



Public Policy Brief

No. 111, 2010

Επιστροφή στην υστερία του ελλείμματος στις ΗΠΑ; Ανάλυση των λόγων, για τους οποίους πρέπει να σταματήσουμε να ανησυχούμε για τα αμερικανικά κρατικά ελλείμματα

Των Yeva Nersisyan και L. Randall Wray

Υπάρχουν δύο επίσημες θέσεις γύρω από τα ομοσπονδιακά ελλείμματα. Η πρώτη είναι αυτή των «γερακιών του ελλείμματος», η οποία δηλώνει ότι τα ελλείμματα δεν είναι ποτέ αποδεκτά επειδή οδηγούν σε παραγκωνισμό των ιδιωτικών επενδύσεων—δηλαδή, για κάθε δολάριο κρατικών δαπανών ακυρώνεται ένα δολάριο ιδιωτικών δαπανών. Στο μακροχρόνιο διάστημα, η κατάσταση με τα ελλείμματα θα επιδεινωθεί επειδή το δημόσιο χρέος θα πρέπει να αποπληρωθεί, που συνεπάγεται ότι θα επιβληθούν υψηλότεροι φόροι και θα υπάρξουν λιγότερες ιδιωτικές δαπάνες. Ως εκ τούτου, το πακέτο για την τόνωση της οικονομίας δεν έσωσε ουσιαστικά καμία θέση εργασίας, ενώ θα οδηγήσει σε απώλειες θέσεων εργασίας στο μέλλον. Αυτή είναι μια μειοψηφική άποψη ανάμεσα στους οικονομολόγους και τους πολιτικούς, αν και παραμένει δημοφιλής σε κάποιους κύκλους των Ρεπουμπλικάνων που αποκομίζουν πολιτικά οφέλη προβάλλοντας τον ισχυρισμό ότι οι Δημοκρατικοί και ο Ομπάμα δεν έχουν κάνει απολύτως τίποτα σωστό για τη χώρα.

Η Yeva Nersisyan διδάσκει οικονομικά στο Κολέγιο Franklin and Marshall College. Ο L. Randall Wray είναι ανώτατος μελετητής στο Levy Economics Institute, καθηγητής οικονομικών και διευθυντής του Κέντρου για την Πλήρη Απασχόληση και τη Σταθερότητα Τιμών στο Πανεπιστήμιο Μιζούρι στο Κάνσας. Copyright © 2012 Levy Economics Institute

Η δεύτερη άποψη είναι αυτή των «περιστερών του ελλείμματος», η οποία υπογραμμίζει ότι τα ελλείμματα μπορεί να είναι αποδεκτά για κάποιο χρονικό διάστημα προκειμένου να σωθεί η οικονομία από μια άλλη Μεγάλη Ύφεση. Ωστόσο, τα οφέλη που αποκομίζουμε σήμερα αντισταθμίζονται εν μέρει από το κόστος που θα προκύψει στο μέλλον όταν χρειαστεί να σφίξουμε το ζωνάρι μας για την αποπληρωμή του χρέους. Ακόμη και ο Πρόεδρος Ομπάμα υποστήριξε ότι τα σημερινά ελλείμματα θα αφήσουν βαρύ φορτίο στα εγγόνια μας και προειδοποίησε ότι «δεν μπορούμε να συνεχίσουμε να δανειζόμαστε από το μέλλον των παιδιών μας» (1 Φεβρουαρίου 2010). Γι' αυτό πρότεινε ήδη πάγωμα στον προϋπολογισμό για τη χρονιά μετά την επόμενη. Άλλες «περιστερές του ελλείμματος» διατηρούν μια πιο ανεκτική στάση από τον πρόεδρο των ΗΠΑ, αλλά εξακολουθούν να ανησυχούν για τις μακροπρόθεσμες συνέπειες του δημοσίου χρέους, επικαλούμενοι την αύξηση του κόστους που θα έχει η επικείμενη συνταξιοδότηση της μεταπολεμικής γενιάς. Συνεπώς, και αυτοί θεωρούν ότι είναι άκρως αναγκαίο να τεθεί «υπό έλεγχο» ο προϋπολογισμός όσο το ταχύτερο δυνατό.

Τέλος, μια νέα μελέτη των καθηγητών Carmen Reinhart και Kenneth Rogoff (2009a) φιλοδοξεί να δείξει ότι η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται δραματικά—κατά τουλάχιστον μία εκατοστιαία μονάδα—όταν η αναλογία του ακαθάριστου χρέους προς το ΑΕΠ ξεπεράσει το 90%. Ο προτεινόμενος προϋπολογισμός του προέδρου Ομπάμα θα ξεπεράσει σύντομα αυτό το όριο, με την αναλογία χρέους-ΑΕΠ να σκαρφαλώνει στο 103% το 2015.¹ Η εξέλιξη αυτή θα μειώσει την ανάπτυξη του κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις Ηνωμένες Πολιτείες πάνω από το ήμισυ ενός μακροχρόνιου δυνητικού ΑΕΠ της τάξης του 2,5% ετησίως—«η διαφορά μεταξύ μιας ισχυρής οικονομίας που αντανάκλα μια παγκόσμια δύναμη και μιας στάσιμης, αποστεωμένης κοινωνίας» (Boskin 2010). Με αυτούς τους ρυθμούς ανάπτυξης, η αύξηση του βιοτικού επιπέδου θα είναι όσο μικρή που θα μπορούσαμε κάλλιστα να αποχαιρετήσουμε το αμερικανικό όνειρο.

Στο κείμενο που ακολουθεί θα παρουσιάσουμε μια τρίτη θέση, που σπανίως αναφέρεται από τα μέσα ενημέρωσης. Η δική μας θέση είναι ότι τα σημερινά ελλείμματα δεν επιβαρύνουν τις μελλοντικές γενεές με χρέη που πρέπει να αποπληρωθούν και ούτε περιορίζουν τις σημερινές ή τις μελλοντικές ιδιωτικές δαπάνες. Τα ευρήματα των Reinhart και Rogoff και οι δύο συμβατικές απόψεις για τα ελλείμματα που αναφέρθηκαν παραπάνω δεν έχουν εφαρμογή στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών, ή για οποιοδήποτε άλλο έθνος που εκδίδει το δικό του νόμισμα.

Τα επιχειρήματά μας δεν είναι πρωτότυπα και μπορούν να βρεθούν σε πολυάριθμες δημοσιεύσεις του Ινστιτούτου Οικονομικών Levy κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών. Ούτε είναι κάποιο καινούργιο φαινόμενο η υστερία γύρω από τα ελλείμματα. Αντιθέτως, εμφανίζεται στο πολιτικό προσκήνιο με προβλέψιμο τρόπο (σαν ένα ζόμπι τέρας σε ταινία τρόμου!) κάθε φορά που ξεσπάει οικονομική κρίση και ο στόχος είναι πάντα ο ίδιος: να τεθεί περιορισμός στη δημοσιονομική πολιτική. Φυσικά, η υστερία για τα ελλείμματα αγνοεί το γεγονός ότι μια οικονομική ύφεση οδηγεί πάντα σε αύξηση του ελλείμματος. Στην παρούσα περίπτωση, ωστόσο, το διακύβευμα είναι μεγαλύτερο από οποιαδήποτε άλλη φορά από τη δεκαετία του '30. Η σημερινή οικονομία αντιμετωπίζει τόσες έντονες αντιξοότητες που είναι άκρως αναγκαία μια δημοσιονομική επέκταση—και η οποία, ναι, θα μπορούσε να οδηγήσει σε ακόμη μεγαλύτερα και ίσως πιο παρατεταμένα ελλείμματα από αυτά που προβλέπονται. Έτσι, είναι πιο σημαντικό από

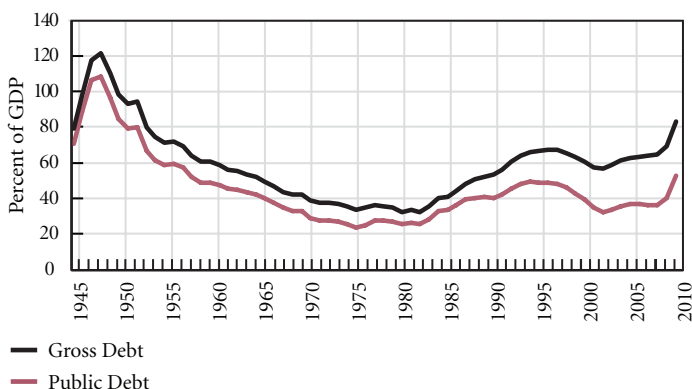
ποτέ να εξηγήσουμε γιατί τα συνεχή δημοσιονομικά ελλείμματα δεν αποτελούν απειλή για το μέλλον.

Στοιχεία σχετικά με το έλλειμμα και το χρέος

Καταρχήν παρουσιάζουμε ορισμένα στοιχεία σχετικά με τα ελλείμματα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού και το δημόσιο χρέος επειδή υπάρχει μεγάλη παραπληροφόρηση γύρω από αυτά τα ζητήματα. Τα ελλείμματα επιβαρύνουν το ανεξόφλητο απόθεμα χρέους της ομοσπονδιακής κυβέρνησης. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται συχνά σε σχέση με το μέγεθος του ΑΕΠ. Δυστυχώς, αυτή η προσέγγιση προσελκύει τους κινδυνολόγους, που αρέσκονται να αναφέρονται σε «δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια» από τον προϋπολογισμό του κράτους όταν συνταξιοδοτηθούν οι baby boomers. Όμως, η πραγματικότητα είναι ότι αυτά τα νούμερα δεν έχουν κανένα νόημα εάν δεν μπορούν να συγκριθούν με το άθροισμα του ΑΕΠ για την χρονική περίοδο για την οποία γίνεται λόγος.

Το Σχήμα 1 εμφανίζει το ομοσπονδιακό δημόσιο χρέος από το 1943 έως το 2009 και περιλαμβάνει το δημόσιο καθώς και το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης. Οι κινδυνολόγοι χρησιμοποιούν το ακαθάριστο χρέος, που είναι και υψηλότερο, αλλά επίσης άκρως παραπλανητικό, επειδή περιλαμβάνει το χρέος που διακρατείται στους λογαριασμούς της ομοσπονδιακής κυβέρνησης: χρέος, δηλαδή, που η κυβέρνηση οφείλει στον ίδιο της τον εαυτό, συμπεριλαμβανομένων των τίτλων που κατέχει σε στρατιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία, στα ταμεία της κοινωνικής ασφάλισης, στην υγειονομική περίθαλψη, στα ταμεία ανεργίας και στα ταμεία για τους αυτοκινητόδρομους. Για παράδειγμα, το πρόγραμμα Κοινωνικής Ασφάλισης «τρέχει» μεγάλα πλεονάσματα από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 τα οποία χρησιμοποιούνται για τη συσσώρευση χρέους από το Treasury (υπουργείο Οικονομικών). Τα ομόλογα αυτά θα πουληθούν πίσω στο Treasury όταν τα έσοδα του προγράμματος θα είναι χαμηλότερα από τις πληρωμές.² Αυτό αντιπροσωπεύει ουσιαστικά την εσωτερική λογιστική, μια υπενθύμιση ότι η Κοινωνική Ασφάλιση τρέχει πλεονάσματα σήμερα, αλλά θα «τρέξει» ελλείμματα στο μέλλον. Το ποσό του χρέους που έχει σημασία είναι το ποσό των ομολόγων που έχουν στα χέρια τους οι ιδιώτες.³

Figure 1 Federal Government Debt, 1943–2009
(in percent of GDP)



Sources: Economic Report of the President 2010; authors' calculations

Κατά τη διάρκεια του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, το κρατικό έλλειμμα έφθασε στο 25% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος ανήρθε σε επίπεδα άνω του 100% του ΑΕΠ, ποσοστό πολύ υψηλότερο από το προβλεπόμενο 73% για το 2015. Επιπλέον, παρά τις προειδοποιήσεις από τους Reinhart και Rogoff (2009α), η οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ στη «χρυσή εποχή» του παγκόσμιου καπιταλισμού ήταν ισχυρή. Η αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε αρκετά γρήγορα λόγω της οικονομικής ανάπτυξης που ανέβασε τον παρονομαστή του δείκτη χρέους—και όχι λόγω πλεονασμάτων και απόσυρσης του χρέους (αν και υπήρχαν πολλά μικρά ετήσια πλεονάσματα, όπως θα αναφέρουμε παρακάτω). Αντίθετα, η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης μετά το 1973 συνοδεύτηκε από ελλείμματα, που επιβράδυναν την αύξηση του δείκτη χρέους, έως ότου η οικονομική άνθηση και τα πλεονάσματα κατά τη διάρκεια της διακυβέρνησης Κλίντον μείωσαν και πάλι την αναλογία χρέους-ΑΕΠ.

Όταν το ομοσπονδιακό χρέος βρίσκεται στα χέρια ιδιωτών, το παθητικό της κυβέρνησης αντισταθμίζεται από περιουσιακά στοιχεία στον μη κρατικό τομέα, και τα επιτόκια που πληρώνει το κράτος δημιουργούν έσοδα για τον μη κρατικό τομέα. Ακόμη και αν αποδεχτούμε τον ορθόδοξο ισχυρισμό ότι τα σημερινά ελλείμματα οδηγούν σε χρέος που πρέπει να αποπληρωθεί αργότερα, τα υψηλότερα επίπεδα φορολογίας που εικάζεται ότι θα απαιτούνται για την εξυπηρέτηση και την αποπληρωμή του χρέους αντιπροσωπεύουν «αναδιανομή» του εισοδήματος από τους φορολογούμενους προς τους κατόχους ομολόγων. Αυτό μπορεί να είναι ανεπιθύμητο (ίσως οι κάτοχοι ομολόγων να είναι πλουσιότεροι από τους φορολογούμενους), αλλά η «αναδιανομή» λαμβάνει μέρος τη στιγμή που καταβάλλονται οι πληρωμές.

Ενώ διατυπώνεται συχνά ο ισχυρισμός ότι η σημερινή ελλειμματική δαπάνη επιβαρύνει τα εγγόνια μας, στην πραγματικότητα αυτό που γίνεται είναι ότι αφήνουμε στα εγγόνια μας κρατικά ομόλογα που αντιπροσωπεύουν χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού και πλούτου. Εάν παρθεί η απόφαση να αυξηθούν οι φόροι και να αποπληρωθούν τα ομόλογα, ας πούμε, το 2050, οι επιπλέον φόροι αναλογούν με τις αποπληρωμές που πραγματοποιούνται απευθείας προς τους κατόχους ομολόγων το 2050. (Ασχολούμαστε παρακάτω με τα κρατικά ομόλογα που ανήκουν σε ξένους.)

Μολονότι η απόφαση να αυξηθούν οι φόροι για την απόσυρση του χρέους θα επιβαρύνει τους φορολογούμενους το 2050, αυτή δεν είναι μια υποχρεωτική απόφαση. Εάν οι φόροι δεν αυξηθούν αργότερα, εμείς απλά αφήνουμε στις μελλοντικές γενιές χρεόγραφα του δημοσίου που είναι περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού στα χαρτοφυλάκιά τους, ενώ οι πληρωμές των τόκων παρέχουν καθαρό εισόδημα στους κατόχους των ομολόγων. Προφανώς, εναπόκειται στις μελλοντικές γενιές να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αυξήσουν τους φόρους κατά ποσό ίσο με τις πληρωμές τόκων, ή με μεγαλύτερο ακόμα ποσό σε μια προσπάθεια απόσυρσης του χρέους. Ακόμα κι αν το επιθυμούσαμε, δεν μπορούμε να επιβαρύνουμε τις μελλοντικές γενιές επειδή δεν είμαστε σε θέση να υπαγορεύσουμε τη δημοσιονομική πολιτική που θα ακολουθηθεί το 2050. Εν ολίγοις, τα σημερινά ελλείμματα δεν δεσμεύουν υποχρεωτικά τις μελλοντικές γενιές με την αύξηση φόρων.

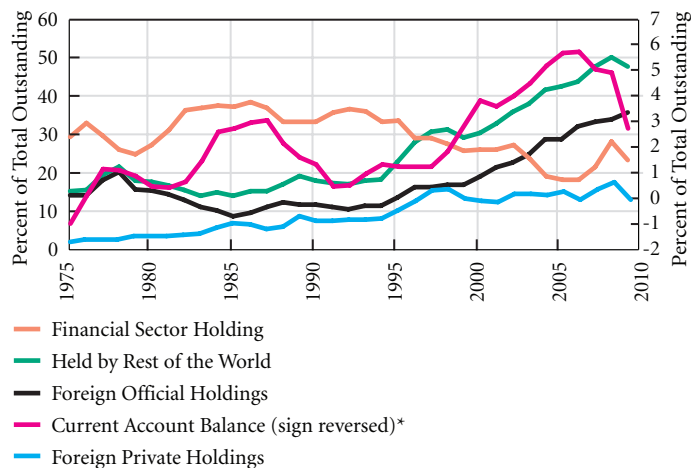
Επιπλέον, οι μελλοντικές γενιές θα ανακαλύψουν ότι οι προσπάθειές τους να αυξήσουν τους φόρους (ή να πετσοκόψουν τις δαπάνες) με σκοπό την επίτευξη πλεονασμάτων θα

αποτύχουν, διότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα είναι ως επί το πλείστον «ενδογενές» ή «non-discretionary» (η υπέρβαση των δαπανών εξαρτάται από την κατάσταση της οικονομίας). Η δημοσιονομική λιτότητα επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη σε σημείο που τα φορολογικά έσοδα μειώνονται και οι δαπάνες για το κοινωνικό δίκτυ ασφαλείας αυξάνονται, αποτρέποντας έτσι τη δημιουργία πλεονασμάτων. Με άλλα λόγια, ακόμη και αν οι μελλοντικές γενιές αποφασίσουν να αυξήσουν τους φόρους και να επιβαρύνουν τους εαυτούς τους, πιθανώς δεν θα είναι σε θέση να αποσύρουν το περίσσειμα του δημοσίου χρέους διότι οι δράσεις τους δεν θα εξασφαλίσουν ένα πλεόνασμα αρκετά τόσο μεγάλο ώστε να εξαλείψουν το χρέος. Θυμηθείτε την υπόσχεση του Κλίντον ότι τα πλεονάσματα θα διατηρηθούν για 15 χρόνια προκειμένου να αποσυρθεί όλο το εκκρεμές χρέος—μια υπόσχεση που δεν ολοκληρώθηκε ποτέ επειδή η δημοσιονομική αντίσταση προκάλεσε ύφεση που επανέφερε τα ελλείμματα. Συνεπώς, θα ήταν καλύτερα για τα εγγόνια μας να απολαύσουν τα κρατικά ομόλογα ως καθαρό πλούτο στα χαρτοφυλάκιά τους και να αποφύγουν τον πόνο που θα προκαλέσουν οι υψηλότεροι φόροι.

