

Valstybės skolos “problema” ir kitos palūkanų lygio teorijos

(ižvalgos iš neortodoksinės
ekonominės minties)

R.K.

2013 m. rugpjūtis

Kam valstybės skola yra problema priklauso nuo monetarinės sistemos

- Ekonominės sistemos:
 - **nemonetarinės** (“klasikai”, a la David Ricardo, mėgo nagrinėti, pavyzdžiui, “grūdų” ekonomiką, kur grūdai yra ir prekė, ir pinigai (*numeraire*) – **prekinių pinigų** (commodity money) sistema;
 - **monetarinės** (kur pinigai paprastai yra **dekretiniai** (fiat money) – jie neturi vertės patys savaime (intrinsic value)).

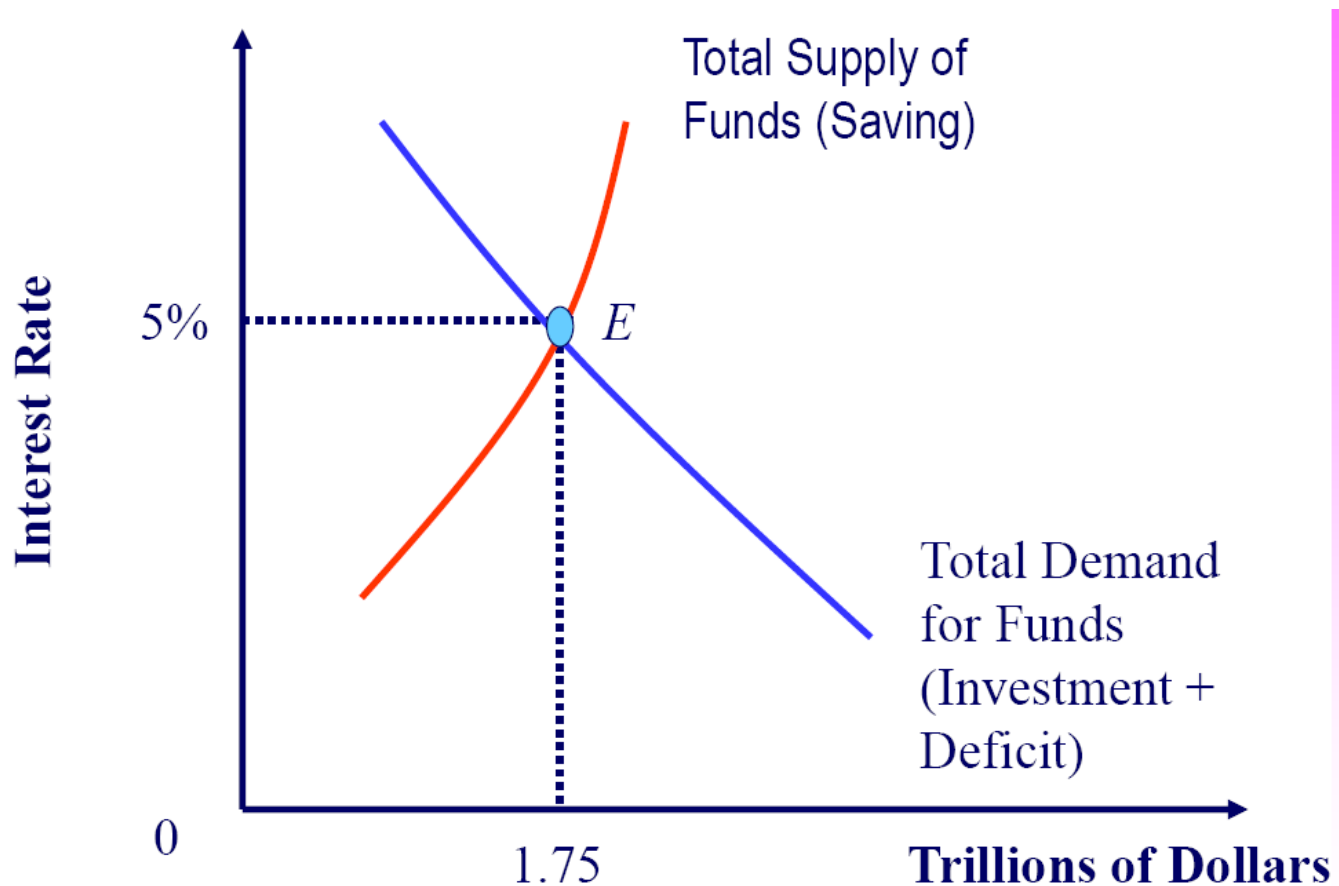
Klasifikuojam toliau monetarines...

