



Data

Autor

11 stycznia 2021

Rafał Trzeciakowski

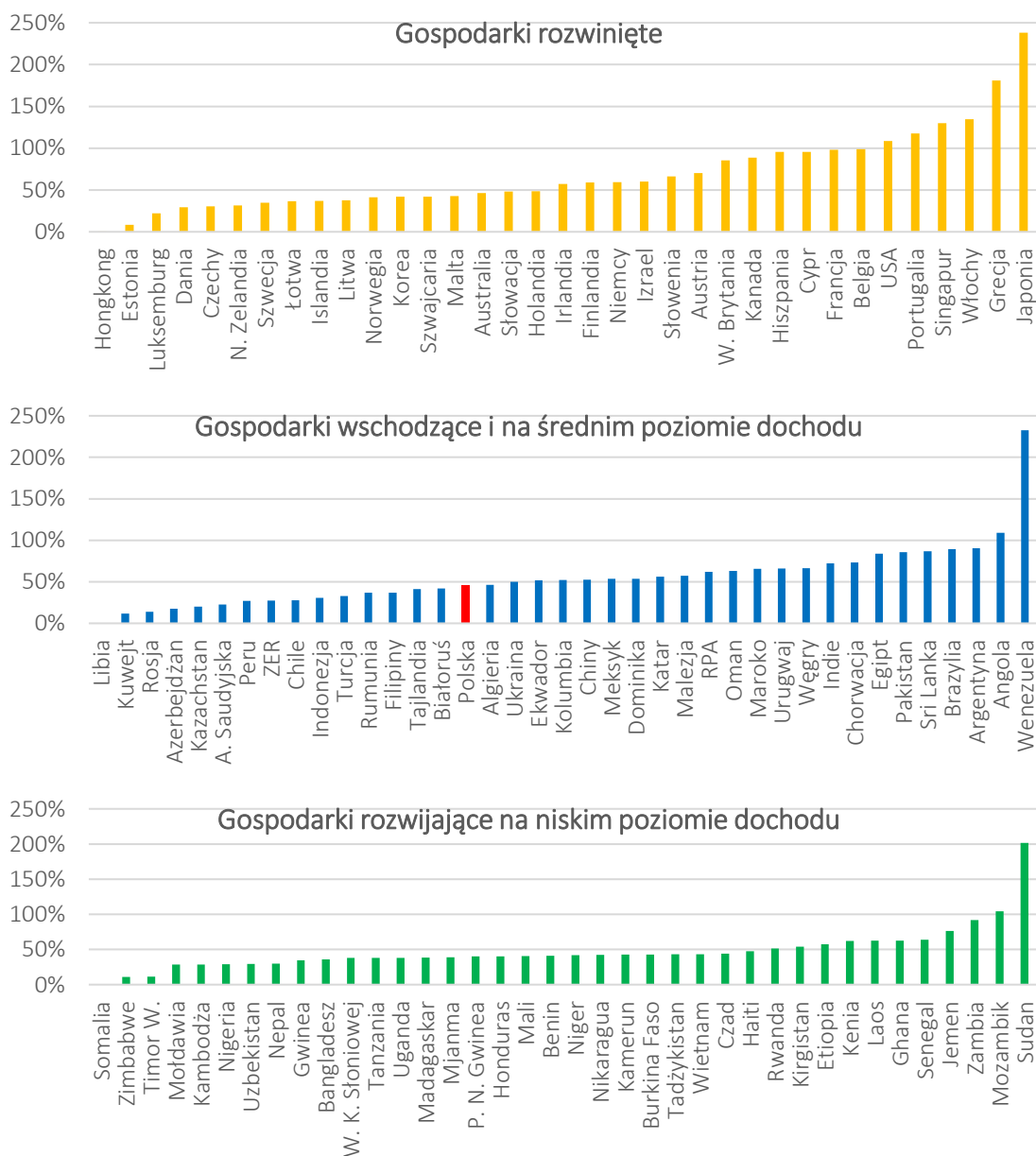
Analiza 1/2021: Ekonomiści debatuja, a dług rośnie

- Deficyty budżetowe kumulują się w coraz wyższy dług publiczny, który może ograniczać wzrost gospodarczy i stwarzać ryzyka fiskalne. Dlatego rządy powinny emitować dług tylko w uzasadnionych przypadkach. Często dzieje się jednak inaczej.
 - Inwestycje publiczne mogą uzasadniać finansowanie długiem, zwłaszcza jeżeli korzyści z nich będą czerpały kolejne pokolenia. Szacuje się jednak, że w krajach rozwiniętych zaledwie 4% przyrostu długu publicznego można powiązać z finansowaniem inwestycji publicznych, a nasze szacunki dla Unii Europejskiej wskazują na 1,5%.
 - Wielu ekonomistów uważa, że rządy powinny prowadzić politykę antycykliczną, czyli zwiększać finansowanie długiem w kryzysach gospodarczych i ograniczać w boomach. Jednak w największych gospodarkach świata od 40 lat dług publiczny rośnie, a jego dużym przyrostom w kryzysach nie towarzyszą spadki w boomach.
 - Dług publiczny jest wyższy w gospodarkach o starzejących się społeczeństwach, w których istnieje pokusa finansowania coraz liczniejszych starszych wyborców na koszt młodszych pokoleń. W próbie 51 krajów większy o 10 pkt. proc. udział osób w wieku 65+ w populacji związany jest z długiem publicznym wyższym o 85% PKB.
- Wysoki dług publiczny i niski wzrost gospodarczy są zjawiskami współwystępującymi. Szacuje się, że gospodarki krajów rozwiniętych o dług publiczny poniżej 30% PKB rosną w tempie 3,7% rocznie, a tych o zadłużeniu publicznym powyżej 90% PKB – już tylko 1,2%. Ten związek jest dwukierunkowy. Z jednej strony dług publiczny może wypierać inwestycje prywatne, ograniczając dostęp firm do finansowania, lub zniechęcać firmy do inwestycji, tworząc oczekiwania wzrostu podatków w przyszłości. Z drugiej strony jeżeli np. rządy reagują na załamania wzrostu gospodarczego wzrostem wydatków publicznych, to zależność może przebiegać w odwrotną stronę.
- Od czasu globalnego kryzysu finansowego sprzed dekady na świecie utrzymują się bardzo niskie stopy procentowe, które ułatwiają rządowi obsługę zadłużenia publicznego. Nie wiadomo, dlaczego ani na jak długo stopy procentowe na świecie spadły – w przeszłości ich wzrosty były jednak skokowe i niemożliwe do przewidzenia. Kiedy stopy wzrosły w globalnym kryzysie finansowym przed dekadą Węgry popadły w problemy fiskalne przy podobnym do spodziewanego na koniec roku w Polsce poziomie zadłużenia (ok. 65% PKB). Kraj uniknął niewypłacalności dzięki pożyczce z MFW, ale załamanie silnie przełożyło się na trwały spadek PKB i utratę wielowiekowej przewagi gospodarczej Węgier nad Polską.

1. Dług publiczny w Polsce i na świecie

Bogatsze gospodarki są w stanie utrzymywać wyższy dług publiczny w relacji do PKB, ale jego poziom jest silnie zróżnicowany pomiędzy gospodarkami na wszystkich poziomach rozwoju. W klasyfikacji MFW dług publiczny w gospodarkach rozwiniętych sięga przeciętnie 69% PKB, w gospodarkach wschodzących i na średnim poziomie dochodu – 55% PKB, a w gospodarkach rozwijających na niskim poziomie dochodu – 48% PKB. We wszystkich tych grupach w zależności od kraju dług sięga od poziomu bliskiego zera do ok. 200% PKB (wykres 1). Jednak kraje biedniejsze znacznie gorzej znoszą ciężar długu od gospodarek rozwiniętych, szczególnie tych emitujących globalne waluty. W 2019 roku dług publiczny wyższy niż 200% PKB miały Japonia, Wenezuela i Sudan, ale tylko w przypadku Japonii dług był stabilny. Polska ma niższy dług w relacji do PKB od Niemiec, ale nikt nie uznaje jej sytuacji fiskalnej za lepszą.

Wykres 1. Relacja długu publicznego do PKB wg poziomu rozwoju gospodarki w 2019 roku



Klasyfikacja grup krajów na podstawie MFW (Fiscal Monitor).