Γενιές ολόκληρες αμερικανών πολιτών έχουν αποκριθεί ακριβώς με αυτό τον τρόπο—κρατάνε το κληρονομημένο χρέος. Υπήρξε μόνο μία σύντομη περίοδος στην ιστορία των ΗΠΑ που μια γενιά αποφάσισε να επιβάλλει φόρους σε τέτοιο επίπεδο προκειμένου να εξοφληθεί όλο το ομοσπονδιακό δημόσιο χρέος—την περίοδο μεταξύ 1835–37, κατά τη διάρκεια της δεύτερης προεδρικής θητείας του Andrew Jackson. Όλες οι άλλες γενιές έχουν υιοθετήσει μια πολύ πιο συνετή προσέγγιση: μειώνουν το δημόσιο χρέος μέσω της ανάπτυξης της οικονομίας και όχι με την αύξηση φόρων ή από περικοπές δαπανών.

Η ανάλυση έως τώρα υποθέτει ότι το δημόσιο χρέος διακρατείται από κατοίκους της χώρας. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος των ανησυχιών που εκφράζονται σήμερα σχετικά με τα ελλείμματα και το χρέος αφορούν την ξένη ιδιοκτησία. Το Σχήμα 2 που ακολουθεί εμφανίζει την ξένη κατοχή ομοσπονδιακού χρέους ως ποσοστό του συνολικού δημόσιου χρέους. Το ποσοστό που κατέχουν οι ξένοι έχει πραγματικά σκαρφαλώσει σε υψηλά επίπεδα—από λιγότερο από το 20% που ήταν στα μέσα της δεκαετίας του 1990 σε σχεδόν 50% σήμερα. Το μεγαλύτερο ποσοστό της αύξησης προέκυψε από την αγορά ομολόγων από «επίσημους» κατόχους, όπως ξένα θησαυροφυλάκια ή κεντρικές τράπεζες, που σήμερα αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το ένα τρίτο του συνολικού ποσοστού του ομοσπονδιακού χρέους. Αυτή η εξέλιξη έχει ερμηνευθεί ως μορφή παραχώρησης του ελέγχου που έχει η κυβέρνηση των ΗΠΑ σε δημοσιονομικά θέματα προς ξένες κυβερνήσεις. Πράγματι, ακούγεται συχνά ο ισχυρισμός ότι η Κίνα είναι υπεύθυνη για την «χρηματοδότηση» ενός μεγάλου μέρους του ομοσπονδιακού ελλείμματος, και πως αν σταματούσε ξαφνικά τον δανεισμό, οι Ηνωμένες Πολιτείες μπορεί να μην ήταν σε θέση να χρηματοδοτήσουν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα.

Figure 2 Treasury Security Holdings, 1975–2009 (in percent of total outstanding)



*Current account data is as of the end of 2009; treasury holdings data is as of 2009 Q3

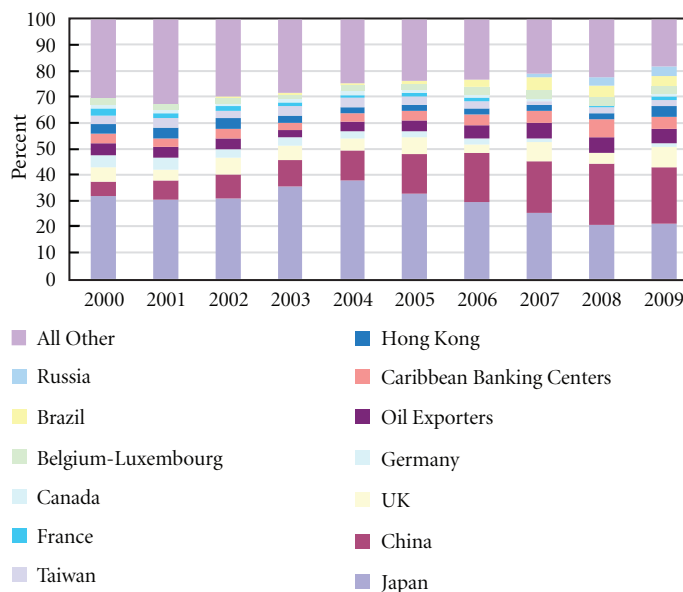
Source: U.S. Flow of Funds Accounts (for Treasury holdings) and Bureau of Economic Analysis (for current account data)

Το αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλά σε μεγάλο βαθμό το εμπορικό έλλειμμα της χώρας, που την περίοδο 1980–99 κυμαινόταν μεταξύ -0,5% και -3% του ΑΕΠ (Σχήμα 2). Μετά το 1999, το ισοζύγιο έπεσε κοντά στο -6% του ΑΕΠ πριν ανακάμψει κατά τη διάρκεια της τρέχουσας παγκόσμιας οικονομικής οπισθοχώρησης. Ωστόσο, παραμένει σήμερα κοντά στο -3% του ΑΕΠ. Σημειώστε ότι η ταχεία αύξηση της κατοχής ομολόγων από ξένους επενδυτές συνέπεσε με την ταχεία κάμψη του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών—ένα σημείο στο οποίο θα επιστρέψουμε παρακάτω.

Οι αγορές κρατικών ομολόγων από τον χρηματοοικονομικό τομέα βρισκότουσαν σε πτωτική πορεία έως και το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης, όταν το πρόβλημα ρευστότητας έσπρωξε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε μεγαλύτερες αγορές κρατικών ομολόγων. Η κατοχή ομολόγων από τον χρηματοοικονομικό τομέα λειτουργεί σαν ρυθμιστικό σύστημα: όταν η εξωτερική ζήτηση είναι ισχυρή (αδύναμη), τα αμερικανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μειώνουν (αυξάνουν) το μερίδιό τους. Τους τελευταίους μήνες το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών έχει μειωθεί δραματικά, μια εξέλιξη που μείωσε κατά συνέπεια και τη ροή των δολαρίων στο εξωτερικό. Φυσικά, οι νέες εκδόσεις ομοσπονδιακών ομολόγων αυξήθηκαν παράλληλα με την αύξηση του ελλείμματος, και η κατοχή ομολόγων από τα αμερικανικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα εμφάνισε αυξητικές τάσεις στα πρώτα στάδια της κρίσης εξαιτίας του προβλήματος της ρευστότητας που προέκυψε. Η κατοχή ομοσπονδιακών ομολόγων από επίσημους ξένους θεσμικούς παράγοντες εμφανίζει επίσης μια συνεχή αυξητική τάση, ίσως επειδή το αμερικανικό δολάριο εξακολουθεί να θεωρείται ως το ασφαλέστερο καταφύγιο και πολλές χώρες θέλουν να συσσωρεύουν αποθέματα σε δολάρια για να προστατεύσουν τα νομίσματά τους. Αυτή είναι η άλλη όψη του νομίσματος της κρίσης ρευστότητας. Εάν υπάρχει φόβος για μια κρίση ρευστότητας, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες χωρών που θεωρούνται πιο επικίνδυνες από αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών αντιμετωπίζουν θέμα υποτίμησης του νομίσματός τους. Είναι λογικό για κάθε χώρα που προσπαθεί να προσδέσει το

νόμισμά της με το δολάριο να αυξήσει τα ποσοστά αποθεμάτων σε δολάρια ως απόκριση σε μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

Figure 3 Foreign Holdings of U.S. Treasuries, 2000–2009
(in percent)



Note: Insignificant holdings are included in the “All Other” category.

Source: U.S. Department of Treasury, November 2009

Το Σχήμα 3 δείχνει τα ποσοστά των αμερικανικών κρατικών ομολόγων που κατέχουν οι ξένοι. Αξίζει να σημειωθεί ότι ενώ η δημόσια συζήτηση έχει επικεντρωθεί κυρίως γύρω από την Κίνα, η κατοχή ομοσπονδιακών ομολόγων από την Ιαπωνία βρίσκεται σε συγκρίσιμα επίπεδα, ενώ τον Δεκέμβριο του 2009 ξεπέρασε τα ποσοστά κατοχής της Κίνας. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπάρχει ένας συνδετικός κρίκος ανάμεσα στα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και στη συσσώρευση αμερικανικών κρατικών ομολόγων από τους ξένους. Από την άποψη των κατόχων, τα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών τους επιτρέπουν να συσσωρεύουν περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια. Ένα εμπορικό πλεόνασμα οδηγεί σε πιστώσεις του αποθεματικού σε δολάρια (μετρητά συν πιστώσεις σε λογαριασμούς αποθεματικών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα). Δεδομένου ότι αυτές οι πιστώσεις αποδίδουν χαμηλό επιτόκιο (έως πρόσφατα δεν απέδιδαν κέρδη από τόκους), ανταλλάσσονται για αμερικανικά κρατικά ομόλογα και άλλα περιουσιακά στοιχεία που αποδίδουν κέρδη. Έτσι, δεν προκαλεί έκπληξη η σύνδεση μεταξύ αμερικανικών εμπορικών ελλειμμάτων, ξένων εμπορικών πλεονασμάτων, και της συσσώρευσης αμερικανικών κρατικών ομολόγων από ξένους.

Η παραπάνω εικόνα προβάλλεται συνήθως ως εξωτερικός «δανεισμός» για τη «χρηματοδότηση» του αμερικανικού ελλείμματος. Αλλά θα μπορούσε κανείς κάλλιστα να δει το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ ως πηγή των ξένων πλεονασματικών τρεχουσών συναλλαγών που έχουν συσσωρευτεί με τη μορφή

αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Πράγματι, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ένα εμπορικό πλεόνασμα έναντι των ΗΠΑ επιτρέπει σε μια χώρα να συσσωρεύσει αποθέματα σε δολάρια στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Αυτά μπορούν στη συνέχεια να αποτελέσουν αντικείμενο εμπορίας για αμερικανικά ομόλογα, μια λειτουργία που είναι ισοδύναμη με τη μεταφορά κεφαλαίων από έναν «τραπεζικό λογαριασμό επιταγών» (αποθεματικά) στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα σε έναν «λογαριασμό ταμειυτηρίου» (κρατικά ομόλογα) στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Και όταν καταβάλλεται επιτόκιο στα κρατικά ομόλογα, αυτό είναι απλώς μια πίστωση δολαρίων στον «λογαριασμό ταμειυτηρίου». Κατά μία έννοια, η προθυμία των Ηνωμένων Πολιτειών να «τρέχουν» ταυτόχρονα εμπορικά και δημοσιονομικά ελλείμματα είναι αυτή που παρέχει σε άλλες χώρες τα μέσα για να «χρηματοδοτήσουν» τη συσσώρευση των κρατικών ομολόγων. Είναι εξαιρετικά παραπλανητικό να βλέπουμε αυτή τη διαδικασία ως εξωτερικό «δανεισμό» προς την κυβέρνηση των ΗΠΑ—λες και τα δολάρια που δαπανώνται από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση προέρχονται από το εξωτερικό.

Προφανώς, πρέπει να υπάρχει βούληση από όλες τις πλευρές για να συμβεί αυτό, και η σημερινή δημόσια συζήτηση αγνοεί το γεγονός ότι η προθυμία της Κίνας να «τρέχει» εμπορικό πλεόνασμα με τις Ηνωμένες Πολιτείες συνδέεται με τη δίψα της για περιουσιακά στοιχεία σε δολάρια. Ταυτόχρονα, το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ συνεισφέρει στη δημιουργία εγχώριου εισοδήματος που επιτρέπει την ιδιωτική κατανάλωση—μέσω της τροφοδότησης εισαγωγών και της παροχής εισοδήματος προς τους ξένους για να συσσωρεύσουν αποταμιεύσεις σε δολάρια, ακόμα και ενώ παράγει ομόλογα που συσσωρεύονται από ξένους. Με άλλα λόγια, δεν έχουμε να κάνουμε εδώ με ανεξάρτητες αποφάσεις. Δεν έχει νόημα να μιλάμε για «δανεισμό» της Κίνας προς τις Ηνωμένες Πολιτείες χωρίς να λαμβάνουμε επίσης υπόψη την επιθυμία της Κίνας για καθαρές εξαγωγές. Η προθυμία της Κίνας να παράγει για εξαγωγικούς σκοπούς και να συσσωρεύει περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια, η έλλειψη εγχώριας ζήτησης στην Κινεζική οικονομία, που επιτρέπει στη χώρα να «τρέχει» εμπορικό πλεόνασμα, η προθυμία των Αμερικανών να αγοράζουν ξένα προϊόντα, τα υψηλά επίπεδα της συνολικής ζήτησης στις ΗΠΑ που οδηγεί σε έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, καθώς και οι παράγοντες πίσω από το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού των ΗΠΑ, είναι όλα αλληλοσύνδετα μεταξύ τους και μάλιστα με αρκετά περίπλοκους τρόπους. Και, φυσικά, η όλη αυτή διαδικασία είναι ακόμα πιο περίπλοκη από ότι περιγράψαμε δεδομένου ότι άλλες χώρες, καθώς και η παγκόσμια ζήτηση, εμπλέκονται επίσης στην όλη υπόθεση.

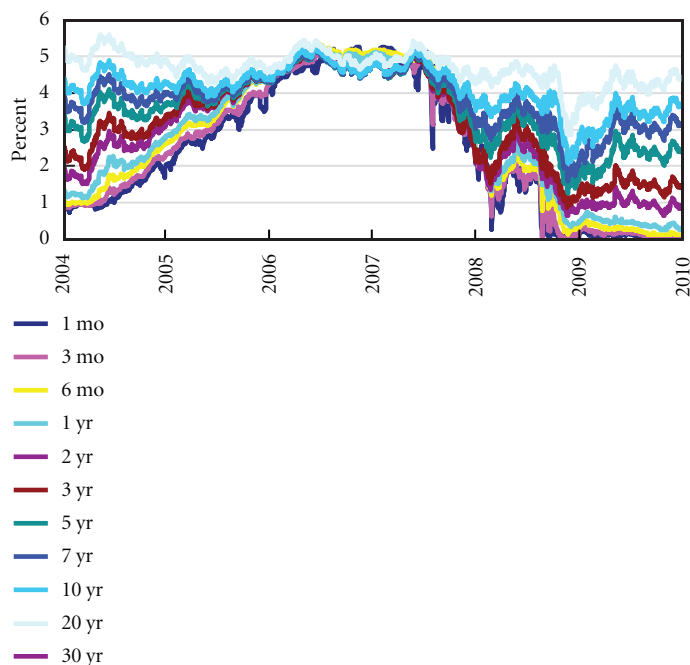
Επιπλέον, προβάλλονται ισχυρισμοί ότι η Κίνα μπορεί να αποφασίσει ξαφνικά να μην συνεχίσει την περαιτέρω συσσώρευση των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Για να συμβεί όμως αυτό θα πρέπει να αλλάξουν πολλές άλλες σχέσεις στον συγκεκριμένο συσχετισμό. Για παράδειγμα, η Κίνα μπορεί να επιλέξει να συσσωρεύσει ευρώ, αλλά στην ευρωζώνη δεν υπάρχει κάτι ισοδύναμο με το Treasury των Ηνωμένων Πολιτειών. Η Κίνα θα μπορούσε φυσικά να συσσωρεύσει χρέος εκφρασμένο σε ευρώ από ξεχωριστές χώρες, όπως από την Ελλάδα για παράδειγμα. Αλλά αυτό το χρέος έχει διαφορετικές διαβαθμίσεις κινδύνου και ανεπαρκή όγκο για να ικανοποιήσει την Κίνα. Επιπλέον, η Ευρωζώνη στο σύνολό της (ιδίως η Γερμανία, ως το ισχυρότερο μέλος της) περιορίζει την εγχώρια ζήτηση προκειμένου να «τρέξει» εμπορικά πλεονάσματα. Με άλλα λόγια, η Ευρωζώνη δεν αποτελεί περιοχή με τεράστια ζήτηση για ξένες εισαγωγές. Εάν οι

Ηνωμένες Πολιτείες αποτελούν την πρωτογενή αγορά για τα προϊόντα της Κίνας, αλλά προτιμηθούν περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε ευρώ αντί σε δολάρια, τότε η προσαρμογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ δολαρίου και ευρώ θα μπορούσε να καταστρέψει την αγορά της Κίνας. Ως εκ τούτου, δεν είναι πιθανό το σενάριο όπου η Κίνα θα εξακολουθήσει να εξαγει προς τις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά θα συσσωρεύει περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ αντί σε δολάρια.

Δεν υποστηρίζουμε ότι η σημερινή κατάσταση θα συνεχιστεί για πάντα, αν και πιστεύουμε ότι θα συνεχιστεί πολύ περισσότερο από ό, τι πιστεύουν οι περισσότεροι σχολιαστές. Απλά επισημαίνουμε ότι οι αλλαγές συνιστούν πολύπλοκες διαδικασίες και πως υπάρχουν ισχυρά κίνητρα που δεν επιτρέπουν απλές, απότομες και δραματικές αλλαγές. Αναμένουμε, αντιθέτως, ότι οι πολύπλοκες διασυνδέσεις μεταξύ ισολογισμών και δράσεων θα διασφαλίσουν ότι όποια μετάβαση και να υπάρξει θα γίνει με αργά βήματα και θα είναι μιας μέτριας κλίμακας.

