



Στρατηγική Ανάλυση

Μάιος 2015

Η δημοσιονομική λιτότητα, η ανατίμηση του δολαρίου και τα προβλήματα διανομής θα οδηγήσουν στον εκτροχιασμό της οικονομίας των ΗΠΑ

Δημήτρης Παπαδημητρίου, Greg Hannsgen, Μιχάλης Νικηφόρος και Gennaro Zezza

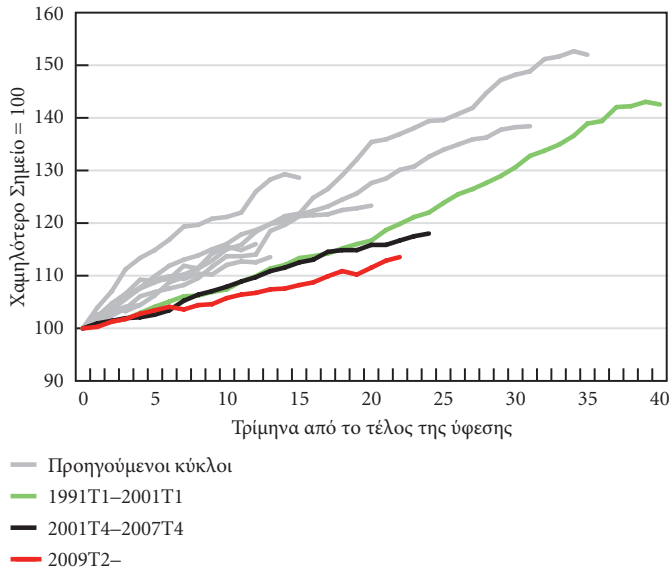
Εισαγωγή

Η οικονομία των ΗΠΑ είναι έτοιμη να εισέλθει στο έβδομο έτος της ανάκαμψής της. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, με την εξαίρεση δύο τριμήνων, ήταν θετικός από το τρίτο τρίμηνο του 2009, ενώ το ποσοστό της ανεργίας μειώθηκε σταθερά στο 5,4% τον Απρίλιο του 2015 έναντι του 10% κατά τη διάρκεια της κορύφωσης της κρίσης στα μέσα του 2009. Η μείωση της ανεργίας στο 5,4% είναι εντός του εύρους των ποσοστών ανεργίας που η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θεωρεί αποδεκτά.

Ωστόσο, ακόμη και μετά από μια τόσο μακρά περίοδο ανάκαμψης και πτώσης του ποσοστού ανεργίας, η αμερικανική οικονομία δεν φαίνεται να έχει συγκεντρώσει αρκετή δυναμική. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Γραφείου Οικονομικής Ανάλυσης των ΗΠΑ, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους μόνο κατά 0,2% και ήταν μόνο 8,8% πάνω από το ανώτατο επίπεδο του ΑΕΠ πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία του Απριλίου 2015 από το Γραφείο Στατιστικών Εργασίας (BLS) των ΗΠΑ, τα συνολικά επίπεδα απασχόλησης βρίσκονται μόλις 2,1% υψηλότερα από το ανώτατο σημείο του Ιανουαρίου του 2008, πριν από το ξέσπασμα της κρίσης.

Η αδυναμία της τρέχουσας ανάκαμψης μπορεί επίσης να γίνει κατανοητή στο πλαίσιο των προηγούμενων ανακάμψεων της μεταπολεμικής περιόδου. Το σχήμα 1 απεικονίζει την πορεία του πραγματικού ΑΕΠ από το χαμηλότερο στο ανώτερο σημείο για κάθε οικονομική ανάκαμψη μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο

Σχήμα 1 Δείκτης του πραγματικού ΑΕΠ κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2015Τ1)



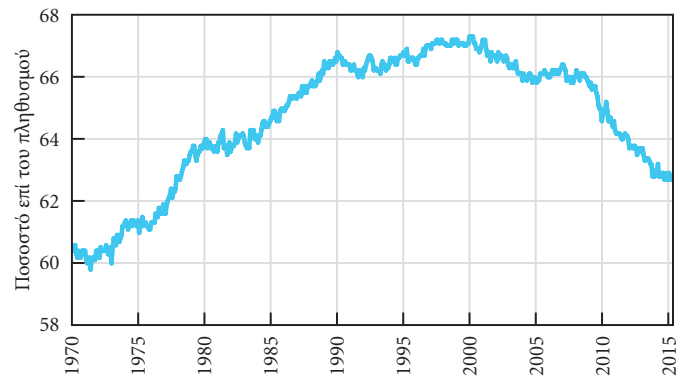
Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Πόλεμο, σε τριμηνιαία βάση. Οι τρεις έγχρωμες γραμμές αντιστοιχούν στις τρεις τελευταίες ανακμήψεις της αμερικανικής οικονομίας, συμπεριλαμβανομένης της τρέχουσας ανάκαμψης.¹ Οι γκριζες γραμμές αντιστοιχούν σε όλες τις μεταπολεμικές ανακμήψεις πριν από το πρώτο τρίμηνο του 1991.

Δύο πράγματα ξεχωρίζουν. Πρώτον, οι τελευταίες τρεις ανακμήψεις ήταν εμφανώς ασθενέστερες από τις προηγούμενες. Δεύτερον, η τρέχουσα ανάκαμψη είναι η πιο αδύναμη στη μεταπολεμική εποχή. Η εικόνα θα ήταν ακόμη χειρότερη αν είχαμε συμπεριλάβει τη μεγάλη πτώση του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 2008–9.

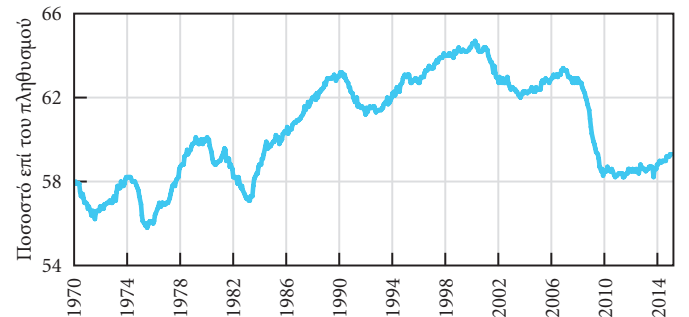
Επιπλέον, αν κοιτάξουμε πιο προσεκτικά την αγορά εργασίας, διαπιστώνουμε ότι το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε κυρίως για τους λάθος λόγους.² Στο σχήμα 2 μπορούμε να δούμε ότι το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό έχει μειωθεί κατά περισσότερο από τρεις ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση και σήμερα βρίσκεται στα επίπεδα που επικρατούσαν στα μέσα της δεκαετίας του 1970. Η μείωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό μαρτυρά τη μακροχρόνια επίδραση της κρίσης στην αμερικανική αγορά εργασίας και δείχνει ότι ένα σημαντικό μέρος του πληθυσμού έχει αποθαρρυνθεί και έχει εγκαταλείψει την αναζήτηση εργασίας. Κάθε μείωση της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό τείνει να μειώνει το ποσοστό

Σχήμα 2 Ποσοστό Συμμετοχής Εργατικού Δυναμικού, 1970–2015Τ1



Πηγή: BLS

Σχήμα 3 Λόγος Απασχόλησης-Πληθυσμού, 1970–2015Τ1

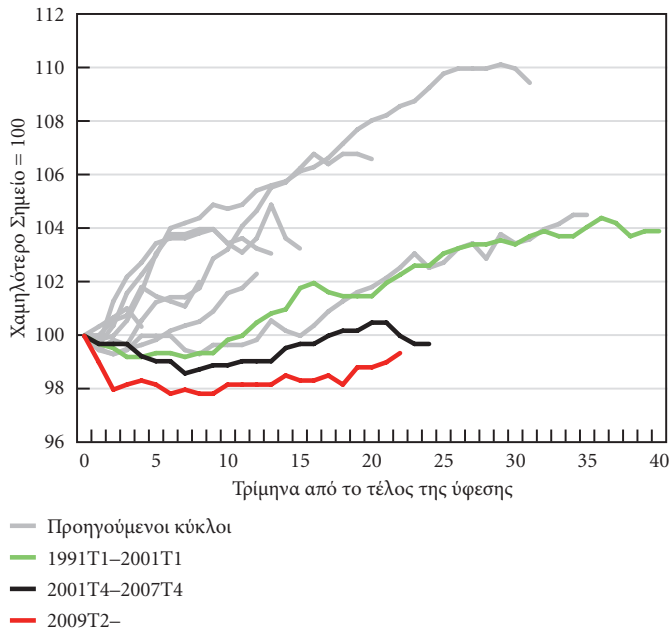


Πηγή: BLS

ανεργίας, ακόμη και όταν δεν υπάρχει καμία βελτίωση στη συνολική απασχόληση ή στην αναλογία απασχόλησης-πληθυσμού.

Το σχήμα 3 επιβεβαιώνει το παραπάνω επιχείρημα. Η μεγάλη πτώση της αναλογίας (πάνω από πέντε ποσοστιαίες μονάδες) απασχόλησης-πληθυσμού που συνόδευσε την κρίση ακολουθήθηκε από μια περίοδο τεσσάρων χρόνων κατά τη διάρκεια της οποίας η αναλογία απασχόλησης-πληθυσμού παρέμεινε σταθερή. Η αναλογία απασχόλησης-πληθυσμού άρχισε να αυξάνεται το τελευταίο διάστημα, αλλά εξακολουθεί να είναι 4% χαμηλότερη από την αναλογία που επικρατούσε πριν την κρίση, κοντά στα επίπεδα που επικρατούσαν στα μέσα της δεκαετίας του 1970 (και στα μέσα της δεκαετίας του 1980). Παρόμοια με την απόδοση του πραγματικού ΑΕΠ, η αναλογία της απασχόλησης-πληθυσμού κατά τη διάρκεια της τρέχουσας ανάκαμψης ήταν η πιο αδύναμη της μεταπολεμικής περιόδου, όπως και φαίνεται στο Σχήμα 4.

Σχήμα 4 Δείκτης του λόγου Απασχόλησης-Πληθυσμού κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2015Τ1)



Πηγές: BLS, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Ένα άλλο ενδιαφέρον χαρακτηριστικό αυτού του σχήματος είναι ότι οι τελευταίες τρεις ανακάμψεις, όπως ακριβώς και το πραγματικό ΑΕΠ, ήταν σαφώς ασθενέστερες σε σχέση με τις προηγούμενες (εξαιρέση αποτελεί η ανάκαμψη της δεκαετίας του 1960—η γκριζα γραμμή που ακολουθεί την πορεία της ανάκαμψης στη δεκαετία του 1990—αλλά αυτό είναι πολύ πιθανό να συνδέεται με τα πολύ υψηλά ποσοστά απασχόλησης εκείνης της περιόδου).