- Monetarinės ekonominės sistemos:
 - **suverenios** (JAV, UK, Japonija...)
 - šalis turi savo **nacionalinę valiutą**
 - nacionalinės valiutos **kursas laisvai plaukioja**
 - nacionalinė valiuta yra **nekonvertuojama**
 - **iždas ir CB veikia kartu**, siekdami maksimalios visuomenės gerovės;
 - **pusiau suverenios** (LT):
 - valiutos **kursas yra fiksuotas** (litas yra **konvertuojamas** į bazinę valiutą eurą);
 - **nesuverenios** (euro zonos šalys)
 - EZ valstybės **skolinasi užsienio valiuta** – eurais, **ECB** – visų ir **niekieno**.

Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: nemonetarinė

- Nemonetarinės (grūdų, bulvių) sistemos:
 - **palūkanų lygis** nusistato pagal klasikinę **skolintinių lėšų (loanable funds) teoriją**
 - **pusiausvyros** palūkanų lygis r sulygina $S = I$
 - noras **taupyti** (bulvių nesuvalgymas ir palikimas sėklai) priklauso nuo žmonių **nekantrumo laipsnio** (impatience, time preference)
 - **noras investuoti** (nesuėstų bulvių pasodinimas) yra gamybos technologijos **našumo funkcija**

Loanable funds teorija grafiškai



Juokinga, kad...

- **Gyvename monetarinėse** sistemose, bet...
- ... dauguma **makroekonomikos vadovėlių** vis dar dėsto loanable funds teoriją...
- ... su jos **keistom išvadom**, kaip kad:
 - valstybės skolinimasis didina palūkanas ir lemia privačių investicijų **ištūmimą (crowding-out)**;
 - **santaupos lemia investicijas**, o ne atvirkščiai;
- Deja, netgi dauguma šiuolaikinių neoklasikų ir naujųjų keinsistų **modeliuoja monetarines ekonomikas kaip nemonetarines** (Claudio Borio (2012), „Macroeconomics and the Financial Cycle: Hamlet without the Prince?“)

Neoklasikinė loanable funds teorija ir natūrali palūkanų norma

- **Knut Wicksell** prie klasikinės sistemos pridėjo:
 - pinigus, paskolas;
 - norą kaupti pinigus (hoarding);
 - **natūralios palūkanų normos** sąvoką (1898 m.).
- Bet **neoklasikinio modelio** išvados iš esmės tokios pat kaip klasikinio (tokios pat keistos)

Monetarinės sistemos ir Keyneso revoliucija

- **Keynes'as (1936)**, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (13 skyriuje) **sudirbo (neo)klasikinį modelį į miltus**, tame tarpe ir palūkanų lygio teoriją
- **Liquidity preference theory**: anot jo, palūkanų lygis atspindi **nenoro atsisveikinti su likvidumu (pinigais) laipsnį**

Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: suvereni monetarinė

- Post-keinsistai a la:
 - **Abba Lerner** ir jo **Funcional Finance** (1943)
 - ir ypač **MMT** (Modern Money Theory)...
- ... parodė, kad **suverenią monetarinę sistemą turinti valstybė gali bankrutuoti tik jei ji pati to nori:**
 - iš tikro, dauguma politikų nesupranta kaip sistema veikia (pavyzdžiui, JAV Kongresas su savo skolos lubų muštynėm, išlaidų sekvestravimu)

Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: suvereni monetarinė (2)