Το τελευταίο θέμα που θα καλύψουμε σε αυτή την ενότητα αφορά τα επιτόκια (αποδόσεις) και την τιμή των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Το Σχήμα 4 δείχνει τις (καθημερινές) αποδόσεις κρατικών ομολόγων διαφορετικής διάρκειας. Φοβούμενη τον πληθωρισμό και προσπαθώντας, ενδεχομένως, να καταστείλει τις τιμές των ακινήτων που οδηγούσαν σε φούσκα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ξεκίνησε μια πολιτική αύξησης των επιτοκίων το 2004. Σημειώστε ότι ο δανεισμός στην αγορά ομοσπονδιακών κεφαλαίων, ή η αγορά ομοσπονδιακού χρέους σύντομης ωρίμανσης, αποτελεί σχεδόν τέλειο υποκατάστατο από την άποψη των τραπεζών. Ως εκ τούτου, η αύξηση του στόχου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων οδηγεί σε μια άμεση και σχεδόν ισοδύναμη αύξηση της απόδοσης ομολόγων με σύντομη ωρίμανση. Ο καθορισμός άλλων τιμών είναι μια πιο περίπλοκη διαδικασία, καθώς τα ομόλογα μικρότερης διάρκειας ωρίμανσης

Figure 4 Daily Treasury Yield Curve Rates, 2004–10
(in percent)



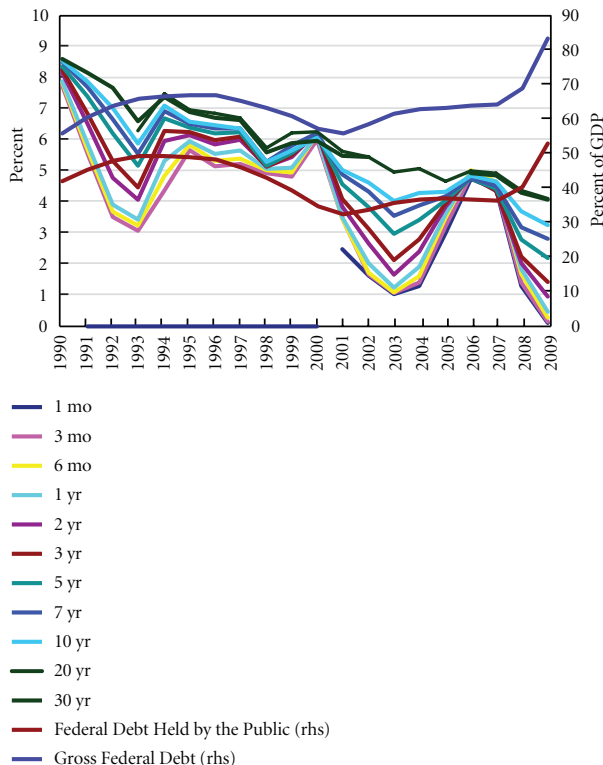
Source: U.S. Department of the Treasury

ανιχνεύουν από κοντά το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, ενώ αυτά με μεγαλύτερη διάρκεια ωρίμανσης δεν μπορούν να κινηθούν σε συνδυασμό με τη στοχευμένη απόδοση.

Αυτό που βλέπουμε στο Σχήμα 4 είναι μια συγκλονιστική σύγκλιση των αποδόσεων σε όλη τη δομή της ωρίμανσης των ομολόγων όταν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ώθησε τα overnight επιτόκια προς το 5%. Αν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα όντως προσπαθούσε να αυξήσει τα επιτόκια ενυπόθηκων δανείων, η προσπάθεια αυτή ηττήθηκε ολότελα από τις αγορές. Όταν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έσφιξε την πολιτική της, οι αποδόσεις για τα 10ετή ομόλογα, που συνήθως ανιχνεύουν αρκετά καλά τα επιτόκια των σταθερών ενυπόθηκων δανείων με αποπληρωμή 30 χρόνια, κινήθηκαν μόλις 100 μονάδες βάσης. Πολλοί έχουν κατηγορήσει την Ομοσπονδιακή Τράπεζα για τη φούσκα των ακινήτων επειδή δήθεν διατήρησε τα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το Σχήμα, όμως, δείχνει ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αύξησε αρκετά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, αλλά αυτό δεν οδήγησε τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε υψηλότερα επίπεδα. Όταν ξέσπασε η κρίση, Ομοσπονδιακή Τράπεζα μείωσε γρήγορα τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, αλλά τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν έπεσαν αρκετά. Αυτό αντικατοπτρίζει το πρόβλημα της ρευστότητας που είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα όλων των χρηματοοικονομικών κρίσεων. (Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια άρχισαν τελικά να πέφτουν γύρω στις αρχές του 2009, πριν ακολουθήσουν ξανά μια ανοδική πορεία). Ακόμη και όταν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια πλησίασαν κοντά στο μηδέν, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα να υπάρχουν μεγάλα ανοίγματα μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Το Σχήμα 5 δείχνει ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, με τη διαφορά μεταξύ ενός μηνός έντοκα γραμμάτια και μακράς διάρκειας ομόλογα να διευρύνεται σε περίπου 400 μονάδες βάσης το 1993, στα μέσα του 2003, και σήμερα. Αυτό που επίσης εμφανίζεται σε αυτό το σχήμα είναι το δημόσιο χρέος—τόσο το καθαρό δημόσιο χρέος όσο και το ακαθάριστο χρέος—ως ποσοστό του ΑΕΠ. Υπάρχει μια τάση να διευρύνεται η διαφορά όταν το απόθεμα του εκκρεμούς χρέους αυξάνεται σε σχέση με το ΑΕΠ. Ο συσχετισμός δεν είναι απόλυτος, απλά ενδεικτικός. Φαίνεται βέβαιο όμως ότι η απόφαση στις αρχές του 2006 για επανέκδοση χρέους τριακονταετής διάρκειας ήταν λάθος κίνηση από τη στιγμή που πρόσφατες εκδόσεις μακροπρόθεσμου χρέους διατήρησαν τα επιτόκια πεισματικά σε πολύ υψηλά επίπεδα. (Θα αναφερθούμε σε μια άλλη ενότητα του κειμένου πώς το υπουργείο Οικονομικών θα μπορούσε εύκολα να αποφύγει την πίεση προς τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παραμένοντας μόνιμα προσκολλημένο σε ομόλογα βραχυπρόθεσμης ωρίμανσης.)

Figure 5 Market Yield on Treasury Securities and Federal Debt, 1990–2009



Sources: Board of Governors of the Federal Reserve System; Economic Report of the President 2010

Πόσο βιώσιμα είναι τα ελλείμματα του προϋπολογισμού;

Ο πρόεδρος Ομπάμα έχει προειδοποιήσει ότι, σε περίπτωση που δεν φέρουμε τον προϋπολογισμό υπό έλεγχο, θα αφήσουμε στα εγγόνια μας ένα «βουνό χρέους». Ο Gregory Mankiw (2010), ο οποίος αντανάκλα τη θέση των «περιστερών του ελλείμματος», υποστηρίζει ότι, ενώ «το έλλειμμα του προϋπολογισμού, ακόμα και ένα μεγάλο έλλειμμα, δικαιολογείται» μερικές φορές, το πρόβλημα είναι ότι ο προϋπολογισμός του Ομπάμα «αποτυγχάνει να... κάνει διαχειρίσιμα τα ελλείμματα, ακόμη και όταν η κατάσταση με τους πολέμους έχει ηρεμήσει και η οικονομία ανακάμπτει από την ύφεση». Στη συνέχεια, υποστηρίζει ότι «ο πρόεδρος φαίνεται να καταλαβαίνει ότι το δημοσιονομικό σχέδιο που παρουσίασε στον προϋπολογισμό του δεν είναι βιώσιμο», κι αυτός είναι ο λόγος που ο Ομπάμα δημιούργησε μια επιτροπή που θα ανακαλύψει έναν τρόπο για να «σταθεροποιήσει την αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ σε ένα αποδεκτό επίπεδο όταν ανακάμψει η οικονομία».

Η Catherine Rampell (2010) πάει ακόμα πιο μακριά, υποστηρίζοντας ότι τα σημερινά κίνητρα οδηγούν κοντόφθαλμους πολιτικούς να «βλέπουν την δημοσιονομική ασωτία ως προϋπόθεση για επανεκλογή», και πως μόνο με την σωστή ευθυγράμμιση «των συμφερόντων της χώρας με εκείνες των πολιτικών που την καθοδηγούν» θα

μπορούσαμε να βάλουμε σε τάξη τον προϋπολογισμό. Μια επιτροπή δεν είναι αρκετή: το Κογκρέσο έχει επιβάλει διάφορους κανόνες στον ίδιο του τον εαυτό—κατανεμημένη πληρωμή (pay-go), το νόμο Gramm-Rudman, τον κανόνα Byrd—αλλά τίποτα δεν αποδείχθηκε ικανό να αποτρέψει τη διαμόρφωση μιας κατάστασης μη βιώσιμων ελλειμμάτων. Ως εκ τούτου, η Rampell προτείνει την «εξουσιοδότηση της δημοσιονομικής πολιτικής—δηλαδή τη φορολογία και τις δαπάνες—σε ένα ξεχωριστό τεχνοκρατικό όργανο, το οποίο μπορεί να στηριχτεί σε μια νομική εξουσία και όχι στη δημοτικότητα». Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως πρότυπο—ένα αμφίπλευρο, ανεξάρτητο όργανο που δεν υπόκειται σε δημοκρατικές πιέσεις. Ή, ίσως ακόμα καλύτερα, λέει η Rampell, να μεταβληθούν άμεσα τα κίνητρα των πολιτικών έτσι ώστε να τους «απαγορεύεται η διεκδίκηση επανεκλογής, ακόμη και να πηγαίνουν φυλακή» εάν «υπερβαίνουν τον προϋπολογισμό».

Είναι προφανές ότι όλες αυτές οι επικρίσεις βασίζονται στην υπόθεση ότι τα μελλοντικά ελλείμματα—αν όχι αυτά που ήδη έχουμε σήμερα—θα είναι πολύ μεγάλα για να είναι βιώσιμα. Διάφοροι δείκτες έχουν προταθεί: η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ (οι Reinhart και Rogoff προτείνουν ένα όριο κάτω από το 90%, ενώ τα κριτήρια του Μάαστριχτ επιβάλουν ως ανώτατο όριο το 60%), ή τη διασφάλιση ότι η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους δεν θα αυξάνεται ταχύτερα από το ΑΕΠ.

Μπορούμε να προσδιορίσουμε τρεις χρηματοοικονομικές θέσεις που σχετίζονται με το δανεισμό των νοικοκυριών ή των επιχειρήσεων—αυτές που ο Hyman P. Minsky ονόμαζε θέσεις αντιστάθμισης, κερδοσκοπίας και Πόνζι. Μια θέση αντιστάθμισης κινδύνου μπορεί να καλύψει τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου από τις εισοδηματικές ροές. Μια κερδοσκοπική θέση μπορεί να καλύψει μόνο τις πληρωμές τόκων, ώστε να μετακυληθεί το κεφάλαιο. Μια θέση Πόνζι θα πρέπει να «κεφαλαιοποιεί» τους τόκους, πράγμα που σημαίνει ότι η μονάδα πρέπει να δανείζεται μόνο και μόνο για να καταβάλει τόκους. Κάποιοι θέλουν να επεκτείνουν μια τέτοια ταξινόμηση στην ίδια την κυβέρνηση. Εάν ορίσουμε το κρατικό «εισόδημα» ως φορολογικά έσοδα, τότε η κερδοσκοπική θέση θα ήταν εκείνη κατά την οποία τα φορολογικά έσοδα καλύπτουν όλες τις τρέχουσες δαπάνες, συμπεριλαμβανομένων των τόκων, αλλά το χρέος δεν μπορεί να εξοφληθεί—ο ορισμός ενός ισοσκελισμένου προϋπολογισμού. Ωστόσο, νέα χρέη θα μπορούσαν να εκδίδονται κάθε χρόνο, εφόσον οι πρόσθετες πληρωμές τόκων καθώς και οι επιπλέον κρατικές δαπάνες αυξάνονται τόσο γρήγορα όσο και τα φορολογικά έσοδα της κυβέρνησης. Με τον τρόπο αυτό, η κυβέρνηση θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τον λογαριασμό κεφαλαιακών συναλλαγών για την έκδοση χρέους και επενδυτικές δαπάνες τύπου κατανεμημένης πληρωμής.

Αυτή είναι μια τυπική πρόταση των «περιστερών του ελλείμματος», που θεωρούν ότι η κυβέρνηση λειτουργεί σαν μια επιχείρηση, διατηρώντας ένα ξεχωριστό λογαριασμό κεφαλαιακών συναλλαγών. Στην περίπτωση αυτή, η «βιωσιμότητα» των ελλειμμάτων θα εξαρτηθεί από τη σχέση μεταξύ του καταβληθέντος επιτοκίου και λοιπών δαπανών και του ρυθμού αύξησης των φορολογικών εσόδων, αλλά θα επιτρέψει στο δημόσιο χρέος να αυξάνεται στα επίπεδα του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Θεωρητικά, η αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ θα μπορούσε να αυξηθεί ακόμη και για κάποιο χρονικό διάστημα, εάν οι φόροι αυξανόντουσαν γρηγορότερα από το ΑΕΠ. Για μια οικονομική μονάδα απείρου διάρκειας ζωής, η κερδοσκοπική θέση φαίνεται να είναι ασφαλής, αν και η

άνοδος των επιτοκίων ή η πτώση των φορολογικών εσόδων και οι αυξανόμενες δαπάνες προς το κοινωνικό δίκτυο ασφαλείας σε μια περίοδο οικονομικής ύφεσης θα μπορούσαν να μετατρέψουν μια κερδοσκοπική θέση σε μια θέση Πόνζι με την παραγωγή μεγάλων ελλειμμάτων. Όπως προειδοποιεί ο Mankiw, οι σημερινές προβλέψεις για τον προϋπολογισμό δείχνουν μια αύξηση της αναλογίας του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, και ίσως να είναι εξωπραγματικά αισιόδοξες οι προβλέψεις για οικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, σε περίπτωση που ανακάμπτει η οικονομία, είναι σχεδόν βέβαιο ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα αρχίσει να αυξάνει τα επιτόκια—αυξάνοντας τις ομοσπονδιακές δαπάνες εξαιτίας των υψηλότερων τόκων. Ως εκ τούτου, φαίνεται ότι μια χρηματοδότηση Πόνζι είναι ένα πιθανό αποτέλεσμα της τρέχουσας δημοσιονομικής πολιτικής. Στην περίπτωση αυτή, η κυβέρνηση θα «δανειστεί» για να χρηματοδοτήσει τουλάχιστον ένα μέρος της αποπληρωμής των τόκων, και δεν θα είναι σε θέση να αποπληρώσει το χρέος της.

Στην επόμενη ενότητα εξετάζουμε κατά πόσο είναι σκόπιμο να εφαρμόζονται τέτοιου είδους ταξινομήσεις σε ένα κυρίαρχο κράτος. Θα ισχυριστούμε ότι οι ταξινομήσεις των χρηματοοικονομικών θέσεων δεν ισχύουν για ένα κυρίαρχο κράτος με τη δυνατότητα να εκδίδει δικό του νόμισμα. Με άλλα λόγια, υποστηρίζουμε ότι το κράτος δεν λειτουργεί όπως ένα νοικοκυριό ή μια επιχείρηση.

Το κράτος δεν λειτουργεί όπως ένα νοικοκυριό ή μια επιχείρηση

Οι συζητήσεις για το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού συχνά ξεκινούν με μια αναλογία για τους προϋπολογισμούς των νοικοκυριών: «κανένα νοικοκυριό δε μπορεί συνεχώς να δαπανά περισσότερα από το εισόδημά του, οπότε ούτε η ομοσπονδιακή κυβέρνηση μπορεί να το κάνει». Αυτή η δήλωση μπορεί στην επιφάνεια να φαίνεται λογική, αλλά, άμα το ψάξουμε βαθύτερα το ζήτημα, τότε θα δούμε ότι δεν έχει απολύτως κανένα νόημα. Ένα κυρίαρχο κράτος δεν έχει καμία προφανή ομοιότητα με ένα νοικοκυριό ή μια επιχείρηση.

Πρώτα απ' όλα, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ είναι 221 ετών, αν λάβουμε ως ημερομηνία γέννησης της χώρας την υιοθέτηση του Συντάγματος. Αναμφίβολα, πρόκειται για την καλύτερη επιλογή, αφού το Σύνταγμα καθιέρωσε μια κοινή αγορά στις Ηνωμένες Πολιτείες, απαγόρευσε στις πολιτείες να παρεμποδίζουν το διαπολιτειακό εμπόριο (για παράδειγμα, μέσω της φορολογίας), παραχώρησε στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση την αρμοδιότητα να επιβάλλει και να εισπράττει φόρους, καθώς και την εξουσία για τη δημιουργία χρήματος και τη ρύθμιση της αξίας του.

Κανένας επικεφαλής ενός νοικοκυριού δεν έχει τόσο μεγάλη διάρκεια ζωής. Αυτό μπορεί να φαίνεται άσχετο, αλλά δεν είναι. Όταν πεθαίνει κανείς, τα χρέη του και τα περιουσιακά στοιχεία του πρέπει να αναληφθούν από κάποιον και θα ξεκινήσει μια διαδικασία εκκαθάρισης. Οι επιχειρήσεις μπορεί να έχουν μακράς διάρκειας ζωή, αλλά όταν χρεοκοπούν ή εξαγοράζονται τα χρέη τους επίσης τα αναλαμβάνουν κάποιιοι άλλοι ή γίνεται εκκαθάριση. Ωστόσο, δεν υπάρχει μέρα «απολογισμού» ή τελική ημερομηνία πληρωμής για μια κυρίαρχη κυβέρνηση. Φυσικά, αληθεύει το γεγονός ότι όλες οι κυβερνήσεις δεν διαρκούν για πάντα, και ενίοτε νέες κυβερνήσεις θα επιλέξουν να

τιμήσουν τα χρέη των κυβερνήσεων που «απεβίωσαν». Αλλά αυτή είναι μια επιλογή, εφόσον μια κυρίαρχη κυβέρνηση είναι... κυρίαρχος.

Σημειώστε επίσης ότι παρά την αναλογία μεταξύ κράτους και επιχείρησης και τις δηλώσεις ότι τα χρέη δεν μπορούν να αυξάνονται για πάντα, οι επιχειρήσεις μπορούν και επιτρέπουν να αυξάνονται τα χρέη τους από έτος σε έτος, χωρίς οριστική απόσυρση του χρέους, εκτός και αν πέσει έξω η επιχείρηση. Με άλλα λόγια, οι μακρόβιες επιχειρήσεις δαπανούν περισσότερα χρήματα από τα εισοδήματά τους σε συνεχή βάση. Το κλειδί, φυσικά, είναι ότι προσπαθούν να ισορροπήσουν τους τρέχοντες ισολογισμούς τους και διατηρούν ξεχωριστό κεφαλαιακό λογαριασμό συναλλαγών. Στο βαθμό, λοιπόν, που μπορούν οι επιχειρήσεις να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, το χρέος μπορεί μονίμως να μετακυλιέται αντί να αποσύρεται. Γι αυτό κάποιες «περιστερές του ελλείμματος» τάσσονται υπέρ των κρατικών λογαριασμών κεφαλαίου.

