

Warszawa, 11 stycznia 2021

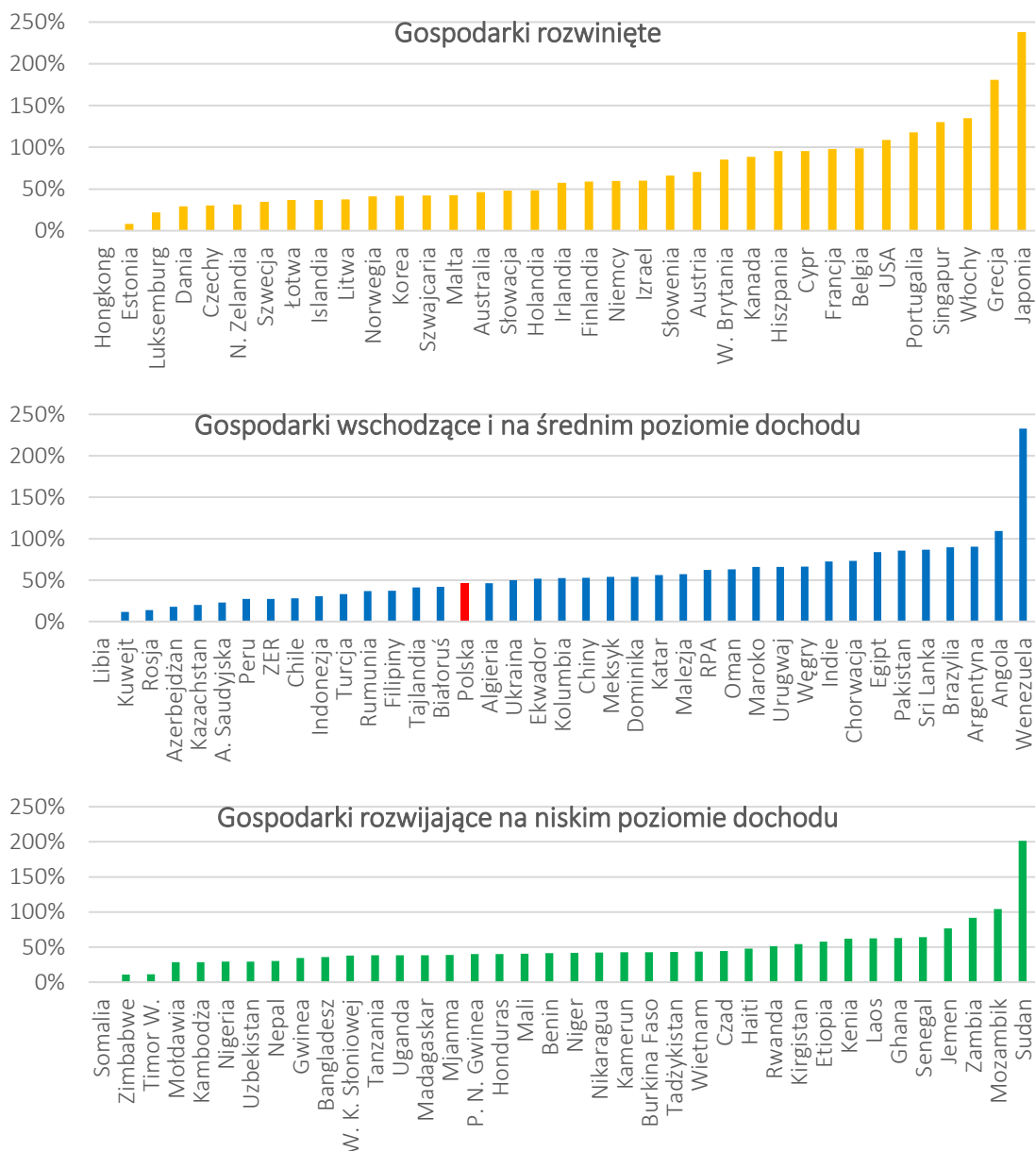
Ekonomiści debatują, a dług rośnie Nietechniczna wersja tekstu

- 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 długu publicznym poniżej 30% PKB rosą 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 – stan wyjściowy

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?

