



Piotr Ptak

Uczelnia Techniczno-Handlowa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie
Wydział Zarządzania i Logistyki
Katedra Ekonomii i Finansów
pp2005@wp.pl

PROCES WYRASTANIA Z DŁUGU PRZEZ EUROPE W PERSPEKTYWIE KRÓTKO- I DŁUGOOKRESOWEJ

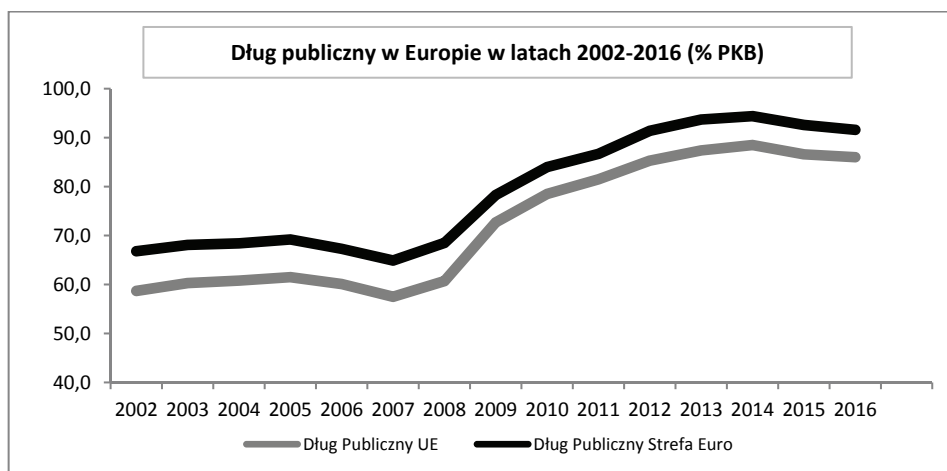
Streszczenie: Wybuch kryzysu finansowego doprowadził do gwałtownego pogłębiania się deficytowości i skokowego wzrostu długów publicznych. W wyniku przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej oraz przyśpieszenia wzrostu gospodarczego, a także wsparcia ze strony Europejskiego Banku Centralnego, udało się wypracować dodatnie saldo pierwotne w finansach publicznych i odwrócić trend dalszego narastania zadłużenia. Celem głównym referatu jest wykazanie, że proces wyrastania z długu przez Europę w krótkiej perspektywie nabierze trwałego charakteru, w dalszej perspektywie natomiast będzie napotykać istotne trudności związane z odwrotem od luźnej polityki monetarnej ECB oraz procesem starzenia się ludności starego kontynentu.

Słowa kluczowe: dług publiczny, deficyt fiskalny, fiskalne saldo pierwotne, konsolidacja fiskalna.

JEL Classification: E62, H62, H63.

Wprowadzenie

Następstwem kryzysu finansowego i gospodarczego było gwałtowne pogłębianie się deficytowości oraz skokowy wzrost długów publicznych. Według danych Eurostatu, w latach 2008-2014 w krajach Unii Europejskiej relacja długu publicznego do PKB wzrosła przeciętnie z 60,7% do 88,5%, a w strefie euro z 68,5% do 94,4%. Tendencja ta uległa zahamowaniu dopiero w 2015 r. (rys. 1).

