trzeba się spodziewać słabego wzrostu w najbliższej przyszłości. Pomiędzy 2007 a 2009 r. stopa przychodów budżetowych spadła o 2-4 punkty procentowe w stosunku do PKB w Irlandii, Hiszpanii, USA i Wielkiej Brytanii. Doświadczenie wskazuje, że dopóki będzie się utrzymywał tak wysoki poziom bezrobocia i niski poziom wydatków gospodarstw domowych i podaży kredytu, powrót do poziomu sprzed kryzysu będzie trudny.

Ale prawdziwe niebezpieczeństwo to dług ukryty – narastanie wydatków w obecnej strukturze demograficznej związanych z emeryturami i ochroną zdrowia. Stosunek ludności powyżej wieku aktywności zawodowej do aktywnej (16-64 lata) w najbliższych latach będzie coraz bardziej niekorzystny, por. rys. 3.

Stosunek „old age” do części aktywnej populacji zbliży się w niektórych krajach (np. Japonii) do 80%. W rezultacie znacznie wzrośnie udział wydatków budżetowych, por. rys. 4.

Cytowany dalej raport Gokhala (2009) szacuje, że finansowanie tych wydatków na przyszłe przyrzeczone świadczenia, bez wzrostu podatków, będzie wymagał w USA i krajach UE generowania stałego (rok w rok) dodatniego wyniku budżetowego ok. 8-10% PKB do 2050 r. To oczywiście niemożliwe. Szacunek Kongresowego Biura Budżetu USA jest również dramatyczny: potrzebne będzie coroczne polepszanie wyników bilansu budżetu o ok. 2,6% budżetu USA z 2009 r. przez najbliższe 50 lat. Jak to sfinansować?

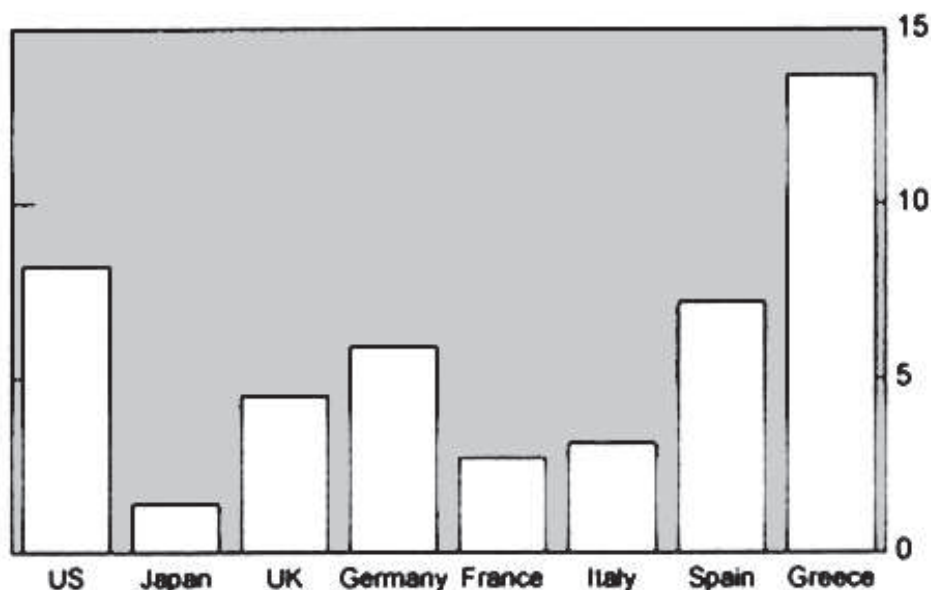


Rys. 3. Stosunek ludności powyżej wieku aktywności zawodowej do aktywnej (16-64 lata)
Źródło: BIS