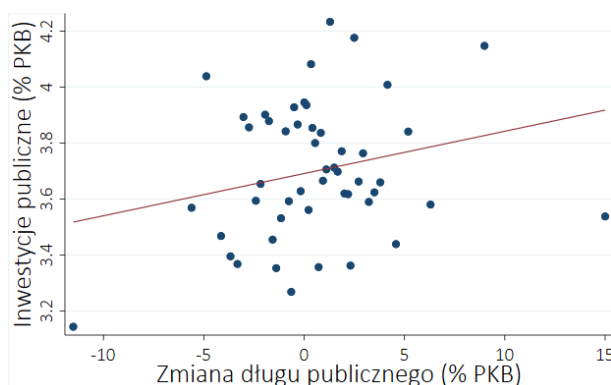
Finansowanie długiem inwestycji publicznych może mieć uzasadnienie, szczególnie jeżeli będą one przynosiły korzyści nie tylko dzisiejszym podatnikom, lecz także następnym pokoleniom. Jednak w rzeczywistości inwestycjom publicznym można przypisać tylko niewielką część zadłużenia. W danych dla 19 rozwiniętych 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

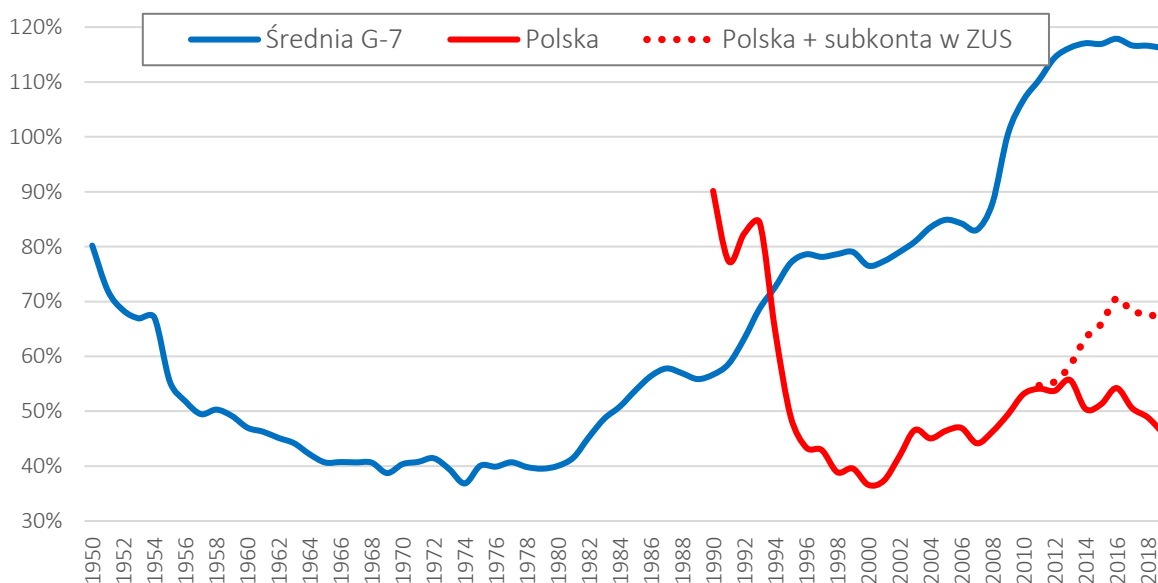
¹ Wzrost długu o 10% PKB jest związany ze wzrostem inwestycji publicznych o zaledwie 0,4% PKB.

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. 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