Źródło: Opracowanie własne FOR na podstawie danych MFW (WEO October 2020)

Załamanie wzrostu gospodarczego związane z pandemią SARS-CoV-2 doprowadziło do skokowego wzrostu długu publicznego w wielu krajach. Według wrześniowej prognozy Ministerstwa Finansów dług publiczny wzrośnie z 46,0% PKB na koniec 2019 roku do 61,9% PKB na koniec 2020 roku, a według prognozy Komisji Europejskiej z 5 listopada – do 56,6% PKB. Żadna z tych prognoz nie uwzględnia jednak ciężkiego przebiegu drugiej fali pandemii w Polsce. Wobec wydatków na minimalizację gospodarczych następstw pandemii SARS-CoV-2 i spadku dochodów podatkowych duży przyrost długu jest zrozumiały, chociaż mógł być mniejszy, gdyby rząd Prawa i Sprawiedliwości „hibernował” gospodarkę zgodnie z rekomendacjami FOR (Łaszek, Trzeciakowski i Zieliński, 2020). Jeżeli nie spłacimy części nowego zadłużenia, to będziemy zmuszeni ponosić permanentnie koszty obsługi wyższego długu publicznego. Nowy, wyższy poziom długu publicznego może też prowadzić do problemów fiskalnych, gdyby stopy procentowe na świecie wzrosły.

Wiele rozwiniętych gospodarek w ostatnich 30 latach znacznie ograniczyło swój dług publiczny w relacji do PKB. W szczególności Islandia, Nowa Zelandia i Szwajcaria, osiągając poziom zadłużenia zbliżony do spodziewanego dzisiaj w Polsce, rozpoczęły radykalne konsolidacje fiskalne. W ich wyniku dług Islandii spadł do 37% PKB, Nowej Zelandii – do 16% PKB, a Szwajcarii – do 39% PKB. Nie były to jedyne kraje rozwinięte prowadzące wysokiej jakości politykę fiskalną, które w tym okresie zdecydowały się na duże ograniczenie relacji długu publicznego do PKB. W tabeli 1 przedstawiam więcej takich przykładów.

Tabela 1. Duże konsolidacje fiskalne w rozwiniętych gospodarkach w ostatnich 30 latach

Kraj	Lata	Początek	Koniec
Belgia	1993-2007	138%	87%
Dania	1993-2007	79%	27%
Holandia	1993-2007	77%	42%
Irlandia	1987-2006	108%	24%
Islandia	1995-2000	58%	37%
Izrael	1984-2017	284%	61%
Kanada	1996-2007	100%	67%
Nowa Zelandia	1992-2007	59%	16%
Szwajcaria	2004-2019	59%	42%
Szwecja	1996-2008	69%	38%

Źródło: Opracowanie własne FOR na podstawie danych MFW (WEO Oct. 2020; Mbaye et al., 2018)

2. Dobre i złe powody emisji długu publicznego

Ponieważ kolejne deficyty kumulują się w coraz wyższy dług publiczny, co może ograniczać wzrost gospodarczy (zob. część 3) i stwarzać ryzyka fiskalne (zob. część 4), to państwa powinny emitować dług tylko w uzasadnionych przypadkach. Często dzieje się jednak inaczej. Zadłużenie może być teoretycznie uzasadnione, jeżeli finansuje produktywne inwestycje publiczne (i są one w danym przypadku bardziej produktywne niż wypierane przez nie inwestycje prywatne) albo jeżeli pozwala prowadzić politykę antycykliczną. Jednocześnie zadłużenie jest szkodliwe, jeżeli jest spowodowane nadchodzącymi wyborami, transferami międzypokoleniowymi dla dominujących dzisiaj grup wyborców ze szkodą dla przyszłych

pokoleń czy roztrwaniem wspólnych zasobów przez skoncentrowane grupy interesu. Niestety, jak wykazują Fatás et al. (2019), zadłużenie na świecie wydaje się rzadko mieć źródło w przedstawionych powyżej dobrych powodach do zaciągania długu.

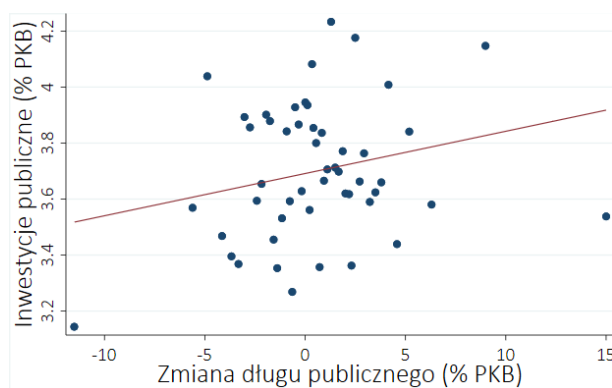
2.1 Czy rządy wykorzystują dług publiczny do realizowania inwestycji publicznych?

Finansowanie długiem inwestycji publicznych może mieć uzasadnienie, szczególnie jeżeli będą one przynosiły korzyści nie tylko dzisiejszym podatnikom, lecz także następnym pokoleniom. Jednak w rzeczywistości inwestycjom publicznym można przypisać tylko niewielką część zadłużenia. W danych dla 19 rozwiniętych gospodarek OECD Fatás et al. (2019) znajdują tylko bardzo słabą korelację zmian zadłużenia z inwestycjami publicznymi. Jedynie 4% emitowanego długu publicznego okazuje się powiązane ze wzrostem inwestycji publicznych (przy istotności statystycznej na poziomie 0,05)¹. Przeprowadziłem analogiczne ćwiczenie dla gospodarek Unii Europejskiej. W mojej regresji w panelu 28 państw członkowskich UE w latach 1995–2019 efekt jest nawet mniejszy: jedynie 1,5% emitowanego długu publicznego można powiązać ze wzrostem inwestycji publicznych (przy istotności statystycznej na poziomie 0,1). Niestety kiedy dzielę próbę na 15 „starych” i 11 posocjalistycznych państw członkowskich, relacja traci istotność statystyczną (Regresja 1). Niewykluczone, że słabsza korelacja i istotność statystyczna w mojej regresji w porównaniu do Fatása et al. (2019) wynika z mniejszej próby – w moim przypadku jest to 665 obserwacji, a w ich – 899.² Jednak niezależnie od konkretnej liczby obie regresje wskazują, że jedynie bardzo niewielka część przyrostu stosunku długu publicznego do PKB może być wyjaśniona finansowaniem inwestycji publicznych.

Regresja 1. Inwestycje publiczne a zmiana długu publicznego 1995-2019

Objaśniane: inwestycje publiczne			
	UE28	UE15	CEE11
	b/se	b/se	b/se
Zm. długu	0.015* (0.008)	0.010 (0.008)	0.024 (0.016)
N	665	355	262

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01



Zmienną objaśnianą są inwestycje publiczne jako % PKB w okresie t . Zmienne objaśniające to zmiana długu publicznego jako % PKB w okresie od $t-1$ do t , jak również efekty stałe krajów i lat (nie pokazuję ich dla jasności przekazu). Wykres to tzw. binned scatterplot, który obrazuje wyniki regresji (choć nie daje informacji o R^2). Reszty x z regresji są grupowane w 50 równych przedziałów, a na wykres naniesiono średnią inwestycji publicznych w roku t dla każdego przedziału przy stałych zmiennych kontrolnych. Skośna linia to regresja OLS reszt y na resztach x .

Źródło: Opracowanie własne FOR na podstawie danych Eurostatu

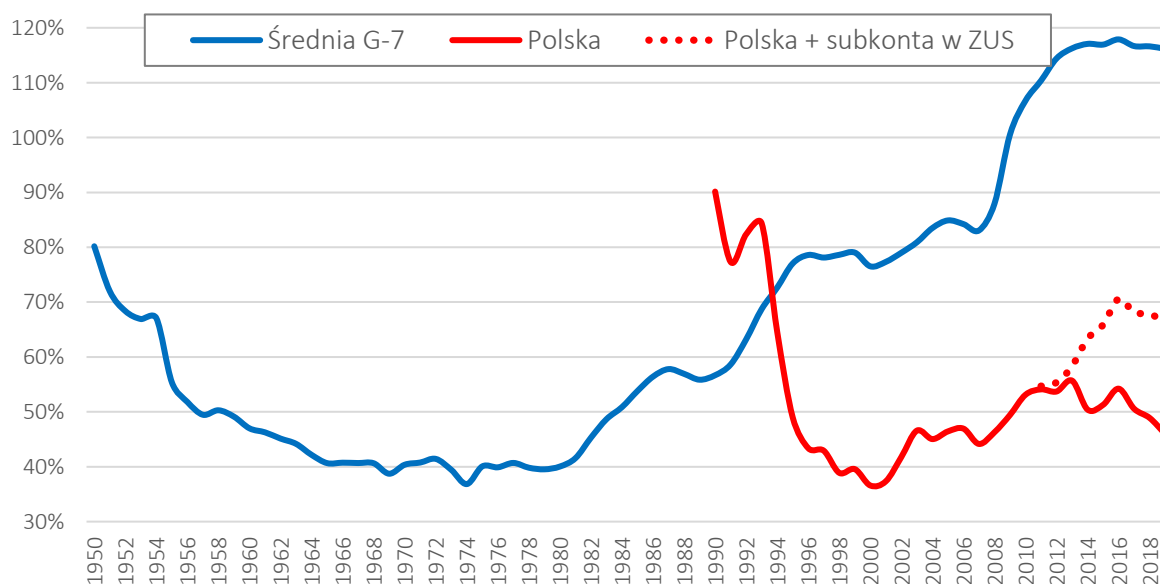
¹ Wzrost długu o 10% PKB jest związany ze wzrostem inwestycji publicznych o zaledwie 0,4% PKB.