Στη συνέχεια, εξετάζουμε τους λόγους πίσω από αυτή την αναιμική ανάκαμψη. Συγκεκριμένα, έχουμε εντοπίσει τρία βασικά διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της αμερικανικής οικονομίας που εμποδίζουν την ανάκαμψη. Το πρώτο διαρθρωτικό χαρακτηριστικό είναι η αδύναμη απόδοση των καθαρών εξαγωγών. Το δεύτερο διαρθρωτικό χαρακτηριστικό είναι ο διάχυτος δημοσιονομικός συντηρητισμός και το τρίτο τα υψηλά επίπεδα εισοδηματικής ανισότητας. Όπως θα γίνει φανερό στην επόμενη ενότητα, αυτοί οι τρεις παράγοντες μπορούν, σε συνδυασμό με την απομόγχευση του τομέα των νοικοκυριών, να εξηγήσουν την αργή ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας. Την ίδια στιγμή, και με δεδομένα αυτά τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά, η μελλοντική ανάκαμψη της οικονομίας εξαρτάται και πάλι από την αύξηση του ιδιωτικού δανεισμού και, ως εκ τούτου,

από την αναλογία του χρέους προς το εισόδημα του ιδιωτικού τομέα, ιδίως των νοικοκυριών που το εισόδημά τους βρίσκεται κάτω από αυτό του πλουσιότερου 10% της εισοδηματικής διανομής.

Στο βασικό σενάριο, εξετάζουμε τις προϋποθέσεις για την υλοποίηση των πρόσφατων προβλέψεων του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου (CBO 2015a, β). Οι προσομοιώσεις μας δείχνουν ότι ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να συνεχίσει με τη μείωση του οικονομικού του πλεονάσματος, το οποίο καταλήγει σε έλλειμμα, στο τέλος του 2017, για πρώτη φορά από τότε που ξεκίνησε η κρίση.

Όπως υποστήριξε ο Wynne Godley (1999) στην πρώτη στρατηγική ανάλυση του Ινστιτούτου και επεσήμανε εκ νέου η έκθεσή μας το περασμένο έτος (Papadimitriou et al. 2014), αυτό το είδος ανάκαμψης, ακόμη και αν συμβεί, είναι μη βιώσιμο και βέβαιο ότι θα καταλήξει σε μια άλλη σοβαρή κρίση.

Κατά τη διάρκεια της ανάλυσής μας, αναγνωρίζουμε την πολύ σημαντική αύξηση στις καθарές εξαγωγές των πετρελαϊκών προϊόντων ως μια θετική εξέλιξη για την αμερικανική οικονομία. Χωρίς αυτό, το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ θα είχε επιστρέψει πιθανότατα στα υψηλά επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Η αύξηση στις καθарές εξαγωγές πετρελαίου και συναφών προϊόντων οφείλεται κυρίως στην αύξηση της εγχώριας παραγωγής, που κατέστη δυνατή με τη νέα τεχνολογία της εξόρυξης φυσικού αερίου και πετρελαίου, καθώς επίσης και λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου. Από την άλλη πλευρά, οι νέες τεχνικές της εξόρυξης πετρελαίου δημιουργούν σημαντικούς κινδύνους για το περιβάλλον. Επιπλέον, η μείωση των τιμών του πετρελαίου αντανακλά, σε κάποιο βαθμό, την αδύναμη κατάσταση της ζήτησης στις Ηνωμένες Πολιτείες και, πιο σημαντικό, στον υπόλοιπο κόσμο. Το ενδεχόμενο μιας ισχυρής ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας και της παγκόσμιας οικονομίας θα οδηγούσε σε αύξηση των τιμών του πετρελαίου.

Η τελευταία παρατήρησή μας οδηγεί σε ένα τελευταίο σημείο που θέλουμε να θίξουμε. Εκτός από τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της αμερικανικής οικονομίας που υπονομεύουν την μακροπρόθεσμη βιώσιμη ανάκαμψη, υπάρχουν δύο ακόμη παράγοντες που απειλούν την τρέχουσα ανάκαμψη και είναι οι εξής: (α) η ανατίμηση του δολαρίου και (β) οι εύθραυστες οικονομίες πολλών εκ των εμπορικών εταίρων των Ηνωμένων Πολιτειών. Με τη χρήση του υποδείγματός μας, θεωρούμε ότι μια επιπλέον υποτίμηση ή/και επιβράδυνση της ανάπτυξης στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ θα έχει πολύ σημαντικές συνέπειες: αύξηση στα εξωτερικά ελλείμματα, που θα οδηγούσε σε μείωση του προβλεπόμενου ρυθμού ανάπτυξης και, ταυτόχρονα, στην αύξηση της ανάγκης για

ιδιωτικό (και κρατικό) δανεισμό, καθιστώντας έτσι την αμερικανική οικονομία ακόμη πιο ευάλωτη και εύθραυστη.

Όπως είναι η συνήθης πρακτική μας σε αυτές τις εκθέσεις, αποφεύγουμε να κάνουμε βραχυπρόθεσμες προβλέψεις. Αντ' αυτού, η προοπτική μας είναι μεσοπρόθεσμη και ασχολούμαστε με τις εξελίξεις που είναι πιθανό να δούμε κατά τα επόμενα χρόνια.

Συστατικά της οικονομικής ανάκαμψης

Κάποιες ενδείξεις σχετικά με τους λόγους για την αδύναμη ανάκαμψη μπορούν να εντοπιστούν στα λεπτομερή στοιχεία του Γραφείου Οικονομικής Ανάλυσης (BEA). Τα σχήματα 5 έως 9 απεικονίζουν, το κάθε ένα ξεχωριστά, την πορεία των συστατικών του ΑΕΠ από το κατώτατο μέχρι το ανώτατο σημείο κάθε μεταπολεμικής περιόδου οικονομικής ανάκαμψης, σε τριμηνιαία βάση. Όπως στο Σχήμα 1, οι τρεις έγχρωμες γραμμές αντιστοιχούν στις τρεις τελευταίες ανακάμψεις της αμερικανικής οικονομίας και οι γκρι γραμμές στις προηγούμενες μεταπολεμικές ανακάμψεις. Σημειώστε ότι οι πέντε συνιστώσες που φαίνονται στα σχήματα συνολίζουν το συνολικό ΑΕΠ ως εξής:

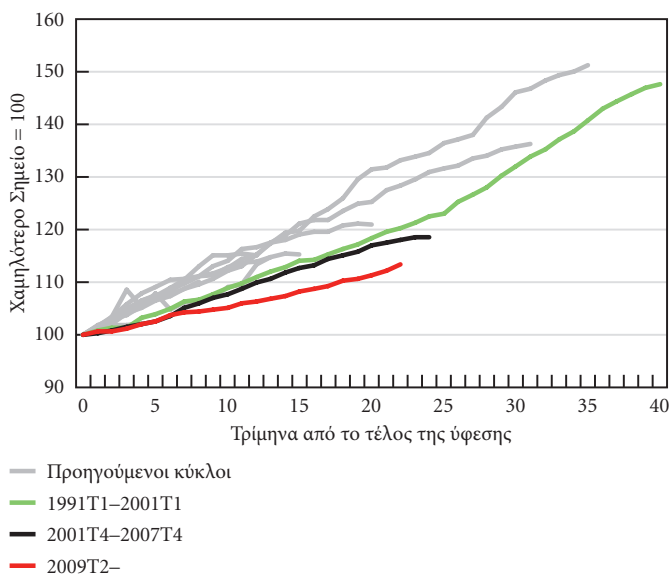
$$\text{ΑΕΠ} = \text{δαπάνες ιδιωτικής κατανάλωσης} + \text{ακαθάριστες ιδιωτικές επενδύσεις} + \text{δημόσια κατανάλωση και ακαθάριστες επενδύσεις} + \text{εξαγωγές} - \text{εισαγωγές}$$

Η σειρά έχει προσαρμοστεί για το πληθωρισμό και η πρώτη παρατήρηση ισούται με εκατό, έτσι ώστε η διαδρομή για κάθε περίοδο να δείχνει την ανάκαμψη ή την πτώση σε σχέση με την ίδια βάση.

Το Σχήμα 5 δείχνει την πορεία των καταναλωτικών δαπανών. Είναι εντυπωσιακό το γεγονός ότι η τρέχουσα ανάκαμψη της κατανάλωσης είναι βραδύτερη από οποιαδήποτε άλλη ανάκαμψη της μεταπολεμικής περιόδου. Δεδομένου του υψηλού μεριδίου της κατανάλωσης ως συστατικό του ΑΕΠ, αυτός είναι ο κύριος λόγος για την αναμικτή ανάκαμψη των τελευταίων πέντε χρόνων.

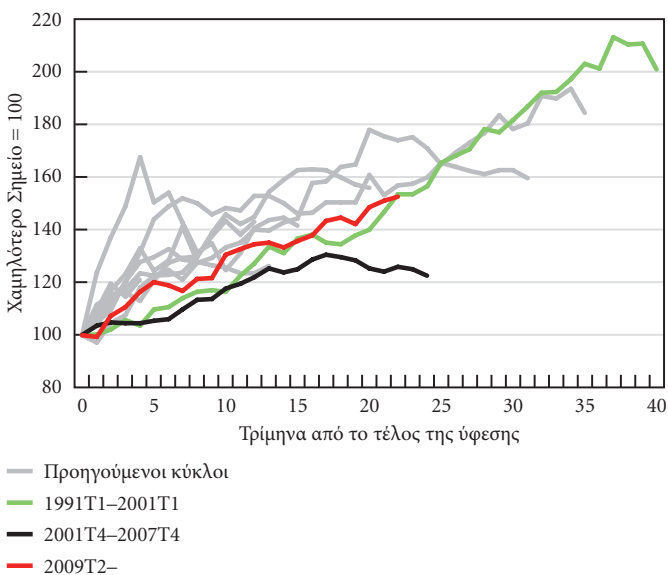
Με τη σειρά του, όπως εξηγήσαμε στην προηγούμενη στρατηγική ανάλυση του Ινστιτούτου Levy (Papadimitriou et al. 2014), ο κύριος λόγος για την αργή ανάκαμψη της κατανάλωσης είναι η μεγάλη ανισότητα στην κατανομή του εισοδήματος και η προσπάθεια απομόχλευσης των αμερικανικών νοικοκυριών στον απόηχο της κρίσης. Αργότερα θα εξετάσουμε το ρόλο της αύξησης της καταναλωτικής πίστωσης, μια μη ανεξάντλητη προωθητική δύναμη, κατά τη διάρκεια της τελευταίας επέκτασης της οικονομίας.