2. STOPA PROCENTOWA A STOPA WZROSTU PKB

Dotąd nie brano pod uwagę przyszłej stopy procentowej. Krytyczną sprawą dla przyszłości długu jest stosunek między realną stopą procentową a stopą wzrostu PKB; kiedy (realna) stopa procentowa jest większa niż stopa wzrostu PKB, to skutek dla długu jest piorunujący – dług eksploduje. Nie jest bowiem możliwe osiągnięcie dodatniego wyniku budżetu. Otóż wszystko wskazuje, że obecna – zaniżona – stopa procentowa (po której rządy są zdolne obsługiwać deficyt i rolować dług) nie utrzyma się w najbliższej przyszłości. Nikt przecież nie zakłada, że stopa procentowa w USA czy w strefie euro będzie praktycznie ujemna przez najbliższe kilkadziesiąt lat.

Kolejny wykres pokazuje niebezpieczeństwa dla rządów w przyszłości. Wskazuje miarę różnicy między realną stopą procentową i stopą wzrostu PKB na horyzontalnej osi i stosunek pierwotnego dodatniego wyniku budżetu do całkowitego długu na osi pionowej. Im większa różnica między realną stopą procentową a potencjalną stopą wzrostu, tym większy jest wymagany struktu-



Rys. 4. Szacunkowy wzrost wydatków budżetu w związku z rosnącą populacją starszego wieku (ponad 64 lata) w punktach procentowych PKB w latach 2011-2050 państw w wyniku „bomby emerytalnej”

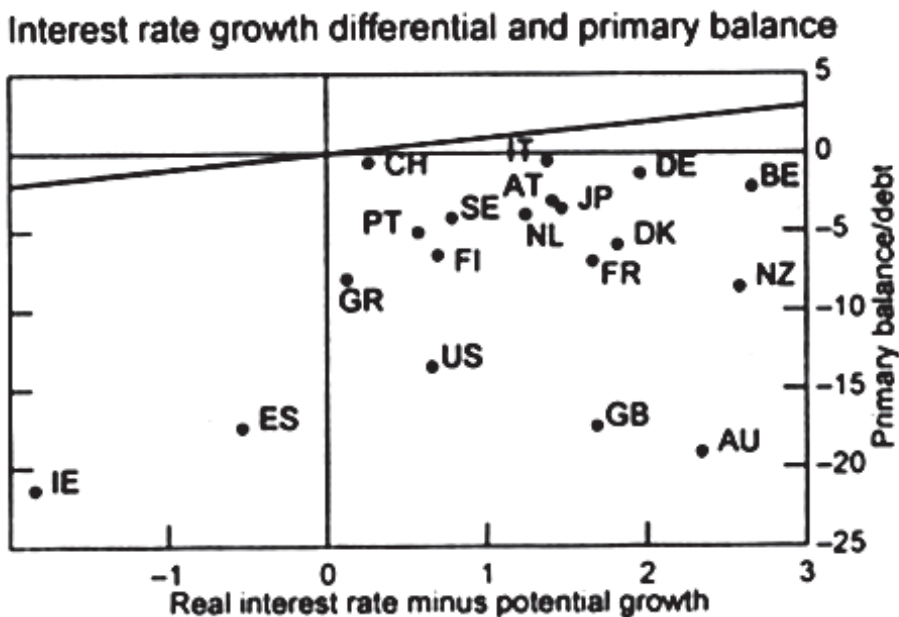
Źródło: BIS, banki centralne, MC Kinsey Global Institute

ralny dodatni wynik budżetu, jako proporcja poziomu długu w poprzednim okresie potrzebna do utrzymania stałego poziomu długu do PKB (a więc do stanu, kiedy dług nie wzrasta).

Otóż, żeby utrzymać taki stały poziom długu, dany kraj musi znajdować się powyżej linii nachylonej pod kątem 45 stopni w stosunku do płaskiej linii na poziomie 0 (tj. kiedy stosunek pierwotnego deficytu do długu pozostaje stały).

Otóż przy obecnej polityce fiskalnej nie jest to możliwe dla żadnego kraju, por. rys. 5.

