

"Problem" ničelnih obrestnih mer: Kako bomo odplačali javni dolg?

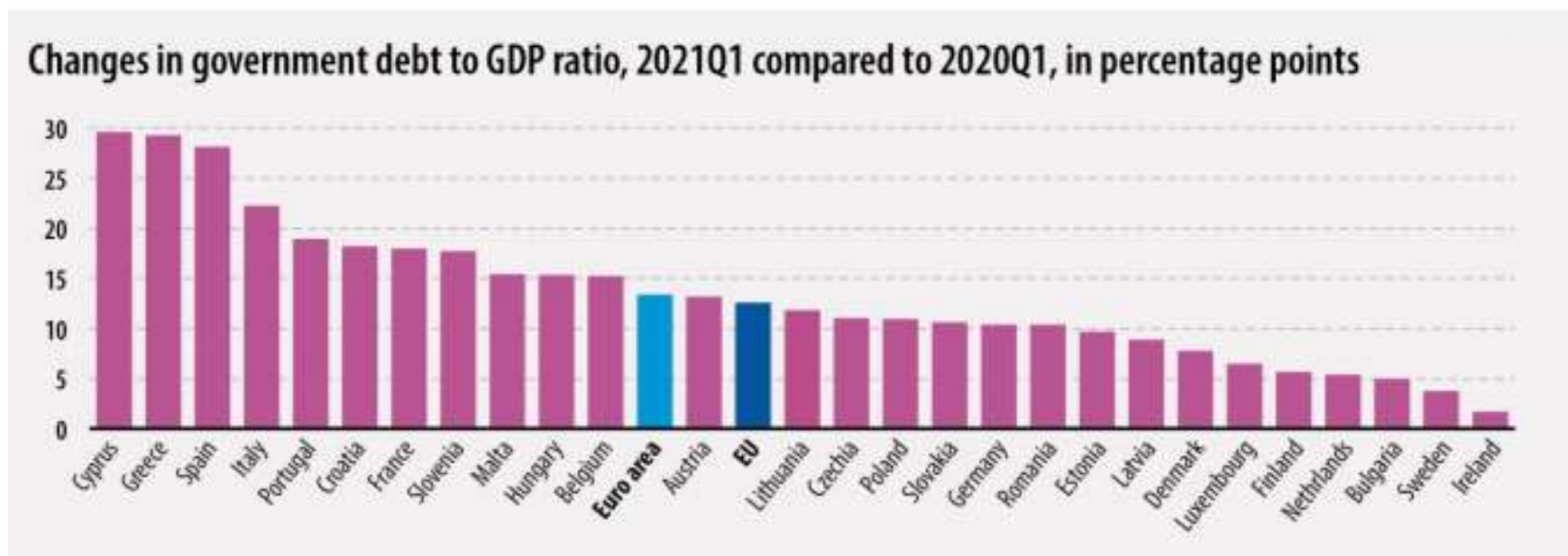
Jože P. Damijan

Ekonomska fakulteta, Ljubljana
Grant Thornton Advisory

Portorož, 9-10 September 2021



Povečanje javnega dolga Q1-2021 / Q1-2020 (pp)