Σχήμα 5 Δείκτης της πραγματικής κατανάλωσης κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2014)



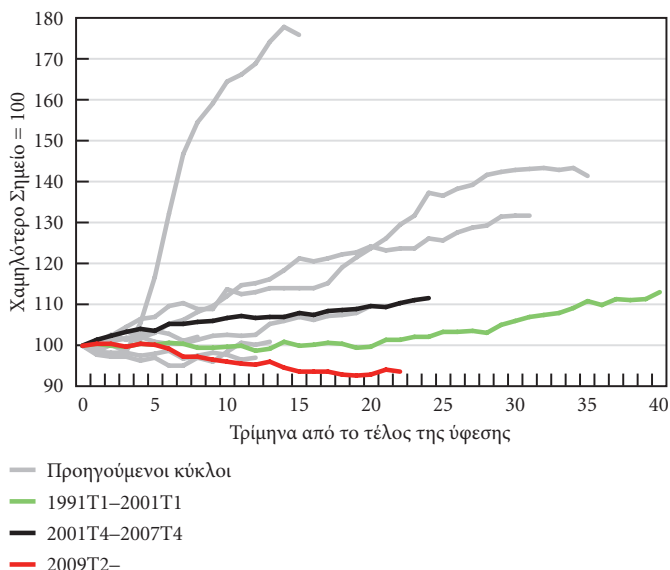
Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 6 Δείκτης της πραγματικής ακαθάριστης επένδυσης κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2014)



Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 7 Δείκτης της πραγματικής κρατικής κατανάλωσης κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2014)

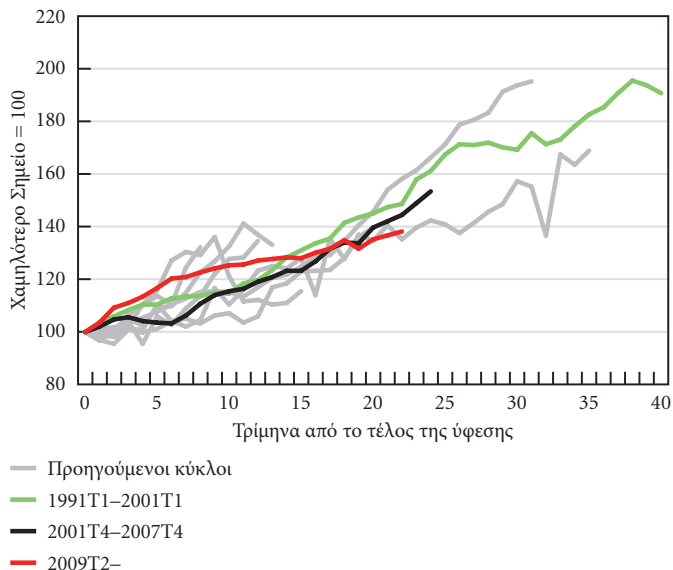


Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Το σχήμα 6 δείχνει την πορεία των εγχώριων ιδιωτικών επενδύσεων. Οι επενδύσεις έχουν καλύτερη απόδοση, σε σύγκριση με την προηγούμενη ανάκαμψη, και η τρέχουσα πορεία τους είναι παρόμοια με εκείνη που ακολούθησαν κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης της δεκαετίας του 1990. Ωστόσο, εξακολουθούν να κυμαίνονται σε χαμηλότερα επίπεδα από τα επίπεδα όλων των προηγούμενων μεταπολεμικών ανακάμψεων. Ακόμη, η πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων κατά τη διάρκεια της πιο πρόσφατης ύφεσης ήταν ασυνήθιστα σοβαρή, πράγμα που σημαίνει ότι, στην τρέχουσα ανάκαμψη ξεκίνησε από πολύ χαμηλή βάση. Ως εκ τούτου, η απόδοση αυτής της συνιστώσας από το τελευταίο κυκλικό ανώτατο σημείο, που ήταν το 2007, είναι ασθενέστερη από οποιαδήποτε άλλο κύκλο μετά το 1949.

Το σχήμα 7 παρουσιάζει τη σειρά για τις κρατικές δαπάνες, οι οποίες, όπως μπορούμε να δούμε, ήταν μια άλλη μεγάλη τροχοπέδη για τη σημερινή ανάκαμψη της οικονομίας. Δεν έχει υπάρξει καμία άλλη ανάκαμψη στη σύγχρονη ιστορία της οικονομίας των ΗΠΑ όπου οι κρατικές δαπάνες μειώθηκαν σε πραγματικούς όρους (με εξαίρεση ένα σύντομο κύκλο στις αρχές της δεκαετίας του 1970). Η εικόνα δεν αλλάζει αν εξετάσουμε τους κύκλους ξεκινώντας από το υψηλότερο σημείο πριν την κάθε ύφεση και συνεπώς λάβουμε υπόψη την επίδραση της δημοσιονομικής επέκτασης του 2008.

Σχήμα 8 Δείκτης των πραγματικών εξαγωγών κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2014)



Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Ακόμη και αν εξετάσουμε αυτούς τους πλήρεις κύκλους, η τρέχουσα ανάκαμψη ξεχωρίζει ως μια ανάκαμψη στην οποία οι κρατικές δαπάνες βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα στο τέλος σε σχέση με την αρχή της περιόδου υπό εξέταση.

Το σχήμα 8 δείχνει ότι οι εξαγωγές συνέβαλαν στην πυροδότηση της τρέχουσας ανάκαμψης. Οι επιδόσεις τους κατά το αρχικό στάδιο της ανάκαμψης ήταν παρόμοιες με τους υπόλοιπους μεταπολεμικούς κύκλους, αλλά σημαντικά βελτιωμένες σε σχέση με τους δύο προηγούμενους κύκλους. Ωστόσο, η αδύναμη ζήτηση από το εξωτερικό το τελευταίο χρονικό διάστημα έχει επηρεάσει τις εξαγωγές, με την ανάπτυξη των εξαγωγών να έχει επιβραδυνθεί σημαντικά.

Τέλος, το Σχήμα 9 απεικονίζει την πορεία των αμερικανικών εισαγωγών. Οι εισαγωγές μειώνουν το ΑΕΠ και, ως εκ τούτου, όσο πιο απότομη είναι η γραμμή στο σχήμα τόσο μεγαλύτερη είναι η αρνητική επίδραση επί του ΑΕΠ. Η συμπεριφορά των εισαγωγών κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης μπορεί να χωριστεί σε δύο υποπεριόδους. Η αρχή της ανάκαμψης χαρακτηρίζεται από μια απότομη αύξηση των εισαγωγών—πολύ πιο απότομη από ό,τι στις δύο προηγούμενες περιόδους ανάκαμψης και σχεδόν για κάθε άλλη μεταπολεμική ανάκαμψη. Ωστόσο, τα τελευταία τρία χρόνια, ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών επιβραδύνθηκε σημαντικά, ουσιαστικά βοηθώντας την ανάπτυξη και, σε κάποιο βαθμό, εξουδετερώνοντας

την κακή απόδοση των άλλων συνιστωσών του ΑΕΠ. Θα εξετάσουμε τον εξωτερικό τομέα με μεγαλύτερη λεπτομέρεια στην επόμενη ενότητα.

Εν κατακλείδι, μπορούμε να κάνουμε τις εξής παρατηρήσεις σχετικά με τα συστατικά του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια της τρέχουσας ανάκαμψης:

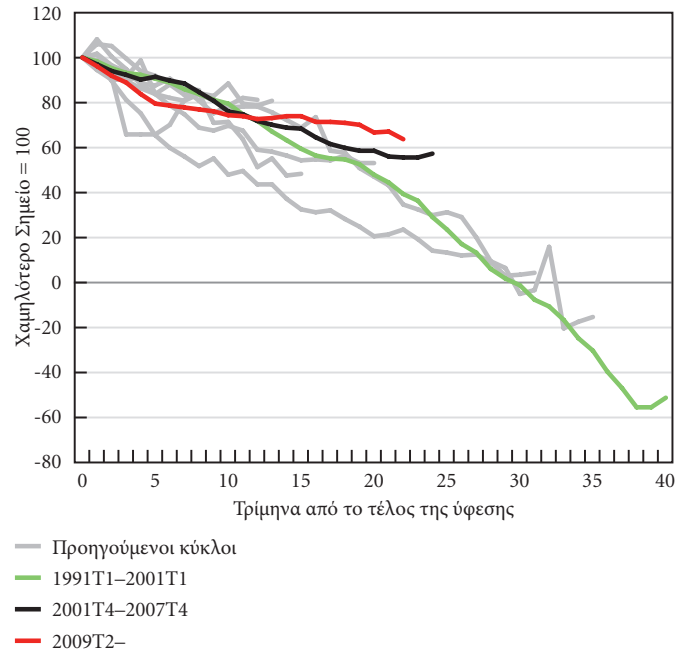
1. Τα σχήματα 5 και 7 δείχνουν ότι τα μεγαλύτερα εμπόδια για την ανάκαμψη είναι η άνιση διανομή του εισοδήματος και το φορτίο του χρέους από τον προηγούμενο κύκλο, που είχαν ως αποτέλεσμα την ισχνή ανάκαμψη της κατανάλωσης, και ο δημοσιονομικός συντηρητισμός της κυβέρνησης των ΗΠΑ.
2. Η απόδοση των επενδύσεων ήταν κοντά στο μέσο όρο, σε σύγκριση με άλλες ανακάμψεις.
3. Η πορεία των εξαγωγών κατά τη πρόσφατη χρονική περίοδο είναι σημάδι της ασθενούς εξωτερικής ζήτησης για τα αμερικανικά προϊόντα, κυρίως λόγω των οικονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν οι εμπορικοί εταίροι των ΗΠΑ. Πιστεύουμε ότι αυτό είναι επίσης ένα πολύ σημαντικό ζήτημα για το μέλλον.
4. Από μακροοικονομική άποψη, ένα ενθαρρυντικό σημάδι είναι οι πρόσφατες επιδόσεις των εισαγωγών, το ποσοστό αύξησης των οποίων έχει επιβραδυνθεί.

Ο εξωτερικός τομέας

Όπως έχουμε επανειλημμένως υποστηρίζει σε προηγούμενες εκθέσεις του Ινστιτούτου, ξεκινώντας μάλιστα από την πρώτη στρατηγική ανάλυση το 1999, το διαρθρωτικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετωπίζει η αμερικανική οικονομία.³ Η βελτίωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι απαραίτητη προϋπόθεση για μια βιώσιμη ανάκαμψη στο μέλλον. Επομένως, αξίζει να ρίξουμε μια πιο προσεκτική ματιά στην πρόσφατη συμπεριφορά του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις συνιστώσες του και να σκεφτούμε πώς θα συμπεριφερθούν αυτές οι συνιστώσες στο μεσοπρόθεσμο μέλλον.