² Wzrost długu o 10% PKB jest związany ze wzrostem inwestycji publicznych o zaledwie 0,15 % PKB.

2.2 Czy rządy wykorzystują dług publiczny do prowadzenia polityki antycyklicznej?

Gdyby rządy korzystały z długu publicznego w celu stabilizowania koniunktury lub wygładzania ciężaru podatkowego, to dług rósłby w trakcie złej koniunktury i spadał w trakcie dobrej. W rzeczywistości w wielu krajach dług systematycznie rośnie w relacji do PKB. Ekonomiści nastawieni bardziej interwencjonistycznie często argumentują, że rząd powinien stabilizować koniunkturę gospodarczą, oszczędzając w dobrych czasach i zwiększając wydatki finansowane długiem w złych czasach. Z kolei ekonomiści nastawieni bardziej rynkowo często argumentują, że skoro źródłem finansowania państwa są podatki, które zniekształcają działanie rynku proporcjonalnie do swojej wysokości i generują w ten sposób koszty gospodarcze, to rządy powinny te koszty ograniczać, utrzymując stały ciężar podatkowy dla obywateli (Barro, 1979). Stała stawka podatku przynosi wysokie wpływy w dobrych czasach, a niskie w złych czasach i te niedobory powinny być uzupełniane tymczasowo długiem zamiast bieżącymi wpływami z podatków. Na wykresie 2 pokazuję za Fatásem et al. (2019) dług publiczny 7 największych gospodarek świata (G-7), dodając również Polskę. W G-7 dług spadał po drugiej wojnie światowej, ustabilizował się w latach 1965–1980 na poziomie ok. 40% PKB, a następnie systematycznie rósł do ok. 80% PKB w 2007 roku przed światowym kryzysem finansowym i ok. 120% w 2018 roku jeszcze przed pandemią COVID-19. W Polsce dług spadał po transformacji gospodarczej, ustabilizował się na poziomie 40-50% PKB po 1995 roku i następnie gwałtownie wzrósł po 2008 roku, co zostało ukryte przez nacjonalizację obligacji skarbowych zgromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych. Była to w istocie ich zamiana na ukryty dług publiczny w formie zapisów na subkontach w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Stan subkont w ZUS łącznie z jawnym długiem przekroczył w 2014 roku 60% PKB i praktycznie zniwelował spadek jawnego zadłużenia w latach przed pandemią COVID-19.

Wykres 2. Dług publiczny państw G-7 i Polski jako % PKB

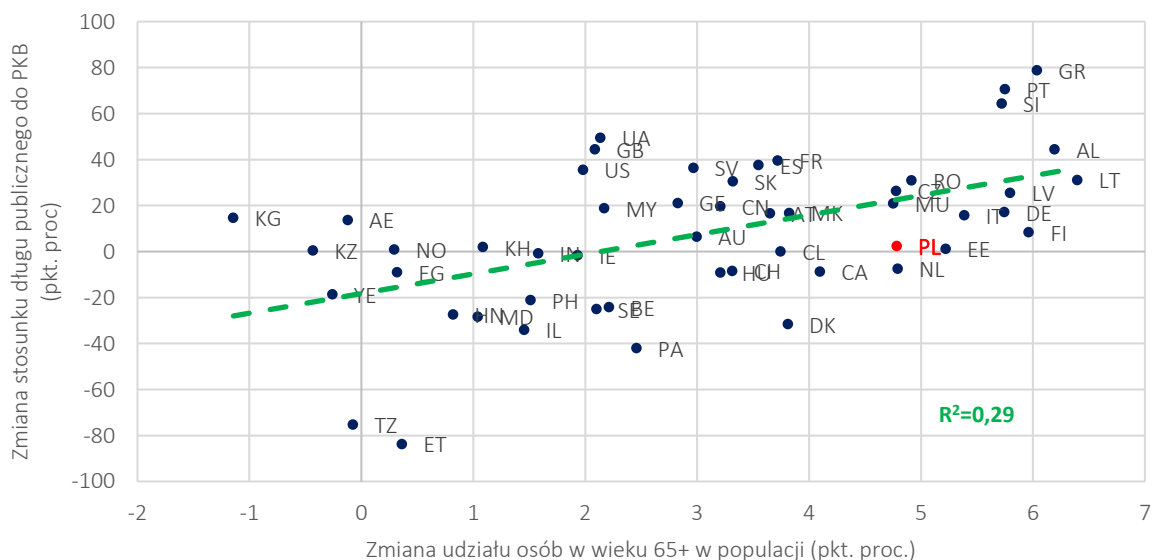


Źródło: Opracowanie własne FOR na podst. danych MFW (Mbaye et al., 2018; WEO Oct. 2020) i ZUS

2.3 Czy rządy wykorzystują dług publiczny do „kupowania głosów” starszych wyborców?

Skoro tylko niewielką część zadłużenia publicznego można przypisać potencjalnie słusznym celom, to pozostają szkodliwe powody wzrostu długu związane z zawodnością procesu politycznego. Trudno oczywiście udowodnić, że wzrost zadłużenia publicznego na świecie jest spowodowany dynamiką polityki fiskalnej w cyklu wyborczym czy roztrwaniem wspólnych zasobów przez grupy interesu – nawet jeżeli w indywidualnych przypadkach można wskazać na takie zjawiska. Sprawa jest jaśniejsza w przypadku perspektywy starzenia się społeczeństwa – jeżeli społeczeństwo się starzeje, to w przyszłości spadek liczby pracujących, którzy w największym stopniu finansują państwo, przy wzroście wydatków emerytalnych i zdrowotnych będzie prowadził do presji na finanse publiczne. Wraz ze starzeniem się społeczeństwa powinniśmy więc coraz bardziej finansować wydatki bieżące poprzez bieżące podatki, aby nie pogarszać problemów w przyszłości i stabilizować stawki podatkowe w czasie. Yared (2019) argumentuje, że praktyka w krajach rozwiniętych jest dokładnie odwrotna. Im bardziej rośnie udział osób w wieku 65+ w populacji, tym bardziej rośnie dług publiczny. To wskazuje, że zadłużenie jest powodowane rosnącą siłą polityczną starych względem młodych, a nie długookresowym interesem społeczeństwa. Yared (2019) dokonuje nie tylko przeglądu literatury, ale też pokazuje poglądy na danych przekrojowych 22 krajów OECD relację pomiędzy zmianą udziału osób w wieku 65+ w populacji a zmianą relacji długu publicznego do PKB w latach 1980–2015. Linia regresji na jego wykresie wskazuje, że wzrost udziału osób w wieku 65+ w populacji o 10 pkt. proc. związany jest z przyrostem długu publicznego o 118,5% PKB (przy błędzie względnym 20% linia regresji tłumaczy 55% zmienności w danych).

Wykres 3. Zmiana długu publicznego i populacji osób starszych w latach 1995-2015

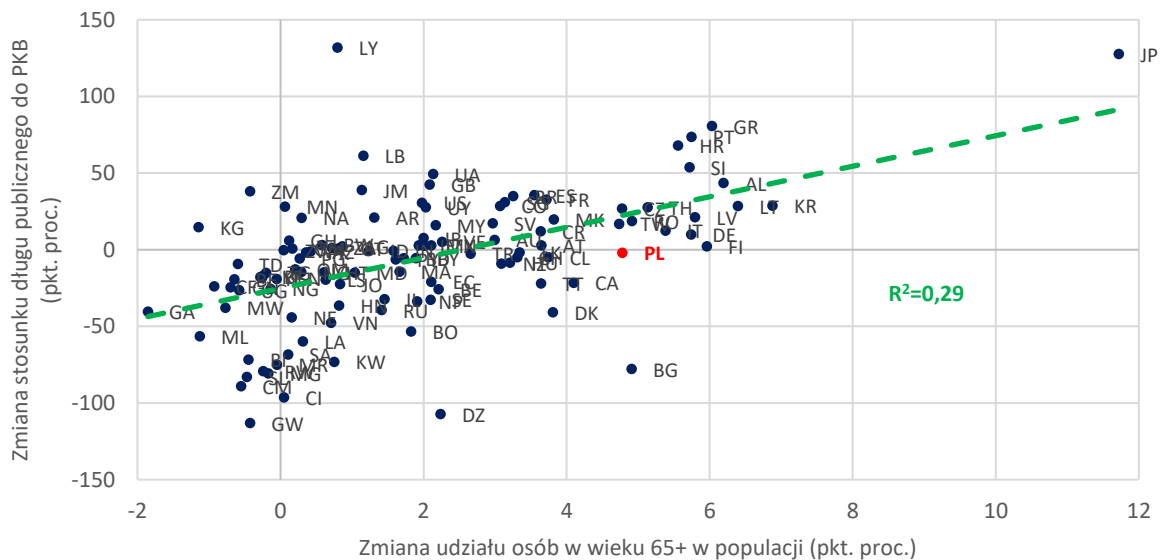


Źródło: Opracowanie własne FOR na podstawie danych ONZ i MFW (Mbaye et al., 2018)