Jak wynika z rysunku, dług we wszystkich krajach tu uwzględnionych będzie w przyszłości rósł. We względnie najlepszej sytuacji jest Szwajcaria i Włochy. W Szwajcarii deficyt zawsze był niski, a Włochy weszły w kryzys ze względnie zrównoważonym budżetem; dług duży pozostanie, ale będzie rósł stosunkowo wolno. Sytuacja innych jest gorsza. Generalnie: eksplozja długu publicznego jest nie do zahamowania.



Rys. 5. Stopa procentowa a deficyt pierwotny

Oznaczenia:

oś pionowa: deficyt pierwotny budżetu w okresie (t) podzielony przez całkowite zobowiązania finansowe rządu w okresie (t-1) w 2009 r., jako %

oś pozioma: efektywna realna stopa procentowa długu publicznego (średnio z 1998-2007) minus szacunek OECD realnego potencjalnego wzrostu PKB dla lat 2012-2017, jako %

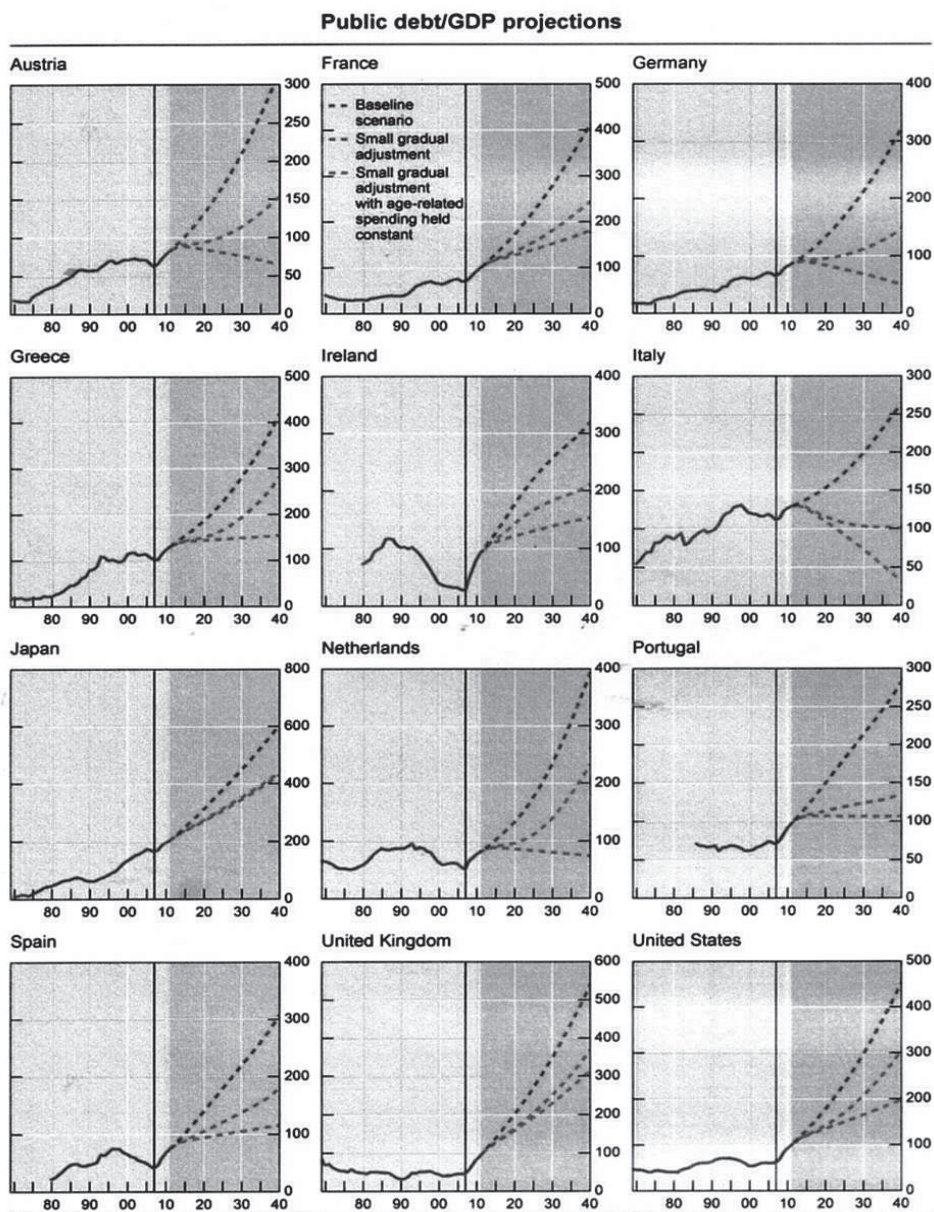
kraje: AU – Australia, AT – Austria, BE – Belgia, CH – Szwajcaria, DE – Niemcy, ES – Hiszpania, FI – Finlandia, FR – Francja, GB – Wielka Brytania, GR – Grecja, IE – Irlandia, IT – Włochy, JP – Japonia, NL – Holandia, NZ – Nowa Zelandia, PT – Portugalia, SE – Szwecja, US – USA.