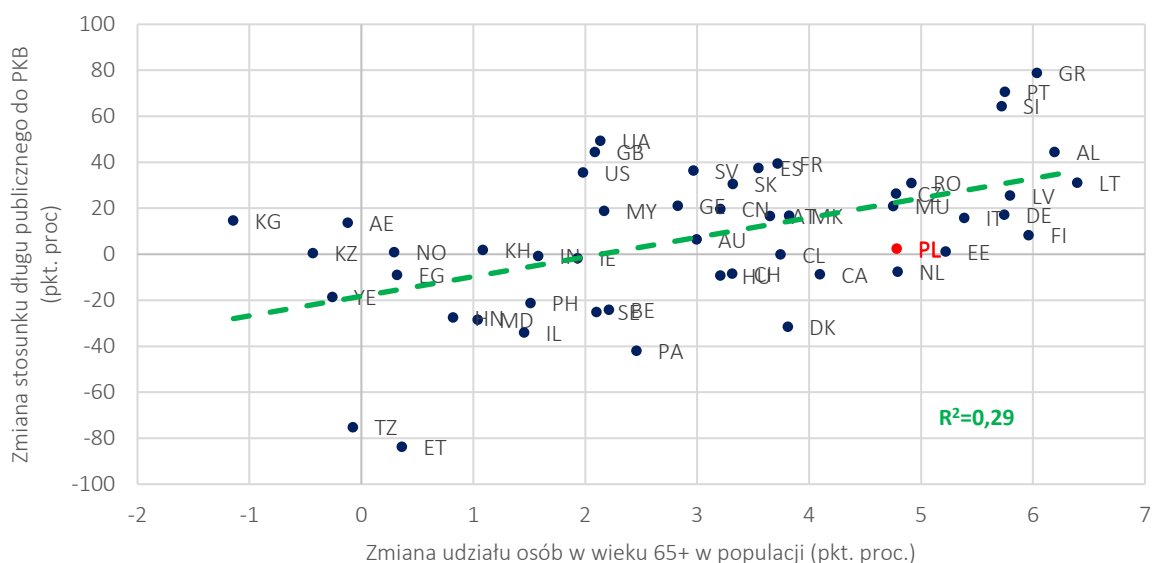


Źródło: Opracowanie własne FOR na podst. danych MFW (Mbaye et al., 2018; WEO Oct. 2020) i ZUS

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

W starzejących społeczeństwach istnieje pokusa finansowania wydatków długiem, który będą obsługiwać słabsze politycznie młodsze pokolenia. 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.

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)

Im bardziej rośnie udział osób w wieku 65+ w populacji, tym bardziej rośnie dług publiczny. Zdaniem Yareda (2018) wskazuje to, że zadłużenie jest powodowane rosnącą siłą polityczną starych względem młodych, a nie długookresowym interesem społeczeństwa. Na wykresie 3 pokazuję dane przekrojowe 51 krajów świata. Oszacowana linia regresji wskazuje, że wzrost udziału osób w wieku 65+ w populacji o 10 pkt. proc. związany jest z przyrostem długu publicznego o 85,3% PKB. Dla pewności sprawdziłem również na próbie 113 krajów sam dług rządu centralnego, dla którego dane są lepiej dostępne. Wcześniejsze wyniki potwierdziły się.