Dokonuję na większej próbie reestymacji relacji pokazanej przez Yareda (2019). Na wykresie 3 pokazuję dane przekrojowe 51 krajów świata po uprzednim usunięciu 7 krajów o populacji poniżej 1 mln osób i wyników wykraczających poza 3 odchylenia standardowe w próbie (Japonia i Kongo). Oszacowana linia regresji wskazuje, że wzrost udziału osób w wieku 65+ w populacji

o 10 pkt. proc. związany jest z przyrostem długu publicznego (general government) o 85,3% PKB (przy błędzie względnym 22% linia regresji tłumaczy 29% zmienności w danych i jest silnie istotna statystycznie na poziomie 0,01). Dla pewności sprawdzam jeszcze sam dług rządu centralnego, który zwykle odpowiada za zdecydowaną większość długu publicznego i na temat którego dane są bardziej dostępne. Na wykresie 4 pokazuję dane przekrojowe 113 krajów świata po uprzednim usunięciu 29 krajów o populacji poniżej 1 mln osób i wyników wykraczających poza 3 odchylenia standardowe w próbie (Erytrea, Kongo i Sudan). Oszacowana linia regresji wskazuje, że wzrost udziału osób w wieku 65+ w populacji o 10 pkt. proc. związany jest z przyrostem długu publicznego rządu centralnego o 99,5% PKB (przy błędzie względnym 15% linia regresji tłumaczy 29% zmienności w danych i jest silnie istotna statystycznie na poziomie 0,01).

Wykres 4. Zmiana długu publicznego rządu centralnego i populacji osób starszych w latach 1995-2015



Źródło: Opracowanie własne FOR na podstawie danych ONZ i MFW (Mbaye et al., 2018)

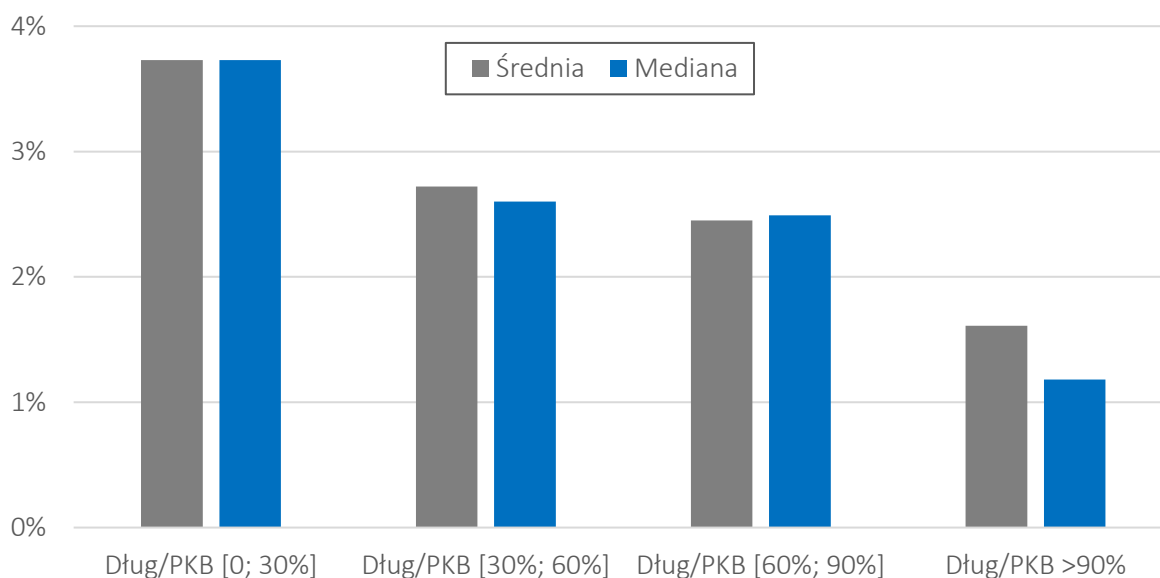
3. Dług publiczny a wzrost gospodarczy

Wzrost gospodarczy zależy od nakładów pracy, czyli tego, ile osób pracuje, jak długo i jaki jest ich kapitał ludzki, od nakładów kapitału, czyli tego, ile i jak nowoczesnych maszyn, oprogramowania, baz danych i innych dóbr kapitałowych pracownicy mają do dyspozycji, oraz od tego, jak efektywnie łączymy te nakłady dzięki postępowi technologicznemu i kreatywnej destrukcji modeli biznesowych. Dług publiczny może ograniczać nakłady kapitałowe, wypierając inwestycje firm i zniechęcając przedsiębiorstwa do inwestycji. Kiedy dług publiczny pozostaje relatywnie niski, to jego emisja może wspierać wzrost gospodarczy, o ile finansuje produktywne inwestycje publiczne lub służy polityce antycyklicznej, ale rzadko tak się dzieje (zob. część 2).

Wysoki dług publiczny i niski wzrost gospodarczy są zjawiskami współwystępującymi. Reinhart i Rogoff w głośnej książce (2009) i artykule (2010) pokazali, że kraje o wysokim długu publicznym (powyżej 90% PKB) przeciętnie charakteryzują się niskim wzrostem PKB. Jednocześnie przy niskim poziomie długu publicznego w relacji do PKB brak jest wyraźnego jego związku ze wzrostem gospodarczym. W kolejnych latach liczni badacze starali się podważyć, potwierdzić

lub rozszerzyć te wyniki. W głośnej krytyce Herndon, Ash i Pollin (2014) wykazali błąd w konstrukcji bazy danych Reinhart i Rogoffa. W ich replikowanych wynikach wzrost gospodarczy po przekroczeniu 90% PKB długu publicznego nie staje się ujemny (-0,1%) jak u Reinhart i Rogoffa (2009, 2010), ale zwalnia z 3,2% do 2,2%. Oznacza to jednak w dalszym ciągu, że wzrost zwalnia przy wysokich poziomach zadłużenia. Po dekadzie niezależnego testowania wyników metaanaliza Bitara, Chakrabartiego i Zeitera (2018) wskazuje, że wynik Reinhart i Rogoffa co do spowolnienia wzrostu typowej gospodarki po przekroczeniu przez dług publiczny poziomu 90% PKB pozostaje w mocy. Wynik ten potwierdzają również Fatás et al. (2019), korzystający z nowszej bazy danych Mbayego et al. (2018). W latach 1960–2016 w 20 krajach rozwiniętych mediana rocznego wzrostu PKB wyniosła 3,7% w krajach o długu publicznym poniżej 30% PKB, 2,6% w krajach o długu od 30% do 60% PKB, 2,5% w krajach o długu od 60% do 90% PKB, a tylko 1,2% w krajach o zadłużeniu powyżej 90% PKB (wykres 5). Podobnie w 131 krajach na niskim i średnim poziomie dochodu mediana rocznego wzrostu PKB w wyniosła 4,4% w krajach o długu publicznym poniżej 30% PKB, 3,8% w krajach o długu od 30% do 60% PKB, 3,4% w krajach o długu od 60% do 90% PKB, a tylko 2,7% w krajach o zadłużeniu powyżej 90% PKB. Mimo że dla przekrojów wielu krajów w długich szeregach czasowych dług publiczny na poziomie 90% PKB często pokazywany jest jako granica, po której wzrost gospodarczy zaczyna spowalniać, takie uśrednianie maskuje dużą różnorodność pomiędzy krajami i w rzeczywistości brak jednej wspólnej granicy dla wszystkich krajów, po przekroczeniu której wzrost spowalnia (Eberhardt i Presbitero, 2015; Fatás et al., 2019).