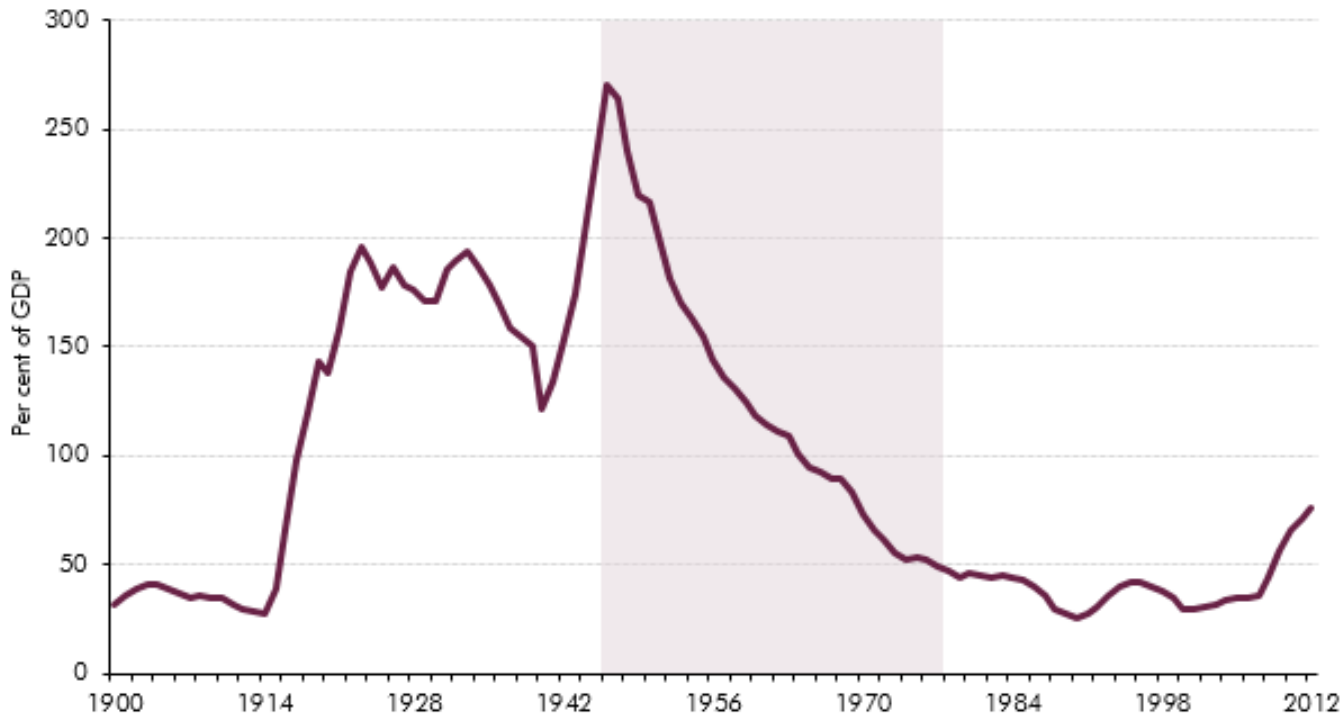
- Enormno povečanje javnega dolga v času korona krize
 - v povprečju EA za +13% BDP
 - v Sloveniji za za +17% BDP
- Javni dolg/BDP Q1-2021:
 - IT (160 %), PT (137 %), CY (126 %), ES (125 %), BL (119 %), FR (118 %)

Drastično povečanje javnega dolga

- Je to problem ?
- Odvisno od gledišča
- Popularno gledišče:
 - Vsak dolg je treba vrniti: dvig davkov !
 - Visok dolg je slab: znižuje gospodarsko rast !
 - Visok dolg vodi k visoki inflaciji: ?? (ker Nemci tako pravijo → Maastricht)
 - Fleksibilnost / fiskalni prostor
 - ...
- Realna nevarnost ali miti ?

1. Vsak dolg je treba vrniti

Zgodovinske lekcije: Znižanje britanskega javnega dolga



Source: IMF, ONS

- V. Britanija je v 30 letih (1946-1976) javni dolg znižala iz 270% na 49% BDP
- Kako?
 - z odplačilom dolga (absolutno znižanje dolga) ?

1. Vsak dolg je treba vrniti

Zgodovinske lekcije: Znižanje britanskega javnega dolga

- Z odplačilom dolga ?
- Ne. Z gospodarsko rastjo

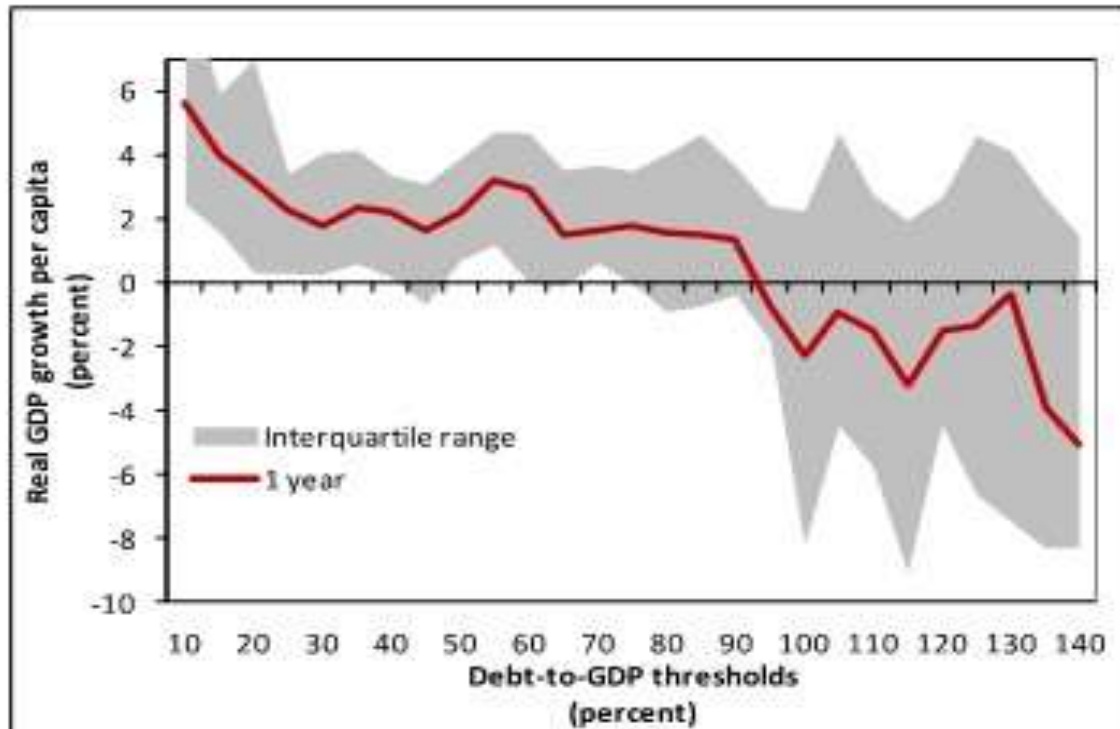
	£ billion, unless otherwise stated	
	1946	1976
Debt	27	64
GDP	10	131
Debt (per cent of GDP)	270	49