Źródło: BIS, OECD

3. PRZYSZŁY DŁUG PUBLICZNY – TRAJEKTORIA WZROSTU

Ostrzegawczy raport przed „bombą emerytalną” został opracowany w CATO Institute (National Center for Policy Analysis), przez Jagadeesha Gokhala (2009): *Measuring the Unfunded Obligations of European Countries*, ze stycznia 2009. Raport ten można znaleźć pod adresem: <http://www.cto.orag/pubd/articles/gokhale-NCPA-319.pdf>.

Raport zawiera w aneksie szczegółowym opis metodologii i wyliczenia. Operuje oczywiście wielkościami zdyskontowanymi do obecnej wartości, przeciętne dane z długiego okresu dla dochodu, stopy procentowej i dalszego trwania życia. Dane pochodzą z UE (Eurostatu) i OECD. Dochód narodowy przyjęto z 2004 r.



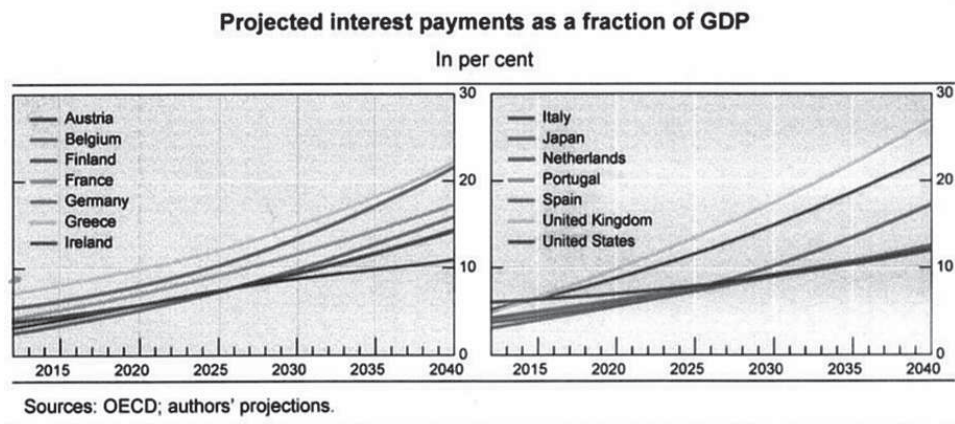
Rys. 6. Scenariusze stosunku długu publicznego do PKB do 2040 r.

