

תיבה ו'-1

קצב צמצום החוב הרצוי

האם צריך לפעול להפחתת יחס חוב-תוצר באופן יזום או רק לאפשר לו להישחק על ידי צמיחת התוצר? הספרות הכלכלית עוסקת בנושא זה בהרחבה ומעלה מגוון שיקולים. יש גישות שלפיהן מתחת לרף חוב מסוים אין צורך להוריד את יחס החוב לתוצר באופן יזום, אלא די בדאגה לכך שלא יעלה. לפי גישות אחרות יש להמשיך להפחית את יחס החוב באופן תמידי. חלק ניכר מהדיון בספרות מתמקד בשאלה האם ועד כמה יחס חוב-תוצר גבוה פוגע בצמיחה הכלכלית של המשק בטווח הארוך, והאם הפגיעה מתעצמת מעבר לרף מסוים. עבודות רבות מצאו כי יחס חוב-תוצר של 60%—90% הוא גבוה למדינה מפותחת. עם זאת, הסף שמעבר לו רמת החוב פוגעת בצמיחה שונה במקצת בעבודות השונות ונע בין 70% ל-90% תוצר¹. לפי גישה אחרת הפחתה יזומה של החוב הציבורי אינה משתלמת, כיוון שהפגיעה בצמיחה הנובעת מצמצום מהיר של יחס החוב לתוצר צפויה להיות גדולה מערך הביטוח מפני משברים שיקנה מרווח פיסקלי גדול יותר². לפי גישה זו עדיף

¹ Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2010) "Growth in a Time of Debt" American Economic Review 100(2): 573–78
Reinhart, C. M., Reinhart, V. R. and Rogoff, K. S. (2012) "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800." Journal of Economic Perspectives, 26(3): 69–86.

Checherita-Westphal, C. and Rother, P. (2012) "The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area." European Economic Review 56(7) 1392–1405.

² Ostry, J. D., Ghosh, A. R. and Espinoza, R. A. (2015) "When Should Public Debt Be Reduced?" IMF Staff Discussion Note 15/10

לקבע את שיעור הגירעון בתוצר ברמה שתפחית את יחס החוב באטיות בהתאם לצמיחה הכלכלית. כאשר נדרש מימון להשקעה בתשתיות ציבוריות, בהנחה שהפרויקטים ייבחרו בצורה מיטבית, רצוי גם להחליק את ההשפעה על התקציב באמצעות הגדלה זמנית של הגירעון. טענה זו מתמקדת במדינות שיש להן מרווח פיסקלי רב ואין סיכון נראה לעין שהן תיקלענה למשבר שלא יהיה באפשרותן לממן. עבודה אחרת מצאה שלא ניתן להוכיח קשר סיבתי בין יחס החוב לתוצר ובין צמיחה בטווח הבינוני.³ לעומת זאת, מאמר אחר מוצא שחוב פוגע בצמיחה, גם אם לא ניתן לזהות רף ספציפי קבוע על פני מדינות שבו השפעת החוב על הצמיחה מתעצמת,⁴ ועבודה אחרת מוצאת שיחס חוב-תוצר פוגע בצמיחה כבר מרמה נמוכה מאוד (20% תוצר), ושאינן ראיות לרף חוב כלשהו שחצייתו פוגעת בצמיחה יותר.⁵ עבודות אחרות מתמקדות בהשפעת יחס החוב לתוצר על שיעורי הריבית ופרמיית הסיכון של המשק, ומראות כי ככל שיחס חוב-תוצר הוא גבוה יותר, כך התשואות על אג"ח ממשלה ארוכות הן גבוהות יותר⁶ ולהשקעות ציבוריות התורמות לצמיחה (הכוללות הוצאות חינוך, בריאות, תחבורה, תקשורת ואנרגיה) ישנה השפעה חיובית קטנה יותר על הצמיחה.⁷ עבודה אחרת מוצאת שכיוון השינוי בחוב חשוב מגודלו. עליית (ירידת) חוב מתמשכת פוגעת (תומכת) בצמיחה במיוחד כאשר מלאי החוב גדול מ-50%–60% תוצר, ואילו עלייה זמנית של יחס החוב אינה פוגעת בצמיחה בטווח הארוך.⁸