Στο σχήμα 10 μπορούμε να δούμε ότι, αρχής γενομένης από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, ο καθαρός δανεισμός και το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξήθηκαν, φθάνοντας στο 6% του ΑΕΠ την παραμονή της κρίσης. Το 2007 σηματοδότησε μια αντιστροφή αυτής της τάσης, η οποία συνεχίστηκε μέχρι το τέλος της ύφεσης το δεύτερο τρίμηνο του 2009. Η (ασθενής) ανάκαμψη που ακολούθησε

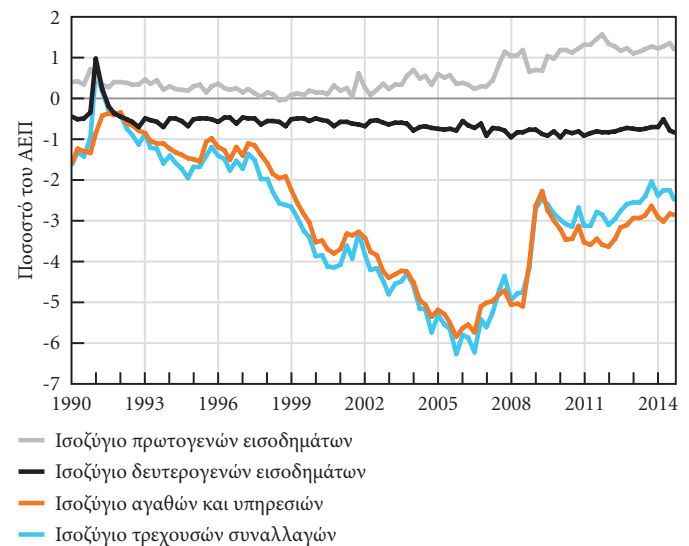
Σχήμα 9 Δείκτης των πραγματικών εισαγωγών κατά την ανάκαμψη στους μεταπολεμικούς οικονομικούς κύκλους των ΗΠΑ (1949–2014)



Το σχήμα παρουσιάζει το ρυθμό ανάπτυξης των εισαγωγών με αρνητικό πρόσημο διότι οι εισαγωγές μειώνουν το ΑΕΠ

Πηγές: BEA, NBER, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 10 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τα συστατικά του, 1990–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

δεν συνοδεύτηκε από σημαντική αύξηση στο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου ή στα επίπεδα του καθαρού δανεισμού. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξήθηκε μέχρι το δεύτερο τρίμηνο του 2012, φθάνοντας στο 3,6% του ΑΕΠ, ενώ στη συνέχεια μειώθηκε και πάλι, και τώρα βρίσκεται γύρω στο 3% του ΑΕΠ. Από την άλλη πλευρά, ο καθαρός δανεισμός αυξήθηκε ελαφρά μετά το 2009, και ακολούθησε την πτωτική τάση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου από το 2012. Τώρα βρίσκεται περίπου στο 2,3% του ΑΕΠ.

Με βάση τα παραπάνω, και όπως μπορούμε να δούμε στο σχήμα 10, οι βελτιωμένες επιδόσεις του καθαρού δανεισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορούν να χωριστούν σε δύο μέρη: πρώτον, τη βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου και, δεύτερον, την αύξηση των καθαρών εισπράξεων εισοδημάτων από το εξωτερικό, κατά περίπου 1% του ΑΕΠ.

Εμπορικό ισοζύγιο

Στο σχήμα 11 μπορούμε να δούμε ότι η συνολική βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου (μέχρι και το τέλος του 2014) οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών, αν και υπήρξε επίσης μια μικρή βελτίωση στο ισοζύγιο υπηρεσιών.

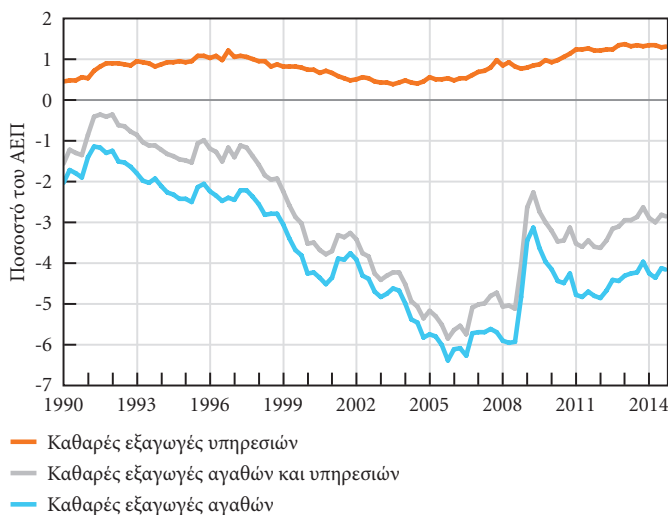
Αν πάμε ένα βήμα παραπέρα, μπορούμε να καταλάβουμε από πού προέρχεται αυτή η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου. Στο σχήμα 12 διαχωρίζουμε τις καθαρές εξαγωγές αγαθών σε (1) καθαρές εξαγωγές αγαθών εκτός πετρελαιοειδών και (2) σε καθαρές εξαγωγές

πετρελαϊκών προϊόντων. Όπως μπορούμε να δούμε, όταν η ανάκαμψη ξεκίνησε το 2009, το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου και στις δύο κατηγορίες άρχισε να αυξάνεται, παρά την υποτίμηση του δολαρίου κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Η πτωτική τάση στις καθαρές εξαγωγές «αγαθών εκτός πετρελαιοειδών» συνεχίστηκε χωρίς διακοπή, ενώ έχει επιταχυνθεί τα τελευταία τρίμηνα.

Ο παράγοντας που άλλαξε την όλη κατάσταση στο συνολικό εμπόριο των αγαθών είναι οι καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και πετρελαϊκών προϊόντων. Λόγω των νέων μεθόδων της εξόρυξης πετρελαίου, το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου σε αυτά τα προϊόντα αντέστρεψε πορεία το 2011 και από τότε όλο και συρρικνώνεται. Η μείωση αυτού του ελλείμματος μεταξύ του δεύτερου τριμήνου του 2011 και του τέταρτου τριμήνου του 2014 αντιστοιχεί στο 1% του ΑΕΠ. Το τέταρτο τρίμηνο του 2014 το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου για τα πετρελαϊκά είναι βελτιωμένο κατά περίπου 2% του ΑΕΠ σε σχέση με το πού θα ήταν αν συνέχιζε την πορεία που είχε πριν από το 2011. Αν οι καθαρές εξαγωγές των πετρελαϊκών προϊόντων ήταν κατά 2% χαμηλότερες, το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου θα είχε επιστρέψει στα επίπεδα που ήταν πριν από την κρίση. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η βελτίωση έχει επέλθει κυρίως μέσω της μείωσης των αμερικανικών εισαγωγών πετρελαϊκών προϊόντων παρά την αύξηση των εξαγωγών.

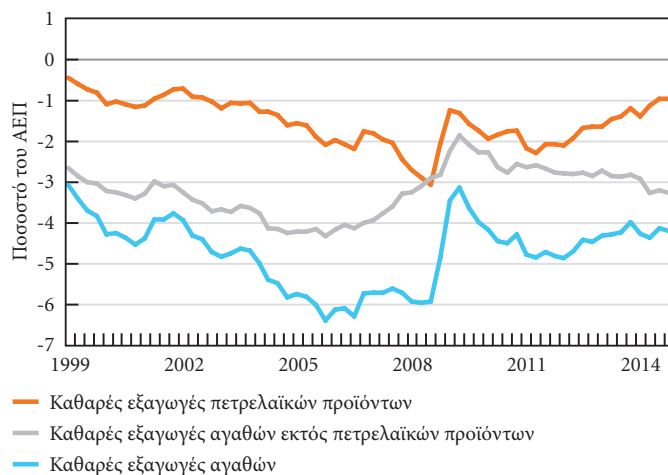
Η νέα μέθοδος που χρησιμοποιείται για την εξόρυξη πετρελαίου και φυσικού αερίου, γνωστή ως υδραυλική ρωγμάτωση ή διάρρηξη, παραμένει αμφίεργαση λόγω πιθανών επιβλαβών περιβαλλοντικών

Σχήμα 11 Καθαρές εξαγωγές, 1990–2014



Πηγές: ΒΕΑ, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 12 Καθαρές εξαγωγές αγαθών, 1999–2014



Πηγές: ΒΕΑ, Υπολογισμοί των συγγραφέων

επιπτώσεων (όπως η ατμοσφαιρική ρύπανση, οι σεισμοί και οι δυσμενείς επιπτώσεις στην παροχή νερού). Επιπλέον, οι περιβαλλοντικοί οικονομολόγοι τόνιζαν, ακόμη και πριν από την εφαρμογή της υδραυλικής ρωγμάτωσης, ότι το μεγαλύτερο πρόβλημα δεν είναι ότι δεν υπάρχει αρκετό πετρέλαιο, αλλά ότι υπάρχει περισσότερο από όσο μπορεί να απορροφήσει το περιβάλλον. Προφανώς, η αύξηση της προσφοράς πετρελαίου μέσω της νέας μεθόδου εξόρυξης επιδεινώνει αυτό το πρόβλημα.

Παρ' όλα αυτά, η μείωση του εμπορικού ελλείμματος πετρελαϊκών προϊόντων είναι μια πολύ σημαντική εξέλιξη για την αμερικανική μακροοικονομία. Μια άλλη καλή είδηση έρχεται από τις καθαρές εξαγωγές υπηρεσιών. Όπως μπορούμε να δούμε στο σχήμα 13, οι καθαρές υπηρεσίες αυξήθηκαν μεταξύ 2008 και του τέταρτου τριμήνου του 2014 κατά περίπου 0,6% του ΑΕΠ.

Πρωτογενές εισόδημα

Όπως αναφέραμε παραπάνω, μια άλλη πηγή βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι η αύξηση των καθαρών πρωτογενών εισοδημάτων. Στο σχήμα 14 παρουσιάζονται τα στοιχεία από

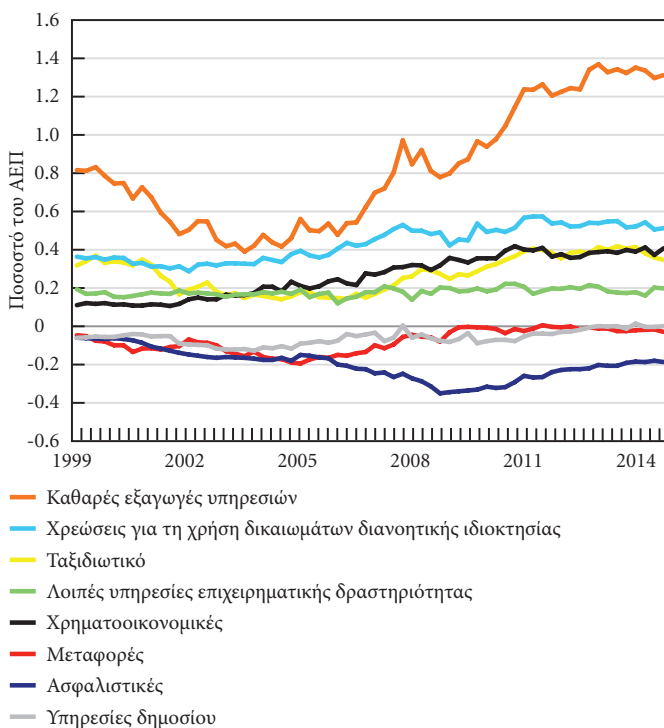
τις εισπράξεις των πρωτογενών εισοδημάτων. Στην πιο πρόσφατη περίοδο, μετά το 2009, η βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση των πληρωμών για επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης, ιδίως το 2007 και το 2008, υπήρξε επίσης μια βελτίωση στις καθαρές εισπράξεις εισοδημάτων από άμεσες επενδύσεις, που παραμένουν από τότε περίπου στο 1,8% του ΑΕΠ.