Source: ONS and Bank of England and IMF, *Fiscal Monitor*, April 2013

- Povečanje BDP za 1,200%, dolga pa za 137%
- Ključno:
 - Nom. rast BDP (g): 8.8% (2.3% realna rast)
 - Efektivna obrestna mera (r): 3.6%
- Dolg/BDP bi upadal tudi ob deficitu (!), dokler je primarni deficit $< 5.2\%$: $(r - g) < 5.2\%$!

2. Visok dolg znižuje gospodarsko rast ?

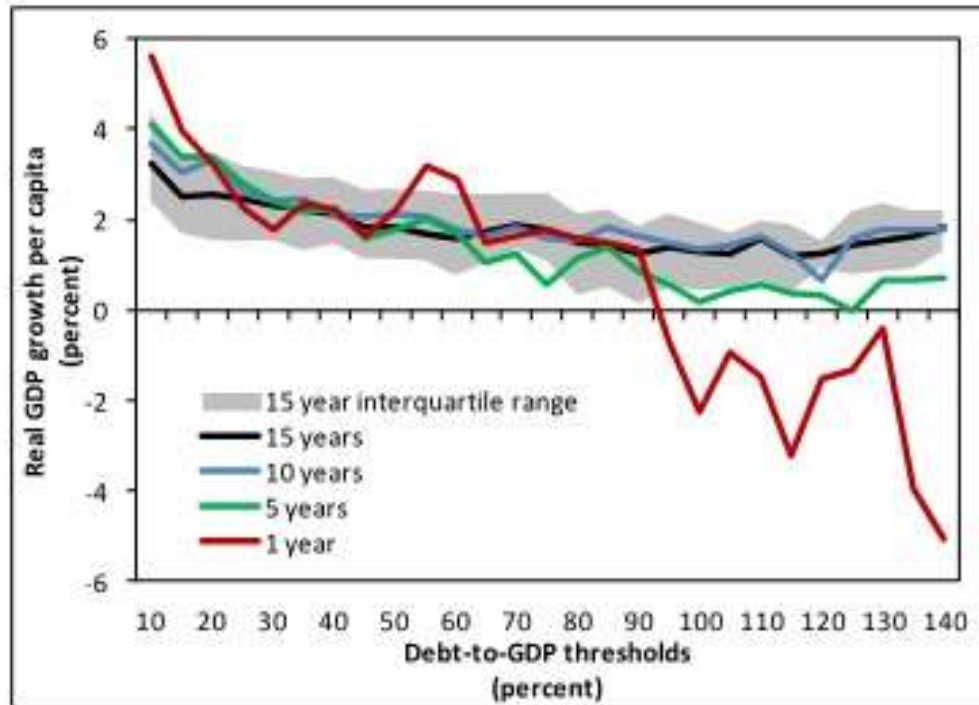
Reinhart & Rogoff (2010): Negativna rast pri dolgu nad 90% BDP



- Gosp. rast v t+1 postane negativna pri $D > 90\%$ BDP
- Vendar velika volatilnost rasti nad $D > 90\%$ BDP