Wykres 5. Dług publiczny i wzrost gospodarczy, wybrane gospodarki rozwinięte, 1960-2016



Uwagi: Próba obejmuje dwadzieścia rozwiniętych gospodarek, jak w Reinhart i Rogoff (2010, wykres 2): Australia, Austria, Belgia, Kanada, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Japonia, Holandia, Nowa Zelandia, Norwegia, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Dane dotyczą długu rządu centralnego, z wyjątkiem Holandii, dla której wykorzystano dane sektora instytucji rządowych i samorządowych ze względu na dostępność danych. Źródło: Fatás et al. (2019) na podstawie Global Debt Dataset (Mbaye et al., 2018) i World Economic Outlook.

Związek wysokiego długu publicznego i niskiego wzrostu gospodarczego może być dwukierunkowy, dlatego też ustalenie kierunku przyczynowości budzi kontrowersje. Naturalnie korelacja nie oznacza przyczynowości. Z jednej strony wysoki dług publiczny wypiera inwestycje prywatne, zniechęca do inwestycji, stwarzając oczekiwania wyższych podatków w przyszłości i utrudnia prowadzenie polityki antycyklicznej (Fatás et al., 2019). Z drugiej strony jeżeli wzrost gospodarczy spowalnia z powodów strukturalnych, np. starzenia się społeczeństwa, to również relacja długu publicznego do PKB rośnie, zwłaszcza jeżeli polityka gospodarcza błędnie interpretuje spowolnienie wzrostu jako problem popytowy i podejmuje próbę jego stymulacji przez finansowane długiem wydatki publiczne. Wtedy może nie pobudzić wzrostu, a znacznie podnieść zadłużenie, które wobec problemów strukturalnych tym trudniej będzie ograniczyć w przyszłości (Mauro et al., 2015). Sami Reinhart i Rogoff (2012) piszą wprost, że kwestia przyczynowości nie została w pełni rozwiązana. Ich zdaniem przyczynowość może przebiegać w obie strony i nie ma reguły, która opisywałaby wszystkie przypadki we wszystkich krajach (Reinhart i Rogoff, 2013). Mauro i Zilinsky (2016) pokazują, że wzrost gospodarczy był kluczową zmienną tłumaczącą dynamikę długu publicznego w relacji do PKB w rozwiniętych gospodarkach od lat 50. XX wieku. Wysoki wzrost gospodarczy nie tylko obniża relację długu do PKB, podnosząc poziom PKB, ale również pozwala rządowi ograniczać wydatki w relacji do PKB, ponieważ część wydatków publicznych rośnie wolniej niż całość gospodarki (jak np. świadczenia z programu „500+”). Autorzy stwierdzają jednak, że dowody na kierunek przyczynowości od niskiego wzrostu gospodarczego do wysokiego długu publicznego pozostają słabe i zamiast tego zwracają uwagę na trudności, jakie sprawia ograniczenie zadłużenia w okresach powolnego wzrostu gospodarczego. Panizza i Presbitero (2014) w próbie krajów OECD znajdują negatywną relację długu publicznego i wzrostu gospodarczego, ale brakuje dowodów na istnienie przyczynowego wpływu długu na spowolnienie wzrostu. Jednak ich metoda (podobnie jak innych autorów) pozostaje niedoskonała i sami w późniejszych pracach przyznają, że ich wynik nie stanowi ostatecznego dowodu na kierunek przyczynowości, który może być różny w zależności od kraju i czasu, co nie zmniejsza szkodliwości długu publicznego i rozrzuconej polityki fiskalnej (Panizza i Presbitero, 2013; Fatás et al., 2019).

Istotne dla kierunku związku długu publicznego i wzrostu gospodarczego mogą być reakcje polityki gospodarczej w obliczu trwałego spowolnienia wzrostu. Mauro et al. (2015) pokazują, że rządy często zbyt słabo reagują na niespodziewane spowolnienia wzrostu, biorąc je za tymczasowy problem popytowy, kiedy w rzeczywistości są to problemy strukturalne. To w efekcie prowadzi do wzrostu relacji długu do PKB. Część ekonomistów widzi jednak szkodliwość w odwrotnej reakcji polityki gospodarczej, argumentując, że w obliczu trwałego spowolnienia wzrostu konsolidacje fiskalne mogą być kontrproduktywne i przez dalsze osłabienie wzrostu gospodarczego prowadzi do wzrostu, zamiast do spadku, relacji długu do PKB (Fatás i Summers, 2018). Alesina, Favero i Giavazzi (2019) pokazują jednak przekonująco, że znaczenie ma forma konsolidacji fiskalnej. Jakkolwiek konsolidacje fiskalne oparte na podwyżkach podatków prowadzą do głębokich kilkuletnich recesji, to te oparte na cięciach wydatków mają tylko lekkie objawy recesyjne w ciągu 2 lat.

W obliczu braku metod umożliwiających jednoznaczne określenie kierunku przyczynowości związku długu publicznego i wzrostu gospodarczego zdaniem Fatása et al. (2019) odpowiedzi mogą dostarczyć badania efektu wypierania na poziomie mikro. Inaczej niż w klasycznym ujęciu

wypierania na poziomie makro przez wpływ długu publicznego na stopy procentowe (Elmendorf i Mankiw, 1999) na poziomie mikro łatwiej zidentyfikować przyczynowość, obserwując rzeczywiste zachowanie firm. Huang et al. (2018) w próbie pół miliona firm z 69 krajów pokazują, że dług publiczny utrudnia finansowanie firmom o gorszym dostępie do kapitału. Podobny problem pokazali wcześniej Huang et al. (2019) wśród chińskich firm prywatnych. Od innej strony Croce et al. (2019) badają epizody wysokiego długu publicznego jako czynnika ryzyka w kalkulowanym wyceny giełdowe w USA. Następnie pokazują, że relatywnie podnosi to koszty finansowania dla firm najaktywniej prowadzących działalność badawczo-rozwojową. Następnie na modelu skalibrowanym do danych amerykańskich pokazują, że momenty, w których dług publiczny podnosi koszt finansowania innowacyjnych firm, przewidują następujące spowolnienia wzrostu gospodarczego i produktywności. Zejście na poziom mikro utrudnia jednak ustalenie wpływu na całą gospodarkę. Teoretycznie np. inwestycje prywatne jako całość mogłyby rosnąć pomimo negatywnego wpływu zadłużenia publicznego na inwestycje słabszych lub bardziej innowacyjnych podmiotów.

4. Ryzyko kryzysów zadłużeniowych

Ocena równowagi fiskalnej państw jest bardzo trudna, ponieważ dotyczy przyszłości. Jeżeli uznalibyśmy politykę budżetową danego państwa za długookresowo nie zrównoważoną, to pozostałoby pytanie, dlaczego w takim razie jego obligacje znajdują w dalszym ciągu nabywców na rynku. Dlatego współcześnie najpopularniejszym podejściem wśród ekonomistów jest szacowanie za Bohnem (1998) funkcji reakcji fiskalnych. Jak pokazałem wcześniej, każda stabilna relacja długu publicznego do PKB może być złamana, jeżeli wydarzy się wystarczająco silny wstrząs gospodarczy. Stąd ekonomiści skupiają się najczęściej na sprawdzaniu, czy na przyrosty zadłużenia polityka fiskalna reaguje poprawą salda budżetowego. Jeżeli tak robi, to w „miękkim” sensie jest uważana za zrównoważoną.

Najprostszym przybliżeniem stabilności długu publicznego jest jego relacja do wielkości gospodarki, ale w praktyce stabilność jest determinowana przez wiele czynników. Niektórym państwom udaje się utrzymywać bardzo wysoką relację długu do PKB (np. ponad 200% PKB w przypadku Japonii), a inne bankrutują przy niskich relacjach – przykładem może być Ukraina z długiem publicznym na poziomie ok. 30% PKB (Debrun et al., 2019). Japonia ma relatywnie niskie wydatki publiczne w relacji do PKB (niższe od Polski), jest krajem rozwiniętym i trzecią największą gospodarką świata. Wierzyiele wiedzą, że w razie problemów japoński rząd ma przestrzeń fiskalną do podwyżki podatków, która pozwoliłaby obsługiwać dług bez uciekania się do wysokiej inflacji (Sumner, 2019). Ukraina na skutek rosyjskiego kryzysu finansowego w 1998 roku straciła zdolność do obsługi zadłużenia i była zmuszona restrukturyzować swój dług z pomocą instytucji międzynarodowych. Węgry, które są gospodarką na zbliżonym poziomie rozwoju do Polski, doświadczyły problemów z obsługą zadłużenia w trakcie globalnego kryzysu finansowego przy długu publicznym na poziomie ok. 65% PKB – z tej perspektywy nasz konstytucyjny i unijny limit zadłużenia na poziomie 60% PKB wydaje się dobrze dobrany. To właśnie w następstwie zadłużeniowych problemów Węgier Polska dogoniła je pod względem poziomu dochodu w 2012 roku, mimo że jeszcze w 2008 roku pozostawaliśmy biedniejsi o 15% (ramka 1). Jednocześnie rządy mogą podchodzić

do swoich długów wobec własnych obywateli i inwestorów zagranicznych strategicznie. Przykładowo Paczos i Shakhnov (2020) na modelu teoretycznym pokazują, że wstrząsy podażowe obniżające produktywność gospodarki zwiększają ryzyko ogłoszenia bankructwa na długi w obcej walucie, podczas gdy wstrząsy popytowe podnoszące wydatki publiczne zwiększają ryzyko ogłoszenia bankructwa na długi w walucie krajowej.