Ένα ενδιαφέρον ερώτημα είναι αν η βελτίωση των καθαρών εσόδων από εισπράξεις πρωτογενών εισοδημάτων είναι βιώσιμη ή απλά σύμπτωμα της κρίσης. Κατά την άποψή μας, το τελευταίο είναι και το πιθανότερο.

Στο σχήμα 15 παρουσιάζονται τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία της αμερικανικής οικονομίας. Δεδομένου του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών (βλέπε σχήμα 10), δεν αποτελεί έκπληξη ότι οι καθαρές ξένες υποχρεώσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ των ΗΠΑ συνέχισαν να αυξάνονται μετά την κρίση, αν και με βραδύτερο ρυθμό.

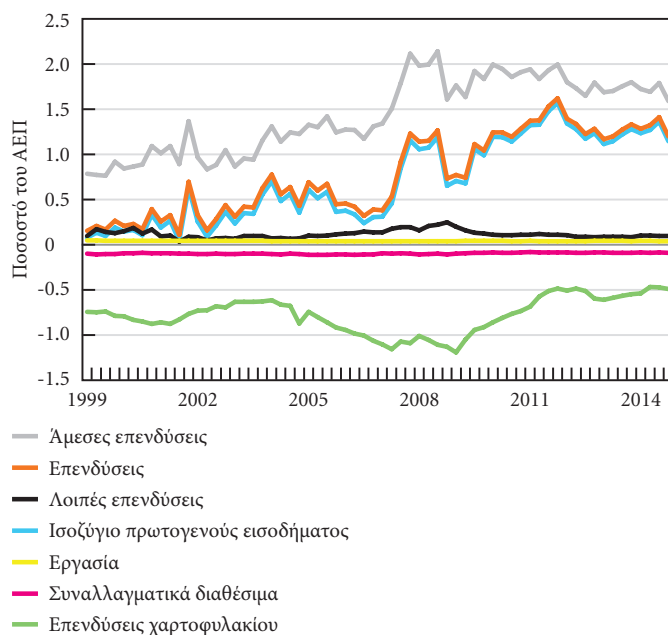
Ο λόγος για τη βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων είναι ότι η έμμεση διαφορά απόδοσης (implicit yield spread) μεταξύ ξένων περιουσιακών στοιχείων υπό αμερικανική ιδιοκτησία και των αμερικανικών υποχρεώσεων σε ξένους έχει αυξηθεί μετά την

Σχήμα 13 Καθαρές εξαγωγές υπηρεσιών, 1999–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 14 Ισοζύγιο πρωτογενούς εισοδήματος, 1999–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

κρίση. Ωστόσο, η αύξηση είναι σημάδι της αστάθειας της παγκόσμιας οικονομίας, αποτέλεσμα της αύξησης της ζήτησης για αμερικανικές υποχρεώσεις και των προγραμμάτων επιθετικής ποσοτικής χαλάρωσης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Το spread είναι αναπόφευκτο να επιστρέψει σε χαμηλότερα επίπεδα όταν έρθει σε τέλος το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αυξήσει τα επιτόκια, ειδικά αν η παγκόσμια οικονομία επιστρέψει σε μια κατάσταση σχετικής σταθερότητας.

Το σχήμα 16 επιβεβαιώνει αυτό το συμπέρασμα. Το spread είναι απλά η διαφορά ανάμεσα στις δύο αποδόσεις. Όπως μπορούμε να δούμε, η διαφορά των αποδόσεων συσχετίζεται με τον οικονομικό κύκλο και τείνει να κορυφώνεται ένα ή δύο χρόνια μετά από κάθε κρίση. Έτσι, η υψηλή τιμή του spread φανερώνει την άσχημη κατάσταση της αμερικανικής και της παγκόσμιας οικονομίας.

Οι εμπορικοί εταίροι των ΗΠΑ

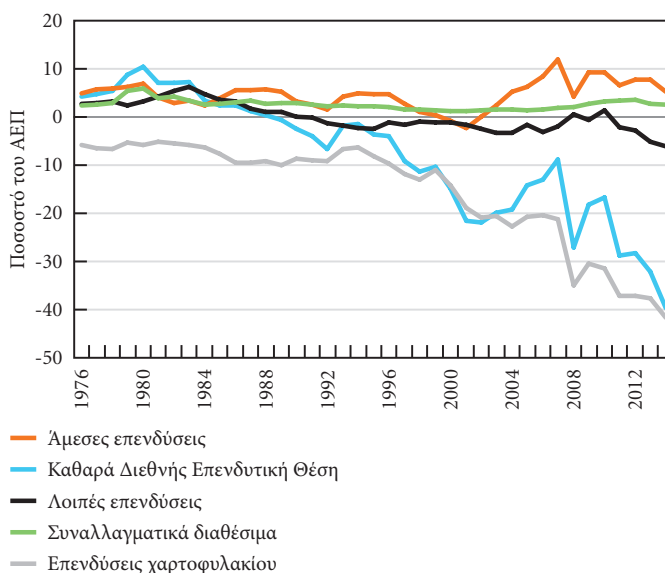
Η διερεύνηση της κατάστασης των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ είναι αναγκαία για την ανάλυσή μας λόγω της επιρροής της στον εξωτερικό τομέα της αμερικανικής οικονομίας και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Όπως έχουμε υποστηρίξει σε προηγούμενες εκθέσεις, ένα υψηλότερο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καθιστά την ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας εξαρτώμενη

από τις ιδιωτικές δαπάνες, οι οποίες πρέπει να χρηματοδοτηθούν με χρέος, μια διαδικασία που δεν είναι βιώσιμη μεσοπρόθεσμα.

Έχουμε εντοπίσει τρεις παράγοντες που θα μπορούσαν να έχουν αρνητική επίδραση στον εξωτερικό τομέα της αμερικανικής οικονομίας στο άμεσο μέλλον: (α) την επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ και συνεπώς τα χαμηλά επίπεδα ζήτησης για τα αμερικανικά εξαγωγικά προϊόντα και υπηρεσίες, (β) τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ, που αυξάνουν τη σχετική τιμή των αμερικανικών προϊόντων, και (γ) την ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου.

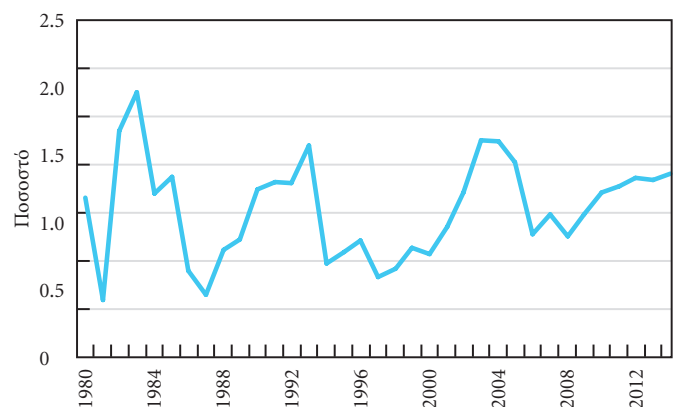
Η πρόσφατη ισχυρή απόδοση της αμερικανικής μακροοικονομίας, τουλάχιστον μέχρι το τέταρτο τρίμηνο του 2014, αποτελεί εξαίρεση σε σχέση με τις περισσότερες οικονομίες παγκοσμίως. Είναι πιθανό ότι η ευρωζώνη θα εισέλθει ξανά σε ύφεση, ενώ η Ιαπωνία βρίσκεται επίσης σε μια αποπληθωριστική κατάσταση και το Ηνωμένο Βασίλειο δεν έχει πείσει κανέναν ότι έχει ξεφύγει από τον κύκλο της εξασθενημένης ανάπτυξης και την εμμονή με τα μέτρα δημοσιονομικής λιτότητας, αν και ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει ισχυρός προς το παρόν, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι το Ηνωμένο Βασίλειο διαθέτει το δικό του κυρίαρχο νόμισμα και μια ανεξάρτητη δημοσιονομική πολιτική. Τέλος, η οικονομία του Καναδά είναι ευάλωτη στα αυξημένα επίπεδα της δανειακής επιβάρυνσης των

Σχήμα 15 Καθαρά Διεθνής Επενδυτική Θέση, 1976–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 16 Διαφορά αποδόσεων, 1980–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

νοικοκυριών και στις ανισοροπίες στην αγορά κατοικίας (Bank of Canada 2014), καθώς και στη μείωση των εσόδων από το πετρέλαιο.

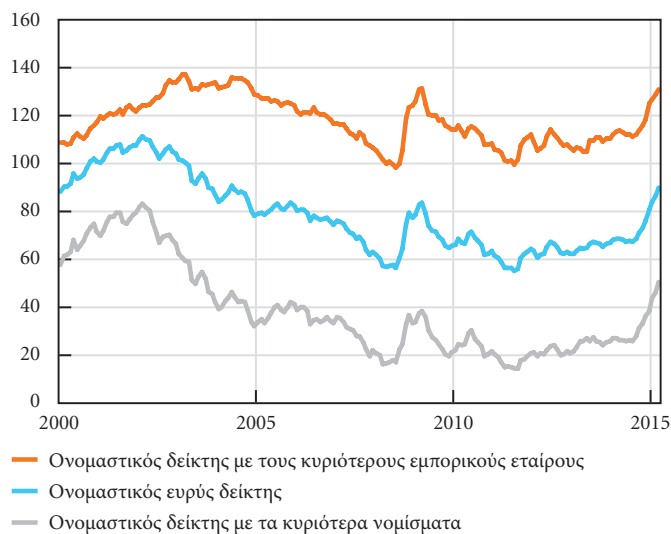
Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας είναι επίσης εμφανής στις λεγόμενες αναδυόμενες αγορές. Η αναπτυξιακή πορεία της Κίνας, που για δεκαετίες ήταν εντυπωσιακά δυναμική, καθώς κατέγραφε διψήφιους ρυθμούς ανάπτυξης, φαίνεται να βρίσκεται σε πτώση, ενώ οι μειώσεις στην τιμή του πετρελαίου και των τροφίμων, σε συνδυασμό με την άνοδο του δολαρίου, ασκούν τεράστιες πιέσεις στις οικονομίες της Λατινικής Αμερικής και της Ρωσίας. Η οικονομική κατάσταση επιδεινώνεται από την γεωπολιτική αστάθεια σε πολλά μέρη του κόσμου, ιδιαίτερα στη Ρωσία και τη Μέση Ανατολή.