2. Visok dolg znižuje gospodarsko rast ?

Pescatori, Sandri & Simon (IMF, 2014): Ni magične meje dolga

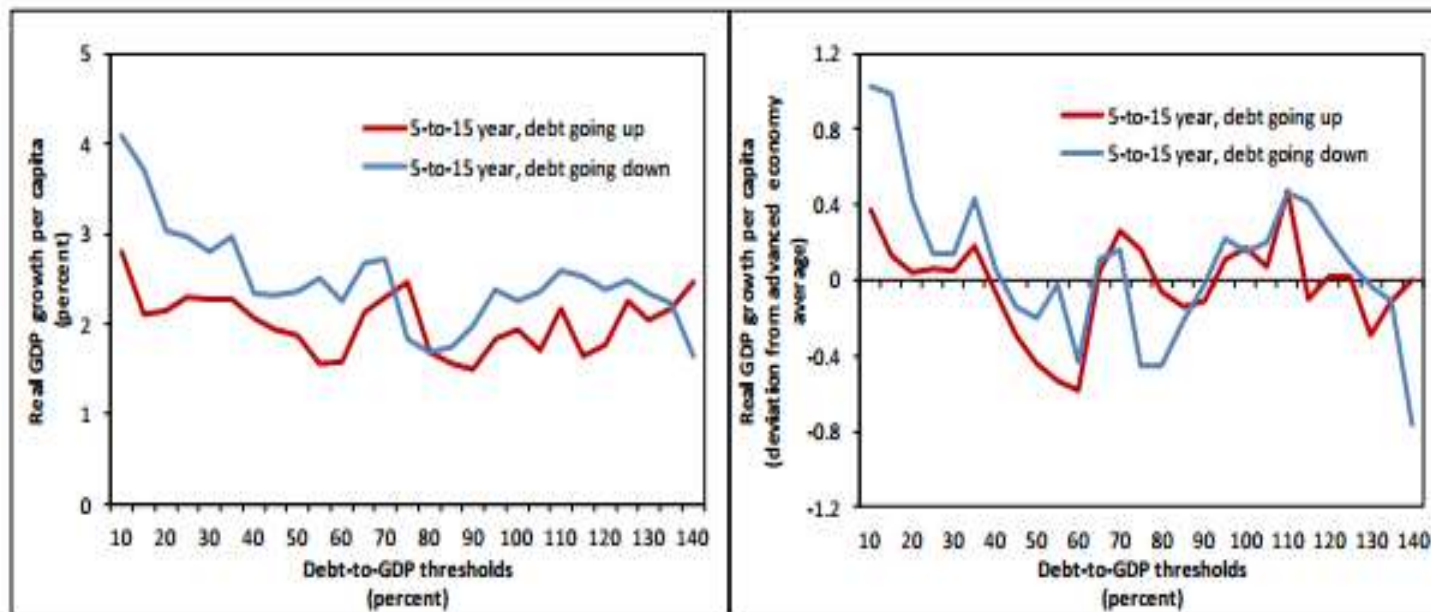


Problem časovnega horizonta

- Napaka je vzeti gosp. rast v $t+1$ (recesija zniža imenovalac pri D/BDP)
- Pri gosp. rasti v času $t > t+5$ ni več značilne povezave med rastjo in dolgom
- Drugi razlogi za nizko rast
 - Konvergenca: zrele zahodne ekonomije imajo nižjo rast in višji dolg

2. Visok dolg znižuje gospodarsko rast ?

Pescatori, Sandri & Simon (IMF, 2014): Ni magične meje dolga



Absolutna rast

Rast relativno glede na povprečje razv. držav

- Če vzamemo gosp. rast, odloženo za 5 let ($t > t + 5$), ni več značilne razlike v rasti med različno zadolženimi državami (ne absolutno in ne relativno)
- Izjema:
 - države z dolgom med 50% in 90% BDP (EU države; konvergenca)
 - Japonska: $D > 140\%$ BDP (sekularna stagnacija)

2. Visok dolg znižuje gospodarsko rast ?

Obratna vzročnost

- Vzročnost je obratna:
- **Nizka rast → višji D/BDP !!!**
- Zato: napaka je v času recesije zniževati deficit (fiskalna konsolidacija)
- Izkušnje držav z evrom (2010-2015):
 - Politike varčevanja (austerity) povzročile W recesijo in povečanje dolga/BDP
 - ...dokler ni Mario Draghi (2015) začel odkupovati državnih obveznic (cenejše zadolževanje / financiranje)