Θα προβάλλουμε ένα ισχυρότερο επιχείρημα: ακόμη και μια επιχείρηση με άπειρη διάρκεια ζωής είναι οικονομικά περιορισμένη, ενώ μια κυρίαρχη κυβέρνηση που εκδίδει το δικό της νόμισμα δεν υπόκειται στους ίδιους περιορισμούς.

Δεύτερον—και πολύ πιο σημαντικό—τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις δεν έχουν την εξουσία να επιβάλλουν φόρους, να εκδίδουν νόμισμα, ή να απαιτούν ότι οι φόροι θα πρέπει να καταβάλλονται στο νόμισμα που εκδίδουν. Αντίθετα, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις είναι χρήστες του νομίσματος που εκδίδεται από μια κυρίαρχη κυβέρνηση. Τόσο τα νοικοκυριά όσο και οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν υποχρεώσεις, και μερικές από αυτές τις υποχρεώσεις μπορεί να εκπληρώνουν ορισμένες λειτουργίες που έχει το «χρήμα». Για παράδειγμα, οι τράπεζες παρέχουν καταθέσεις όψεως, που είναι τραπεζικές υποχρεώσεις που μπορεί να χρησιμοποιηθούν από τα νοικοκυριά ή τις επιχειρήσεις ως μέσο συναλλαγής, μέσο απόσυρσης του χρέους, ή μέσο αποθήκευσης αξίας. Ωστόσο, όλα αυτά τα ιδιωτικά «χρηματικά πράγματα» (τραπεζικές καταθέσεις ή άλλες ιδιωτικές υποσχέσεις αποπληρωμής) είναι εκφρασμένα σε δολάρια, και μόνο η κυρίαρχη κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών έχει το συνταγματικά προβλεπόμενο δικαίωμα να καθορίσει τα πρότυπα του βάρους και των μετρήσεων—δηλαδή, να αναφερθούν τα χρήματα ενός λογαριασμού σε δολάρια.

Δεν υπάρχει ανάγκη να δώσουμε μια πολύ στενή ερμηνεία σε όλο αυτό το υπόβαθρο. Είναι σαφές ότι οι κάτοικοι των ΗΠΑ μπορούν να επιλέξουν εθελοντικά να χρησιμοποιήσουν ξένα νομίσματα ή ακόμα και ιδιοσυγκρασιακά μέτρα της αξίας των συναλλαγών (μονάδες τοπικού νομίσματος, όπως το Μπερκσέαρ που υιοθετήθηκε στην περιοχή Berkshires της Μασαχουσέτης). Σε τελική ανάλυση, η ικανότητα της αμερικανικής κυβέρνησης να επιβάλει φόρους σε δολάρια και σε άλλες υποχρεώσεις (π.χ., τέλη και πρόστιμα), και να απαιτεί ότι αυτοί οι φόροι και οι υποχρεώσεις θα πρέπει να καταβληθούν σε δολάρια, δίνει προτεραιότητα στη χρήση των δολαρίων στο κυρίαρχο έδαφος της που κανένα άλλο νόμισμα δεν απολαμβάνει.

Τρίτον, με μια σύντομη εξαίρεση, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση κουβαλάει χρέος κάθε χρόνο από το 1776. Η πρώτη και μοναδική φορά στην ιστορία των ΗΠΑ που αποσύρθηκε το δημόσιο χρέος ήταν τον Ιανουάριο του 1835. Διατηρήθηκε τότε ένας πλεονασματικός προϋπολογισμός για τα επόμενα δύο χρόνια προκειμένου να

συγκεντρωθεί αυτό που ο υπουργός Οικονομικών του προέδρου Τζάκσον Levi Woodbury ονόμασε «ένα κεφάλαιο για την κάλυψη των μελλοντικών ελλειμμάτων». Το 1837, η οικονομία βυθίστηκε σε βαθιά ύφεση που οδήγησε τον προϋπολογισμό σε έλλειμμα. Από τότε, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση βρίσκεται διαρκώς με χρέος.

Από το 1776, καταγράφηκαν σημαντικά πλεονάσματα στον προϋπολογισμό και μείωση του χρέους σε επτά διαφορετικές περιόδους. Το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 29% από το 1817 έως το 1821, και αποσύρθηκε το 1835 (υπό την προεδρία του Jackson). Συρρικνώθηκε κατά 59% την περίοδο 1852–57, κατά 27% μεταξύ 1867–73, περισσότερο από το 50% από το 1880 έως το 1893, και κατά περίπου 33% από το 1920 έως το 1930. Η τελευταία φορά που η κυβέρνηση «έτρεχε» πλεονασματικό προϋπολογισμό ήταν κατά τη διάρκεια της δεύτερης θητείας του προέδρου Κλίντον.

Ειλικρινά, υπάρχει νοικοκυριό που θα ήταν σε θέση να τρέξει ελλείμματα για περίπου 190 από τα τελευταία 230 τόσα χρόνια και να συσσωρεύει χρέος σχεδόν ασταμάτητα από το 1837; Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπάρχουν επιχειρήσεις που αυξάνουν το χρέος τους από χρόνο σε χρόνο, οπότε είναι πιθανό ότι μια επιχείρηση θα μπορούσε να εμφανίσει ένα ιστορικό με δαπάνες που να μοιάζει με το πρότυπο δαπανών της ομοσπονδιακής κυβέρνησης. Ωστόσο, ο ισχυρισμός θα μπορούσε να είναι ότι οι επιχειρήσεις χρεώνονται προκειμένου να αυξήσουν την παραγωγική ικανότητά τους και συνεπώς την κερδοφορία, ενώ οι κρατικές δαπάνες αποτελούν σε μεγάλο βαθμό μια μορφή «κατανάλωσης». Αυτός φαίνεται να είναι και ο λόγος για τον οποίον γίνεται τόσο συχνά η αναλογία μεταξύ κράτους και νοικοκυριού αναφορικά με τους προϋπολογισμούς. Αλλά ακόμα και αν αληθεύει ότι τα νοικοκυριά δεν τρέχουν μονίμως ελλείμματα, είναι αποδεδειγμένο εμπειρικά ότι η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών μπορεί να το κάνει.

Τέταρτον, οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν επίσης βιώσει έξι περιόδους βαθιάς οικονομικής ύφεσης, που ξεκίνησαν το 1819, το 1837, το 1857, το 1873, το 1893, και το 1929. Συγκρίνοντας αυτές τις ημερομηνίες με τις περιόδους των πλεονασματικών προϋπολογισμών, διαπιστώνει κανείς ότι κάθε σημαντική μείωση του δημοσίου χρέους, με την εξαίρεση των πλεονασμάτων της περιόδου Κλίντον, ακολουθείται από ύφεση, και πως πριν από κάθε ύφεση είχε προηγηθεί σημαντική μείωση του χρέους. Μετά τα πλεονάσματα Κλίντον ακολούθησε η ύφεση Μπους, που έληξε με μια κερδοσκοπική ευφορία τροφοδοτημένη από ιδιωτικό χρέος, και που την ακολούθησε στη συνέχεια η τρέχουσα οικονομική κρίση. Ακόμα δεν ξέρουμε αν θα βιώσουμε μια άλλη Μεγάλη Ύφεση. Φυσικά δεν μπορούμε να αποκλείσουμε τις συμπτώσεις, αλλά είναι αξιοπερίεργο ότι είχαμε επτά περιόδους με κυβερνητικά πλεονάσματα που ακολουθήθηκαν από επτά υφέσεις. Και όπως θα δείξουμε παρακάτω, οι λιγότερο σοβαρές υφέσεις στη μεταπολεμική περίοδο έχουν σχεδόν πάντα προηγηθεί από μειώσεις στα ελλείμματα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού. Αυτό μας οδηγεί στο εξής συμπέρασμα—δηλαδή, ότι η ομοσπονδιακή κυβέρνηση είναι μια τόσο μεγάλη οντότητα που οποιαδήποτε μετακίνηση της θέσης του προϋπολογισμού έχει μεγάλο αντίκτυπο στην οικονομία. Το θέμα αυτό αποτελεί το αντικείμενο συζήτησης στην αμέσως επόμενη ενότητα. Όπως θα δούμε, ο προϋπολογισμός της κυβέρνησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εξισορρόπηση της οικονομίας—καλύπτοντας κενά στη ζήτηση που επιτρέπουν στους μη κρατικούς τομείς να τρέχουν πλεόνασμα, που

τόσο πολύ επιθυμούν. Για το λόγο αυτό, η προσπάθεια να λειτουργήσει ο προϋπολογισμός της ομοσπονδιακής κυβέρνησης όπως αυτός ενός νοικοκυριού, που συνήθως θέλει να αποταμιεύει, έχει καταστρεπτική επίδραση στην οικονομία.

Τέλος, το πιο σημαντικό σημείο είναι ότι η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ είναι ο μοναδικός εκδότης του δολαρίου, το οποίο είναι πάντα ευπρόσδεκτο για πληρωμές. Στην πραγματικότητα, η κυβέρνηση δαπανά με τη διαδικασία της πίστωσης σε τραπεζικές καταθέσεις (και πιστώνοντας ταυτόχρονα τα αποθεματικά των τραπεζών). Ως εκ τούτου, δεν μπορεί ποτέ να ξεμείνει από δολάρια. Τα ζητήματα αυτά διερευνώνται λεπτομερώς στη συνέχεια. Αλλά το θέμα είναι ότι κανένα νοικοκυριό (ή επιχείρηση) δεν έχει τη δυνατότητα να δαπανά με τη διαδικασία της πίστωσης σε τραπεζικές καταθέσεις και αποθεματικά ή μέσω της έκδοσης νομίσματος. Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις μπορούν να ξοδεύουν με τη μετάβαση στο χρέος, αλλά το χρέος πρέπει να εξυπηρετείται με ένα άλλο χρέος—συνήθως με τραπεζικό δανεισμό. Μια κυρίαρχη κυβέρνηση καταβάλλει πληρωμές (συμπεριλαμβανομένων των τόκων επί του χρέους της) με την έκδοση μη μετατρέψιμων υποσχέσεων για πληρωμή. Αυτός είναι ο λόγος που τελικά καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η έννοια της «χρηματοδότησης Πόνζι» δεν ισχύει για το κράτος επειδή, αντίθετα με τους ιδιώτες οφειλέτες, μπορεί πάντα να εξυπηρετήσει το χρέος του με πίστωση λογαριασμών. Αυτό είναι το κλειδί της κατανόησης ως προς το γιατί τα διαρκή ελλείμματα του προϋπολογισμού είναι «βιώσιμα» με τη συμβατική έννοια του όρου.

Αντιλαμβανόμαστε ότι η διάκριση μεταξύ ενός κυρίαρχου κράτους και ενός νοικοκυριού δεν καθησυχάζει όλους τους φόβους σχετικά με τα ελλείμματα. Αλλά από τη στιγμή που επικαλείται η αναλογία μεταξύ κράτους και επιχείρησης τόσο συχνά, είναι χρήσιμο να καθοριστούν μερικές από τις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν ανάμεσα στις δύο οντότητες. Όταν κάποιος ισχυρίζεται ότι τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού δεν είναι βιώσιμα, και ότι η κυβέρνηση θα πρέπει τελικά να εξοφλήσει όλο χρέος που έχει συσσωρεύσει, θα πρέπει να ρωτήσουμε πως μπόρεσε η κυβέρνηση των ΗΠΑ να αποφύγει την απόσυρση του χρέους από το 1837 έως σήμερα. Με άλλα λόγια, δεν επαρκούν 173 χρόνια για να αποδείξουμε ότι τα ελλείμματα είναι «βιώσιμα»; Δεν θα μπορούσε συνεπώς να συνεχίσει η κυβέρνηση των ΗΠΑ να τρέχει ελλείμματα για άλλα 173 χρόνια χωρίς να πτωχεύσει το κράτος; Ναι, παραδεχόμαστε ότι η ιστορική ανάλυση δεν είναι επαρκής αφού οι Ηνωμένες Πολιτείες δεν είναι σήμερα τη χώρα που ήταν το 1837. Ωστόσο, για λόγους που θα αναφέρουμε, η δημοσιονομική κατάσταση που αντιμετωπίζει η κυβέρνηση των ΗΠΑ είναι πολύ πιο ευνοϊκή σήμερα από ότι ήταν μεταξύ 1873 και αρχές του 1970, όταν οι Ηνωμένες Πολιτείες λειτουργούσαν κυρίως στη βάση ενός μετατρέψιμου νομίσματος.

Στις επόμενες δύο ενότητες παρουσιάζουμε μια εναλλακτική άποψη των κρατικών ελλειμμάτων και στη συνέχεια συγκρίνουμε μια κυρίαρχη χώρα, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, με μια χώρα που λειτουργεί χωρίς το δικό της νόμισμα, όπως η Ελλάδα με το ευρώ ή η Αργεντινή στο πλαίσιο ενός currency board. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η κατάσταση που αντιμετωπίζουν οι Ηνωμένες Πολιτείες σήμερα είναι πράγματι διαφορετική από ότι ήταν όταν ιδρύθηκε το έθνος, αλλά και για όλα τα επόμενα χρόνια έως την κατάρρευση της συμφωνίας του Bretton Woods το 1973. Οι αλλαγές που έλαβαν μέρος εκείνη τη χρονιά δεν αφήνουν περιθώρια αρνητικής απάντησης στην

απορία σχετικά με τη βιωσιμότητα των ομοσπονδιακών ελλειμμάτων του προϋπολογισμού. Όταν οι Ηνωμένες Πολιτείες εξάλειψαν και τα τελευταία απομεινάρια του κανόνα του χρυσού, τα δημόσια οικονομικά εισήλθαν σε ένα εντελώς νέο πρότυπο.

Οι πραγματικές διαδικασίες δαπανών μιας κυρίαρχης κυβέρνησης

Οι κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο έχουν δημιουργήσει τόσους πολλούς αυτοεπιβαλλόμενους περιορισμούς στις δημόσιες δαπάνες που έχει καταστεί πολύ δύσκολο να δούμε την αλήθεια που κρύβεται πίσω από τις δημόσιες δαπάνες. Φυσικά, έχουμε την τάση να πιστεύουμε ότι ένας ισοσκελισμένος προϋπολογισμός για μια οικογένεια ή την κυβέρνηση είναι καλό πράγμα, αλλά χωρίς να κάνουμε τη διάκριση μεταξύ ενός εκδότη νομίσματος και ενός χρήστη νομίσματος—μεταξύ μιας κυρίαρχης και μιας μη κυρίαρχης χώρας (από τη νομισματική άποψη). Μια χώρα που προσδένει τη συναλλαγματική της ισοτιμία σε άλλο νόμισμα (ή σε μέταλλο) δεν διαθέτει νομισματική κυριαρχία καθώς ο χώρος της εγχώριας πολιτικής περιορίζεται από την ανάγκη της διατήρησης της ισοτιμίας. Με βάση τον ορισμό μας, κυρίαρχο νόμισμα είναι ένα νόμισμα που δεν είναι προσδεμένο, που σημαίνει ότι η κυβέρνηση δεν υπόσχεται να προβαίνει σε συναλλαγές του νομίσματός της στο πλαίσιο μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Υπό αυτή την έννοια, ένα κυρίαρχο νόμισμα δεν είναι μετατρέψιμο. Οι Ηνωμένες Πολιτείες, όπως και πολλές ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες, λειτουργούν στη βάση ενός κυρίαρχου νομισματικού συστήματος από το 1973 και μετά—δηλαδή από τότε που το δολάριο έπαψε να είναι προσδεμένο στον χρυσό.

Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι αν μια κυβέρνηση εκδίδει ένα νόμισμα το οποίο δεν υποστηρίζεται από οποιοδήποτε μέταλλο, ή δεν είναι προσδεμένο σε άλλο νόμισμα, τότε τίποτα δεν μπορεί να περιορίσει την ικανότητά της να χρηματοδοτήσει τις δαπάνες επειδή δεν χρειάζεται έσοδα από φόρους και ομόλογα προκειμένου να ξοδέψει. Υποστηρίζουμε, εν ολίγοις, ότι οι σύγχρονες κυρίαρχες κυβερνήσεις δαπανούν μέσω πίστωσης των τραπεζικών λογαριασμών, που σημαίνει ότι στην πραγματικότητα δεν ξοδεύουν φορολογικά έσοδα ούτε δανείζονται από την πώληση ομολόγων. Αντίθετα, οι φόροι οδηγούν σε χρεώσεις των τραπεζικών λογαριασμών. Τα ελλείμματα του προϋπολογισμού οδηγούν σε καθαρές πιστώσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς και τα πλεονάσματα σε καθαρές χρεώσεις. Στο μακροοικονομικό επίπεδο, οι κρατικές δαπάνες αυξάνουν το ιδιωτικό διαθέσιμο εισόδημα, ενώ οι φόροι μειώνουν τις δαπάνες. Το έλλειμμα προκύπτει όταν η κυβέρνηση αυξάνει το ιδιωτικό διαθέσιμο εισόδημα σε υψηλότερα επίπεδα από τα επίπεδα φορολογίας. Ένα κρατικό πλεόνασμα (έλλειμμα) πρέπει να ισούται με το έλλειμμα του μη κρατικού τομέα (πλεόνασμα).

Το κράτος συνήθως πουλάει ομόλογα αντίστοιχα με τα επίπεδα που βρίσκεται το έλλειμμα του προϋπολογισμού. Θα εξηγήσουμε τους λόγους για το οποίο γίνεται αυτό παρακάτω. Όπως ήδη αναφέρθηκε, τα δημοσιονομικά ελλείμματα δημιουργούν μη κρατικά πλεονάσματα, ή αποταμίευσεις, διότι οι κρατικές δαπάνες σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά των φόρων δημιουργούν μη κρατικό εισόδημα. Όταν το Treasury πουλάει ομόλογα, μέρος των εσόδων που δημιουργούνται από τα κρατικά ελλείμματα οδηγούνται προς αποταμίευση υπό τη μορφή αγοράς κρατικών ομολόγων. Ειδικά, αυτή η αποταμίευση καταλήγει σε τραπεζικές καταθέσεις. Όταν η αξία των επιταγών του Treasury είναι μεγαλύτερη από την αξία των επιταγών του ιδιωτικού τομέα που

πληρώνει φόρους, ο ιδιωτικός τομέας λαμβάνει καθαρό εισόδημα και συσσωρεύει πλούτο με τη μορφή ομολόγων.