Σε ό, τι αφορά τις Ηνωμένες Πολιτείες, η στασιμότητα ή η ασθενέστερη από την αναμενόμενη απόδοση στον «υπόλοιπο κόσμο» μεταφράζεται σε μειωμένη ζήτηση για τις εξαγωγές των ΗΠΑ και έχει αρνητικό αντίκτυπο στα ποσοστά ανάπτυξης.

Επιπλέον, οι αδύναμες οικονομικές επιδόσεις των εμπορικών εταιρών των ΗΠΑ έχουν αντίκτυπο στο ποσοστό του πληθωρισμού τους. Ο ρυθμός πληθωρισμού επιβραδύνεται καθώς επιβραδύνεται ο ρυθμός ανάπτυξης των οικονομιών τους. Αυτή η εξέλιξη τείνει, με τη σειρά της, να αυξάνει τις τιμές των αμερικανικών προϊόντων σε σχέση με τα προϊόντα των εμπορικών εταίρων και να έχει, συνεπώς, αρνητικό αντίκτυπο στις εξαγωγές και τις εισαγωγές των ΗΠΑ. Το υπόδειγμά μας περιλαμβάνει τις επιπτώσεις αυτών των αλλαγών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Τέλος, μια άλλη πηγή πίεσης στον εξωτερικό τομέα των ΗΠΑ είναι η ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (που, φυσικά, επηρεάζει επίσης και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία). Η ποσοτική χαλάρωση έληξε τον Οκτώβριο του 2014, αλλά το βήμα αυτό σηματοδότησε μόνο το τέλος των νέων αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Οι επίσημες δηλώσεις δείχνουν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ανοίγει το δρόμο για την αύξηση των επιτοκίων, με την αύξηση της απασχόλησης να αποτελεί βασικό παράγοντα για τη ενδεχόμενη λήψη αυτής της απόφασης. Από την άλλη πλευρά, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εγκαινίασε πρόσφατα ένα πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και ορισμένες αποδόσεις κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη είναι σε αρνητικά επίπεδα. Οι κεντρικές τράπεζες στην Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν επίσης βάλει στο συρτάρι τα σχέδια για μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική ενόψει της απειλής του πληθωρισμού.

Σχήμα 17 Δείκτες Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Δολαρίου, 1980–2015Τ1



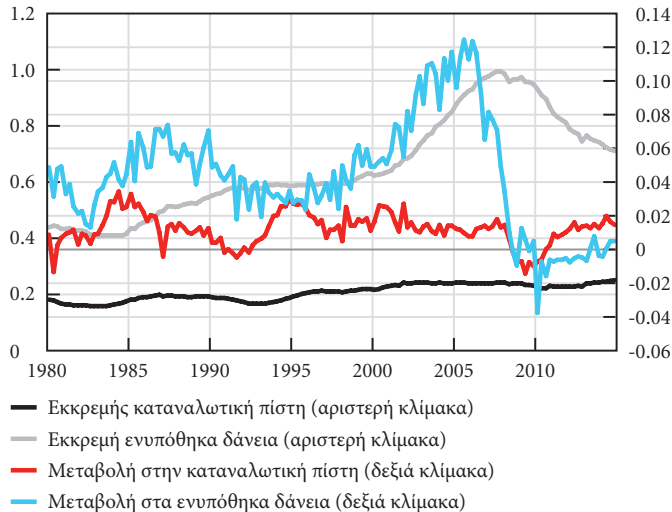
Πηγή: FED

Αυτή η απόκλιση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής έχει ως αποτέλεσμα τη σταδιακή ανατίμηση του δολαρίου. Όπως φαίνεται στο σχήμα 17, το δολάριο έχει, από το δεύτερο τρίμηνο του περασμένου έτους, ανατιμηθεί πάνω από 10% έναντι των νομισμάτων των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ. Είναι πολύ πιθανό ότι αυτή η ονομαστική ανατίμηση θα συνεχιστεί και το επόμενο διάστημα, καθώς ο δρόμος της νομισματικής πολιτικής και οι ρυθμοί ανάπτυξης ανάμεσα στις Ηνωμένες Πολιτείες και τον υπόλοιπο κόσμο θα συνεχίσουν να αποκλίνουν.

Αμερικανικά νοικοκυριά: Δυνάμεις που επηρεάζουν τις προοπτικές για την ανάκαμψη της οικονομίας

Η αύξηση των καταναλωτικών δαπανών κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης έχει στηριχτεί σε μεγάλο βαθμό στη συσσώρευση χρέους από την πλευρά των νοικοκυριών. Το σχήμα 18 δείχνει τις χρονοσειρές για το χρέος από στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια. Για τη μέτρηση της μόχλευσης, διαίρεσαμε όλες τις σειρές στο σχήμα με το διαθέσιμο εισόδημα του τομέα των νοικοκυριών. Όπως έχουμε επισημάνει και στο παρελθόν (Papadimitriou, Hannsgen, and Nikiiforos 2013a), το καθαρό νέο καταναλωτικό χρέος ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αυξανόταν σταθερά στα αρχικά στάδια της ανάκαμψης (από τα τέλη του 2009 μέχρι το 2012), τροφοδοτώντας την αδύναμη ανάκαμψη στις καταναλωτικές

Σχήμα 18 Αναλογία Υποχρεώσεων προς το διαθέσιμο εισόδημά των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών οργανισμών (αποθέματα και ροές), 1980–2014



Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

δαπάνες. Όπως φαίνεται από την κόκκινη γραμμή στο σχήμα 18, οι καθαρές αυξήσεις στην καταναλωτική πίστη ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών έχουν παραμείνει πάνω από το μηδέν από το 2011, αν και έχουν μειωθεί τα τελευταία τρίμηνα. Η μαύρη γραμμή προσφέρει μια διαφορετική προοπτική για το ίδιο φαινόμενο, δείχνοντας ότι το συνολικό απόθεμα του καταναλωτικού χρέους τείνει να είναι ανοδικό και βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τη δεκαετία του 1980 και τις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Η κατάσταση με τα χρέη από ενυπόθηκα δάνεια είναι πολύ διαφορετική. Ο τομέας των νοικοκυριών έχει αναγκαστεί μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, να προχωρήσει σε μια διαδικασία απομόχλευσης, η οποία είχε αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη. Ως εκ τούτου το αποθέμα των ενυπόθηκων δανείων, μετά την περίοδο της έκρηξης της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων πριν από την κρίση, έχει μειωθεί για τα περισσότερα τρίμηνα της ανάκαμψης. Τα ενυπόθηκα δάνεια αποτελούν, παραδοσιακά, την κυρίαρχη μορφή του χρέους των νοικοκυριών, επειδή προσφέρουν στους ιδιοκτήτες κατοικιών της μεσαίας τάξης την ευκαιρία να δανειστούν έναντι ενός μεγάλου ποσού των εγγυήσεων. Η γκριζα γραμμή στο σχήμα 18 δείχνει την ανοδική τροχιά του συνολικού αποθέματος του χρέους από ενυπόθηκα δάνεια των νοικοκυριών, ενώ η μπλε γραμμή δείχνει ότι η μεταβολή στα ενυπόθηκα δάνεια είναι θετική μόνο μετά από το 2013. Η μπλε γραμμή

εξακολουθεί να παραμένει κάτω από την κόκκινη γραμμή, πράγμα που σημαίνει ότι η καταναλωτική πίστη, η οποία έχει μέχρι στιγμής αποφύγει την απομόχλευση, αναλογεί τώρα στο μεγαλύτερο μέρος του καθαρού νέου χρέους για κάθε τρίμηνο. Η αύξηση του δανεισμού ενός ή άλλου είδους μπορεί συχνά να διατηρηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, αλλά όχι για πάντα. Οι συνέπειες περαιτέρω περικοπών στις καταναλωτικές δαπάνες που χρηματοδοτούνται με το χρέος θα γίνουν αισθητές σε ολόκληρη αμερικανική βιομηχανία καταναλωτικών προϊόντων σε μία στιγμή που, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η ανάκαμψη στην πραγματική ιδιωτική εγχώρια κατανάλωση είναι ήδη αδύναμη σε σχέση με οποιαδήποτε προηγούμενη ανάκαμψη.

Η χρήση του χρέους των νοικοκυριών ήταν αναπόσπαστο μέρος στις πρόσφατες επεκτάσεις, εν μέρει λόγω της όλο και πιο μονόπλευρης κατανομής του εισοδήματος (Papadimitriou, Hannsgen, and Zezza 2012, Papadimitriou et al. 2014). Πρόσφατα, ο Steve Keen (2015) παρατήρησε ότι η μόχλευση παραμένει σε επικίνδυνα υψηλά επίπεδα. Μια λεπτομερής ανάλυση των στοιχείων των νοικοκυριών αποκαλύπτει ότι η απομόχλευση στα κατώτερα πεμπτημόρια της κατανομής είναι ελάχιστη (Wolff 2014). Με άλλα λόγια, η ανάκαμψη δεν έχει λάβει χώρα με τέτοιο τρόπο ή σε τέτοιο βαθμό έτσι ώστε να διορθωθούν οι ισολογισμοί σε όλα τα κοινωνικά στρώματα. Στην πραγματικότητα, η καθαρή θέση δεν έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης, με εξαίρεση την τάξη των πολύ πλουσίων αμερικανών, των οποίων τα χαρτοφυλάκια κατέγραψαν σημαντικά κέρδη από τις ανοδικές τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Κατά μέσο όρο, τα νοικοκυριά με περιορισμένα οικονομικά μέσα, ιδιαίτερα εκείνα του κατώτατου πεμπτημορίου, εξακολουθούν να φέρουν πολύ υψηλά επίπεδα χρέους σε σχέση με τα εισοδήματά τους. Η απομόχλευση των ισολογισμών των νοικοκυριών συνεχίζεται, αλλά δεν έχει ακόμη προχωρήσει σε ικανοποιητικό βαθμό στον απόηχο της κρίσης του 2007–9. Συνεχίζουμε να πιστεύουμε ότι ο συνδυασμός της ανααιμικής αύξησης των μισθών (Rios-Avila and Hotchkiss 2014) και η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, οποιουδήποτε είδους, δεν μπορούν να αποτελέσουν βασικό μοχλό βιώσιμης ανάπτυξης. Επιπλέον, ο χαμηλός γενικός πληθωρισμός των μισθών και των τιμών επιβραδύνει την πρόοδο όσον αφορά τη μείωση της μόχλευσης, καθώς εμποδίζει την αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος των νοικοκυριών. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της καταναλωτικής πίστης την περίοδο 2010–14 σε σχέση με το διαθέσιμο εισόδημα μπορεί να αποδειχθεί πρόαγγελος μιας δεύτερης απομόχλευσης του τομέα των νοικοκυριών στη μετά κρίση εποχή.