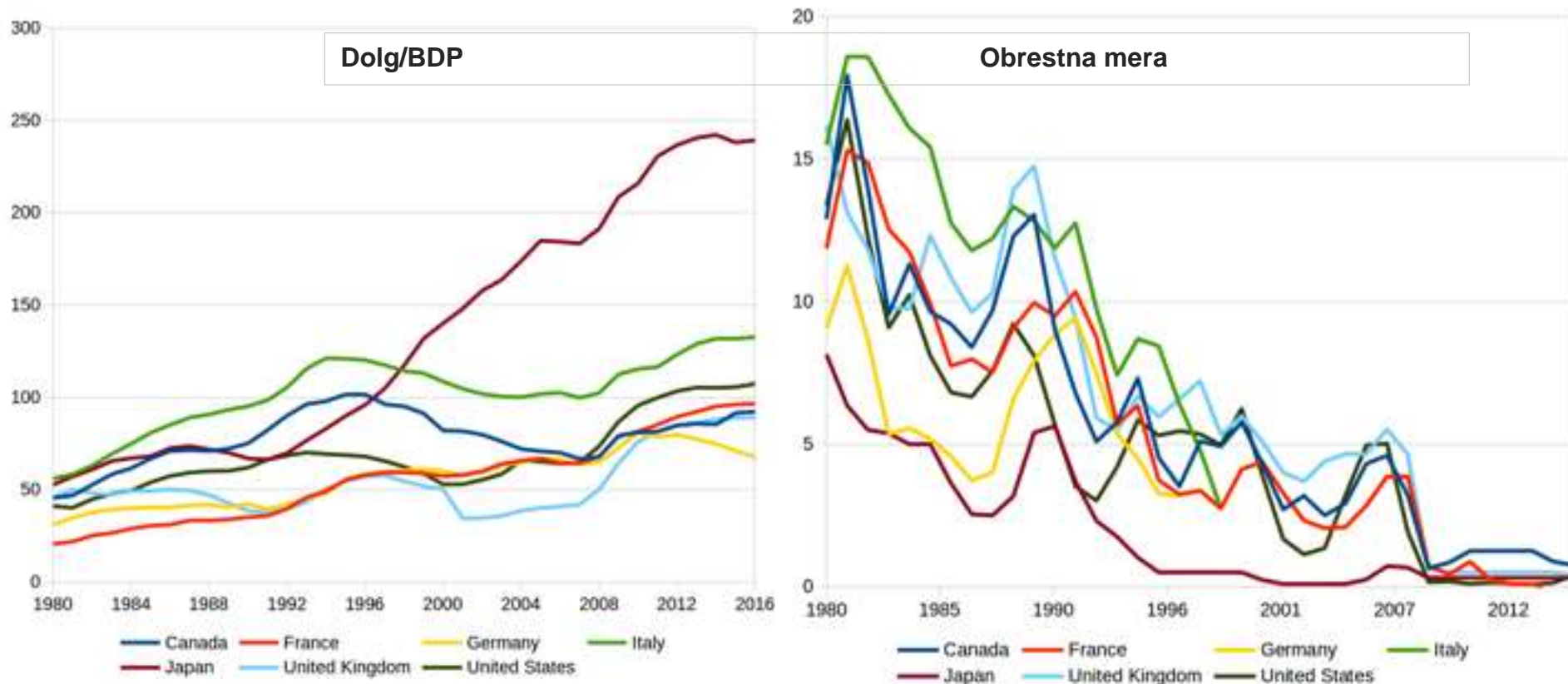
3. Visok dolg vodi k visoki inflaciji ?

Nemška travma: hiperinflacija 1923

- Empirična povezava med dolgom in inflacijo (??)
- Kljub temu, nemška travma s hiperinflacijo vpliva na EU
- “Magični” Maastrichtski kriteriji:
 - 3% deficit: ?? (nemško zlato pravilo)
 - 60% dolg/BDP: ?? (povprečje EU držav v 1991)
- Fiskalno pravilo
 - < 0.5% strukturni deficit: ?? (*ad hoc*, ni ekonomske logike, nevzdržna metodologija)
- Bistvo: nemški strah, da bi Nemčija delila breme dolga ostalih članic EA

Kako bomo odplačali javni dolg?