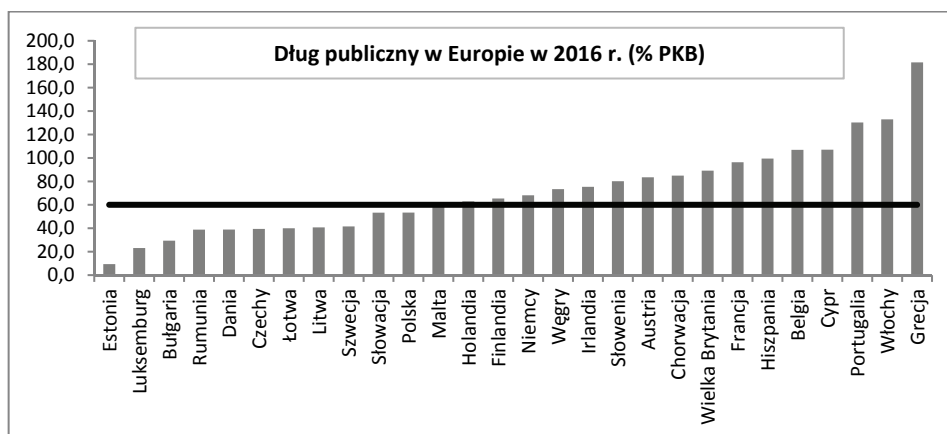


Rys. 1. Dług publiczny w Europie w latach 2002-2016 (w % PKB)

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

Ten skokowy wzrost długu publicznego w Europie, na skalę nienotowaną od końca drugiej wojny światowej, był w głównej mierze wynikiem kumulacji znacznych deficytów fiskalnych w latach kryzysowych. Ich pogłębienie nastąpiło z jednej strony w wyniku cyklicznego spadku dochodów budżetowych w czasie recesji, a z drugiej – na skutek wzrostu wydatków publicznych przeznaczonych na finansowanie pakietów fiskalnych w wielu krajach, zwłaszcza na pomoc finansową udzieloną zagrożonym bankom. Jednak skala tak głębokiego pogorszenia sytuacji finansów publicznych w Europie nie miałaby miejsca, gdyby rządy europejskie nie prowadziły polityki fiskalnej przed kryzysem w celach innych niż stabilizacja gospodarki. Poziomy długu i deficytu w wielu krajach przekraczały dopuszczalne granice, zapisane w Traktacie o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) oraz w Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW). Istotnie, w latach 1999-2007, kraje strefy euro naruszyły zasadę deficytu 35 razy i 54 razy regułę długu.

W wyniku przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej oraz przyśpieszenia wzrostu gospodarczego, a także wsparcia ze strony Europejskiego Banku Centralnego i prowadzonej przez niego ekspansywnej i niekonwencjonalnej polityki monetarnej, udało się odwrócić trend dalszego narastania zadłużenia, a krajom najbardziej zadłużonym uniknąć bankructwa. Nie zmienia to jednak tego, że w 2016 r. aż w 17 krajach Unii Europejskiej poziom długu publicznego nadal przekraczał referencyjną wartość zadłużenia 60% PKB (rys. 2).



Rys. 2. Dług publiczny w Europie w 2016 r. (w % PKB)

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

Celem głównym artykułu jest wykazanie, że proces wyrastania z długu przez Europę w krótkiej perspektywie nabierze trwałego charakteru, w dalszej perspektywie natomiast proces ten oraz konieczność kontynuacji konsolidacji fiskalnej będą napotykać istotne trudności, związane nie tylko z koniecznością odrotu od ekspansywnej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego, ale także ze względu na niekorzystne tendencje demograficzne, których Europa zaczyna już doświadczać.

1. Reformy fiskalne w Europie

Doświadczenia kryzysu finansowego i gospodarczego, który następnie przerodził się w kryzys zadłużenia suwerennego, wymusiły na przywódcach europejskich przyjęcie rozwiązań nakierowanych na zaprowadzenie trwałej dyscypliny fiskalnej w krajach członkowskich.

W grudniu 2011 r. został uchwalony pakiet sześciu aktów prawnych wzmacniających zarządzanie gospodarcze w UE, tzw. sześciopak. Wchodząca w jego skład Dyrektywa Rady Europy 2011/85/UE w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich wskazuje, że państwa członkowskie powinny dysponować regułami fiskalnymi zawierającymi wyraźnie określone cele wraz z mechanizmami skutecznego i terminowego monitorowania.