Οι ιδιωτικές τράπεζες, με τη σειρά τους, συσσωρεύουν ομόλογα, συν αποθέματα στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα σε ποσό ίσο με το έλλειμμα της κυβέρνησης (μείον όποιες αναλήψεις μετρητών). Τα αποθέματα στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα αναλογούν κατά κάποιο τρόπο με τραπεζικούς «λογαριασμούς διακίνησης επιταγών»—που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες για εκκαθάριση (μεταξύ των τραπεζών και με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα). Τα ομόλογα μπορεί να θεωρηθούν ως τραπεζικοί «λογαριασμοί καταθέσεων» που διατηρούνται στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα με επιτόκιο. Όταν μία τράπεζα αγοράζει ένα ομοσπονδιακό ομόλογο, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα χρεώνει τους «λογαριασμούς διακίνησης επιταγών» των τραπεζών (αποθεματικά) και πιστώνει τους «λογαριασμούς καταθέσεων» των τραπεζών (ομόλογα). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πιστώνει με τόκους τους «λογαριασμούς καταθέσεων» (ομόλογα), ενώ τώρα πιστώνει επίσης με τόκους και τους «λογαριασμούς διακίνησης επιταγών» διότι ξεκίνησε από πέρυσι να προσφέρει στις τράπεζες ένα πολύ μικρό επιτόκιο για πλεονάζοντα αποθεματικά.

Όταν το Treasury ξοδεύει στέλνοντας μια επιταγή προς τον ιδιωτικό τομέα, η επιταγή θα κατατεθεί σε τράπεζα. (Οι καταθέσεις γίνονται όλο και περισσότερο μέσω εμβάσματος). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πιστώνει στη συνέχεια τον λογαριασμό αποθεματικών της τράπεζας και χρεώνει το λογαριασμό του Treasury στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Η αντίθετη διαδικασία λαμβάνει μέρος όταν το κοινό πληρώνει φόρους: πιστώνεται ο λογαριασμός του Treasury στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα και χρεώνεται ο λογαριασμός αποθεματικών της τράπεζας, μαζί με τον τραπεζικό λογαριασμό των φορολογουμένων.

Σε περίπτωση που το κοινό αποφασίσει ότι δεν θέλει να έχει τραπεζικές καταθέσεις και θα προτιμούσε μετρητά, τα νοικοκυριά και οι εταιρείες αποσύρουν τα χρήματά τους από τους τραπεζικούς τους λογαριασμούς, και τα τραπεζικά αποθέματα μειώνονται κατά το ποσό αυτό. Το ίδιο συμβαίνει όταν το κοινό προτιμά να διατηρεί τις αποταμιεύσεις του με τη μορφή κρατικών ομολόγων. Η πώληση των κρατικών ομολόγων στο κοινό οδηγεί σε χρέωση του λογαριασμού αποθεματικών των τραπεζών καθώς οι αγοραστές ομολόγων χρεώνουν τους τραπεζικούς τους λογαριασμούς, και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα χρεώνει τους λογαριασμούς αποθεματικών των τραπεζών και πιστώνει τον λογαριασμό του Treasury στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Κάθε φορά που το Treasury ξοδεύει, τα αποθεματικά των τραπεζών πιστώνονται—τουλάχιστον όσο ο μη τραπεζικός τομέας δεν κάνει ανάληψη μετρητών από τους λογαριασμούς του. Αν οι τράπεζες έχουν ήδη τα επιθυμητά αποθεματικά (που θα είναι η κανονική περίπτωση), οι δαπάνες από το Treasury δημιουργούν πλεονάζοντα αποθεματικά στο σύστημα. Οι τράπεζες προσφέρουν πλεονάζοντα αποθεματικά στις overnight αγορές της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Φυσικά, το μόνο που επιτυγχάνεται με αυτή την κίνηση είναι να μετατοπίζονται τα πλεονάζοντα αποθεματικά από τη μία τράπεζα στην άλλη, αφού τα αποθεματικά δεν αποσύρονται από το τραπεζικό σύστημα παρά μόνο με την ανάληψη μετρητών. Αν δεν βρεθούν αγοραστές για τα αποθεματικά, μια τέτοια εξέλιξη θα προκαλέσει πτωτικές πιέσεις στα επιτόκια κεφαλαιακών αγορών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, εκτός και αν παρέμβει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Προκειμένου να διαμορφωθεί ένα υποκατάστατο για τα πλεονάζοντα αποθεματικά και να επιτευχθεί ο ζητούμενος στόχος, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πουλάει κρατικά ομόλογα στον ιδιωτικό τομέα, μετατρέποντας με αυτό τον τρόπο τον πλούτο που διατηρείται υπό τη μορφή τραπεζικών καταθέσεων και αποθεματικών σε τίτλους κρατικών ομολόγων. Τα αποθεματικά των τραπεζών χρεώνονται με το ποσό πώλησης κρατικών ομολόγων (ανεξάρτητα από το αν αγοράστηκαν από τις τράπεζες ή τους πελάτες τους). Στην ουσία, αυτή η κίνηση αντικαθιστά τα πλεονάζοντα αποθεματικά («λογαριασμοί διακίνησης επιταγών» στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα), που είναι λιγότερο κερδοφόρα, με κρατικά ομόλογα («λογαριασμοί καταθέσεων» στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα), που έχουν υψηλότερο ποσοστό κερδοφορίας. Αυτό γίνεται για να εξυπηρετηθεί η ζήτηση για κρατικά ομόλογα, που προκύπτει από την πτώση των επιτοκίων στις overnight κεφαλαιακές αγορές της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (επειδή οι τράπεζες δεν θέλουν να διατηρήσουν την υπάρχουσα ποσότητα αποθεματικών). Με άλλα λόγια, οι πωλήσεις των κρατικών ομολόγων θα πρέπει να θεωρηθούν ως μια πράξη νομισματικής πολιτικής που εξυπηρετεί τις προτιμήσεις των τραπεζικών χαρτοφυλακίων και των πελατών τους—με τον ίδιο τρόπο που οι τράπεζες θα εξυπηρετήσουν μια τυχόν επιθυμία των ιδιωτών να μετατοπίσουν τα κεφάλαιά τους από λογαριασμούς διακίνησης επιταγών σε αποταμιευτικούς λογαριασμούς.

Για να ανακεφαλαιώσουμε, το κρατικό έλλειμμα αυξάνει το διαθέσιμο εισόδημα στον ιδιωτικό τομέα, που με τη σειρά του αυξάνει τις αποταμιεύσεις και τον πλούτο, τα οποία μπορεί να διατηρηθούν είτε με τη μορφή μετρητών ή κρατικών ομολόγων είτε μέσω τραπεζικών καταθέσεων. Αν το κοινό προτιμήσει τις τραπεζικές καταθέσεις, τότε οι τράπεζες θα διατηρήσουν μια ισοδύναμη ποσότητα σε αποθεματικά, μετρητά και κρατικά ομόλογα (κρατικές υποσχέσεις για πληρωμή), που θα κατανέμονται ανάλογα με τις προτιμήσεις μιας τράπεζας.

Ένας πλεονασματικός κυβερνητικός προϋπολογισμός έχει ακριβώς την αντίθετη επίδραση στα ιδιωτικά εισοδήματα και στον πλούτο: είναι μια καθαρή διαρροή του διαθέσιμου εισοδήματος από τον μη κρατικό τομέα, που οδηγεί σε μείωση των αποταμιεύσεων και του πλούτου. Όταν το κράτος αποσπά περισσότερα από τους πολίτες μέσω φόρων από ό, τι συνεισφέρει μέσω δαπανών, αυτό οδηγεί αρχικά σε μια καθαρή χρέωση των τραπεζικών αποθεμάτων και σε μείωση του ποσοστού των μετρητών σε λογαριασμούς. Εάν οι τράπεζες είχαν διατηρήσει πριν το επιθυμητό ποσό αποθεματικών και μετρητών (που θα ήταν η κανονική περίπτωση, ειδάλλως θα υπήρχε πίεση στα overnight επιτόκια), ένας πλεονασματικός προϋπολογισμός θα οδηγήσει σε έλλειμμα αποθεματικών και διαθέσιμων μετρητών. Οι τράπεζες θα μπορούσαν να κατευθυνθούν στην κεφαλαιακή αγορά της Ομοσπονδιακής Τράπεζας για την απόκτηση αποθεματικών, αλλά σε αυτό το σενάριο υπάρχει έλλειψη στο σύστημα που δεν μπορεί να καλυφθεί από τον διατραπεζικό δανεισμό. Ως αποτέλεσμα, η έλλειψη διαθέσιμων μετρητών και αποθεματικών αναγκάζει τον ιδιωτικό τομέα να ρευστοποιήσει τα κρατικά ομόλογα στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα προκειμένου να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποθέματα. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προσθέτει στη συνέχεια αποθέματα στους τραπεζικούς «λογαριασμούς διακίνησης επιταγών» και χρεώνει τους τραπεζικούς «αποταμιευτικούς λογαριασμούς», μειώνοντας ταυτόχρονα τον λογαριασμό καταθέσεων του Treasury στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα και αποσύροντας τα κρατικά ομόλογα. Η

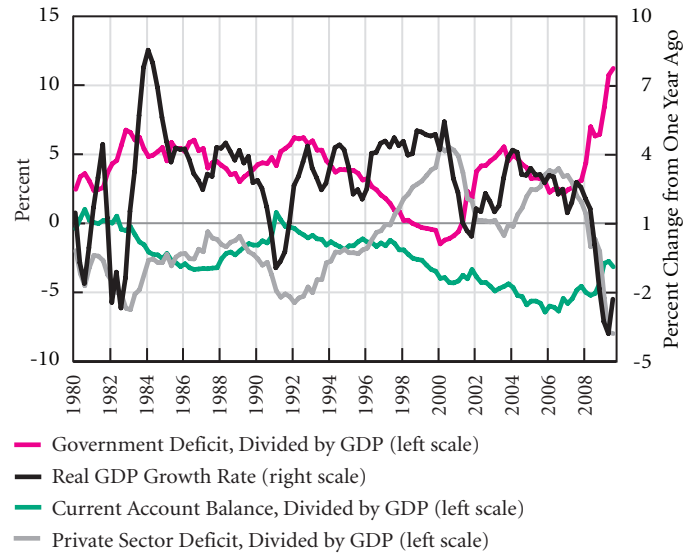
απόσυρση του κρατικού χρέους λαμβάνει μέρος ταυτόχρονα και σε ίδια περίπου επίπεδα με τα κρατικά πλεονάσματα.

Οι τρεις ισορροπίες και η επίδραση των κρατικών πλεονασμάτων

Η πιο πρόσφατη περίοδος όπου εμφανίσε πλεόνασμα η ομοσπονδιακή κυβέρνηση ήταν τα πλεονάσματα της κυβέρνησης Κλίντον από το πρώτο τρίμηνο του 1998 μέχρι το δεύτερο τρίμηνο του 2001. Για λόγους που θα πρέπει τώρα να είναι ξεκάθαροι, τα πλεονάσματα αυτά είχαν δραματική επίπτωση στα επίπεδα εισοδήματος και πλούτου του μη κρατικού τομέα, αναγκάζοντας τα νοικοκυριά να δανειστούν προκειμένου να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο. Εφόσον η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών έτρεχε ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατά την περίοδο αυτή, ο εγχώριος μη κρατικός τομέας έτρεχε υποχρεωτικά ακόμη μεγαλύτερα ελλείμματα προκειμένου να ταιριάξουν με το κρατικό πλεόνασμα της κυβέρνησης, καθώς επίσης και το ξένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.⁴

Οι ρυθμοί δανεισμού των νοικοκυριών επιταχύνθηκαν τη δεκαετία μετά τα κρατικά πλεονάσματα του 1998, σημειώνοντας αύξηση από 67% στο 97% το 2007. Σε αντίθεση, το χρέος των νοικοκυριών αυξήθηκε από περίπου 40% στο 65% του ΑΕΠ καθ' όλη την περίοδο μεταξύ 1960–97. Η ιστορία της εξέλιξης του ιδιωτικού χρέους στις ΗΠΑ δεν θα ήταν πλήρης χωρίς τους αρπακτικούς δανειστές, οι οποίοι ήταν πρόθυμοι να επεκτείνουν την πίστωση σε όλους ανεξάρτητα από την ικανότητα αποπληρωμής, και την κατάργηση των ελέγχων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία απελευθέρωσε τα χέρια των δανειστών.

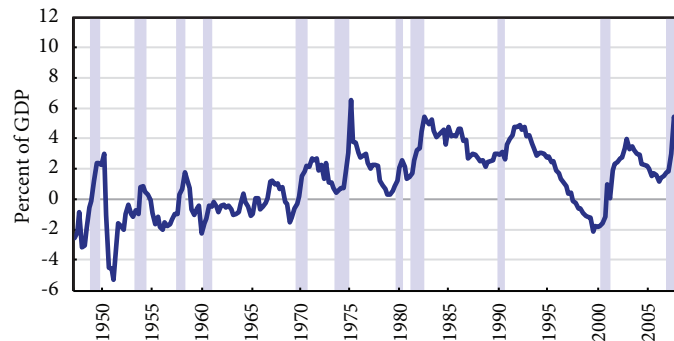
Με βάση το έργο του Διακεκριμένου Μελετή στο Ινστιτούτο Οικονομικών Λίβι Wynne Godley, είναι χρήσιμος ο διαχωρισμός της μακροοικονομίας σε τρεις βασικούς τομείς: το κράτος, τον ιδιωτικό τομέα, και τον ξένο τομέα. Σύμφωνα με την συνολική λογιστική ταυτότητα του Godley, το σύνολο των ελλειμμάτων και των πλεονασμάτων σε αυτούς τους τρεις τομείς θα πρέπει να καταλήγει στο μηδέν. Με άλλα λόγια, όταν ένας τομέας τρέχει έλλειμμα, τουλάχιστον ένας άλλος τομέας τρέχει πλεόνασμα. Το Σχήμα 6 εμφανίζει τις τρεις κύριες ισορροπίες των Ηνωμένων Πολιτειών. Όταν υπάρχει κρατικό πλεόνασμα, καθώς και έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (το «δίδυμο διαρροών» κατά τη διάρκεια της οικονομικής άνθησης της περιόδου Κλίντον), ο ιδιωτικός τομέας έχει δύο δυνατότητες για την αντιμετώπιση της μείωσης του εισοδήματος: μπορεί να σταματήσει τις εισαγωγές (που θα οδηγήσει σε ένα ισοσκελισμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) ή μπορεί να δαπανά περισσότερο (να τρέχει έλλειμμα). Για τα περισσότερα νοικοκυριά, ο δανεισμός κάλυψε το κενό της συρρίκνωσης του εισοδήματος εξαιτίας της σφικτής δημοσιονομικής πολιτικής. Γι αυτό το λόγο και τα πλεονάσματα του προϋπολογισμού κάτω από την κυβέρνηση Κλίντον δεν οδήγησαν (άμεσα) σε οικονομική ύφεση—επειδή, δηλαδή, τα ελλείμματα στον ιδιωτικό τομέα διατήρησαν τη συνολική ζήτηση αλλά αύξησαν τα επίπεδα χρέους.

Figure 6 U.S. Main Sector Balances and Real GDP Growth

Sources: BEA; authors' calculations

Όπως αποκαλύπτει η τρέχουσα κρίση, τα επίπεδα δανεισμού του ιδιωτικού τομέα που είδαμε από το 1997 και μετά δεν είναι βιώσιμα. Τα πλεονάσματα επί κυβέρνησης Κλίντον θα οδηγούσαν αναπόφευκτα σε ύφεση, ακριβώς όπως έχει συμβεί και στο παρελθόν κάθε φορά που υπήρχε διαρκές πλεόνασμα στον κρατικό προϋπολογισμό. Το Σχήμα 7 εμφανίζει την ισορροπία της ομοσπονδιακής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ (έλλειμμα ή πλεόνασμα) και τις περιόδους ύφεσης. (Το πρόσημο της κρατικής ισορροπίας έχει αντιστραφεί, έτσι ώστε ένα πλεόνασμα του προϋπολογισμού εμφανίζεται ως αρνητικός αριθμός.) Μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, κάθε ύφεση είχε προηγηθεί από κρατικό πλεόνασμα ή από μια πτωτική αναλογία ελλείμματος-ΑΕΠ, συμπεριλαμβανομένης της ύφεσης που εμφανίστηκε μετά την περίοδο κρατικών πλεονασμάτων επί Κλίντον. Η ανάκαμψη από εκείνη την ύφεση προέκυψε μέσω της ανανέωσης ελλειμμάτων του ιδιωτικού τομέα, αν και η ανάπτυξη τροφοδοτήθηκε επίσης από τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού που αυξήθηκαν στο 4% του ΑΕΠ. Ωστόσο, όπως φαίνεται παρακάτω, η ανάκαμψη επί Μπους οδήγησε σε τέτοια ταχεία αύξηση των φορολογικών εσόδων ώστε το έλλειμμα του προϋπολογισμού συρρικνώθηκε έως το 2007, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για μια ακόμα οικονομική κατάρρευση.

Figure 7 Federal Government Balance and Recessions, 1947–2008Q3 (in percent of GDP)

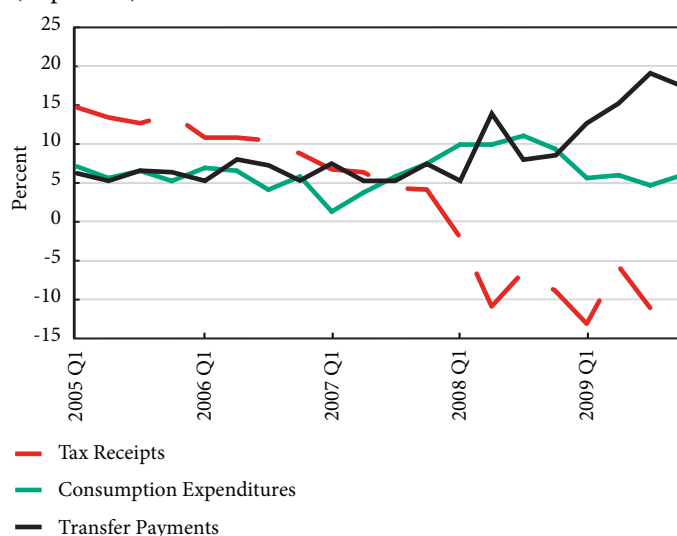


Notes: The sign of the deficit/surplus is reversed. Shaded areas indicate recession.