- Kodėl negali bankrutuoti? **Kur paslaptis???**
- Paprastai girdime tokį **naratyvą**:
 - jei valdžios išlaidos didesnės už mokestines įplaukas, reikia „skolintis iš rinkos“
 - o kas, jei rinkos nenorės skolinti???
- Suverenios monetarinės sistemos **triukas**:
 - valdžia daro **išlaidas tiesiai iš sąskaitos CB** (U.S. Treasury iš Fed‘o)
 - tai sukuria **perteklines** atsargas bankų sistemoje
 - ir tada valdžia pasiūlo savo VVP tom **perteklinėm atsargom absorbuot**
 - jei neabsorbuotų, tai tarpbankinės palūkanos kristų iki 0% ar CB „grindų“
 - o kas, jei bankai nenorės pirkti VVP? Sėdės su perteklinėm atsargom (kurios paprastai duoda 0%), o tas jiems neapsimoka (VVP – risk-free!)

Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: suvereni monetarinė (3)

- O kokios bus VVP palūkanos?
- **Tokios, kokių norės valstybė** – štai jums dar viena, **postkeinsistinė palūkanų normos teorija**
- Beje, atsimenate „**financial repression**“ po 2PK?
- O kas jei bankai dėl kokių nors priežasčių nenorės pirkti, pavyzdžiui, **ilgalaikių** VVP?
 - valdžia išleis daugiau trumpalaikių... No problem.
- **Išvada**: VVP leidimas tokioje sistemoje yra **MONETARINĖ** operacija, o ne FISKALINĖ

Palūkanų normų teorijos: apibendrinimas

- **Loanable funds** (klasikinė ir neoklasikinė)
- **Liquidity preference** (Keynes)
- **Valstybė nusistato** (postkeinsistai)
- **Rinkos nustato** (neoliberalai, euro zona)
- O kur Irving'o Fisherio'o teorija $i \equiv r + \pi$?
 - čia ne teorija, čia – **tapatybė**.

„Skolos problema“ (1): skola kaip instrumentas

- Ar valstybės skola gali **augti be galo**? Kas tada?
- Skola, anot A. Lerner Functional Finance paradigmos, yra **vienas instrumentų** visuomenės gerovei siekti, tai nėra dalykas, kurį turim vertinti **izoliuotai**
- **Skola** (iš esmės biudžeto deficitų suma, išskyrus deficit-debt adjustments) yra **ekonominius šokus absorbuojantis** daiktas:
 - jei ekonomika pakilime, deficitų nėra ar jie maži

„Skolos problema“ (2): optimalus skolos lygis

- Koks skolos ir BVP santykis **optimalus**?
- **Rogoff/Reinhart** bandė įtikinti, kad **>90%** nuo BVP skola yra pavojinga, bet jų analizė buvo negailestingai sudirbta
- Cambridge modeling school (**Wynn Godley**) ir **MMT** mano, kad tam tikri **deficitai turi būti ir ekonomikai augant normaliu greičiu**:
 - priešingu atveju viskas anksčiau ar vėliau baigsis **privačios skolos krize** (neužmirškite, kad „pinigai – tai skola“)
 - todėl valstybė turi siūlyti (pakankamai) VVP, kaip taupymo instrumentą

„Skolos problema“ (3): kodėl jos bijoma

- Kodėl tada **politikai ir mainstream'o ekonomistai bijo** valstybės skolos didėjimo?
- Tipo **ateities kartos** mokės už mūsų kartos sukurtą valstybės skolą **didesniais mokesčiais** (R. Barro: **Ricardian Equivalence**; L. Kotlikoff etc.: **Generational Accounting**), atseit valdžia (kaip ir namų ūkiai) irgi turi **intertemporal budget constraint**
- Bet **kodėl** iš viso reikia valstybės **skolą išpirkti**?
- Ir **ką reikia išpirkti**? Pakeisti VVP kita valdžios skolos forma (CB pinigais)?
- **Ateities kartos suvalgys tiek pat duonos, kiek užsiaugins**, nesvarbu čia ta valstybės skola (būtų gerai, kad ir **pensijų sistemų „krizėse“ reformuotojai** tą suprastų)