Βασικό σενάριο (baseline scenario)

Προκειμένου να αξιολογηθούν οι προοπτικές για την οικονομία των ΗΠΑ, προσομοιώνουμε τέσσερα σενάρια με τη χρήση του μακροοικονομικού υποδείγματος του Levy Institute.

Όπως είναι η συνήθης πρακτική μας, χρησιμοποιούμε τις προβλέψεις του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου (CBO) για την οικονομία των ΗΠΑ στη διαμόρφωση του βασικού σεναρίου στην άσκηση των προσομοιώσεών μας. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε την έκθεση *The Budget and Economic Outlook: 2015–2025* (CBO 2015a) και την πιο πρόσφατη εκδοχή της (CBO 2015b) και εξετάζουμε ποιες είναι οι προϋποθέσεις και οι συνέπειες αυτών των προβλέψεων.

Μια σύνοψη των προβλέψεων του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου παρουσιάζεται στον Πίνακα 1. Το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, ως ποσοστό του ΑΕΠ, προβλέπεται να μειωθεί ελαφρά στο 2,4% το 2018 από 2,8% το 2014. Την ίδια στιγμή, το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 2,8% το 2015, κατά 3,0% το 2016, κατά 2,7% το 2016 και, τέλος, κατά 2,1% το 2018.⁴

Για τις προσομοιώσεις υποθέτουμε μια ήπια αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών και της χρηματιστηριακής αγοράς και μια σταθερή πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Οι ρυθμοί ανάπτυξης και πληθωρισμού των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ έχουν παρθεί από το «World Economic Outlook» του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF 2014). Υποθέτουμε επίσης ότι οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις θα συνεχίσουν να συσσωρεύουν χρέη με τον ίδιο σταθερό ρυθμό όπως έχουν κάνει από το τέλος της πρόσφατης κρίσης.

Στην πραγματικότητα, το ερώτημα που θέτουμε, δεδομένων των παραπάνω υποθέσεων, είναι το εξής: ποια πρέπει να είναι η συμπεριφορά δαπανών και δανεισμού του ιδιωτικού τομέα προκειμένου να υλοποιηθούν οι προβλέψεις του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου;

Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων στο βασικό σενάριο συνοψίζονται στο σχήμα 19. Μπορούμε να κάνουμε δύο σημαντικές

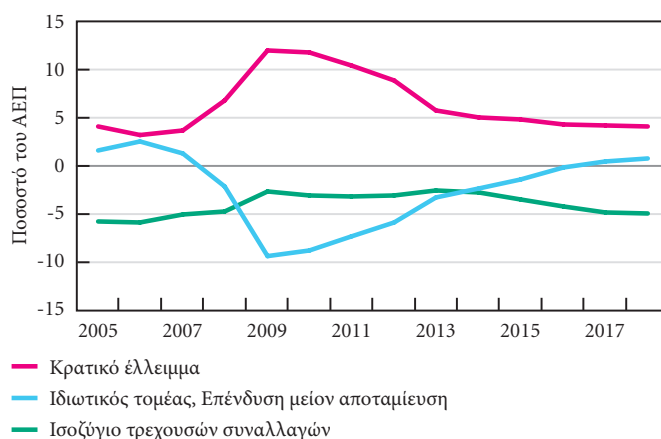
παρατηρήσεις. Η πρώτη είναι η σημαντική επιδείνωση της εξωτερικής θέσης των ΗΠΑ. Σύμφωνα με το υπόδειγμά μας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα ανέλθει στο 5% του ΑΕΠ μέχρι το 2017 και θα παραμείνει εκεί καθ' όλη την επόμενη χρονιά.

Ακολουθώντας απλούς κανόνες λογιστικής, η αύξηση στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σε συνδυασμό με την αυστηρή δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης (όπως προβλέπεται από το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου), σημαίνει ότι το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα θα μειωθεί. Όπως μπορούμε να δούμε στο σχήμα 19, ο καθαρός δανεισμός του ιδιωτικού τομέα (επενδύσεις μείον αποταμιεύσεις) διατηρεί την τάση του στην μετά κρίση εποχή και συνεχίζει να αυξάνεται, καταλήγοντας σε θετικό έδαφος το 2017 και παραμένοντας εκεί καθ' όλη τη διάρκεια του 2018. Αυτή είναι η πρώτη φορά στη μετά κρίση εποχή όπου οι δαπάνες του ιδιωτικού τομέα ξεπερνούν το εισόδημα.

Δεν μπορούμε να τονίσουμε αρκετά τη σημασία αυτού του ευρήματος. Όπως έχουμε επανειλημμένα υποστηρίζει και στο παρελθόν, όταν οι δαπάνες του ιδιωτικού τομέα υπερβαίνουν το εισόδημα αυτό σημαίνει αύξηση της αναλογίας χρέους προς το εισόδημα και συνεπώς μια μη βιώσιμη διαδικασία. Στο πλαίσιο του βασικού σεναρίου, η προβλεπόμενη τροχιά της αναλογίας του ακαθάριστου χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το διαθέσιμο εισόδημα απεικονίζεται στο σχήμα 20.

Αυτό το είδος μη βιωσιμότητας ήταν η κύρια αιτία για την ύφεση του 2001 και για την πρόσφατη κρίση του 2007–9. Όπως δείχνουν τα αποτελέσματα από την άσκηση της προσομοίωσής μας, η

Σχήμα 19 Ισοζύγια των κύριων τομέων στο βασικό σενάριο, 2005–18



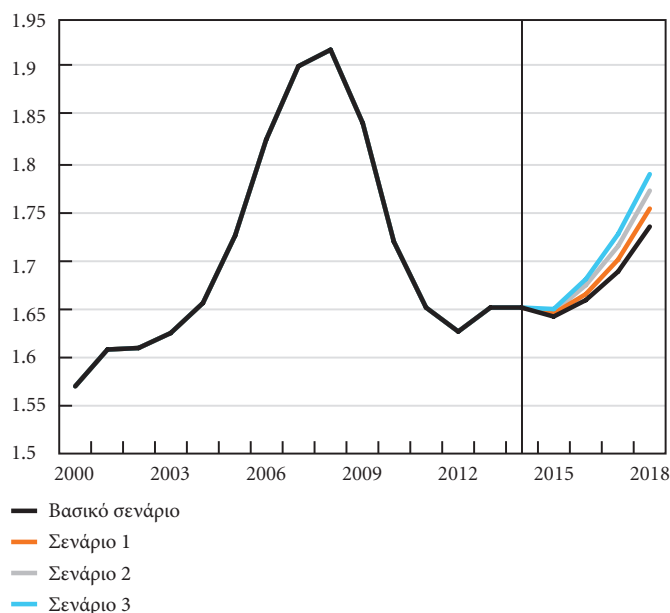
Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Πίνακας 1 Προβλέψεις CBO: βασικό σενάριο, 2014–18

	2014	2015	2016	2017	2018
Δαπάνες (% ΑΕΠ)	20.3	20.4	20.8	20.6	20.5
Έσοδα (% ΑΕΠ)	17.5	17.7	18.4	18.3	18.1
Έλλειμμα (% ΑΕΠ)	-2.8	-2.7	-2.4	-2.3	-2.4
Ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ (%)	2.2	2.8	3	2.7	2.1

Πηγή: CBO (2015a, b)

Σχήμα 20 Λόγος ιδιωτικού ακαθάριστου χρέους προς διαθέσιμο εισόδημα, 2000–18



Πηγές: BEA, FED, Υπολογισμοί των συγγραφέων

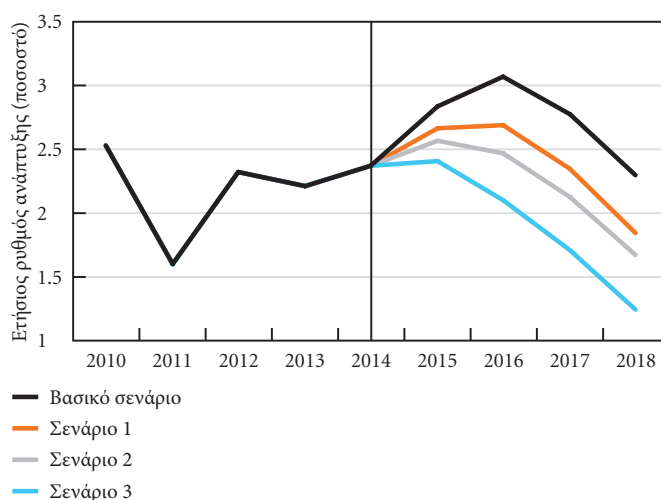
ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας προϋποθέτει την επανάληψη της ίδιας μη βιώσιμης διαδικασίας.

Άλλα σενάρια

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι εύθραυστες οικονομίες πολλών εμπορικών εταιρών των ΗΠΑ, καθώς και η πρόσφατη ανατίμηση του δολαρίου, που είναι βέβαιο ότι θα ανατιμηθεί ακόμα περισσότερο, αποτελούν ένα από τα μεγαλύτερα εμπόδια στην οικονομική ανάκαμψη των Ηνωμένων Πολιτειών.

Προκειμένου αυτό να γίνει περισσότερο σαφές, προχωρήσαμε στην προσομοίωση τριών επιπλέον σεναρίων. Στο σενάριο 1, υποθέτουμε ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ των εμπορικών εταιρών των ΗΠΑ θα είναι 1% χαμηλότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης που προβλέπει το ΔΝΤ. Αυτό είναι ένα πιθανό σενάριο, δεδομένου ότι οι προβλέψεις του ΔΝΤ τείνουν να είναι αισιόδοξες. Στο σενάριο 2, υποθέτουμε μια επιπλέον ανατίμηση του δολαρίου, της τάξης του 25%, για τα επόμενα τέσσερα χρόνια. Τέλος, το σενάριο 3 συνδυάζει τα σενάρια 1 και 2 και ο χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης των οικονομικών των εμπορικών εταιρών των ΗΠΑ συνδυάζεται με την ανατίμηση του δολαρίου.