Sources: Bureau of Economic Analysis; National Bureau of Economic Research

Ακριβώς όπως τα πλεονάσματα προηγούνται τις υφέσεις, τα μεγάλα (μη διακριτικά) δημοσιονομικά ελλείμματα προκύπτουν σχεδόν πάντα από υφέσεις λόγω των αυτόματων σταθεροποιητών. Όταν η οικονομία ολισθαίνει σε ύφεση, τα φορολογικά έσοδα μειώνονται καθώς συρρικνώνεται η οικονομική δραστηριότητα. Οι κοινωνικές μεταβιβάστικές πληρωμές (κυρίως τα επιδόματα ανεργίας) αυξάνονται αυτόματα καθώς περισσότεροι άνθρωποι χάνουν τις δουλιές τους. Παρόλη τη συντηρητική κατακραυγή ενάντια στο σχέδιο τόνωσης της οικονομίας του Ομπάμα, το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης του ελλείμματος μέχρι σήμερα έχει προέλθει από τους αυτόματους σταθεροποιητές και όχι από διακριτικές δαπάνες. Αυτό παρατηρείται στο Σχήμα 8, το οποίο εμφανίζει το ποσοστό αύξησης των φορολογικών εσόδων (μια ως επί το πλείστον αυτόματη εξέλιξη, που κινείται παράλληλα με τον οικονομικό κύκλο επειδή τα έσοδα και οι φόροι από μισθωτές υπηρεσίες εξαρτώνται από τις επιδόσεις της οικονομίας), τις δημόσιες καταναλωτικές δαπάνες (σχετικά διακριτικές δαπάνες) και τις μεταβιβάσεις πληρωμών (μια αυτόματη σε μεγάλο βαθμό διαδικασία) σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο ένα χρόνο νωρίτερα.

Figure 8 Federal Government Tax Receipts, Consumption Expenditures, and Transfer Payments,* 2005Q1–2009Q4 (in percent)



*Growth rate relative to the same quarter of the previous year

Notes: Tax receipts data unavailable for 2009Q4

Sources: Bureau of Economic Analysis; authors' calculations.

Το 2005, τα φορολογικά έσοδα αυξάνονταν με έναν επιταχυνόμενο ρυθμό της τάξης του 15% ανά έτος, πολύ πάνω από το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ (μειώνοντας επομένως το εισόδημα του ιδιωτικού τομέα) και πάνω από το ποσοστό αύξησης των κρατικών δαπανών (5%). Όπως φαίνεται στο Σχήμα 8, η σύσφιξη της δημοσιονομικής πολιτικής ακολουθήθηκε από μια οικονομική κάμψη, η οποία επιβράδυνε αυτόματα την αύξηση των φορολογικών εσόδων. Ενώ οι κρατικές καταναλωτικές δαπάνες παρέμειναν σχετικά σταθερές κατά τη διάρκεια της κάμψης (μετά από μια μικρή αύξηση την περίοδο 2007–08), τα ποσοστά αύξησης των φορολογικών εσόδων έπεσαν απότομα από 5% σε μείον 10% μέσα σε μόλις τρία τρίμηνα (από το τέταρτο τρίμηνο του 2007 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2008), και σε μείον 15% το πρώτο τρίμηνο του 2009. Οι μεταβιβαστικές πληρωμές έχουν σημειώσει αύξηση κατά μέσο όρο ανά τρίμηνο της τάξης του 10% (σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους) από το 2007. Η μείωση των φόρων, σε συνδυασμό με την αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών, έχουν οδηγήσει αυτομάτως τον προϋπολογισμό σε μεγαλύτερα ελλείμματα παρά τις επίτεδες καταναλωτικές δαπάνες.

Οι αυτόματοι σταθεροποιητές, και όχι η διάσωση των τραπεζών ή το πακέτο κινήτρων, είναι ο λόγος για τον οποίο η αμερικανική οικονομία δεν βρίσκεται σε μια ελεύθερη πτώση ανάλογη με εκείνη της Μεγάλης Ύφεσης. Όταν η οικονομία επιβραδύνεται, ο προϋπολογισμός αυτόματα γίνεται ελλειμματικός, βάζοντας όριο στη συνολική ζήτηση. Και παρά τα διαρκή καλέσματα για συγκράτηση των ελλειμμάτων, η αλήθεια είναι ότι τα ελλείμματα δεν θα μειωθούν έως αρχίσει να ανακάμπτει η οικονομία. Οι *New York Times* εκτιμούν ότι ακόμα και αν καταργηθούν όλες οι πληρωμές κοινωνικής πρόνοιας, το

Medicaid και το Medicare, οι στρατιωτικές δαπάνες και οι συντάξεις, και σταματήσουν παράλληλα οι ενέσεις τόνωσης της οικονομίας, καταργηθεί το υπουργείο Παιδείας και διπλασιαστούν οι εταιρικοί φόροι, το δημοσιονομικό έλλειμμα θα εξακολουθεί να είναι πάνω από 400 δις δολάρια. Το παράδειγμα αυτό αποδεικνύει περαιτέρω τη μη διακριτική φύση του ελλείμματος του προϋπολογισμού. Και, φυσικά, το παράδειγμα αυτό δεν λαμβάνει υπόψη πόσο περισσότερο θα μειωθούν τα φορολογικά έσοδα και θα αυξηθούν οι μεταβιβαστικές πληρωμές αν πραγματικά πραγματοποιηθούν αυτές οι περικοπές. Με τους σημερινούς αυτόματους σταθεροποιητές σε πλήρη λειτουργία, ο προϋπολογισμός δεν μπορεί να ισοσκελιστεί, και οι όποιες προσπάθειες για κάτι τέτοιο θα έχουν ως μοναδικό αποτέλεσμα την περαιτέρω επιδείνωση της πραγματικής οικονομίας καθώς θα μειώνονται τα εισοδήματα και οι ρυθμοί απασχόλησης.

Για να συνοψίσουμε, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να επικεντρωθεί στα αποτελέσματα αντί να ακολουθεί τις συμβατικές/τελετουργικές ιδέες για το τι είναι υγιές και τι δεν είναι. Μια κυρίαρχη κυβέρνηση δαπανά πιστώνοντας τραπεζικούς λογαριασμούς, ενώ η φορολογία χρεώνει τους τραπεζικούς λογαριασμούς. Ο πραγματικός μακροοικονομικός σκοπός των φόρων είναι να διατηρούν το ιδιωτικό εισόδημα και τις δαπάνες σε μη πληθωριστικά επίπεδα—και όχι για να καλύπτουν οικονομικά τις κρατικές δαπάνες. Είναι σαφές ότι, υπό τις παρούσες συνθήκες, θα ήταν μεγάλο λάθος να αυξηθούν οι φόροι όταν ο πραγματικός κίνδυνος είναι η ανεργία και ο αποπληθωρισμός.

Κρατικοί προϋπολογισμοί και αυτοεπιβαλλόμενοι περιορισμοί

Καθοδηγούμενες από μια διαστρεβλωμένη οικονομική σκέψη, οι κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο έχουν επιβάλει περιορισμούς στη δημοσιονομική ικανότητά τους να αξιοποιήσουν πλήρως τους πόρους εργασίας. Παραδείγματα αυτοεπιβαλλόμενων περιορισμών περιλαμβάνουν την έκδοση ομολόγων για να μπορέσει μια κυβέρνηση να προβεί σε δημόσιες δαπάνες, την εγκαθίδρυση εμποδίων μεταξύ δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών (και παρέχοντας στις νομισματικές αρχές μεγαλύτερη «ανεξαρτησίας»), τον καθορισμό ανώτατων ορίων χρέους, όρια στο έλλειμμα, και ούτω καθεξής. Μια κυρίαρχη κυβέρνηση δεν χρειάζεται να πουλάει ομόλογα προκειμένου να ξοδεύει σε δαπάνες επειδή μπορεί απλά να δώσει εντολή στην κεντρική τράπεζά της να πιστώσει τον λογαριασμό της με το ποσό που χρειάζεται. Εναλλακτικά (και πολύ πιο λογικά), η κεντρική τράπεζα και το θησαυροφυλάκιο μπορούν να ενοποιηθούν έτσι ώστε το θησαυροφυλάκιο να πιστώνει τραπεζικούς λογαριασμούς μαζί με τις δαπάνες του.

Αν και οι κυβερνήσεις έχουν υιοθετήσει μια ποικιλία από αυτοεπιβαλλόμενους περιορισμούς, οι περιορισμοί αυτοί δεν είναι δεσμευτικοί. Για παράδειγμα, η απαγόρευση της πώλησης κρατικών ομολόγων απευθείας προς την κεντρική τράπεζα είναι εύκολο να παρακαμφθεί. Όταν το υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ δεν διαθέτει επαρκείς πόρους στο λογαριασμό του στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα, πουλάει ομόλογα σε ειδικά depositories (ιδιωτικές τράπεζες) που έχουν τη δυνατότητα να αγοράσουν τα ομόλογα πιστώνοντας τον λογαριασμό διακίνησης επιταγών του υπουργείου Οικονομικών Δημοσίου που διατηρείται προσωρινά σε ιδιωτικές τράπεζες. Το Υπουργείο Οικονομικών, στη συνέχεια, μεταφέρει τις καταθέσεις του στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα πριν αρχίσει να δαπανά (μπορεί να πληρώνει μόνο με επιταγές στην Ομοσπονδιακή

Τράπεζα). Αυτή η διαδικασία θα οδηγήσει συνήθως σε ένα χρεωστικό αποθεματικό από τους τραπεζικούς λογαριασμούς, αλλά η Fed επιτρέπει τα ετεροχρονισμένα ποσά (float) να αναβάλουν την χρέωση επειδή οι δαπάνες του υπουργείου Οικονομικών θα αποκαταστήσουν τα αποθέματα. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ότι οι τράπεζες κατέχουν κρατικά ομόλογα και οι πελάτες έχουν καταθέσεις όψεως. Εάν οι τράπεζες προτιμούν να κατέχουν αποθέματα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δραστηριοποιείται σε μια ανοικτή αγορά ομολόγων—αγοράζοντας ομόλογα και πιστώνοντας τα αποθεματικά των τραπεζών (όπως αναφέραμε παραπάνω, αυτό είναι ισοδύναμο με τη διακίνηση κεφαλαίων από ένα τραπεζικό λογαριασμό καταθέσεων σε έναν λογαριασμό διακίνησης επιταγών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα). Το καθαρό αποτέλεσμα είναι ακριβώς το ίδιο, σαν να είχε αγοράσει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ομόλογα απευθείας από το υπουργείο Οικονομικών.

Ως άλλο παράδειγμα, το υπουργείο Οικονομικών πρέπει να πάρει την έγκριση του Κογκρέσου για την επέκταση του «ορίου δανεισμού» όταν το χρέος πλησιάζει στο ανώτατο όριο του. Αφού τα μέλη του Κογκρέσου σφίξουν τις γροθιές τους και ρητορεύσουν για την επιβάρυνση των μελλοντικών γενεών από τις κινήσεις της κυβέρνησης, το όριο χρέους αυξάνεται. Σε κάθε περίπτωση, οι πωλήσεις ομολόγων είναι μια εντελώς προαιρετική και αυτοεπιβαλλόμενη λειτουργία ενός κυρίαρχου κράτους. Όπως αναφέρθηκε, τα ομόλογα είναι απλώς μια εναλλακτική επιλογή για έναν «αποταμιευτικό λογαριασμό» με καλύτερο επιτόκιο από έναν λογαριασμό διακίνησης επιταγών με πολύ χαμηλό ή καθόλου επιτόκιο, και χρησιμοποιούνται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος των επιτοκίων. Μια κεντρική τράπεζα μπορεί απλά να πληρώνει επιτόκια στα αποθεματικά (όπως κάνει ο Καναδάς εδώ και πολύ καιρό, και που έχει τώρα ξεκινήσει να κάνει το ίδιο πράγμα και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα) και η κυβέρνηση να σταματήσει τελείως την πώληση ομολόγων και να πάψει να ανησυχεί σχετικά με το όριο χρέους. Σε αυτή την περίπτωση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα λειτουργούσε σαν τράπεζα του υπουργείου Οικονομικών κάνοντας αποδεκτές υποσχέσεις πληρωμής (ΙΟΥ) του υπουργείου Οικονομικών και πιστώνοντας τον λογαριασμό του υπουργείου Οικονομικών όταν θέλει να ξοδέψει. Όταν το υπουργείο Οικονομικών ξοδεύει, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα πιστώνει με αποθέματα τις ιδιωτικές τράπεζες και οι τράπεζες θα πιστώνουν τους τραπεζικούς καταθετικούς λογαριασμούς των πελατών τους. Οι φόροι θα αντιστρέψουν αυτή τη διαδικασία.

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, τα δημοσιονομικά ελλείμματα θα προκαλέσουν αύξηση των αποθεματικών (τραπεζικές καταθέσεις στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα που θα είναι παθητικό της Ομοσπονδιακής Τράπεζας), η οποία θα αντισταθμίζεται από την αύξηση του παθητικού του υπουργείου Οικονομικών προς την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (περιουσιακό στοιχείο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας). Το Κογκρέσο (ή η Ομοσπονδιακή Τράπεζα) θα μπορούσε να καθορίσει το επιτόκιο για τις υποχρεώσεις του Δημοσίου που διατηρούνται στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα και οι οποίοι χρησιμοποιούνται για λογιστικούς σκοπούς. Δεδομένου ότι κέρδη που έχει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πάνω από το 6% πηγαίνουν κατευθείαν στο υπουργείο Οικονομικών, το υπουργείο Οικονομικών στην ουσία θα πληρώσει επιτόκιο στον εαυτό του. Το υπόλοιπο θα πηγαίνει στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα για να βοηθάει με την κάλυψη του κόστους των επιτοκίων επί των αποθεματικών στο overnight επιτόκιο που επέλεξε η ίδια η

Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Αυτό θα απλοποιήσει σε μεγάλο βαθμό τις διαδικασίες, θα καταστήσει τις λειτουργίες πιο διαφανείς, και θα επιτρέψει σε όλους να σταματήσουν να ανησυχούν για το ομοσπονδιακό δημόσιο χρέος. Επειδή τα αποθέματα δεν υπολογίζονται ως χρέος, δεν θα υπήρχε δημόσιο χρέος. Εδώ θα πρέπει να αναγνωριστεί ότι οι υποσχέσεις πληρωμής του υπουργείου Οικονομικών που κατέχονται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα αποτελούν απλά εσωτερική λογιστική—η ίδια η κυβέρνηση χρωστάει στον ίδιο της τον εαυτό. Οι τόκοι που καταβάλλονται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα προς τις τράπεζες που διατηρούν αποθεματικά θα πρέπει να καταχωρούνται ως κρατικές δαπάνες—δηλαδή, επιδότηση στο τραπεζικό σύστημα.

Το επιτόκιο που καταβάλλονται σήμερα στα αποθεματικά (και για τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις του κράτους) είναι στη διακριτική ευχέρεια της πολιτικής. Ένας από τους μεγάλους φόβους για τα ελλείμματα είναι ότι το κράτος μπορεί να ανακαλύψει μια μέρα ότι θα πρέπει να πληρώσει καταστροφικού ύψους επιτόκιο προκειμένου να βρεθεί κάποιος να διατηρήσει το χρέος του. Ας υποθέσουμε ότι η ομοσπονδιακή κυβέρνηση ακολούθησε την πρόταση που αναφέραμε στις προηγούμενες παραγράφους, αλλά η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αποφάσισε να μην καταβάλει βασικό επιτόκιο στα αποθέματα. Με το υπουργείο Οικονομικών να δαπανά, οι τραπεζικοί λογαριασμοί των δικαιούχων θα πιστώνονται με καταθέσεις και οι λογαριασμοί των τραπεζών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα πιστώνονται με αποθέματα αλλά με μηδέν απόδοση. Προφανώς, οι τράπεζες δεν θα θελήσουν να κρατήσουν πλεονάζοντα αποθέματα (αποθέματα που υπερβαίνουν το ποσό που απαιτείται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα Fed, ή που απαιτείται για εκκαθάριση). Θα προσφέρουν αποθέματα στην overnight αγορά ομολόγων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, παρασύροντας τα επιτόκια στο μηδέν. Από τη στιγμή που η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δεν θα καταβάλλει επιτόκιο στα αποθεματικά, η «ισορροπία της αγοράς» θα οδηγήσει τα επιτόκια στο μηδέν. Και όσο και να το θέλουν, οι τράπεζες, στο σύνολό τους, δεν θα μπορέσουν ποτέ να απαλλαγούν από αποθέματα, δεδομένου ότι μόνο οι πληρωμές φόρων ή οι αναλήψεις μετρητών περιορίζουν τα αποθεματικά.

Θα αρνούσαν οι τράπεζες να επιτρέψουν στους πελάτες τους να λαμβάνουν καταθέσεις από το υπουργείο Οικονομικών; Όχι, διότι θα έχαναν πελάτες αν το έκαναν αυτό. Είναι πιθανό ότι οι τράπεζες θα αρχίσουν να επιβάλουν τέλη στους καταθετικούς λογαριασμούς για να καλύψει μέρος του κόστους των συναλλαγών που προσφέρουν, ενώ θα διατηρούσαν αποθεματικά χωρίς αποδόσεις στα χαρτοφυλάκιά τους. Αν αυτό δεν είναι ένα επιθυμητό αποτέλεσμα, η κυβέρνηση θα μπορούσε να επιδοτήσει το ιδιωτικό σύστημα πληρωμών με την καταβολή ενός θετικού επιτοκίου επί των αποθεματικών.

Ας επιστρέψουμε στο σημερινό σύστημα, στο οποίο η ομοσπονδιακή κυβέρνηση εκδίδει κρατικά ομόλογα και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πληρώνει ένα χαμηλό επιτόκιο για τα αποθεματικά. Όπως αναφέρθηκε, οι ελλειμματικές δαπάνες του υπουργείου Οικονομικών καταλήγουν σε καθαρές πιστώσεις στο αποθεματικό τραπεζικό σύστημα. Εάν δημιουργηθούν πλεονάζοντα αποθεματικά, οι τράπεζες τα προσφέρουν στην overnight αγορά, η οποία ωθεί προς τα κάτω το επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, προς το «ποσοστό στήριξης», το ποσοστό που καταβάλλεται για τα αποθεματικά. Εάν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προτιμήσει να διατηρήσει υψηλότερο επιτόκιο στην αγορά

ομολόγων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, μπορεί να συμμετάσχει σε μια ανοικτή αγορά πώλησης κρατικών ομολόγων και να τα υποκαταστήσει με αποθέματα. Αυτός είναι ο τρόπος με τον οποίον διατηρείται το επιτόκιο στην αγορά ομολόγων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στο στοχευμένο overnight επιτόκιο—το spread πάνω από το επιτόκιο που πληρώνει για τα αποθεματικά. Αν το Υπουργείο Οικονομικών κυκλοφορήσει μόνο βραχυπρόθεσμα γραμμάτια, το επιτόκιο του θα καθορισθεί μέσω υποκατάστασης από την overnight δανειακή αγορά. Με άλλα λόγια, το ποσοστό επί του χρέους του Δημοσίου καθορίζεται σε σχέση με το overnight στοχευμένο επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Η έκβαση αυτή διατηρείται ανεξάρτητα από το πόσο μεγάλο είναι το έλλειμμα ή πόσο δημόσιο χρέος έχει εκδοθεί, εφόσον η διάρκεια ωρίμανσης είναι αρκετά μικρή για να αποτελεί στενό υποκατάστατο για overnight διατραπεζικό δανεισμό.