Źródło: Jagadeesha Gokhale, *Measuring the Unfounded Obligations of European Countries*, „Policy Report” January 2009, nr 319

Dla dziewięciu najważniejszych krajów raport zrobił prognozę na najbliższe 30 lat – trajektorię wzrostu długu przy różnych założeniach, uwzględniając pomijane dotąd zobowiązania (dług ukryty) i o różnej polityce fiskalnej. Założono trzy możliwe scenariusze:

– **Scenariusz bazowy** – deficyt pierwotny rośnie w tempie jak dotąd, nie nastąpią zmiany odnośnie do świadczeń emerytalnych. Dług do PKB wzrośnie w Niemczech, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii, Austrii do 300% PKB, ale w Wielkiej Brytanii powyżej 500%, USA ok. 450%, a Japonii aż 600% w 2040 r. Jest oczywiste, że taka trajektoria wzrostu jest nie do utrzymania.

– **Scenariusz stopniowego przystosowania** – zmniejszania deficytu; deficyt pierwotny zmniejsza się o 1% PKB w każdym roku przez następne 5 lat, począwszy od 2012 r. Dalej jednak dług w USA, Wielkiej Brytanii i Japonii przekracza 300% PKB, w Holandii, Grecji, Irlandii i Hiszpanii sięga 200%. W Austrii i Niemczech ok. 150%, tylko we Włoszech utrzymuje się na dotychczasowym poziomie.



Rys. 7. Ekstrapolowany koszt obsługi długu do 2040 r. w najważniejszych państwach

Źródło: OECD, raport BIS

– **Ostatni scenariusz zakłada stopniowe przystosowania (jak poprzednio), ale zamrożenie stosunku pracujących do emerytów** – a więc nie istnienie tendencji demograficznej, pokazanej na rys. 3. Jest to oczywiście scenariusz niesłychanie trudny politycznie, zakłada bowiem bardzo ostre cięcia w istniejącym systemie świadczeń. Przedstawia go najniższa linia. W Niemczech, Austrii, Włoszech i Holandii tendencja wzrostu długu odwraca się, ale dalej w takich krajach, jak USA, Wielka Brytania, Irlandia i Francja wzrost długu dalej jest poza kontrolą, por. rys. 6.

Wzrost długu, wynikający ze wszystkich scenariuszy (poza nielicznymi wspomnianymi wyjątkami w ostatnim scenariuszu), automatycznie prowadzi do wzrostu kosztów obsługi długu. W rezultacie zwiększa się udział tej obsługi w stosunku do PKB – nawet przy obecnej stopie procentowej. Rysunek 7 pokazuje, jak ten udział zwiększa się do 2040 r. – do ponad 20% PKB, a w Wielkiej Brytanii nawet do 27% PKB.

Powstaje pytanie, jaki pierwotny deficyt byłby wymagany, aby udział długu publicznego do PKB wrócił do stanu sprzed kryzysu. Tablica 3 pokazuje, że konieczny byłby w każdym przypadku dodatni bilans pierwotny budżetu przez najbliższe 5, 10 i 20 lat. Ostatnia kolumna przypomina, że w każdym przypadku prognozowany deficyt na 2011 r. jest ujemny!

Tab. 3. Wymagany wynik pierwotnego deficytu budżetowego (dodatni), aby poziom długu powrócił do stanu sprzed 2007 r.

Average primary balance required to stabilise the public debt/GDP ratio at the 2007 level ¹				
	Over 5 years	Over 10 years	Over 20 years	Memo: Primary balance in 2011 (forecast)
Austria	5,1	3,0	2,0	-2,9
France	7,3	4,3	2,8	-5,1
Germany	5,5	3,5	2,4	-2,0
Grece	5,4	2,8	1,5	-5,3
Ireland	11,8	5,4	2,2	-9,2
Italy	5,1	3,4	2,5	0,0
Japan	10,1	6,4	4,5	-8,0
Netherlands	6,7	3,7	2,3	-3,4
Portugal	5,7	3,1	1,8	-4,4
Spain	6,1	2,9	1,3	-6,6
United Kingdom	10,6	5,8	3,5	-9,4
Unitet States	8,1	4,3	2,4	-7,1