„Skolos problema“ (4): semantika

- Taigi, „valstybės skola“ yra daugiau **semantinė problema**
- Deja, ekonomikoje semantinės problemos **turi realias pasekmes**:
 - tai, kaip mes mąstome apie, pavyzdžiui, **atomo veikimą**, nekeičia jo veikimo
 - tai, kaip mes mąstome apie ekonomikos veikimą, keičia jos veikimą (Keynes‘o „**animal spirits**“ ir „**beauty contest**“, G.Soros‘o „**reflexivity**“)

„Beauty contest“ detaliau

- Keynes described the action of rational agents in a market using an analogy based on a fictional newspaper contest, in which **entrants are asked to choose from a set of six photographs of women that are the "most beautiful."** Those who picked the most popular face are then eligible for a **prize**.
- A **naive strategy** would be to choose the face that, in the opinion of the entrant, is the **most beautiful**. A **more sophisticated** contest entrant, wishing to maximize the chances of winning a prize, would think about **what the majority perception of beauty is**, and then make a selection based on some inference from his knowledge of public perceptions. This can be carried one step further to take into account the fact that **other entrants would each have their own opinion of what public perceptions are**. Thus the strategy can be extended to the next order and the next and so on, at each level attempting to predict the eventual outcome of the process based on the reasoning of other rational agents.
- **“It is not a case of choosing those [faces] that, to the best of one’s judgment, are really the prettiest, nor even those that average opinion genuinely thinks the prettiest.** We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practice the fourth, fifth and higher degrees.” (Keynes, General Theory of Employment Interest and Money, 1936).
- Keynes believed that similar behavior was at work within the **stock market**. This would have people **pricing shares not based on what they think their fundamental value is, but rather on what they think everyone else thinks their value is**, or what everybody else would predict the average assessment of value to be.

„Reflexivity“ detaliau

- Economic philosopher, **George Soros**, influenced by ideas put forward by his tutor, **Karl Popper** (1957), has been an active promoter of the relevance of reflexivity to economics first propounding it publicly in his **1987 book**. He regards his insights into market behaviour from applying the principle as a **major factor in the success of his financial career**.
- **Reflexivity is discordant with equilibrium theory**, which stipulates that **markets move towards equilibrium** and that **non-equilibrium fluctuations are merely random noise** that will soon be **corrected**. In equilibrium theory, prices in the long run at equilibrium reflect the underlying fundamentals, which are unaffected by prices. **Reflexivity asserts that prices do in fact influence the fundamentals and that these newly-influenced set of fundamentals then proceed to change expectations, thus influencing prices**; the process continues in a self-reinforcing pattern.
- Because the pattern is self-reinforcing, markets tend towards disequilibrium. Sooner or later they reach a **point where the sentiment is reversed** and negative expectations become self-reinforcing in the downward direction, thereby explaining the familiar pattern of boom and bust cycles. An example Soros cites is the **procyclical nature of lending**, that is, the willingness of banks to ease lending standards for real estate loans when prices are rising, then raising standards when real estate prices are falling, reinforcing the boom and bust cycle.

„Skolos problema“ (5): kaip spręsti semantinę problemą

- Kaip spręsti „valstybės skolos“ semantinę problemą?
- **Atsisakant sąvokos**, pakeičiant ją neutralėse:
 - pavyzdžiui, tiesiog „**esamas VVP kiekis**“ (buvęs U.S. Treasury sekretoriaus pavaduotojas **Frank N. Newman** (2013), „Freedom from National Debt“)
 - **Warren Mosler** – VVP yra (**oficialios**) **palūkanų normos valdymo instrumentas**