Αυτό σημαίνει ότι η κυβέρνηση δεν χρειάζεται να επιτρέψει στις αγορές να καθορίζουν το επιτόκιο που πληρώνει για το χρέος της. Και ακόμα και αν το υπουργείο Οικονομικών επέλεγε να εκδώσει μακροπρόθεσμα ομόλογα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα μπορούσε ουσιαστικά να θέσει επιτόκια διαφορετικής διάρκειας ωρίμανσης—αν ήταν πρόθυμη φυσικά να ασχοληθεί με ομόλογα διαφορετικής διάρκειας ωρίμανσης. Στην ουσία, η κυβέρνηση θα μπορούσε να προσφέρει το ισοδύναμο μιας σειράς «πιστοποιητικών καταθέσεων» με διαφορετική διάρκεια ωρίμανσης και διαφορετικά επιτόκια—ακριβώς ότι κάνουν οι τράπεζες με τα πιστοποιητικά των καταθέσεων τους. Αν η κυβέρνηση προσέφερε, ας πούμε, 4% για «καταθέσεις» διάρκειας 30 ετών, αλλά δεν έβρισκε αγοραστής, τότε θα μπορούσε είτε να προσαρμόσει το επιτόκιο είτε να αφήσει απλά τους αγοραστής να επιλέγουν ομόλογα με μικρότερη διάρκεια ωρίμανση σε χαμηλότερες αποδόσεις.

Αυτό μας οδηγεί πίσω στην ανησυχία για τους ξένους κατόχους του χρέους. Οι ξένοι πωλητές αγαθών, υπηρεσιών ή περιουσιακών στοιχείων προς τις Ηνωμένες Πολιτείες λαμβάνουν πιστώσεις σε δολάρια, συνήθως σε αλλοδαπό υποκατάστημα μιας τράπεζας των ΗΠΑ ή σε μια ανταποκρίτρια τράπεζα που δέχεται πίστωση στο λογαριασμό των αποθεματικών της. Εάν η τράπεζα προτιμούσε εγχώρια αποθέματα συναλλάγματος, τα αποθεματικά δολάρια θα κατέληγαν στο λογαριασμό της κεντρικής τράπεζάς της. Σε κάθε περίπτωση, ο κάτοχος αποθεμάτων δολαρίων πιθανότατα θα προσπαθήσει να βρει υψηλότερο επιτόκιο—προσφέροντας αποθέματα στην overnight αγορά ή αγοράζοντας αμερικανικά κρατικά ομόλογα. Ότι αναφέραμε προηγουμένως ισχύει και εδώ, αλλά με μια μικρή διαφορά: ο ξένος κάτοχος θα μπορούσε να αποφασίσει ότι επιθυμεί να αντικαταστήσει τα αποθέματα δολαρίου με άλλο νόμισμα. Φυσικά, η ανταλλαγή δεν μπορεί να γίνει αν δεν υπάρχει κάποιος με το επιθυμητό νόμισμα που είναι πρόθυμος να ανταλλάξει ένα άλλο νόμισμα για δολάρια. Είναι κατανοητό ότι, καθώς προσαρμόστηκαν τα χαρτοφυλάκια των συναλλαγματικών αποθεμάτων, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επίσης θα προσαρμοστούν, με το αμερικανικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να προκαλεί πτωτικές πιέσεις στο δολάριο.

Η συμβατική σοφία λέει ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα μπορούσε να συγκρατήσει το δολάριο από μια υποτίμηση μέσω της αύξησης των εγχώριων επιτοκίων. Όμως υπάρχει αφθονία εμπειρικών ενδείξεων που μας κάνει να αμφιβάλλουμε για την αποτελεσματικότητα της αναπροσαρμογής των επιτοκίων με σκοπό να επηρεαστούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η απόφαση των ξένων να

πουλούν προϊόντα στις Ηνωμένες Πολιτείες δεν είναι ανεξάρτητη από την απόφαση να συσσωρεύουν σε ξένο νόμισμα. Είμαστε επιφυλακτικοί γύρω από την άποψη ότι το επιτόκιο που καταβάλλεται για αποθεματικά σε ξένο νόμισμα είναι εξίσου σημαντικό με την απόφαση για εξαγωγές ή συσσώρευση σε ξένο νόμισμα. Όπως ήδη αναφέρθηκε, βλέπουμε το αμερικανικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως απόρροια των ξένων να συσσωρεύουν περιουσιακά στοιχεία σε δολάρια. Στην πρώτη περίπτωση, οι αξιώσεις λαμβάνουν τη μορφή αποθεματικών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Οι κάτοχοι, φυσικά, θα προσπαθήσουν να αποκομίσουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση σύμφωνα με την όρεξή τους για ρίσκο, και, ως εκ τούτου, προτιμούν τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα που πληρώνουν υψηλότερες αποδόσεις από τις καταθέσεις αποθεματικών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Αλλά θα πάρουν ότι μπορούν να πάρουν.

Εν κατακλείδι, δεν υπάρχει κανένα χρηματοοικονομικό εμπόδιο στην ικανότητα ενός κυρίαρχου κράτους να προβαίνει σε ελλειμματικές δαπάνες. Αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν πραγματικοί περιορισμοί πόρων στις δημόσιες δαπάνες, αλλά οι περιορισμοί αυτοί θα πρέπει να είναι η πηγή ανησυχίας και όχι οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί. Εάν οι κρατικές δαπάνες σπρώξουν την οικονομία πέρα από το επίπεδο της πλήρους δυναμικότητας, τότε θα προκύψει πληθωρισμός. Ο πληθωρισμός μπορεί επίσης, εάν υπάρχουν σημεία συμφόρησης ή επιχειρήσεις με μονοπωλιακή δύναμη τιμολόγησης, να προκύψει πριν από την επίτευξη πλήρους απασχόλησης. Οι κρατικές δαπάνες μπορούν επίσης να αυξήσουν τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ειδικά αν η οριακή ροπή προς τις εισαγωγές είναι υψηλή. Αυτό θα μπορούσε να επηρεάσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, που θα μπορούσε στη συνέχεια να προκαλέσει μετακύλιση του πληθωρισμού.

Η εναλλακτική λύση θα ήταν να εφαρμοστεί δημοσιονομική λιτότητα και να κρατηθεί η οικονομία σε ύφεση προκειμένου να εξαλειφθεί η πίεση στις τιμές ή/και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αν και πιστεύουμε ότι αυτό θα ήταν λάθος—οι οικονομικές απώλειες εξαιτίας της λειτουργίας της οικονομίας κάτω από το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης είναι σίγουρα πολύ υψηλότερες από τις απώλειες εξαιτίας πληθωρισμού ή μιας νομισματικής υποτίμησης—αυτό είναι ένα εντελώς ξεχωριστό θέμα από τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς ή την αφερεγγυότητα, που είναι προβλήματα τα οποία τα κυρίαρχα κράτη δεν αντιμετωπίζουν. Ωστόσο, όπως αναφέρεται στο επόμενο τμήμα του κειμένου, οι μη κυρίαρχες κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικούς περιορισμούς και μπορεί να οδηγηθούν σε ακούσια χρεοκοπία.

Χώρες με μη κυρίαρχα νομισματικά συστήματα

Πρόσφατα, όλα τα βλέμματα είναι συγκεντρωμένα γύρω από την Ελλάδα, η οποία έχει επικριθεί δριμύτατα για δημοσιονομική ανευθυνότητα, για μαγείρεμα των στατιστικών στοιχείων της, και για κουκούλωμα του χρέος της και του ελλείμματός της με τη βοήθεια της Goldman Sachs. Με ένα δημοσιονομικό έλλειμμα που εκτιμάται ότι είναι στο 13% του ΑΕΠ (τετραπλάσιο του κριτηρίου για τα ελλείμματα με βάση τη συμφωνία του Μάαστριχτ) και το δημόσιο χρέος να βρίσκεται στο 120% του ΑΕΠ, τα ελληνικά κρατικά ομόλογα έχουν υποβαθμιστεί από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ακόμα και με πολύ υψηλά επιτόκια δανεισμού, η Ελλάδα είχε τεράστια δυσκολία να βρει επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αγοράσουν τα ομόλογά της και κατέληξε να ζητήσει βοήθεια από

το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Το ΔΝΤ και η ΕΕ θα ανταποκριθούν με ένα πακέτο διάσωσης, αλλά αυτό θα συνοδευτεί από σκληρά μέτρα δημοσιονομικής λιτότητας. Δεν πιστεύουμε ότι το σχέδιο διάσωσης θα έχει τελικά επιτυχία και αναμένουμε να εξαπλωθεί η κρίση και σε άλλες χώρες του ευρώ.

Για να εντείνουν τις τακτικές εκφοβισμού, τα γεράκια του ελλείμματος χρησιμοποιούν την Ελλάδα ως δείγμα για το τι περιμένει τις Ηνωμένες Πολιτείες εάν δεν αποφασίσει η κυβέρνηση να σφίξει το δημοσιονομικό ζωνάρι της. Φυσικά, τα γεράκια του ελλείμματος δεν κάνουν καμία διάκριση μεταξύ μιας μη κυρίαρχης χώρας (Ελλάδα) και μιας κυρίαρχης χώρας (Ηνωμένες Πολιτείες). Συμφωνούμε ότι οι ανησυχίες για την Πορτογαλία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ελλάδα, την Ισπανία (PIIGS) και άλλες χώρες του ευρώ είναι δικαιολογημένες. Όμως, βάζοντας στο ίδιο τσουβάλι τα PIIGS με τις Ηνωμένες Πολιτείες είναι απόρροια έλλειψης κατανόησης των διαφορών που υπάρχουν στις νομισματικές ρυθμίσεις μεταξύ κυρίαρχων και μη κυρίαρχων εθνών. Η Ελλάδα είναι χρήστης, και όχι εκδότης, του ευρώ. Στο πλαίσιο αυτό, είναι κάτι σαν την Καλιφόρνια ή το Orange County. Είναι σοβαρό λάθος να υποστηρίζουμε ότι ένα κυρίαρχο έθνος όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες θα πρέπει να περιοριστούν δημοσιονομικά με τον ίδιο τρόπο όπως η Ελλάδα ή το Orange County.

Οι χώρες της Ευρωζώνης αντιμετωπίζουν δύο είδους προβλήματα. Πρώτον, έχουν παραδώσει τη νομισματική τους κυριαρχία και έχουν παραιτηθεί από τη χρήση της ικανότητας του δημόσιου τομέα να παρέχει υψηλά επίπεδα απασχόλησης και παραγωγής. Οι μη κυρίαρχες χώρες είναι περιορισμένες όσον αφορά την ικανότητά τους να δαπανούν σύμφωνα με τα φορολογικά έσοδα και τα έσοδα από τις πωλήσεις ομολόγων, και αυτό ισχύει τόσο για την Ελλάδα και την Πορτογαλία όσο και για χώρες όπως η Γερμανία και η Γαλλία. Καμία πολιτεία των ΗΠΑ δεν τρέχει έλλειμμα ή αναλογία χρέους προς ΑΕΠ στα επίπεδα της Γερμανίας, πόσο μάλλον της Ελλάδας ή της Ιταλίας, ακόμη και στα μέσα μιας καταστροφικής ύφεσης που διαλύει τους προϋπολογισμούς των πολιτειών, όμως αντιμετωπίζουν ήδη αντίσταση από τις αγορές για νέο δανεισμό ακριβώς επειδή είναι μη κυρίαρχες. Υποψιαζόμαστε ότι έχει επιτραπεί στις χώρες της ευρωζώνης να υπερβούν τα όρια δανεισμού που επιβάλλονται από τις αγορές στις πολιτείες των ΗΠΑ επειδή υπάρχει κάποια αβεβαιότητα γύρω από τη φύση αυτών των χωρών. Είναι μη κυρίαρχες χώρες; Θα τις σώσουν οι γείτονές τους; Θα μπορούσε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ή το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) να διασώσουν μεμονωμένες χώρες στην ΕΕ; Οι απαντήσεις είναι πιο ξεκάθαρες στην περίπτωση των ΗΠΑ: οι γειτονικές πολιτείες δεν θα τρέξουν να βοηθήσουν μια πολιτεία που οδηγείται σε χρεοκοπία, κανένας διεθνής δανειστής δεν πρόκειται να παρέμβει, και ένα πλήρες πακέτο διάσωσης από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση είναι μάλλον απίθανο να υλοποιηθεί (ενώ είναι πιθανό ότι θα υπάρξει κάποια μορφή διάσωσης, το χρέος θα δεχτεί κάποιο κούρεμα, και κάποιοι κάτοχοι πολιτειακού χρέους μπορεί να αποκλειστούν).

Δεύτερον, οι χώρες της ευρωζώνης έχουν συμφωνήσει να συμμορφωθούν με βάση τους κανόνες της συνθήκης του Μάαστριχτ, η οποία περιορίζει τα δημοσιονομικά ελλείμματα σε μόνο 3% του ΑΕΠ και το χρέος στο 60% του ΑΕΠ. Ακόμη και αν οι χώρες αυτές είναι σε θέση να δανείζονται και να χρηματοδοτούν το έλλειμμα τους (π.χ., Γερμανία και Γαλλία), δεσμεύονται να μην ξεπεράσουν αυτά τα όρια. Ως απόκριση, οι χώρες έχουν

καταφύγει σε διάφορους τρόπους προκειμένου να μην βουλιάξουν οι εθνικές τους οικονομίες—προώθηση του εξαγωγικού τομέα (στην περίπτωση της Γερμανίας) ή μαγείρεμα στατιστικών στοιχείων με την βοήθεια των «μάγων» της Γουόλ Στριτ (Ελλάδα). Οι περιορισμοί αυτοί έχουν αποδειχθεί ευέλικτοι, αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι δεν έχουν σημασία. Όταν ένα έθνος υπερβαίνει τα όρια μιας συνθήκης αντιμετωπίζει την πιθανότητα ποινής από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα και τις αγορές. Υπάρχει ανταγωνισμός εντός της ευρωζώνης για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, με την Γερμανία να είναι σχεδόν πάντα κερδισμένη, απολαμβάνοντας την έκδοση χρεογράφων με πολύ χαμηλότερο επιτόκιο. Αυτό με τη σειρά του μειώνει τα έξοδα από επιτόκια και τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Χώρες όπως η Ελλάδα, που υπερβαίνει τα δημοσιονομικά όρια της συνθήκης του Μάαστριχτ, τιμωρούνται με υψηλά επιτόκια που τις οδηγούν σε ένα φαύλο κύκλο στο σπιράλ του θανάτου, με περαιτέρω υποβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας και υψηλότερα επιτόκια καθώς τα ελλείμματα συνεχίζουν να αυξάνονται.

Αν και η «ελληνική τραγωδία» πρέπει να αποτελεί πραγματική ανησυχία για το μέλλον της ευρωζώνης, όλες οι προτεινόμενες λύσεις έχουν τα ίδια ελαττώματα που πηγάζουν από μια λανθασμένη κατανόηση για το πώς λειτουργούν τα δημόσια οικονομικά σε κυρίαρχα έθνη. Η Γερμανία, η Γαλλία και το ΔΝΤ έχουν συμφωνήσει να βοηθήσουν την Ελλάδα αν η χώρα γίνει δημοσιονομικά πιο υπεύθυνη (οι λεπτομέρειες δεν έχουν γίνει ακόμα γνωστές). Η Ελλάδα, ως εκ τούτου, είναι αναγκασμένη να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα σε μια περίοδο ύφεσης, που θα μπορούσε να επιδεινώσει την κατάσταση της ευρωζώνης καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν μόνο 0,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2009. Η Ελλάδα θα προσπαθήσει να μειώσει το έλλειμμά της με την περικοπή των μισθών του δημόσιου τομέα και των συντάξεων, μια κίνηση που θα οξύνει ακόμη περισσότερο το πρόβλημα της ύφεσης αφού θα συρρικνώσει τα εισοδήματα και την απασχόληση. Ουσιαστικά, δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι η δημοσιονομική λιτότητα θα μειώσει το έλλειμμα, δεδομένου ότι η βραδύτερη ανάπτυξη θα μειώσει τα φορολογικά έσοδα και θα οδηγήσει σε έναν άλλο φαύλο κύκλο. Άλλα μέλη της ευρωζώνης, όπως η Πορτογαλία, η Ιταλία και η Ισπανία, θα μπορούσαν να βρεθούν σύντομα στην ίδια κατάσταση με την Ελλάδα. Είναι επίσης σημαντικό να συνειδητοποιήσουμε ότι απειλούνται ακόμη και η Γερμανία και η Γαλλία: η Γερμανία επειδή εξαρτάται από τις εξαγωγές σε άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης για να διατηρήσει τα επίπεδα της εγχώριας απασχόλησης, και η Γαλλία επειδή οι τράπεζές της είναι κύριοι πιστωτές των PIIGS.

Υπάρχουν δύο πραγματικές λύσεις για την Ελλάδα και τα άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης που υποφέρουν. Πρώτον, οι χώρες αυτές θα μπορούσαν να αποχωρήσουν από την ευρωζώνη, να ανακτήσουν νομισματική κυριαρχία, και να τρέξουν μεγάλα ελλείμματα. Θα πρέπει να δηλώσουν πτώχευση στο χρέος εκφρασμένο σε ευρώ διότι θα ήταν ακόμη πιο δύσκολη η εξυπηρέτηση του χρέους σε ευρώ (ειδικά αν υπήρχαν εμπορικές κυρώσεις επειδή αποχώρησαν από το ευρώ). Με τον τρόπο αυτό, κάθε χώρα θα ανακτούσε τον έλεγχο της δημόσιας πολιτικής και θα δαπανούσε όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες—με πίστωση των τραπεζικών λογαριασμών. Η επιλογή αυτή θα ανακουφίσει τις χώρες (που τώρα είναι ξανά κυρίαρχες) από το να βρίσκονται στο έλεος των αγορών, των οίκων αξιολόγησης, και άλλων χωρών, και θα τους επέτρεπε να αξιοποιήσουν πλήρως τους πόρους εργασίας που διαθέτουν. Θα υπάρξει, ωστόσο, ένα μεγάλο

μεταβατικό κόστος—συμπεριλαμβανομένων των πιθανών κυρώσεων που θα τεθούν σε ισχύ από άλλα έθνη, καθώς επίσης πολιτική αβεβαιότητα και ανασφάλεια στις αγορές.