Zadłużanie się u własnych obywateli zamiast u inwestorów zagranicznych nie rozwiązuje problemu długu publicznego. Państwa zadłużone we własnej walucie są zwykle w stanie utrzymać wyższy poziom zadłużenia, ale również doświadczają przypadków dotkliwej niewypłacalności. Koszty zadłużania się we własnej walucie u własnych obywateli są niższe, więc pozwalają utrzymać wyższy poziom długu. To stwarza ryzyko, że rząd rozpocznie konsolidację fiskalną dopiero na niebezpiecznie wysokim poziomie długu publicznego (IMF, 2015). To niebezpieczne, bo państwa bankrutują również wewnątrz, wprost odmawiając spłaty zobowiązań lub doprowadzając do hiperinflacji (Reinhart i Rogoff, 2011). W ostatnich 100 latach na terenie Polski doświadczyliśmy najwięcej epizodów hiperinflacji na świecie, aż czterech – w 1923, 1940, 1944 i 1989 roku (Hanke, Krus i Gawlik, 2020).

Ramka 1. Węgierska katastrofa fiskalna, czyli jak Polska dogoniła Węgry

Dług publiczny na Węgrzech spadał do 2001 roku, kiedy wyniósł 52% PKB. Niestety okres wysokich deficytów finansów publicznych odwrócił ten trend. W 2002 roku wynagrodzenia osób pracujących w sektorze publicznym podniesiono o ponad 50%, a dodatkowo zaczęto wypłacać im także trzynaste pensje, a emerytom – trzynaste emerytury (Wojciechowski, 2016). W rezultacie w latach 2002–2006 średni deficyt wyniósł 7,9% PKB (Polska od lat 90. XX wieku nie zanotowała tak wysokiego deficytu w żadnym roku aż do „pandemicznego” 2020 roku), a dług wzrósł o 9,6% PKB. Podjęta w kolejnych latach konsolidacja fiskalna i ożywienie gospodarki zostały zahamowane przez załamanie koniunktury na świecie. W czasie globalnego kryzysu finansowego jesienią 2008 roku Węgry uniknęły bankructwa tylko dzięki pożyczce 20 mld euro od Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Unii Europejskiej i Banku Światowego. W 2009 roku PKB Węgier spadł o 6,6%, a w latach 2008–2010 dług publiczny wzrósł o 8,9% PKB. Załamanie silnie przełożyło się na poziom życia. W latach 2001–2008 skorygowany poziomem cen dochód na mieszkańca był na Węgrzech przeciętnie o 17% wyższy niż w Polsce. Od 2011 roku jest już równy polskiemu.

Źródło: Drózd, Łaszek i Trzeciakowski (2017)

Bankructwo państwa przekłada się na całą gospodarkę przynajmniej trzema kanałami. Po pierwsze, sektor prywatny traci dostęp do zagranicznych rynków kapitałowych. Hébert i Schreger (2017) pokazują na przykładzie Argentyny, że wzrost prawdopodobieństwa bankructwa kraju o 10% powoduje 6-procentowy spadek notowanych na amerykańskich giełdach akcji argentyńskich spółek i 1-procentową deprecjację kursu walutowego. Po drugie, bankructwo w krótkim okresie znacząco zwiększa stopy procentowe, po jakich może zadłużać się rząd. Po trzecie, bankructwa prowadzą do redukcji wymiany handlowej z zagranicą. Łącznie prowadzą one do spadku PKB średnio o 5%–8% (De Paoli, Hoggarth i Saporta, 2009; Furceri i Zdzienicka, 2012). Koszty bankructwa mogą się jednak znacząco różnić pomiędzy krajami – np. Trebesch i Zabel (2017) wiążą „twarde” bankructwa, kiedy rządy zachowują się konfrontacyjnie wobec wierzycieli, ze spadkami silniejszym o 10 pkt. proc. niż w przypadku „miękkich” bankructw.

5. Dług publiczny w warunkach niskich stóp procentowych na świecie

W następstwie silnego spadku stóp procentowych na świecie po globalnym kryzysie finansowym wzrost gospodarczy w wielu krajach utrzymuje się powyżej stóp procentowych, po jakich zadłużają się państwa – a przynajmniej tak było aż do załamania się wzrostu gospodarczego na skutek pandemii SARS-CoV-2. Ujemna różnica stopy procentowej państwa i wzrostu gospodarki powoduje, że rząd nie musi generować nadwyżek pierwotnych (czyli nieuwzględniających kosztów obsługi długu), aby utrzymywać stałą lub malejącą relację długu do PKB. Wystarczy, aby deficyty pierwotne nie przekraczały efektu obniżającej dług różnicy stopy procentowej i wzrostu gospodarki (Fischer i Easterly, 1990). Wpływy podatkowe państwa rosną wtedy szybciej niż odsetki od zadłużenia. Wzrost gospodarczy umożliwia utrzymywanie wyższych deficytów bez niekontrolowanego wzrostu relacji długu publicznego do PKB. Sama równowaga w bilansie pierwotnym wystarcza do „wyrastania” z długu publicznego. Jakkolwiek bezpośrednio po światowym kryzysie finansowym spodziewano się, że stopy procentowe wkrótce wrócą do normy, to jak na razie pozostają niskie. Jest możliwe, że stan obecny, w którym stopy procentowe długu publicznego kształtują się poniżej stóp wzrostu gospodarki, to powrót do długookresowego trendu po nietypowym epizodzie, który trwał od wczesnych lat 80. (Barrett, 2018; Blanchard, 2019; Schmelzing, 2020), chociaż istnieją też głosy wniące za to wprost politykę banków centralnych (Mayer i Schnabl, 2019) lub częściowo wymuszony przez regulatorów wzrost popytu na bezpieczne aktywa (Sims, 2019).

Nie wiadomo, dlaczego ani na jak długo stopy procentowe na świecie spadły, ekonomiści spekulują, że może być to skutek globalnego nawisu oszczędności, sekularnej stagnacji, powrotu do jakiegoś długookresowego trendu spadku stóp procentowych, zwykłego błędu polityki banków centralnych albo działania innych czynników. Hipoteza globalnego nawisu oszczędności funkcjonuje, odkąd wprowadził ją Ben Bernanke (2005) jako szef Fed. Niskie stopy procentowe na świecie miałyby wynikać z tego, że wiele krajów rozwijających się (np. Chiny) z importerów oszczędności przekształciło się w ich eksporterów. Hipoteza sekularnej stagnacji jest nieco podobna w tym, że postuluje utrzymującą się nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami (Summers, 2016) związaną ze starzeniem społeczeństw (Eggertsson, Lancastre, Summers, 2019). Konkretnie jest to sytuacja, w której stopy procentowe banków centralnych są bliskie zera, a pomimo tego nie wystarczają do stymulacji popytu ze względu na niskie neutralne realne stopy procentowe i niską inflację, a przedłużający się okres obniżonego wzrostu gospodarczego podważa potencjalną stopę wzrostu (czyli najwyższą stopę wzrostu gospodarki możliwą do utrzymania w długim okresie) poprzez histerezę na rynku pracy (utrwalające się bezrobocie) i niechęć do inwestycji (Rawdanowicz et al., 2014). Z kolei Schmelzing (2020) szacuje poziom stóp procentowych na świecie od XIV wieku i twierdzi, że niskie stopy procentowe to tylko powrót do długookresowego trendu spadkowego. Jeszcze inne wyjaśnienie głosi, że niskie stopy procentowe są zwyczajnie efektem błędnej polityki banków centralnych, która doprowadziła do zombifikacji przedsiębiorstw. Niskie stopy procentowe miałyby tylko w niewielkim stopniu stymulować gospodarkę, bo duża dostępność taniego finansowania odbiera firmom bodźce do podnoszenia produktywności (Mayer i Schnabl, 2019; Rzońca i Parosa, 2020). Inna hipoteza jest taka, że po globalnym kryzysie finansowym wzrósł popyt sektora prywatnego na bezpieczne aktywa, za jakie uważane są obligacje skarbowe. Tak mogłoby się stać z dwóch powodów. Po pierwsze, kryzys mógł lepiej

unaocznic ryzyka związane z zawirowaniami rynkowymi i wagę bezpiecznych aktywów. Po drugie, regulatorzy, aby zapewnić większą stabilność instytucji finansowych, zaczęli wymagać od nich posiadania większej ilości bezpiecznych aktywów. To tłumaczyłoby, dlaczego znaczny wzrost zadłużenia w wielu krajach rozwiniętych odbył się bez istotnego wzrostu opodatkowania i nie pociągnął za sobą wzrostu inflacji (Sims, 2019).