W 2012 r. 25¹ państw UE wyraziło gotowość podpisania Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej [Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej], tzw. paktu fiskalnego, w którym uszczegółowiono wymogi dotyczące reguł fiskalnych w krajach podlegających przepisom traktatu. Pakt fiskalny wymaga od krajów członkowskich UE spełnienia kryterium deficytu strukturalnego na poziomie 0,5% PKB, o ile przekroczyły wartość referencyjną długu publicznego 60% PKB². Ponadto dług powinien być redukowany w tempie 5% nadwyżki ponad poziom 60% rocznie, a więc o 1/20. Na kraje, które się do tych reguł nie dostosują, mogą zostać nałożone kary pieniężne w wysokości do 0,1% PKB. Dla państw, których dług publiczny jest poniżej wartości referencyjnej, dolny pułap dla deficytu strukturalnego wynosi 1% PKB.

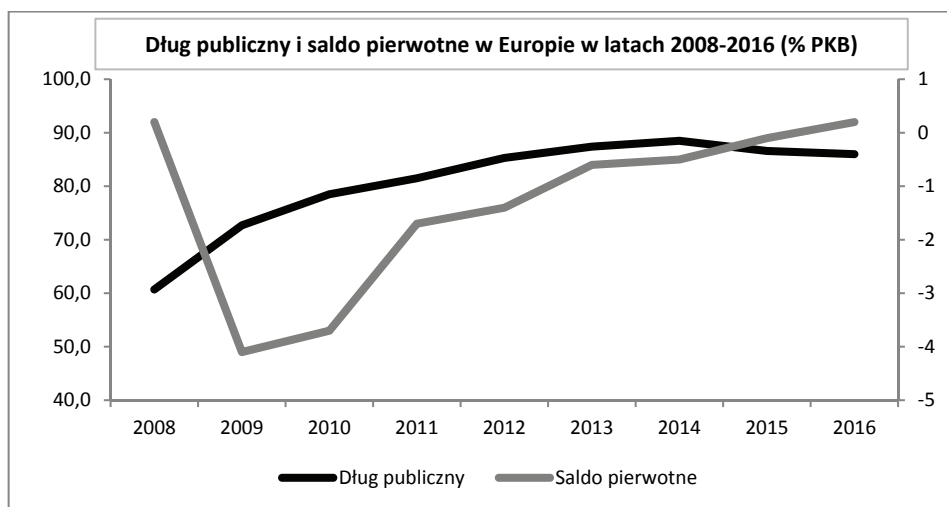
Wprowadzenie przyjętych rozwiązań ma na celu uniknięcie powielenia błędów z przeszłości, kiedy w warunkach wysokiej koniunktury gospodarczej deficyt sektora finansów publicznych nawet nie osiągał poziomu średniookresowego celu budżetowego. Rozwiązania te nie dają pełnej gwarancji uniknięcia kolejnego kryzysu zadłużenia, jednak zasadniczo zmniejszą ryzyko jego powtórki, a ponadto sprzyjać będą zmierzeniu się z postępującym sukcesywnie procesem starzenia się ludności starego kontynentu.

2. Arytmetyka długu publicznego

Fiskalne saldo pierwotne stanowi najbardziej dokładne odzwierciedlenie decyzji rządu w zakresie polityki fiskalnej. Saldo pierwotne oznacza różnicę między dochodami publicznymi a wydatkami publicznymi po wyłączeniu wydatków na koszty obsługi długu. Skutkiem światowego kryzysu finansowego było największe pogorszenie fiskalnego salda pierwotnego, odnotowane w czasie pokoju, przy średnich wartościach deficytów pierwotnych w latach 2008-2009 większych, niż w jakimkolwiek momencie historii poza okresami wojen światowych [Mauro i in., 2013]. W Europie sytuacja nie była inna (rys. 3).

¹ Bez Wielkiej Brytanii i Czech. W przypadku krajów, które nie przystąpiły jeszcze do strefy euro, pakt zacznie obowiązywać dopiero po przystąpieniu.

² Wiele badań empirycznych pokazuje, że pewien poziom zadłużenia, przekraczający określony próg, ma negatywne konsekwencje dla gospodarki i kształtowania polityki gospodarczej [Reinhart, Rogoff, 2009, 2010; Reinhart, Reinhart, Rogoff, 2012].



Nota: prawa oś odpowiada saldu pierwotnemu.