גישה אחרת התומכת בהמשך צמצום יחס החוב לתוצר מתמקדת בכך שהתפלגות הזעזועים לחוב היא אסימטרית ונוטה להגדלת החוב בפתאומיות. משמע שבמקום שיהיו זעזועים חיוביים ושליליים בעוצמה שווה בממוצע, לאורך זמן יש בעיקר זעזועים המגדילים את החוב משמעותית (כגון מלחמות), לפני ואחרי תקופות של הפחתה הדרגתית. לפי גישה זו, בקרות הזעזועים אין מנוס מלהגדיל את החוב, ואז צריך להתחיל להוריד אותו על פני זמן. בעקבות כך המדיניות האידאולוגית היא צמצום יחס חוב-תוצר במדינות בכל שנה כדי לקבעו ברמה נמוכה בטווח הארוך ולאפשר למדינה כרית ביטחון שתספוג עליות חוב חדות.⁹ מבדיקה היסטורית של ארה"ב ובריטניה עולה כי בבריטניה הייתה עליית חוב של 30.8% תוצר כל 28 שנים בממוצע ובארה"ב עליית חוב של 15.4% תוצר כל 34 שנה.¹⁰ עבודה אחרת¹¹ מדדה את ההשפעה הממוצעת של זעזועים מסוגים שונים על החוב ב-80 מדינות ומצאה שזעזועים מקרו-כלכליים מופיעים פעם ב-12 שנה ומגדילים את החוב ב-9% תוצר בממוצע, ושזעזועים פיננסיים מופיעים פעם ב-24 שנה ומגדילים את החוב ב-10% תוצר.¹² ישנו גם מתאם בין זעזועים שונים, כך שהם אינם קורים במנותק, ובמקרים רבים הם אף גורמים זה לזה. לדוגמה, בשנים 2008–2009 גודל הזעזוע המקרו-כלכלי הממוצע במדינות המפותחות היה 2.4 סטיות תקן מהתפלגות הזעזועים לפני

³ Panizza, U. and Presbitero, A. F. (2014) "Public Debt and Economic Growth: Is there a causal effect?", *Journal of Macroeconomics* 41 21-41.

⁴ Eberhardt, M. and Presbitero, A. F. (2015) "Public Debt and Growth: Heterogeneity and non-linearity", *Journal of International Economics* 97 45-58.

⁵ Balázs, E. (2015) "The 90% public debt threshold: the rise and fall of a stylized fact", *Applied Economics*, 47: 34-35, 3756-3770.

⁶ לסקירת הספרות בנושא ראו ברנדר ע. וס. ריבון (2014), "השפעת המדיניות הפיסקלית והמוניטרית והכלכלה הגלובלית על התשואות הריאליות של איגרות החוב הממשלתיות בישראל - בחינה מחודשת לאחר עשור", סקר בנק ישראל, 88, עמ' 7–51.

⁷ Teles, V. and Mussolini, C.C. (2014) "Public Debt and the limits of fiscal policy to increase economic growth", *European Economic Review* 66 1-15.

⁸ Chudik, A., Mohaddes, K., Pesaran, M. H. and Raissi, M. (2017) "Is there a Debt-Threshold effect on Output Growth?", *The Review of Economics and Statistics*, March 2017, 99(1): 135–150.

⁹ Escolano, J. and Gaspar, V. (2016) "Optimal Debt Policy Under Asymmetric Risk", IMF Working Paper 16/178.

¹⁰ בהינתן שנרצה שלאורך זמן שינוי החוב יהיה 0 בממוצע, בבריטניה השינוי הרצוי בחוב בשנים שלא היה משבר הוא ירידה של 1.1% תוצר (בפועל היה 1.3%) ובארה"ב 0.5% תוצר (בפועל היה 0.3%).

¹¹ International Monetary Fund (2016), *Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices*, Washington, D.C. (<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=5042>).

¹² International Monetary Fund (2016), *Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices*, Washington, D.C. (<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=5042>).

המשבר. כפי שניתן לראות באיור ו-1, המשבר גם שינה לגמרי את המגמה לאורך שנים וגרם לעלייה ממוצעת של 30% ביחס החוב לתוצר במדינות ה-OECD.¹³

מגוון השיקולים שהוצגו לעיל משקף את מורכבות ההחלטה באשר לבחירת התוואי ליחס החוב לתוצר. ככלל, עיקר הדיון בספרות הוא על הקצב הרצוי של הפחתת יחס החוב לתוצר בתקופות יציבות, ועל השאלה האם רצוי לפעול להמשך ההפחתה גם בתקופות האטה (במידה שניתן לממן את הגירעון, אחרת קובעי המדיניות יידרשו בכל מקרה להפעיל מדיניות מרסנת). בהקשר זה חשוב להעריך גם את אופי הסיכונים שכל מדינה חשופה אליהם. ככל שגדלים הסיכונים הפיננסיים, הביטחוניים, הפוליטיים והדמוגרפיים והחשיפה לאסונות טבע, כך נדרש יחס חוב-תוצר נמוך יותר ככרית להתמודדות עם משברים. ממכלול השיקולים ולנוכח הסיכונים הביטחוניים עולה כי המדיניות המומלצת היא המשך הפחתה מתונה של יחס חוב-תוצר בישראל על ידי שמירת תקרת גירעון שיביא לכך.

¹³ לשם השוואה, ב-1995—2016 החוב של ישראל ירד ב-2.2% תוצר לשנה בממוצע. הירידה המקסימלית הייתה 10.2% תוצר בשנה אחת (2000) ומשנת 2000 עד 2003 החוב עלה ב-14% תוצר.