Η δεύτερη και η προτιμώμενη λύση για τις χώρες της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν το φάσμα της χρεοκοπίας είναι να δημιουργηθεί μια υπερεθνική δημοσιονομική αρχή στο πρότυπο του αμερικανικού υπουργείου Οικονομικών. Εναλλακτικά, οι χώρες θα μπορούσαν να έχουν την δυνατότητα υπεραναλήψεων σε λογαριασμούς της ΕΚΤ που τους επιτρέπει να ξοδεύουν ευρώ όπως οι κυρίαρχες κυβερνήσεις. Ο Warren Mosler (2010) έχει προτείνει ένα βιώσιμο μέτρο προσωρινής λύσης: η ΕΚΤ θα μπορούσε να δημιουργήσει και να διανείμει ένα τρις ευρώ ανάμεσα στα μέλη της ευρωζώνης με βάση το κατά κεφαλήν εισόδημα έτσι ώστε η κάθε χώρα ξεχωριστά να μπορέσει να επανακτήσει έλεγχο γύρω από τις δαπάνες. Το μέτρο αυτό θα δώσει στην Ευρωζώνη το χρόνο που χρειάζεται για να καταλήξει σε μια πιο μόνιμη λύση, όπως τη δημιουργία ενός υπερεθνικού ταμείου που θα μπορούσε να ξοδεύει 10% ή 15% του ΑΕΠ της περιοχής (ο προϋπολογισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου είναι σήμερα λιγότερο από το 1% του ΑΕΠ, το οποίο είναι πάρα πολύ μικρό για να δημιουργήσει ένα επαρκές επίπεδο συνολικής ζήτησης). Η κατανομή των δαπανών θα αποφασιζόταν από το κάθε κράτος μέλος ξεχωριστά.

Γενικότερα, η αδυναμία για διάκριση μεταξύ μιας κυρίαρχης και μη κυρίαρχης κυβέρνησης και μεταξύ κράτους και νοικοκυριών ή επιχειρήσεων αναφορικά με το χρέος θέτει υπό αμφισβήτηση τα αποτελέσματα μιας άλλης μελέτη των Reinhart και Rogoff (2009b), η οποία βάζει στο ίδιο τσουβάλι κρατικό και ιδιωτικό χρέος, και υποστηρίζει ότι η συσσώρευση είτε του ιδιωτικού ή του δημόσιου χρέους δημιουργεί συστημικούς κινδύνους. Από τη μεριά μας, συμφωνούμε ότι η υπερβολική συσσώρευση του ιδιωτικού χρέους δεν είναι βιώσιμη, αλλά δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο πράγμα για το δημόσιο χρέος μιας κυρίαρχης κυβέρνησης. Δεν έχει λοιπόν κανένα νόημα να συμψηφίζουμε το ιδιωτικό με το κρατικό χρέος. Επίσης, θα πρέπει να γίνεται σαφής διάκριση μεταξύ εγχώριου και ξένου χρέους. Το χρέος ενός κυρίαρχου κράτους που είναι εκφρασμένο στο δικό του νόμισμα δεν υπόκειται σε κίνδυνο αθέτησης ούτε μπορεί να επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει καθαρό οικονομικό πλούτο του μη κρατικού τομέα. Πολλοί έχουν ισχυριστεί ότι οι μελέτες των Reinhart και Rogoff (2009a, 2009b) αποδεικνύουν ότι τα υψηλά ποσοστά χρέους οδηγούν σε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης. Ωστόσο, εάν το δημόσιο χρέος μιας κυρίαρχης κυβέρνησης είναι περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού του ιδιωτικού τομέα, είναι παράλογο να υποστηρίξουμε ότι μια τέτοια εξέλιξη επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη.

Οι μελέτες των Reinhart και Rogoff δεν κάνουν επαρκή διάκριση μεταξύ των χωρών που λειτουργούν με διαφορετικά νομισματικά καθεστώτα, και αυτή η διάκριση πρέπει οπωσδήποτε να γίνει όταν διεξάγεται μια ουσιαστική συζήτηση για τα δημόσια οικονομικά. Για παράδειγμα, η ανάλυσή τους δεν κάνει διάκριση ανάμεσα σε κυρίαρχα κράτη (π.χ., οι Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο) και χώρες που έχουν παραδώσει τη νομισματική τους κυριαρχία (π.χ., χώρες στην ευρωζώνη). Επιπλέον, πολλές χώρες άλλαξαν τα νομισματικά τους συστήματα κατά την διάρκεια της περιόδου που καλύπτονται από τις μελέτες των Reinhart και Rogoff. Στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών, για παράδειγμα, δεν μπορεί κανείς να συγκρίνει την περίοδο πριν και μετά το 1973, αφού μετά το 1973 οι Ηνωμένες Πολιτείες εισέρχονται σε ένα νέο

νομισματικό καθεστώς. Και για πολλές χώρες, τα δεδομένα που αναλύουν οι Reinhart και Rogoff πάνε πίσω στις αρχές του 19ου αιώνα, όταν επικρατούσε ακόμα ο κανόνας του χρυσού.

Οι μελέτες των Reinhart και Rogoff μπορεί να έχουν εφαρμογή για την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου πριν από την δεκαετία του 1930 (όταν η χώρα ακολουθούσε ακόμα τον κανόνα του χρυσού), αλλά όχι για το σημερινό Ηνωμένο Βασίλειο. Ως εκ τούτου, η εύρεσή τους ότι οι αναλογίες χρέους που υπερβαίνουν το 90% του ΑΕΠ σχετίζονται με χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης δεν έχει εφαρμογή στην περίπτωση κυρίαρχων κρατών. Ειλικρινά, δεδομένης της προφανούς σύγχυσης και της μίξης διαφορετικών ειδών χρέους (χρέος κυρίαρχης κυβέρνησης, χρέος μη κυρίαρχης κυβέρνησης, και μη κρατικό χρέος), δεν μπορούμε να δούμε τι εφαρμογή μπορεί να έχουν οι μελέτες τους για την σημερινή δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ.

Όπως εξηγήσαμε προηγουμένως, οι προϋπολογισμός της ομοσπονδιακής κυβέρνησης των ΗΠΑ κινείται αντικυκλικά, έτσι ώστε ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης διογκώνει τα ελλείμματα. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι αυτή η αντίδραση εξηγεί μέρος του συσχετισμού που αναφέρεται στις μελέτες των Reinhart και Rogoff—δηλαδή, ότι τα υψηλά ποσοστά χρέους σχετίζονται με την επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης—αλλά υπάρχει αναστροφή της αιτιότητας όταν έχουμε να κάνουμε με ένα κυρίαρχο έθνος: η αργή ανάπτυξη προκαλεί ελλείμματα και αυξάνει το χρέος. Στην περίπτωση μιας μη κυρίαρχης κυβέρνησης, τα μεγάλα ελλείμματα μάλλον προκαλούν αργή ανάπτυξη λόγω της επιβολής των μέτρων λιτότητας που απαιτούνται συνήθως για κράτη που λειτουργούν κάτω από ένα καθεστώς με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αυτό είναι το μειονέκτημα της λειτουργίας μιας χώρας χωρίς κυρίαρχο νόμισμα: τόσο οι πολιτικοί όσο και οι αγορές θα επιβάλλουν υψηλά επιτόκια στην έκδοση μη κυρίαρχου χρέους, και οι διαμορφωτές της πολιτικής θα προσπαθήσουν πιθανότατα να αυξήσουν τους φόρους και να μειώσουν τις δαπάνες για να προστατέψουν την πρόσδεση του νομίσματος. Αυτές οι πολιτικές οδηγούν σε χαμηλότερη ανάπτυξη, αλλά αυξάνουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα (λόγω των υψηλών επιτοκίων και της χαμηλής ανάπτυξης) και δημιουργούν την εμπειρική συσχέτιση που ανακάλυψαν οι Reinhart και Rogoff.

Επιπλέον, είναι πιθανό ότι μια οικονομική επέκταση που τροφοδοτείται από το χρέος του ιδιωτικού τομέα θα ακολουθηθεί από μια περίοδο χαμηλής ανάπτυξης όταν συρρικνωθούν οι ιδιωτικές δαπάνες δεδομένου ότι τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις προσπαθούν να μειώσουν τις αναλογίες χρέους μέσω αυξημένων αποταμιεύσεων. Λαμβάνοντας υπόψη όλες αυτές τις περιπλοκές, η διαπίστωση ότι οι αναλογίες χρέους πάνω από το 90% του ΑΕΠ σχετίζονται με χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης δεν προσφέρει καμία καθοδήγηση για τη χάραξη πολιτικής, ιδίως για την περίπτωση των κυρίαρχων κρατών.

Τέλος, η αναλογία του 90% είναι ένα αυθαίρετο ποσοστό. Τα κατώτατα όρια χρέους που επιλέχθηκαν από τους Reinhart και Rogoff (2009α) βασίζονται «στην ερμηνεία ενός μεγάλου μέρους της βιβλιογραφίας και της πολιτικής συζήτησης». Μέχρι στιγμής, ωστόσο, κανένας οικονομολόγος ή χαράκτης πολιτικής δεν έχει κατορθώσει να διατυπώσει ένα μη αυθαίρετο νούμερο για την αναλογία χρέους-ΑΕΠ που θα έχει κάποιο οικονομικό νόημα. Ο λόγος είναι ότι δεν υπάρχει τέτοιος μαγικός αριθμός που να ισχύει

για όλες τις χώρες ανά πάσα στιγμή. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το δημόσιο έλλειμμα (και το δημόσιο χρέος) πρέπει να ισούται με το υπόλοιπο του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος προτιμά τις αποταμιεύσεις και τις εισαγωγές. Επομένως η αναλογία χρέους-ΑΕΠ ποικίλλει μεταξύ χωρών και μεταξύ χρονικών περιόδων.

Συμπέρασμα: Ο ρόλος της ιδεολογίας

Η υστερία για τα δημόσια ελλείμματα προέρχεται από μια λανθασμένη κατανόηση για το πώς λειτουργεί το νομισματικό σύστημα. Είναι αμφίβολο κατά πόσο αυτό οφείλεται σε ιδεολογικές προκαταλήψεις και κατά πόσο αποτελεί πραγματική έλλειψη κατανόησης. Οι κυρίαρχες κυβερνήσεις τείνουν να πιστεύουν ότι πρέπει να εκδώσουν ομόλογα και να εισπράξουν φόρους για να μπορούν να χρηματοδοτήσουν τις κρατικές δαπάνες, και ότι οι καλές πολιτικές θα πρέπει να κρίνονται από την άποψη της δημοσιονομικής λιτότητας. Τα ορθόδοξα οικονομικά έχουν πείσει τους χαρακτες πολιτικής ότι πρέπει να επιβάλουν τεχνητούς περιορισμούς στη δημοσιονομική πολιτική και στα δημόσια οικονομικά, όπως την έκδοση ομολόγων για την αντιμετώπιση ελλειμμάτων, τον καθορισμό ανωτάτων ορίων για το χρέος, την απαγόρευση της κεντρικής τράπεζας να αγοράζει άμεσα χρέος, και το δικαίωμα στις αγορές να ορίζουν τα επιτόκια στα κρατικά ομόλογα. Για την περαιτέρω κοροϊδία του κοινού, γίνεται λόγος για μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική και για την ανάγκη διαχωρισμού μεταξύ νομισματικής αρχής και δημοσιονομικής αρχής προκειμένου να μειωθεί η επιρροή των πολιτικών πιέσεων. Όλοι αυτοί οι περιορισμοί είναι απλά αυτοεπιβαλλόμενοι.

Οι ιδεολογικά παρακινούμενοι οικονομολόγοι έχουν εκθειάσει τα πλεονεκτήματα της νομισματικής πολιτικής στην καταπολέμηση του πληθωρισμού, δηλώνοντας ότι η σταθερότητα των τιμών είναι το μόνο πράγμα που είναι απαραίτητο για τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, αφήνουν ελάχιστο χώρο στα θεωρητικά τους μοντέλα για τη σταθεροποίηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Προειδοποιούν το κοινό ότι οι κρατικές δαπάνες προκαλούν πληθωρισμό, και ότι αν δεν ελεγχτούν τα ελλείμματα θα μπορούσαμε να γίνουμε σαν την Ζιμπάμπουε (το πιο πρόσφατο παράδειγμα υπερπληθωρισμού) ή τη Δημοκρατία της Βαϊμάρης. Το ιστορικό πλαίσιο και οι ιδιαιτερότητες της κάθε περίπτωσης δεν λαμβάνονται υπόψη ενώ αφθονούν οι αναλογίες μεταξύ κράτους και νοικοκυριού ή επιχείρησης. Οι προτάσεις υπέρ των ελλειμμάτων ως μέσο αντιμετώπισης των οικονομικών κρίσεων αντιμετωπίζονται με έχθρα, προειδοποιώντας το κοινό ότι το δημόσιο χρέος θα επιβαρύνει τις μελλοντικές γενιές με υψηλούς φόρους. Αυτό σημαίνει ότι είναι καλύτερα να πληρώσουμε σήμερα για τις υπερβολές μας από το να μεταβιβάσουμε τα προβλήματά μας στα εγγόνια μας. Επιπλέον, οι ανησυχίες για τα δημόσια ελλείμματα και το χρέος κουκουλώνουν το πραγματικό ζήτημα: τα γεράκια του ελλείμματος είναι απρόθυμα να επιτρέψουν σε μια δημοκρατική κυβέρνηση να εργαστεί για το καλό του λαού.

Δεχόμαστε ότι υπάρχουν πραγματικές διαφορές απόψεων όσον αφορά τον ορθό ρόλο του κράτους στη λειτουργία της οικονομίας. Κάποιοι θα ήθελαν να δουν να περιορίζονται οι λειτουργίες του κράτους, ενώ άλλοι θα ήθελαν να τις δουν να διευρύνονται. Αυτές είναι νόμιμες πολιτικές θέσεις. Αυτό που δεν είναι νόμιμο είναι να χρησιμοποιείται ο φόβος γύρω από τα ελλείμματα προκειμένου να περιοριστεί η κυβέρνηση από την επίτευξη

ενός κοινού στόχου που έχει εγκριθεί με δημοκρατικές διαδικασίες. Ένας διάλογος απελευθερωμένος από τους περιορισμούς που επιβάλλονται από μύθους αναφορικά με το πώς πραγματικά δαπάνια μια κυβέρνηση θα μας επιτρέψει να προχωρήσουμε στην επίτευξη μιας συναίνεσης σχετικά με τον κοινό σκοπό που επιθυμεί ο αμερικανικός λαός να επιδιώξει η κυβέρνησή του.

Σημειώσεις

1. Αυτή είναι η συνολική αναλογία εκκρεμούςς χρέους. Το ποσοστό που έχει σημασία είναι το ποσοστό που κατέχει το κοινό, το οποίο φτάνει μόλις στο 73%.

2. Δεν θα επανεξετάσουμε τη σοφία ενός τέτοιου σχήματος, αλλά απλά θα υποστηρίξουμε ότι τα κρατικά ομόλογα που διακρατάει το ταμείο κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί ουσιαστικά μια μορφή εσωτερικής τήρηση αρχείων—μια υπενθύμιση ότι το ταμείο κοινωνικής ασφάλισης, ως ξεχωριστή οντότητα, τρέχει πλεονάσματα τώρα, και ότι το υπουργείο Οικονομικών θα πρέπει να καλύψει μια μέρα πιθανά ελλείμματα που θα εμφανίσει το ταμείο κοινωνικής ασφάλισης. Όμως, αυτό δεν έχει καμία σχέση με τη συνολική στάση του προϋπολογισμού της ομοσπονδιακής κυβέρνησης, ο οποίος μπορεί να είναι ισοσκελισμένος, ή πλεονασματικός, ή ελλειμματικός, ανεξάρτητα από την ισορροπία των επιμέρους ομοσπονδιακών κυβερνητικών προγραμμάτων.

3. Υπάρχει η πεποίθηση ότι το χρέος που κατέχει το ταμείο κοινωνικής ασφάλισης θα πρέπει να υπολογιστεί διότι αντανακλά μια μελλοντική υποχρέωση της κυβέρνησης προς τους μελλοντικούς δικαιούχους. Ωστόσο, η κυβέρνηση είναι υποχρεωμένη να τηρήσει αυτές τις υποχρεώσεις ανεξάρτητα από το αν το ταμείο κοινωνικής ασφάλισης κατέχει ή όχι κρατικά ομόλογα (βλ. Wray 2005).

4. Αυτό μπορεί επίσης να εξεταστεί από την άποψη της προσέγγισης διαρροής-εισροής: τα δημοσιονομικά ελλείμματα καθώς και τα εγχώρια ιδιωτικά ελλείμματα είναι εισροές που πρέπει να ισούνται με τη διαρροή των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Λαμβάνοντας υπόψη την τάση για καθαρές εισαγωγές και τα πλεονάσματα της ομοσπονδιακής κυβέρνησης, το έλλειμμα του εγχώριου ιδιωτικού τομέα πρέπει να είναι πολύ μεγαλύτερο για να ταιριάζει με τις διαρροές που οφείλονται στα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών καθώς και στο πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης.

Πηγές

Boskin, M. 2010. "When Deficits Become Dangerous." *The Wall Street Journal*, February 11.

Economic Report of the President. 2010. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office. February.

Mankiw, G. 2010. "What's Sustainable about This Budget?" *The New York Times*, February 13.

Mosler, W. 2010. "The Eurozone Solution for Greece Is a Very 'Clever Bluff?'" The Center of the Universe Blog, March 15.

Rampell, C. 2010. "Stiffening Political Backbones for Fiscal Discipline." *The New York Times*, February 12.

Reinhart, C., and K. Rogoff, 2009a." Growth in a Time of Debt." Draft paper prepared for the *American Economic Review Papers and Proceedings*. December 31.

———. 2009b. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Wray, L. R. 2005. "Social Security's 70th Anniversary: Surviving 20 Years of Reform." Policy Note 2005/6. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. September.