Rys. 3. Dług publiczny i saldo pierwotne w Europie w latach 2008-2016 (w % PKB)

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

Znacznemu pogorszeniu salda pierwotnego towarzyszył gwałtowny wzrost relacji długu do PKB. Mimo że nie istnieje formuła, która pozwalałaby na precyzyjne rozbicie czynników determinujących zmianę stosunku długu do PKB rocznie, w dużym stopniu przybliżyć do niej poniższe równanie [Escolano, 2010, s. 6]:

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

gdzie:

d_t – dług na koniec okresu t , w stosunku do PKB w czasie t ,

d_{t-1} – dług na koniec okresu $t-1$, w stosunku do PKB w czasie $t-1$,

i_t – nominalna stopa procentowa w okresie t ; płatna w okresie t od pozostającego do spłaty na koniec okresu $t-1$ długu,

y_t – nominalne tempo wzrostu PKB między okresami $t-1$ i t ,

p_t – fiskalny deficyt pierwotny w okresie t jako stosunek do PKB w czasie t .

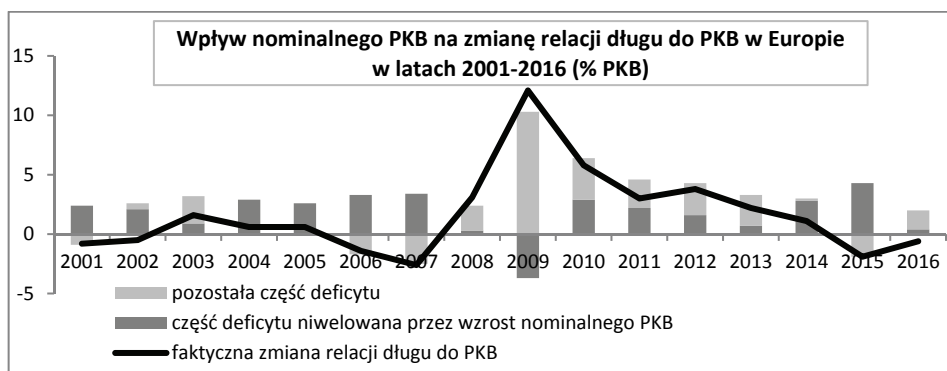
Równanie to wskazuje, że zmiana wskaźnika zadłużenia równa jest wpływowi stopy procentowej (pozytywny) oraz wzrostowi nominalnego PKB (negatywny), a także wkładowi deficytu pierwotnego. Po uproszczeniu³:

$$d_t - d_{t-1} = p_t + d_{t-1} \left[\frac{i_t - y_t}{1 + y_t} \right] \quad (1)$$

Równanie (1) pokazuje, że zmiana relacji długu do PKB jest sumą pierwotnego deficytu fiskalnego i tzw. efektu kuli śnieżnej (ang. *snowball effect*), który wyraża łączny wpływ oprocentowania rządowych papierów skarbowych i tempa wzrostu nominalnego PKB na relację długu do PKB. Utrzymanie stałej relacji długu do PKB wymaga, aby lewa strona równania (1) była równa zero. Warunkiem ustabilizowania wskaźnika długu do PKB na określonym poziomie jest zapewnienie, że:

$$-p_t = d_{t-1} \left[\frac{i_t - y_t}{1 + y_t} \right] \quad (2)$$

Równanie (2) wskazuje, że warunek stabilności relacji długu do PKB wymaga, aby relacja deficytu pierwotnego do PKB odpowiadała efektowi kuli śnieżnej. Rzeczywiście, dług publiczny nie rośnie, jeśli deficyt pierwotny jest kompensowany przez nadwyżkę wzrostu nominalnego PKB powyżej średniego nominalnego oprocentowania zadłużenia. Na przykład w Europie w latach 2001-2016 wzrost nominalnego PKB hamował narastanie długu publicznego, zmniejszając relację długu do PKB przeciętnie o 1.8 p.p. rocznie (rys. 4).