¹As a percentage of GDP
Źródło: OE CD, BIS

4. KONSEKWENCJE ROSNĄCEGO ZADŁUŻENIA

Nieuchronne rosnące niebilansowanie finansów publicznych i rosnący dług (oraz koszty jego obsługi) powodują zasadnicze wyzwania przed polityką monetarną. Dotyczy to zwłaszcza sytuacji, kiedy kraj startuje z już wysokiego

(jak obecnie) poziomu deficytu i długu, a wszystko wskazuje na dalszą ścieżkę wzrostu długu. Należy się spodziewać, że inwestorzy będą żądali coraz wyższego oprocentowania wobec coraz większego ryzyka zadłużenia. Dotychczasowe badania sugerują, że każdy dodatkowy punkt procentowy długu do PKB pociąga za sobą wzrost premii za ryzyko pomiędzy 1,2 a 1,6 punktów bazowych. To przekłada się na wzrost CDS-ów.

Wyższa premia za ryzyko pociąga za sobą wyższy koszt obsługi i powolniejszy wzrost. Wyższy koszt pociąga za sobą konieczność zwiększenia podatków, zwłaszcza kiedy maleją wpływy do budżetu – w wyniku słabego tempa wzrostu i utrzymywania się bezrobocia. Dochodzi do tego znany efekt wypychania (*crowding-out*) inwestycji prywatnych przez wydatki budżetu. Ale nie jest to prosta funkcja liniowa. Przychodzi moment, kiedy inwestorzy tracą zaufanie do coraz bardziej zadłużającej się gospodarki i rządy nie mając wyjścia, uciekają się do monetyzacji długu. Nieuchronną konsekwencją będzie wówczas inflacja. To prowadzi nas do pytania o nieuchronność inflacji. Jakie pole działania mają wówczas centralne banki?

Doświadczenie wskazuje, że coraz węższe: walka z inflacją poprzez zacieśnienie polityki monetarnej prowadzona w spirali długu, może powodować tylko jeszcze większe obciążenie długiem, co w rezultacie tylko zwiększy fonetyzację. Z kolei brak zacieśniania polityki monetarnej powoduje praktycznie utratę kontroli nad inflacją. Mamy więc nieusuwalny konflikt polityki fiskalnej i monetarnej.

Taki konflikt ujawnił się w szeregu *emerging markets*. Przykładem jest inflacyjny boom brazylijski we wczesnych latach osiemdziesiątych XX wieku, gdy w sytuacji utrzymującego się notorycznego deficytu, władze podjęły bardziej agresywną politykę monetarną, czy inflację w Indiach w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku, w rezultacie której deficyt fiskalny był monetyzowany.

Alternatywna ścieżka wyjścia ze spirali rosnącego długu publicznego to próba inflacji realnej wartości długu. Możliwość zmniejszenia realnej wartości długu wzrasta, im większy jest już istniejący dług, im dłuższy jest przeciętny okres długu (*maturity*), im większa część długu jest denominowana w krajowej walucie i im większa część długu jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Inflacja długu posiadanego głównie przez inwestorów krajowych, jest równoznaczna ze zwiększeniem obciążenia własnego społeczeństwa. Inflacja musiałaby być niespodziewana (inaczej zostanie zamortyzowana przez oczekiwania inflacyjne), ale koszty kreacji inflacji i jej konsekwencji w gospodarce są zawsze duże.

Nie jest to dyskusja teoretyczna; od dwu lat toczy się w środowisku inwestorów, analityków i ekonomistów dyskusja nad ryzykiem inflacji. Jakkolwiek ryzyko, że rządy będą forsować (lub tolerować) inflację w krótkim horyzoncie czasu, są na razie małe, to nie można powiedzieć – stwierdza raport BIS – żeby odrzucić taki scenariusz w przyszłości. Gdyby doszło do dominacji oczekiwań inflacyjnych, to towarzyszyć im będzie gwałtowny wzrost dochodowości z papierów skarbowych i negatywne (pesymistyczne) informacje o stanie gospodarki.

KONKLUZJE

Raport BIS-u kończy się wnioskami, które powinny wywołać niepokój – nie tylko rządów, ale i opinii publicznej.