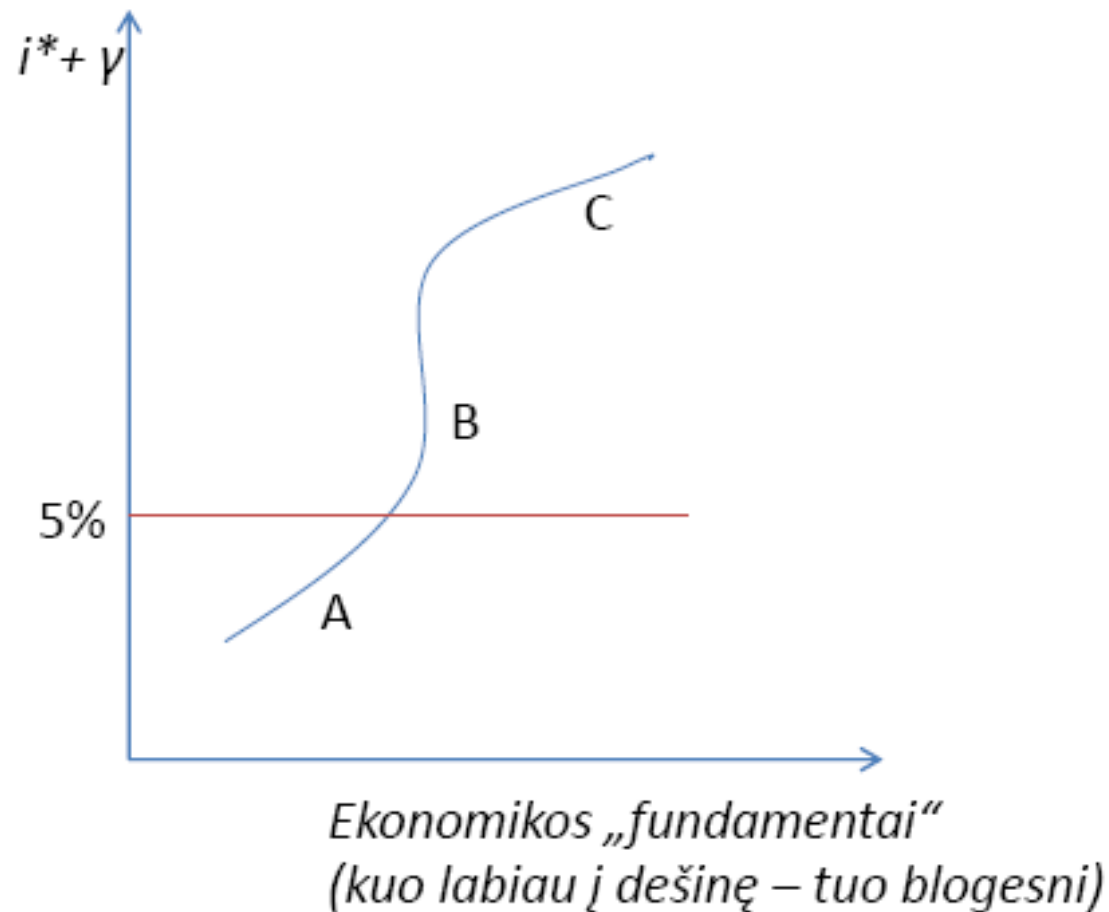
Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: pusiau suvereni monetarinė

- **Lietuvėlė** atitinka požymius...
- Savo CB turim, litą turim, bet jo kursas yra **fiksuotas**
- Ką tai keičia? O gi bankai į lėšų leidimą tiesiai iš LB galėtų reaguoti ir **pirkdami eurus iš LB**
- Pasekmės:
 - **valstybei iš tikro reikia turėti lėšų**, jei nori išleisti daugiau už mokestines įplaukas
 - daugiausiai skolinamės užsienyje, palūkanos (~2% BVP) eina daugiausiai ne rezidentams, o **užsieniečiams**
 - esami priklausomi nuo **finansų rinkų sentimentų**
 - su **euro įvedimu** tapsime **nesuverenia** monetarine sistema