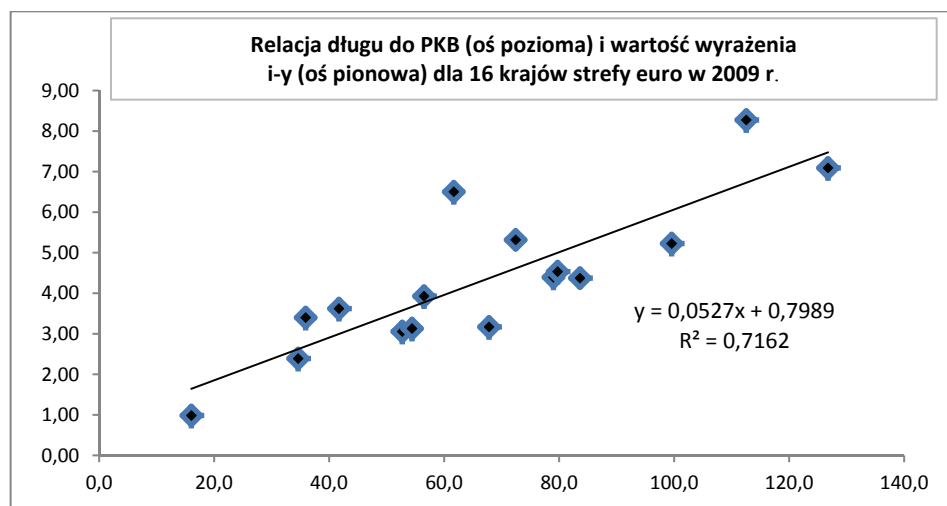
Rys. 4. Wpływ nominalnego PKB na zmianę relacji długu do PKB w Europie w latach 2001-2016 (% PKB)

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

³ Założono, że wpływ czynników związanych ze zmianami wyceny długu (ang. *stock-flow adjustment*) równy jest zero w tym równaniu.

Wynika stąd, że wskaźnik zadłużenia będzie rósł w nieskończoność, jeśli nominalna stopa procentowa przewyższać będzie tempo wzrostu nominalnego PKB, chyba że budżet zanotuje wystarczającą nadwyżkę pierwotną w celu zrekomensowania dodatniego wyrażenia ($i_t - y_t$). Zdarza się bardzo często, że aby zatrzymać proces narastania długu, nie tylko musi zostać osiągnięte zrównoważone saldo pierwotne, ale właśnie odpowiednia nadwyżka pierwotna. Taka sytuacja występuje nadal w wielu krajach europejskich.

Kluczowe znaczenie dla dynamiki długu ma znak wyrażenia ($i_t - y_t$). Na rysunku 5 pokazano związek między poziomem długu publicznego a wielkością wyrażenia ($i_t - y_t$) dla 16 krajów strefy euro⁴ w 2009 r., w którym nastąpił największy roczny przyrost zadłużenia od momentu wybuchu globalnego kryzysu finansowego.



Rys. 5. Relacja długu do PKB (oś pozioma) i wartość wyrażenia i-y (oś pionowa) dla 16 krajów strefy euro w 2009 r.

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

Z danych wynika, że pomiędzy analizowanymi zmiennymi istnieje silna, statystycznie istotna zależność dodatnia: wzrostowi relacji długu do PKB o 10 p.p. towarzyszył wzrost wyrażenia ($i_t - y_t$) średnio o 0,5. Przebieg kryzysu w kolejnych latach potwierdził jednak, że badana relacja przybrała postać nieliniową:

⁴ Analiza celowo została ograniczona do krajów strefy euro, aby wyeliminować wpływ takich czynników jak autonomiczna polityka monetarna i polityka kursowa na wielkość wyrażenia ($i_t - y_t$).

wzrostowi relacji długu do PKB towarzyszył ponadproporcjonalny przyrost wyrażenia $(i_t - y_t)$ [Rosati, 2013].