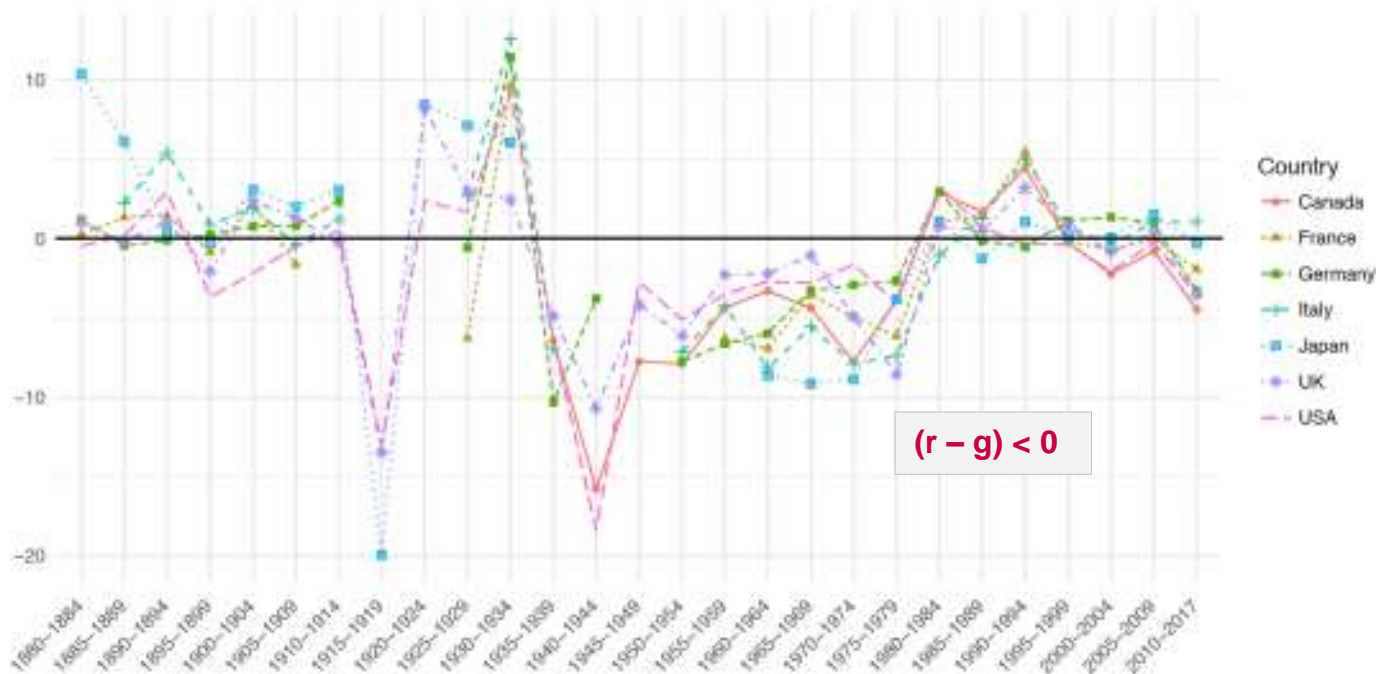
Odgovor: $g > r$



- Obrestne mere v razvitih državah trendno upadajo (sekularni trend)
 - Izjema: obdobja povišane inflacije (CB v času pregrevanja gospodarstva dvignejo r)
- Stroški servisiranja (višjega) dolga enaki ali nižji kot pred 10 leti

Kako bomo odplačali javni dolg?

Odgovor: $g > r$



- [Barrett \(IMF, 2018\)](#)
 - Interest-Growth Differentials and Debt Limits in Advanced Economies

Figure 4: Five-year average annualized interest-growth differentials for a sample of advanced economies: 1960-2016

- Dokler: (1) $g > r$ in (2) primarni deficit $< (g - r)$, je javni dolg vzdržen
- 1880-2016: v več kot 60% let je bil $g > r$
- Izjema: 1980-2000 (visok r , nizek g)

Kako bomo odplačali javni dolg?