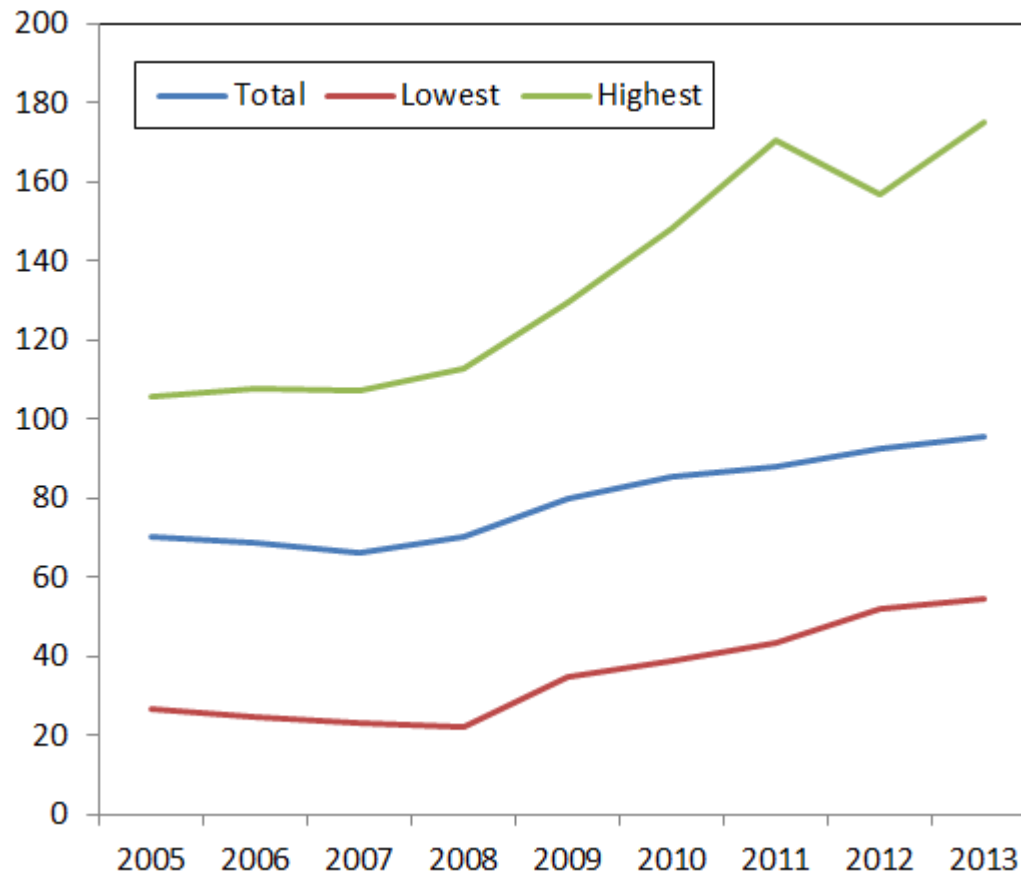
Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: nesuvereni monetarinė

- **Euro zonos** valstybės atitinka požymius...
- Savo valiutos neturi, savo CB neturi, o ECB yra nenorintis (reluctant) ir Maastrichto sutarties apribotas paskutinis skolintojas (plačiau žr. De Grauwe, Ji (2012) “Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the Eurozone”, VoxEU.org, 23 January.)
- Taigi, kokia Ispanija **skolinasi užsienio valiuta eurais**, skolintojai turi pasirinkimą tarp Ispanijos, Vokietijos...
- Rinkos dalyvių numatoma skolos dinamika sukuria **daugybines pusiausvyras** ir skolos dinamika toliau blogėja, viskas veda į dar didesnę **austerity**, tas nepadedą ir greičiausiai bus dar daugiau **defoltų** 😞

Daugybinės pusiausvyros problema EZ



Debt to GDP ratios in the Eurozone (%)



Source: AMECO, European Commission.

<http://www.voxeu.org/article/end-eurozone-crisis-bury-debt-forever>

Ekonominės sistemos pasirinkimo pasekmės: nesuvereni monetarinė (2)

- **Maastrichto** sutartis:
 - įtvirtino EZ valstybių skolos konvergavimą į **0% BVP** – „cikliškai subalansuoti biudžetai“
 - **60% BVP** skolos lygis neturi rimto ekonominio pagrindimo
 - tipo draudžia „**skolos monetizavimą**“ (str. 123/124), bet esmės tas nekeičia – bankai perka VVP, atsargos CB-e tampa nepakankamos, todėl ECB repuoja VVP-us, ir šie vis tiek atsiduria ECB balanse, tik po vienos iteracijos)
- Kai kurie postkeinsistai ir MMT-istai senai kėlė šias EZ **dizaino problemas**, bet politikai ignoravo
- Pasekmes matom, bet dar, atrodo, **ne pabaiga** 😞 ■