3. Stabilność długu publicznego w Europie

Zgodnie z równaniem (2), aby ustabilizować relację długu do PKB na określonym poziomie, wartość salda pierwotnego musi być równa jego prawej stronie. Przy wysokiej i dodatniej wartości wyrażenia $(i_t - y_t)$ ustabilizowanie relacji długu do PKB wymaga osiągnięcia nie tylko zrównoważonego salda pierwotnego, ale także dostatecznie wysokiej nadwyżki pierwotnej. W 2016 r. Europa jako całość wypracowała po raz pierwszy nadwyżkę pierwotną od 2008 r. Dodatkowo saldo pierwotne to wynik przeprowadzonej konsolidacji fiskalnej w Europie. W tabeli 1 przedstawiono analizę stabilności długu publicznego w Europie, w tym dwa scenariusze wrażliwości, w celu lepszego zilustrowania zmian w zakresie wymaganego poziomu salda pierwotnego, po osiągnięciu którego dług zaczyna spadać zgodnie z równaniem (2).

Tabela 1. Analiza stabilności długu publicznego w Europie

Wyszczególnienie	Fiskalne saldo pierwotne (% PKB)		Poziom salda pierwotnego, po osiągnięciu którego relacja długu publicznego do PKB zaczyna się obniżać (% PKB)	
	2009	Prognoza 2017*	Scenariusz 1**	Scenariusz 2***
Unia Europejska	-4,1	0,4	-0,3	-3,6
Strefa euro	-3,5	0,6	-0,1	-3,6

Nota: Poziomy dług i długoterminowych stóp procentowych dotyczą 2016 r.

* Zgodnie z prognozą Komisji Europejskiej [2017, s. 164].

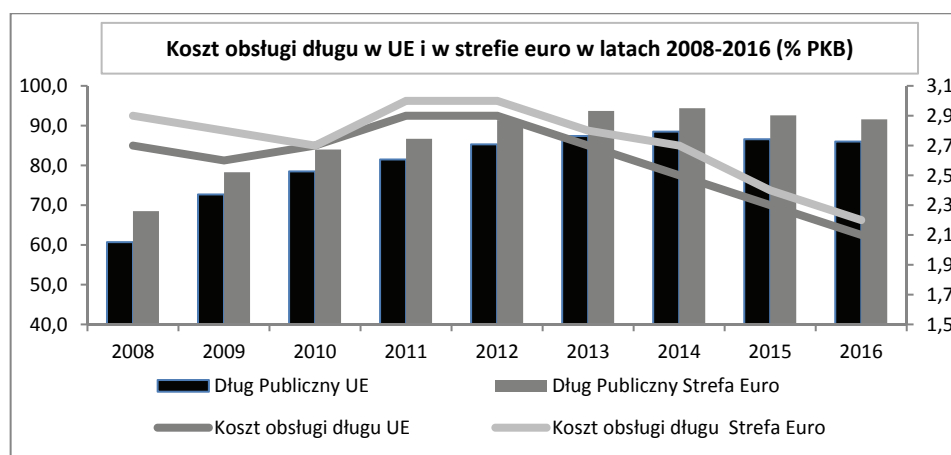
** Scenariusz 1 zakłada niższą dynamikę inflacji i realnego PKB o 1 p.p. w porównaniu z prognozą Komisji Europejskiej.

*** Scenariusz 2 zakłada wyższą dynamikę inflacji i realnego PKB o 1 p.p. w porównaniu z prognozą Komisji Europejskiej.

Źródło: na podstawie danych AMECO Database oraz Komisja Europejska [2017].

W scenariuszu pierwszym wartość salda pierwotnego, po przekroczeniu którego dług zaczyna się obniżać, pozwala na utrzymywanie niewielkiego deficytu pierwotnego. Z kolei w drugim scenariuszu wartość salda pierwotnego, po przekroczeniu którego dług zaczyna się obniżać, spada znacznie bardziej, pozostawiając nawet sporą przestrzeń do poluzowania polityki fiskalnej. Powyższa analiza prowadzi do wniosku, że w krótkiej perspektywie relacja długu do PKB w Europie znalazła się w trendzie spadkowym. Analiza przedstawiona w tab. 1 potwierdza równocześnie, że znak i wartość salda pierwotnego zgodnego z równaniem (2) są bardzo wrażliwe na znak i wartości wyrażenia $(i_t - y_t)$.