Odgovor: $g > r$

Figure 2: Distribution of Interest-Growth Differentials

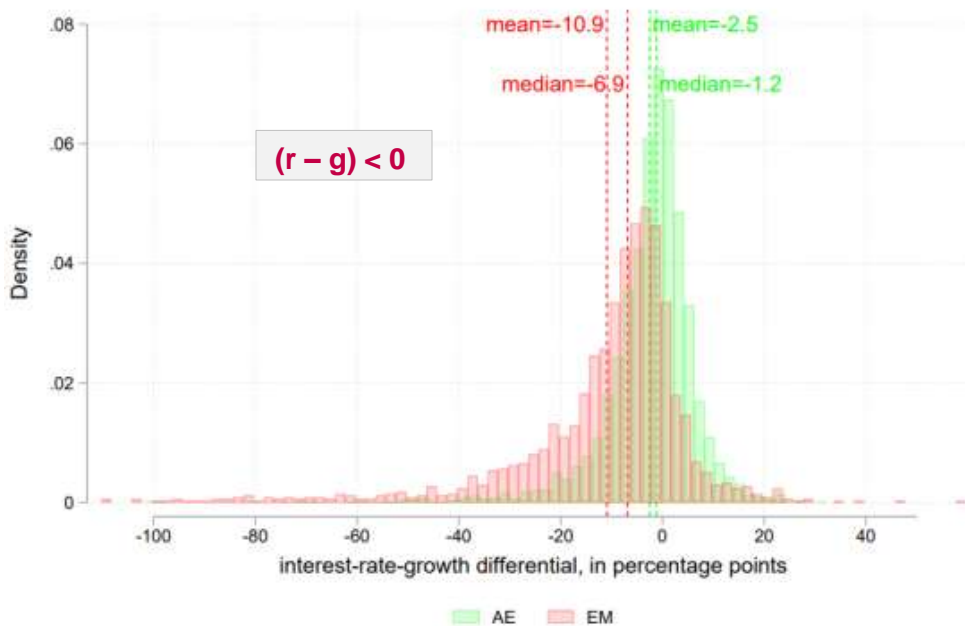
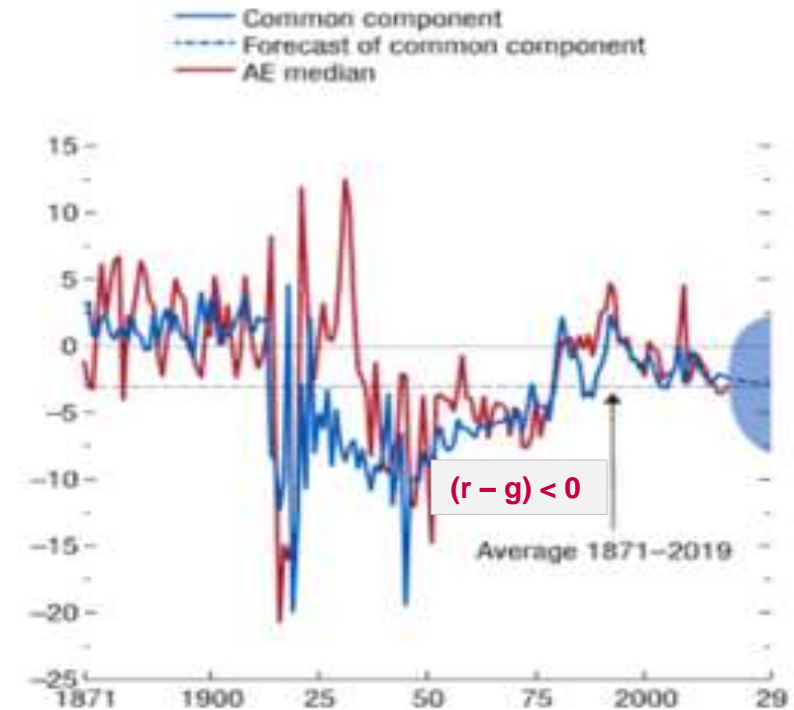


Figure 2.2.1. Common Component of Interest Rate–Growth Differentials (Percentage points)