Niezależnie od ich źródeł niższe stopy umożliwiają państwom utrzymywanie wyższych poziomów długu publicznego – przynajmniej do czasu, gdy stopy wzrosną. Barrett (2018) szacuje, o ile zwiększył się limit zadłużenia państwa w Wielkiej Brytanii na skutek spadku stóp procentowych po 2008 roku. Według jego oszacowań wzrost oczekiwanego limitu zadłużenia publicznego jest bardzo mały – w przypadku Wielkiej Brytanii wynosi zaledwie 5% PKB. Trzeba mieć jednak na uwadze to, że szacowanie limitów zadłużenia jest bardzo trudne i jak dotąd ekonomiści nie potrafią robić tego dobrze, np. wydaje się, że dług publiczny Wielkiej Brytanii był już w przeszłości wyższy od wynoszącego 90–95% PKB limitu przewidywanego przez model, a państwo nie zbankrutowało. Dopiero kiedy autor koryguje wynik modelu o zapadalność długu, otrzymuje bardziej realistyczny limit 140% PKB. To jednak nie zmienia podstawowego wniosku pracy, że spodziewany limit długu publicznego zmienia się tylko nieznacznie w obecnym środowisku niskich stóp procentowych.

Korzystne dla stabilności finansów publicznych warunki makroekonomiczne w ostatniej dekadzie dały początek dwóm wpływowym prądom w głównym nurcie ekonomii, mówiącym, że dzisiaj dług publiczny nie jest już takim problemem jak w przeszłości. W przypadku obu można jednak podnieść istotne zastrzeżenia.

- **Pierwszy, utożsamiany często z osobą Larry’ego Summersa, opiera się na hipotezie sekularnej stagnacji.** DeLong i Summers (2012) argumentują, że w takiej sytuacji za sprawą niskich stóp procentowych, dodatnich mnożników wydatków publicznych i histerezy rynku pracy ekspansja fiskalna jest samofinansująca. Deficytowe wydatki mogą wtedy na tyle silnie pobudzać gospodarkę, że nowe wpływy podatkowe zrównoważą koszt powstałego deficytu. Musiałby jednak zaistnieć zbiór dość szczególnych warunków, które mało gdzie i kiedy są spełnione (Cochrane, 2020), a sami Eggertsson, Lancastre i Summers (2019) bazują na epizodzie z lat 2008–2015 (po 2015 roku aż do czasu pandemii COVID-19 wzrost gospodarczy na świecie przyspieszył). Rachel i Summers (2019) na danych od lat 70. XX wieku podtrzymują jednak zdanie, że gospodarki rozwinięte są obecnie narażone na sekularną stagnację ze względu na starzenie się populacji, spowolnienie wzrostu produktywności i nierówności dochodowe. Są jednak już bardziej sceptyczni, przyznając, że jakkolwiek trwale niskie stopy procentowe umożliwiają rządowi większą ekspansję fiskalną, to nie gwarantują, że ekspansja fiskalna, która byłaby wystarczająca do przełamania sekularnej stagnacji (utrzymania dodatnich stóp procentowych), nie doprowadzi do bankructwa.
- **Drugi nurt jest utożsamiany z osobą Oliviera Blancharda po jego głośnym wystąpieniu na konferencji American Economic Association.** Blanchard (2019), inaczej niż DeLong i Summers, nie twierdzi, że ekspansja fiskalna może nie zwiększać długu publicznego. Podnosi jednak, że deficyty budżetowe mogą mieć mniejsze koszty, niż dotąd przypuszczano. To dlatego, że jego zdaniem historycznie w Stanach Zjednoczonych wyższe

stopa wzrostu gospodarczego od stóp procentowych są raczej regułą niż wyjątkiem. Pozwala to (przynajmniej do pewnego poziomu deficytu pierwotnego) trwale zwiększać wydatki bez konieczności nakładania nowych podatków. Rządy mogą wykorzystać tę okazję do finansowania długiem inwestycji publicznych. Tutaj jednak znowu nie jest oczywiste, jaka definicja stopy procentowej jest najwłaściwsza. Wykorzystując inną definicję stopy procentowej, Wyplosz (2019) na przykładzie 22 krajów OECD z lat 1961–2007 pokazuje, że stopa wzrostu gospodarczego była w nich wyższa od stopy procentowej mniej niż w połowie lat (a w USA niewiele więcej). Podkreśla też, że z cytowanych przez Blancharda artykułów Mauro i Zilinsky’ego (2016) oraz Barretta (2018) wcale nie wynika, że stopa wzrostu gospodarki wyższa od stopy procentowej długu publicznego jest normą i pozwala na nieprzejmowanie się długiem. Barrett (2018) szacuje dla kilku krajów rozwiniętych o długich szeregach danych, że w długim okresie stopa procentowa długu publicznego jest w nich niższa od stopy wzrostu PKB. Typowe przedziały błędów zawierają jednak również stopy procentowe wyższe od stóp wzrostu PKB. To ważne, bo zdarza się, że ich relacja się gwałtownie odwraca na dość długi czas. Również rynkowa wycena instrumentów CDS, które pozwalają ubezpieczyć się od ryzyka bankructwa emitenta obligacji, wskazuje na niezerowe prawdopodobieństwo bankructwa państw. Skoro więc relacja stóp procentowych długu publicznego i wzrostu gospodarczego podlega dużym wahaniom, to zabezpieczyć się przed nimi można tylko dzięki zrównoważonej polityce fiskalnej (Ball, Elmendorf i Mankiw, 1998). Zdaniem Fatása et al. (2019) zbyt wcześnie jeszcze w tej linii badań na stawianie rekomendacji dla polityki gospodarczej. Z praktycznej strony Cochrane (2020) zauważa, że ta różnica stóp wzrostu i procentowych w Stanach Zjednoczonych ogranicza efekty deficytów jedynie o 1–2% PKB, podczas gdy w prognozowane na najbliższą dekadę deficyty pierwotne mają wynosić aż 6–8% PKB.

Podsumowanie

Z powyższej analizy wynikają trzy główne wnioski. Po pierwsze, rządy rzadko wykorzystują dług publiczny do realizowania inwestycji publicznych lub prowadzenia polityki antycyklicznej. Za to wydają się go wykorzystywać na rzecz rosnącej grupy starszych wyborców. Po drugie, wysoki dług publiczny i niski wzrost gospodarczy są zjawiskami współwystępującymi. Po trzecie, niskie stopy procentowe na świecie są niskie od czasu globalnego kryzysu finansowego sprzed dekady, ale nie wiadomo, na jak długo. Jeżeli stopy procentowe gwałtownie wzrosną, to mogą doprowadzić do problemów fiskalnych, tak jak dekadę temu na Węgrzech.

Literatura

Alesina, A., Favero, C. i Giavazzi, F. (2019) *Austerity : when it works and when it doesn't*. Princeton University Press.

Ball, L., Elmendorf, D. W. i Mankiw, N. G. (1998) „The Deficit Gamble”, *Journal of Money, Credit and Banking*. Ohio State University Press, 30(4), s. 699. doi: 10.2307/2601125.

Barrett, P. (2018) „Interest-Growth Differentials and Debt Limits in Advanced Economies”, *IMF Working Papers*, 18(82), s. 1. doi: 10.5089/9781484350980.001.

Barro, R. J. (1979) „On the Determination of the Public Debt”, *Journal of Political Economy*, 87(5, Part 1), ss. 940–971. doi: 10.1086/260807.

Bernanke, B.S. (2005). *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Speech 77, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

Bitar, N., Chakrabarti, A. i Zeaiter, H. (2018) „Were Reinhart and Rogoff right?”, *International Review of Economics and Finance*. Elsevier Inc., 58, ss. 614–620. doi: 10.1016/j.iref.2018.07.003.

Blanchard, O. (2019) „WORKING PAPER 19-4 Public Debt and Low Interest Rates”, (February).

Bohn, H. (1998) „The Behavior of U. S. Public Debt and Deficits”, *The Quarterly Journal of Economics*. Narnia, 113(3), ss. 949–963. doi: 10.1162/003355398555793.