Problemy fiskalne rozwiniętych gospodarek – stwierdza raport – są dużo większe, niż jest to publicznie ujawniane w oficjalnych statystykach. Już poziom długu publicznego, który przekroczy 100% PKB, jest niepokojący, a jeszcze bardziej rosnące i nieujawnione do końca zagrożenie długiem ukrytym w wyniku procesów demograficznych. To powinno stać się przedmiotem długofalowego planowania.

Rządy wydają się uśpione w swoistym samozadowoleniu, że kryzys minął. Wszystko wskazuje, że perspektywy wzrostu na najbliższe lata są wątle, wzrost będzie poniżej poziomu sprzed kryzysu. W rezultacie dochody budżetowe będą niskie a wydatki większe, co zmniejsza szansę na konsolidację finansów publicznych. Jeśli zdecydowane kroki nie zostaną podjęte, należy się spodziewać gwałtownego wzrostu kosztów długu.

Duży i rosnący publiczny dług ma zasadnicze konsekwencje – finansowe i skutkujące w realnej gospodarce. Ostatni znaczący wzrost wyceny ryzyka przez rynki – i premii za ryzyko długoterminowych obligacji rządowych – sugeruje, że rynek zmienia swoje nastawienie co do przyszłości; kończy się okres zaufania do bezpiecznego długu publicznego o niskim ryzyku. Pojawiają się dywagacje o możliwości bankructwa takich czołowych, wydawałoby się, wiarogodnych gospodarek, jak USA czy Wielka Brytania (nie wspominając o Grecji czy innych krajach PIIGS), podczas gdy inwestorzy kierują się ku rynkom *emerging markets*. Tego przedtem nie było. Obligacje korporacyjne są często wyżej notowane w rankingach niż obligacje rządów, które przedtem były uważane za najbardziej bezpieczne. To spowoduje, że koszty długu państw rozwiniętych zdrożeją ze wszystkimi tego konsekwencjami dla dalszego wzrostu długu i dla gospodarki. Konsekwencje te nadejdą szybciej, niż się oczekuje.

Według analizy Reinharda i Rogoffa po przekroczeniu poziomu długu w wysokości 100% PKB pojawiają się tzw. nieliniarne konsekwencje, skutkujące spiralą zadłużenia i długofalową recesją.

Długofalowe niezbilansowanie finansów publicznych tworzy poważne wyzwania przed polityką monetarną. Traci ona możliwość manewru i kontroli inflacji. Realna staje się dla rządów pokusa monetyzacji długu lub redukcji realnej wartości długu przez świadomą lub tolerowaną inflację. Obecnie ryzyko inflacji w skali światowej jest ograniczone, ale należy je brać pod uwagę.

Ze względu na fakt, że głównym źródłem rosnącego długu są czynniki demograficzne, decyzja podniesienia wieku emerytalnego wydaje się lepszym środkiem, niż cięcie zagwarantowanych świadczeń w przyszłości i podnoszenie podatków.

AN EXPLOSION OF PUBLIC DEBT IN THE WORLD

S u m m a r y

The article is devoted to the process of the rapid acceleration of the growth of debt in the world. The process may now be considered as a trend whose effects may be very dangerous in the future. In the scale of the world the cumulated debt reaches the world GDP, and the debt is currently concentrated mainly in the industrialized countries. The article discusses reports issued by the International Monetary Fund and the Bank International of Settlement that are devoted to this problem. An additional problem that increases the unfavorable effects of the debt on the economic balance are the effects produced by pension privileges resulting from unfavorable demographic trends.

Translated by Tadeusz Karłowicz

Słowa kluczowe: dług publiczny, zadłużenie, dochód narodowy brutto, kraje rozwijające się, gospodarki rozwinięte, emisja długu, równowaga finansowa, całkowity dług publiczny.

Key words: debt, indebtness, GDP, emerging countries, developed countries, debt issuance, fiscal balance, general government debt.