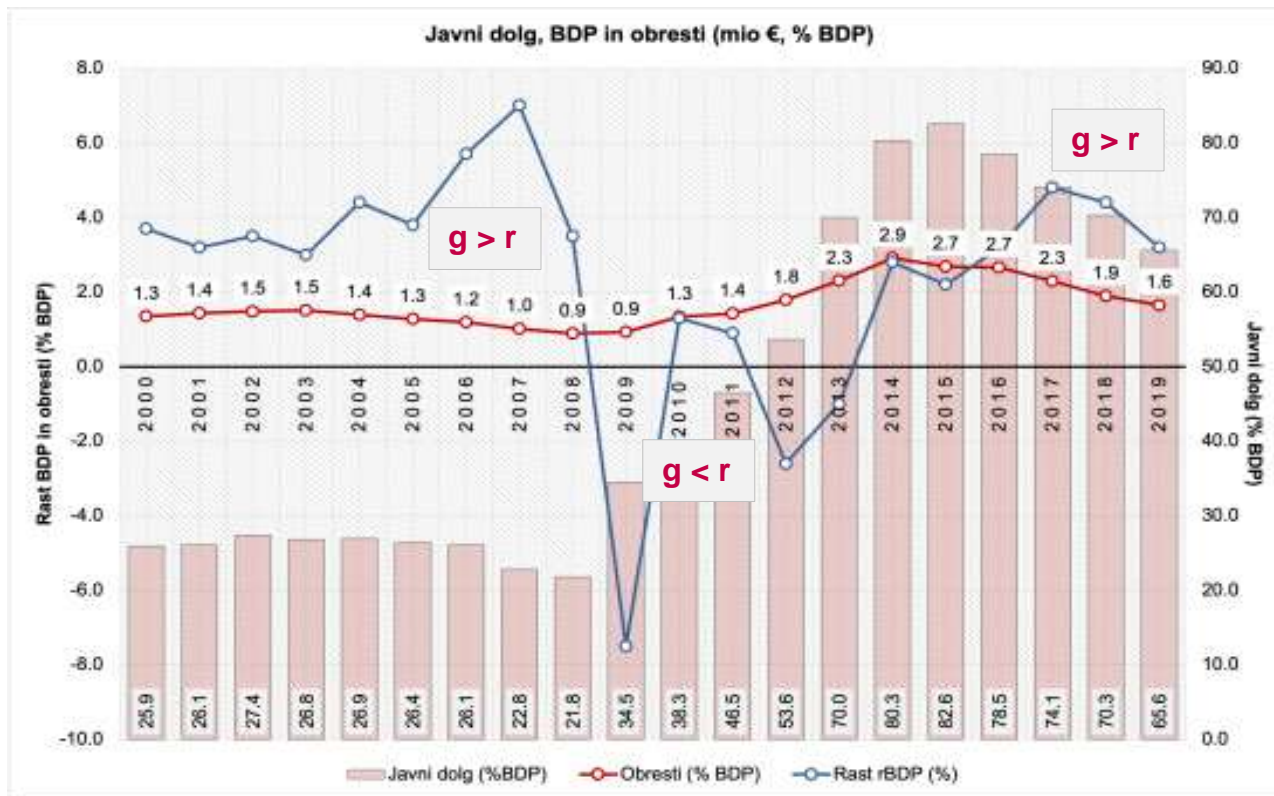
- [Mauro & Zhou](#) (IMF, 2019)
 - $r - g < 0$: Can We Sleep More Soundly?

– Za večino (od 55) držav v zadnjih 200 letih je bil $g > r$

- IMF (WEO, 2020)
 - Napoved nadaljevanja padajočega trenda $(r - g) < 0$ ($= g > r$)

Kako bomo odplačali javni dolg?

Odgovor: $g > r$



- **Slovenija, 2000-2019**

- realna rast
- efektivna obr. mera

- po 2000 Slovenija nikoli ni znižala absolutne ravni zadolženosti, kljub temu je do 2008 znižala $D/BDP < 22\%$, in po 2015 spet
- Zniževanje D/BDP vedno, ko $g > r$ (in obratno)

Kako bomo odplačali javni dolg?

- Je to sploh problem ?
 - (Večinoma) Ne.
- Država \neq gospodinjstvo: dolg je treba odplačati v aktivni življenjski dobi
- Država = podjetje: dolg se refinancira in vzdržno povečuje z outputom

- Dolg je problem, ko:
 - Usahne denarni tok ($g < r$)
 - Zadolževanje v tuji valuti
 - Kdo drži dolg: tuji ali domači vlagatelji; zasebni ali javni vlagatelji (centralna banka, državni pokojninski skladi)

- Re-nacionalizacija držanja javnega dolga po 2010 (IT: 1/3 \rightarrow 2/3)
- ECB drži 30-40% dolga EA držav

Kako bomo odplačali javni dolg?

- Dolg je vzdržen, dokler:
 1. $r > g$: Zagotovljen “denarni tok” za servisiranje dolga
 2. Zagotovljeno refinanciranje (stabilnost, vloga ECB)
 3. Razumen regulatorni fiskalni okvir (fiskalno pravilo)
- Dva realna problema:
 1. **Prenehanje suspenza** in povratek starega fiskalnega okvirja EU
 - 2022-2023 (iskanje političnega konsenza)
 - Stališče nemškega kanclerja (Scholz: 2023 povratek k dolžniški zavori)
 2. **Sekularna stagnacija** (japonski scenarij: trendno zniževanje gosp. rasti)
 - Pozitivno: podnebne spremembe → priložnosti zelene in digitalne transformacije za rast; zagotovljena javna sredstva (NOO, zelene obveznice CB)

Kako bomo odplačali javni dolg?

- **Ključno:**

1. **Kaj bomo s povečanim dolgom naredili** (naložbe v bodočo rast)
 2. **Politično soglasje EU za razumni fiskalni okvir**
 - Podprt z objektivno makroekonomsko logiko
 3. **Usklajenost** monetarne in fiskalne politike
- Kaj nam zagotavlja razumnost politik po 2021 ??
 - Izkušnje držav z evrom (2010-2015)
 - Enoglasen odziv EU držav, Evropske komisije in ECB na Covid epidemijo

Hvala za pozornost !