Cochrane, J.H. (2020), *Debt Matters*. The Grumpy Economist, John Cochrane's blog, <https://johnhcochrane.blogspot.com/2020/09/debt-matters.html>

Croce, M. M., Nguyen, T.T., Raymond, S., Schmid, L. (2019) „Government debt and the returns to innovation”, *Journal of Financial Economics*. Elsevier B.V., 132(3), ss. 205–225. doi: 10.1016/j.jfineco.2018.11.010.

De Paoli, B., Hoggarth, G. i Saporta, V. (2009) „Output costs of sovereign crises: some empirical estimates”, *Bank of England working papers*. Bank of England.

Debrun, X., Ostry, J.D., Willems, T., Wyplosz, Ch. (2019) „Chapter 4. Public Debt Sustainability”, DOI:10.1093/oso/9780198850823.003.0005, w Abbas, S. A., Pienkowski, A., i Rogoff, K. (red.) *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Unpublishe. Oxford University Press.

DeLong, J.B., & Summers, L.H. (2012). *Fiscal Policy in a Depressed Economy*. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Drózdź, T., Łaszek, A., Trzeciakowski, R. (2017), 17 najczęściej zadawanych pytań o dług publiczny, Komunikat 2/2017, Forum Obywatelskiego Rozwoju, <https://for.org.pl/pl/a/5117,komunikat-2/2017-15-najczesciej-zadawanych-pytan-o-dlug-publiczny>

Eberhardt, M. i Presbitero, A. F. (2015) „Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity”, *Journal of International Economics*. Elsevier B.V., 97(1), ss. 45–58. doi: 10.1016/j.jinteco.2015.04.005.

Eggertsson, G. B., Lancastre, M., & Summers, L. H. (2019). Aging, output per capita, and secular stagnation. *American Economic Review: Insights*, 1(3), 325-42.

Elmendorf, D. W. i Mankiw, G. N. (1999) „Chapter 25 Government debt”, w *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier, ss. 1615–1669. doi: 10.1016/S1574-0048(99)10038-7.

Fatás, A. i Summers, L. H. (2018) „The permanent effects of fiscal consolidations”, *Journal of International Economics*. Elsevier B.V, 112, ss. 238–250. doi: 10.1016/j.jinteco.2017.11.007.

Fatás, A., Ghosh, A.R., Panizza, U. i Presbitero, A.F. (2019), *The Motive to Borrow* [w:] Abbas, S.A., Pienkowski, A., Rogoff, K., *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, Oxford University Press, doi:10.1093/oso/9780198850823.003.0004.

Fischer, S. i Easterly, W. (1990) „The Economics of the Government Budget Constraint”, *The World Bank Research Observer*. Oxford University Press, 5(2), ss. 127–142. doi: 10.2307/3986443.

Furceri, D. i Zdzienicka, A. (2012) „How costly are debt crises?”, *Journal of International Money and Finance*. Pergamon, 31(4), ss. 726–742. doi: 10.1016/J.JIMONFIN.2012.01.012.

Hanke, S. H., Krus, N., & Gawlik, J. (2020). Hyperinflation in the General Government: German-Occupied Poland During World War II. *World Economics*, 21(2), 115-134.

Hébert, B. i Schreger, J. (2017) „The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina”, *American Economic Review*, 107(10), ss. 3119–3145. doi: 10.1257/aer.20151667.

Herndon, T., Ash, M. i Pollin, R. (2014) „Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff”, *Cambridge Journal of Economics*. Narnia, 38(2), ss. 257–279. doi: 10.1093/cje/bet075.

Huang, Y., Pagano, M., & Panizza, U. (2019), “Local Crowding Out in China,” *Journal of Finance* (w publikacji)

Huang, Y., Panizza, U., & Varghese, R. (2018), "Does Public Debt Crowd Out Corporate Investment? International Evidence," *CEPR Discussion Paper* 12931.

International Monetary Fund (2015) „From banking to sovereign stress: implication for public debt”, (March).

Lian, W., Presbitero, A., & Wiriadinata, U. (2020). Public Debt and r-g at Risk. *IMF Working Paper* WP/20/137, July.

Mauro, P. et al. (2015) „A modern history of fiscal prudence and profligacy”, *Journal of Monetary Economics*. North-Holland, 76, ss. 55–70. doi: 10.1016/J.JMONECO.2015.07.003.

Mauro, P. i Zilinsky, J. (2016) „Reducing Government Debt Ratios in an Era of Low Growth”, (PB16-10).

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

Mayer, T., & Schnabl, G. (2019). Reasons for the Demise of Interest: Savings Glut and Secular Stagnation or Central Bank Policy? *CEifo Working Paper* No. 7954.

Mbaye, Samba; Moreno Badia, Marialuz; Chae, K. (2018) *Global Debt Database: Methodology and Sources*. 18/111.

Paczos, W. i Shakhnov, K. (2020) „Defaulting on Covid Debt: Foreign or Domestic?”, *Covid Economics* 45, 28 August, Centre for Economic Policy Research.

Panizza, U. i Presbitero, A. F. (2013) „Public debt and economic growth in advanced economies: A survey”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*. Springer International Publishing, 149(2), ss. 175–204. doi: 10.1007/BF03399388.

Panizza, U. i Presbitero, A. F. (2014) „Public debt and economic growth: Is there a causal effect?”, *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 41(March), ss. 21–41. doi: 10.1016/j.jmacro.2014.03.009.

Piketty, T. (2014) *Capital in the twenty-first century*. The Belknap Press of Harvard University Press.

Rachel, L. i Summers, L. H. (2019) „On Falling Neutral Real Rates , Fiscal Policy , and the Risk of Secular Stagnation”, *Brookings Papers on Economic Activity*.

Rawdanowicz, Ł., Bouis, R., Inaba, K. I., & Christensen, A. K. (2014). Secular stagnation: evidence and implications for economic policy. *OECD Economics Department Working Papers* No. 1169.

Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2009) *This time is different : eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.

Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2010) „Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review*, 100(2), ss. 573–578. doi: 10.1257/aer.100.2.573.

Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2011) „The Forgotten History of Domestic Debt”, *The Economic Journal*. John Wiley & Sons, Ltd (10.1111), 121(552), ss. 319–350. doi: 10.1111/j.1468-0297.2011.02426.x.

Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2013) „Debt, Growth and the Austerity Debate”, *The New York Times*.

Reinhart, C. M., Reinhart, V. R. i Rogoff, K. S. (2012) „Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800”, *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), ss. 69–86.

Rzońca, A. i Parosa, G. (2020), Unconventional monetary policy is not a free lunch in Europe or the United States. *New Atlanticist*, <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/unconventional-monetary-policy-is-not-a-free-lunch-in-europe-or-the-united-states/>

Schmelzing, P. (2020), Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline, 1311–2018, Staff Working Paper No. 845, Bank of England.

Sims, Ch.A. (2019), Optimal Fiscal and Monetary Policy with Distorting Taxes, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 256, August.

Summers, L. H. (2016). Rethinking secular stagnation after seventeen months. *Progress and confusion: The state of macroeconomic policy*, 29-39.

Sumner, S. (2019) Why is the public debt situation in Italy worse than in Japan? – *Econlib*, <https://www.econlib.org/why-is-the-public-debt-situation-in-italy-worse-than-in-japan/>

Trebesch, C. i Zabel, M. (2017) „The output costs of hard and soft sovereign default”, *European Economic Review*. Elsevier B.V., 92(October 2016), ss. 416–432. doi: 10.1016/j.euroecorev.2016.10.004.

Wojciechowski, W. (2016), Orbanomika, czyli niespełniony sen o węgierskiej potędze gospodarczej, *Analiza* 22/2016, Forum Obywatelskiego Rozwoju, <https://for.org.pl/pl/a/5077,konferencja-prasowa-for-analiza-reform-gospodarczych-na-wegrzech-i-w-polsce>

Wyplosz, Ch. (2019), Olivier in Wonderland, VoxEU, CEPR, <https://voxeu.org/content/olivier-wonderland>.

Yared, P. (2019) „Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend”, *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), ss. 115–140. doi: 10.1257/jep.33.2.115.



Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wytężonego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, wesprzyj finansowo nasze działania.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

W sprawie darowizn możesz się skontaktować:

Patrycja Satora, dyrektor ds. rozwoju FOR

Tel. 500 494 173

patrycja.satora@for.org.pl

Już dziś pomóż nam chronić wolność – obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

KONTAKT DO AUTORA



Rafał Trzeciakowski

Ekonomista FOR

e-mail: rafal.trzeciakowski@for.org.pl

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A ☎ 02-628 Warszawa ☎ tel. 22 628 85 11

e-mail: info@for.org.pl ☎ www.for.org.pl

[f/FundacjaFOR](https://www.facebook.com/FundacjaFOR) ☎ [t/FundacjaFOR](https://twitter.com/FundacjaFOR)