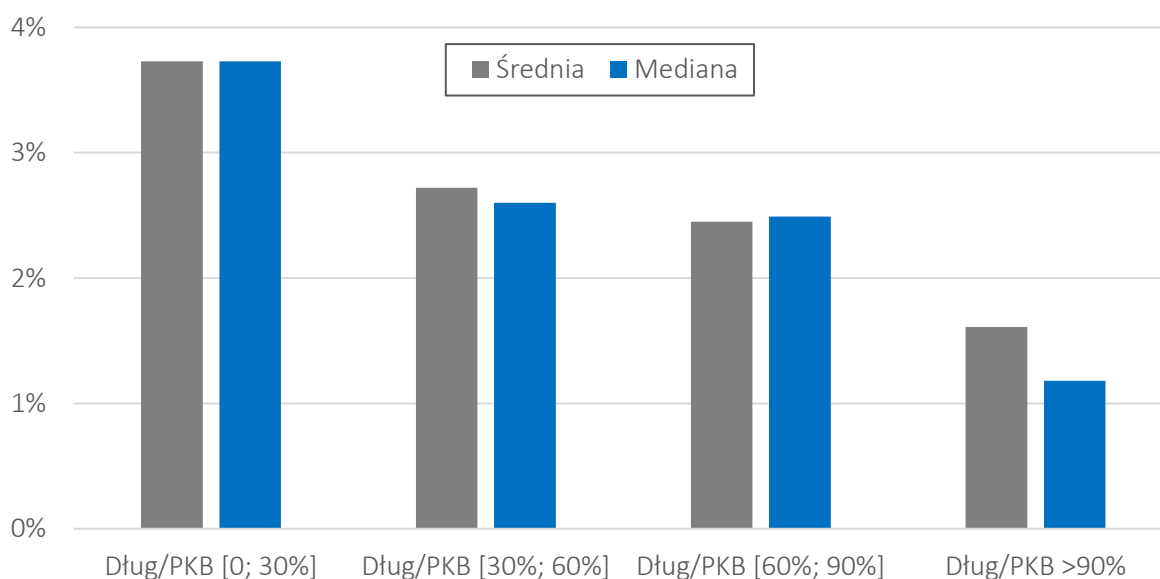
3. Dług publiczny a wzrost gospodarczy

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 Zeaitera (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 4. 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, Portugalia, 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, Ghosh, Panizza i Presbitero (2019) na podstawie Global Debt Dataset (Mbaye et al., 2018) i World Economic Outlook.

4. Dług publiczny a ryzyko fiskalne

Od czasu globalnego kryzysu finansowego sprzed dekady na świecie utrzymują się bardzo niskie stopy procentowe, które ułatwiają rządów obsługę zadłużenia publicznego. 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, wzrostu popytu sektora prywatnego na bezpieczne aktywa albo działania innych czynników.

Historycznie stopy procentowe potrafiły niespodziewanie rosnać, co prowadziło do problemów fiskalnych. Kiedy stopy wzrosły w trakcie globalnego kryzysu finansowego sprzed dekady, Węgry popadły w problemy fiskalne przy podobnym do spodziewanego w Polsce poziomie zadłużenia ok. 65% PKB. Kraj uniknął niewypłacalności dzięki pożyczce z MFW, ale załamanie silnie przełożyło się na trwały spadek PKB do poziomu Polski (dla porównania: w latach 2001–2008 skorygowany poziom cen dochód na mieszkańca był na Węgrzech przeciętnie o 17% wyższy niż w Polsce).

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. Wierzyciele 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.

Im wyższy dług publiczny, tym większe ryzyko niekorzystnych wahań stóp procentowych. Kiedy dług publiczny jest wysoki, nawet niewielkie wahania stóp procentowych i stóp wzrostu gospodarczego mogą prowadzić do znaczących kosztów. Co więcej, Lian, Presbitero i Wiriadinata (2020) pokazują, że wyższy dług publiczny zwiększa ryzyko wzrostu stóp procentowych długu publicznego powyżej stopy wzrostu gospodarki, co utrudnia stabilizację zadłużenia. Im wyższy początkowy poziom długu, tym większe ryzyko bardziej niekorzystnej różnicy pomiędzy stopą procentową i stopą wzrostu gospodarki.

Korzystne relacje stóp procentowych i stóp wzrostu gospodarczego mogą niespodziewanie odwrócić się, nawet jeśli wcześniej trwały przez długi czas. Mauro i Zhou (2020) pokazują, że te relacje przed niewypłacalnością są nie gorsze niż w normalnych czasach. Do niewypłacalności dochodzi zwykle w sytuacji, w której krańcowe stopy procentowe rosną w momencie, gdy konieczne jest zrolowanie znacznego długu. Autorzy przestrzegają, że korzystne warunki dzisiaj nie oznaczają, że możemy spać spokojnie.

Niewypłacalność państwa wobec inwestorów zagranicznych przekłada się na całą gospodarkę. Sektor prywatny traci dostęp do zagranicznych rynków kapitałowych i załamuje się wymiana handlowa z zagranicą, a koszty obsługi długu publicznego rosną skokowo. Efektem jest spadek 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.

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 doświadczaliśmy najwięcej epizodów hiperinflacji na świecie, aż czterech – w 1923, 1940, 1944 i 1989 roku (Hanke, Krus i Gawlik, 2020).

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

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.

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.

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.

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.

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.

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

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

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.

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.

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>

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.

KONTAKT DO AUTORA



Rafał Trzeciakowski

Ekonomista

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

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A · 02-628 Warszawa · tel. +48 22 628 85 11, +48 726 621 240

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

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