Ponadto ostatnie lata wskazują, że silny wpływ na kształtowanie się znaku i wartości wyrażenia ($i_t - y_t$) ma ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez Europejski Bank Centralny. Obecnie poziom oprocentowania długoterminowych obligacji rządowych (i_t) jest znacznie niższy niż przed wybuchem kryzysu, a w przypadku krajów o szczególnym ryzyku niewypłacalności – kilkakrotnie niższy, niż ich maksymalne poziomy zanotowane w trakcie jego trwania. Istotnie należy zaobserwować, że mimo skokowego wzrostu relacji długu do PKB w latach 2008-2014 koszt obsługi długu w relacji do PKB spadł zarówno w UE, jak i w strefie euro o 0,2 p.p. (rys. 6).



Nota: prawa oś odpowiada kosztowi obsługi długu do PKB.

Rys. 6. Koszt obsługi długu w UE i strefie euro w latach 2008-2016 (% PKB)

Źródło: na podstawie danych AMECO Database.

Niskie oprocentowanie długu powoduje, że nawet najbardziej zadłużone kraje mogą sobie pozwolić na obsługę zadłużenia. Również ten czynnik umożliwił takim krajom jak Irlandia i Portugalia wyjście z programów pomocy finansowej. Równocześnie jednak polityka pieniężna EBC osłabiła determinację niektórych krajów do przeprowadzenia koniecznych reform strukturalnych (np. we Włoszech).

Jeżeli stopy procentowe wzrosną do poziomów przekraczających możliwe stopy wzrostu PKB dla krajów najbardziej zadłużonych, wówczas dług zacznie „zjadać” stale rosnącą część PKB – proces, który trwać nie może [Lutkowski, 2013, s. 44].

4. Obniżanie długu w Europie w świetle wyzwań związanych ze starzeniem się populacji europejskiej

W średniej i dłuższej perspektywie wyzwania związane ze zmniejszeniem skali zadłużenia w UE, potęgowane będą przez niekorzystne trendy demograficzne, które wynikają przede wszystkim z niskich wskaźników dzietności, wzrostu oczekiwanej długości trwania życia i przechodzenia na emeryturę pokolenia wyżu demograficznego. Starzenie się ludności ma zarówno bezpośredni (wzrost wydatków publicznych związanych ze starzeniem się ludności) i pośredni (spadek potencjalnego PKB w wyniku obniżenia podaży pracy) wpływ na finanse publiczne. Starzenie się społeczeństwa powoduje zwiększenie wydatków publicznych na transfery i usługi związane z tym procesem. Prognozy Komisji Europejskiej (tab. 2) zawierają cztery kategorie wydatkowe związane ze starzeniem się ludności: wydatki na publiczne systemy emerytalne (zależą od liczby emerytów i średniej długości trwania życia na emeryturze), wydatki na ochronę zdrowia (zależą od sposobu, w jaki sektor zdrowia jest organizowany i podziału kosztów między sektorem publicznym, pacjentami i sektorem prywatnym), wydatki na opiekę długoterminową (zależą od „jakości” starzenia oraz wsparcia ze strony rządu), wydatki na edukację (spadają wraz ze starzeniem się społeczeństwa – zmniejszanie się udziału młodych osób w populacji ogółem).

Tabela 2. Prognozowane wydatki związane ze starzeniem się społeczeństwa w Europie w latach 2013-2060 (w % PKB)

Prognozowane wydatki związane ze starzeniem się społeczeństwa dla UE, 2013-2060, w % PKB											
Emerytury i renty			Ochrona zdrowia			Opieka długoterminowa			Edukacja		
Poziom	Zmiana		Poziom	Zmiana		Poziom	Zmiana		Poziom	Zmiana	
2013	2013-2040	2013-2060	2013	2013-2040	2013-2060	2013	2013-2040	2013-2060	2013	2013-2040	2013-2060
11.3	0.4	-0.2	6.9	0.8	0.9	1.8	0.7	1.1	4.7	-0.2	0.0

Źródło: Komisja Europejska [2015, s. 9].

Podsumowując, nieuchronny wzrost wydatków związanych z postępującym procesem starzenia się społeczeństwa europejskiego, oprócz konieczności kontynuacji tradycyjnej konsolidacji fiskalnej, wymagać będzie podjęcia wiarygodnych reform systemowych w zakresie systemu emerytalnego, ochrony zdrowia i opieki długoterminowej.

Podsumowanie

W latach 2008-2014 relacja długu publicznego do PKB wzrosła w Europie aż o 28 p.p. W wyniku przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej oraz przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a także prowadzonej przez Europejski Bank Centralny ekspansywnej i niekonwencjonalnej polityki monetarnej, udało się wypracować nadwyżkę pierwotną w finansach publicznych oraz odwrócić trend dalszego narastania zadłużenia. Przyjęcie zaś zreformowanego paktu stabilności i wzrostu wraz z traktatem fiskalnym będzie trwale wspierać ten proces. Przeprowadzona analiza stabilności długu publicznego pozwala sądzić, że w krótkim okresie proces wyrastania z długu przez Europę nabierze trwałego charakteru.

Proces wyrastania z długu w średnim i długim okresie stanie się jednak sporym wyzwaniem dla gospodarek europejskich. Po pierwsze, konieczność odwrótu od ekspansywnej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego utrudni proces wyrastania z długu przez Europę. Jeżeli stopy procentowe zaczną rosnać, a polityka monetarna ECB będzie normalizowana, dla niektórych krajów strefy euro oznaczać to może ponowne trudności z obsługą zadłużenia. Po drugie, wyzwania związane ze zmniejszaniem skali zadłużenia w UE potęgowane będą przez niekorzystne trendy demograficzne. Oprócz konieczności kontynuacji tradycyjnej konsolidacji fiskalnej, wymagać to będzie podjęcia wiarygodnych reform systemowych w zakresie systemu emerytalnego i ochrony zdrowia.

Literatura

- Dyrektywa Rady Europy 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich (Dz.Urz. Unii Europejskiej L306/41).
- Escolano J. (2010), *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*, International Monetary Fund, Washington.
- Komisja Europejska (2015), *The 2015 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU-28 Member States (2013-2060)*, "European Economy", No. 3.
- Komisja Europejska (2017), *European Economic Forecast, Winter 2017*, Institutional Paper, No. 048.
- Lutkowski K. (2013), *Rozpad strefy euro – ponura wizja czy realna możliwość?* [w:] L. Oręziak, D. Rosati (red.), *Kryzys finansów publicznych. Przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, Oficyna Wydawnicza Uczelnia Łazarskiego, Warszawa.
- Mauro P., Romeu R., Binder A., Zaman A. (2013), *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy*, IMF Working Paper, No. 13/5.

-
- Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. (2012), *Debt Overhangs: Past and Present*, NBER Working Paper Series, No. 18015.
- Reinhart C., Rogoff K. (2009), *The Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Reinhart C., Rogoff K. (2010), *Growth in a Time of Debt*, "American Economic Review", Vol. 100, No. 2, s. 12-15.
- Rosati D. (2013), *Konsolidacja fiskalna a kryzys zadłużenia w strefie euro* [w:] L. Oręziak, D. Rosati (red.), *Kryzys finansów publicznych. Przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, Oficyna Wydawnicza Uczelnia Łazarskiego, Warszawa, s. 22-23.
- Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (Dz.U. 2015, poz. 1258).

GROWING OUT OF DEBT IN EUROPE IN THE SHORT AND LONG TERM

Summary: The outbreak of the financial crisis led to rapid deepening of budget deficits and jumping growth of public debts. As a result of fiscal consolidation and acceleration of economic growth as well as support from the European Central Bank Europe has managed to develop a positive primary balance in public finances and reverse the trend of further debt growth. The main objective of the paper is to demonstrate that the process of growing out of debt in Europe in the short term will become permanent, in the long-term, however, it will encounter significant difficulties connected with the retreat from the loose monetary policies of the ECB and with the process of aging population the old continent is expected to face.

Keywords: public debt, fiscal deficit, fiscal primary balance, fiscal consolidation.