Σχήμα 21 Ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ, 2010–18

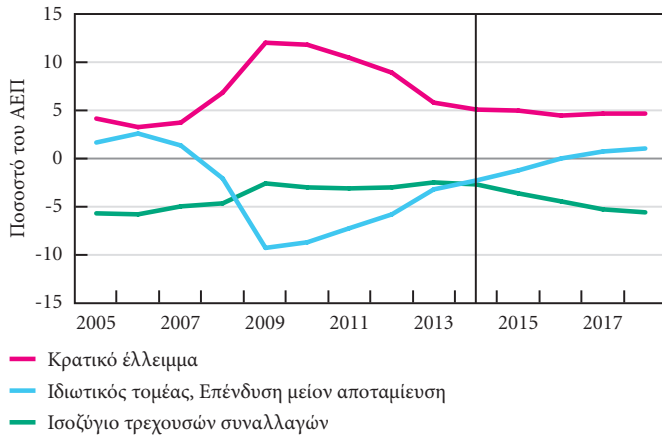


Πηγές: BEA, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Τα αποτελέσματα αυτών των εξελίξεων για τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ εμφανίζονται στο σχήμα 21. Η ασθενέστερη ανάπτυξη στο εξωτερικό και η άνοδος του δολαρίου μπορεί να έχουν σημαντικές συνέπειες για τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ. Στο σενάριο 1, ο ρυθμός ανάπτυξης είναι περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερος από ό, τι στο βασικό σενάριο για κάθε έτος της περιόδου προβολής (εκτός από το 2015, όπου η διαφορά είναι μικρότερη). Η ανατίμηση του δολαρίου έχει περισσότερες αρνητικές επιπτώσεις και η διαφορά του ρυθμού ανάπτυξης είναι κοντά στο 0,8 ποσοστιαίες μονάδες. Όταν συνδυαστούν η ανατίμηση του δολαρίου και οι βραδύτεροι ρυθμοί ανάπτυξης, η διαφορά του ρυθμού ανάπτυξης είναι μεγαλύτερη από 1 ποσοστιαία μονάδα. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ακόμη και μια μικρή μείωση της ζήτησης για τα εξαγόμενα των ΗΠΑ ή/και μια μετρίου μεγέθους ανατίμηση του δολαρίου θα μπορούσε να οδηγήσει το ρυθμό ανάπτυξης των ΗΠΑ στα χαμηλότερα επίπεδα από τις αρχές της ανάκαμψης. Ο ρυθμός ανάπτυξης που προβλέπεται σύμφωνα με το σενάριο 3 για το έτος 2018 θα είναι το χαμηλότερος από κάθε ανάκαμψη των τελευταίων τεσσάρων δεκαετιών.

Για να κατανοήσουμε τις πλήρεις επιπτώσεις των σεναρίων μας, το σχήμα 21 πρέπει να διαβαστεί σε συνδυασμό με τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά ισοζύγια των τριών θεσμικών τομέων της οικονομίας στα σχήματα 22 έως 24. Όπως μπορούμε να δούμε, οι προοδευτικά ασθενέστεροι ρυθμοί ανάπτυξης στα τρία σενάρια συνοδεύονται (στην πραγματικότητα προκαλούνται) από ανάλογα

Σχήμα 22 Σενάριο 1: Ισοζύγια των κύριων τομέων, 2005–18



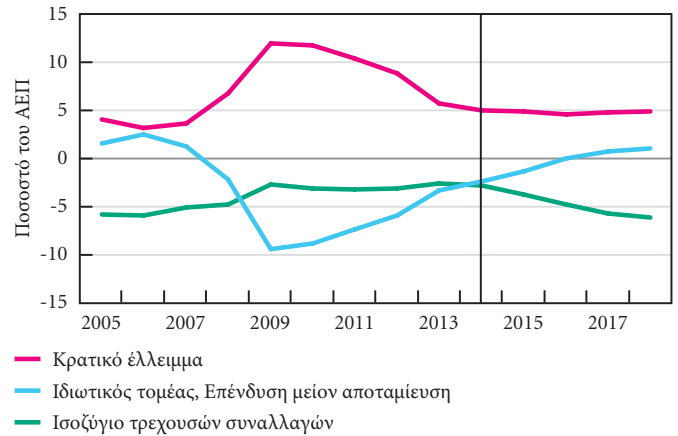
Πηγές: ΒΕΑ, Υπολογισμοί των συγγραφέων

προοδευτικά υψηλότερα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Στο σενάριο 3, ο ρυθμός ανάπτυξης που είναι λίγο μεγαλύτερος από 1% το 2018 συνδυάζεται με ένα έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών που προσεγγίζει το 7% του ΑΕΠ.

Η αύξηση στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών καλύπτεται εν μέρει από την αύξηση στο έλλειμμα του δημοσίου τομέα. Η μεταβολή στην ισορροπία του δημοσίου τομέα είναι αποκλειστικά το αποτέλεσμα των αυτόματων σταθεροποιητών, καθώς οι υποθέσεις μας σχετικά με τις διακριτικές κρατικές δαπάνες εξακολουθούν να ακολουθούν τις προβλέψεις του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου.

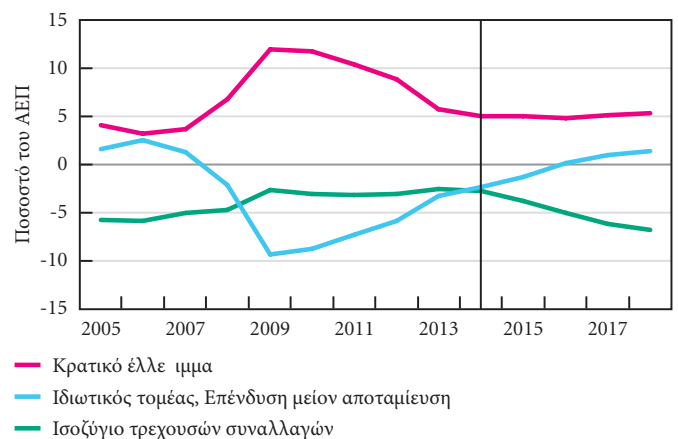
Ωστόσο, η πιο σημαντική συνέπεια της αύξησης στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι η περαιτέρω αύξηση στο έλλειμμα, και κατά συνέπεια της αναλογίας χρέους προς εισόδημα, του ιδιωτικού τομέα. Με άλλα λόγια, στα σενάρια 1 έως 3 όχι μόνο επιδεινώνεται (σταδιακά) η αναπτυξιακή απόδοση της οικονομίας, αλλά η επιδείνωση αυτή συμβάλλει στην περαιτέρω αύξηση της αναλογίας χρέους προς εισόδημα του ιδιωτικού τομέα, που, με τη σειρά του, καθιστά ακόμη πιο ευάλωτη και εύθραυστη την οικονομία. Όπως φαίνεται στο σχήμα 20, η αναλογία του ακαθάριστου χρέους προς το διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα αυξάνεται πιο γρήγορα, σε σύγκριση με το βασικό σενάριο, και προς το τέλος της περιόδου προβολής της προσομοίωσής μας καταγράφει επίπεδα συγκρίσιμα με αυτά που επιτεύχθηκαν το 2006, το τελευταίο έτος πριν από το ξέσπασμα της κρίσης.

Σχήμα 23 Σενάριο 2: Ισοζύγια των κύριων τομέων, 2005–18



Πηγές: ΒΕΑ, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σχήμα 24 Σενάριο 3: Ισοζύγια των κύριων τομέων, 2005–18



Πηγές: ΒΕΑ, Υπολογισμοί των συγγραφέων

Επίλογος

Ο στόχος της παρούσας έκθεσης είναι να αναδείξει τα κύρια διαρθρωτικά προβλήματα της αμερικανικής οικονομίας. Συζητήσαμε τη φύση της παρούσας ανάκαμψης με την ανάλυση του ΑΕΠ στις διάφορες συνιστώσες του. Υπό αυτό το πρίσμα είναι σχετικά εύκολο να εντοπίσει κανείς τις κύριες αιτίες για τον αργό ρυθμό που αναπτύσσεται η αμερικανική οικονομία, οι οποίες είναι:

1. Ο δημοσιονομικός συντηρητισμός της αμερικανικής κυβέρνησης. Η τρέχουσα περίοδος ανάκαμψης είναι η μόνη περίοδος ανάκαμψης στην οποία υπήρξε μείωση των κρατικών δαπανών.

2. Η αδύναμη απόδοση των αμερικανικών εξαγωγών και εισαγωγών. Μια σημαντική εξαίρεση σε αυτό είναι η αύξηση των καθαρών εξαγωγών πετρελαίου και συναφών προϊόντων λόγω των νέων τεχνολογιών εξόρυξης και της απότομης πτώσης των τιμών του πετρελαίου.
3. Τα υψηλά επίπεδα εισοδηματικής ανισότητας και το βάρος του χρέους από τον προηγούμενο κύκλο, πράγμα που είχε ως αποτέλεσμα την πιο αργή ανάκαμψη της κατανάλωσης στη μεταπολεμική περίοδο.

Οι δύο πρώτοι παράγοντες καθιστούν την ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας εξαρτώμενη από μια μη βιώσιμη αύξηση των ιδιωτικών δαπανών έναντι του ιδιωτικού δανεισμού. Το βασικό σενάριο της έκθεσης μας δείχνει ότι, για να υλοποιηθούν οι προβλέψεις του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου, ο ιδιωτικός τομέας πρέπει, αρχής γενομένης από το 2017, να γίνει και πάλι καθαρός δανειζόμενος, για πρώτη φορά στη μετά κρίση εποχή, και να αυξήσει την αναλογία του χρέους του προς το εισόδημα. Επιπλέον, όπως έδειξε η τελευταία μας έκθεση, δεδομένων των υψηλών επιπέδων της εισοδηματικής ανισότητας, αυτή η μη βιώσιμη αύξηση χρέους και της αναλογίας χρέους προς το εισόδημα θα πέσει δυσανάλογα στους ώμους των νοικοκυριών στο κάτω μέρος της κατανομής του εισοδήματος, τα οποία είναι ήδη επιβαρυνμένα με καταναλωτικό χρέος ο όγκος του οποίου αυξάνεται όλο και περισσότερο.

Τέλος, υποστηρίξαμε ότι η μακροχρόνια βιώσιμη ανάκαμψη θα μπορούσε να υπονομευθεί από δύο άλλους παράγοντες: την ανατίμηση του δολαρίου και τις εύθραυστες οικονομίες πολλών εμπορικών εταίρων των Ηνωμένων Πολιτειών. Δείξαμε, στα σενάρια 1 έως 3, ότι η περαιτέρω ανατίμηση του δολαρίου ή/και η επιβράδυνση της ανάπτυξης στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ θα οδηγήσει στην αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος και στη μείωση του προβλεπόμενου ρυθμού ανάπτυξης, ενώ την ίδια στιγμή θα αυξήσει την ανάγκη για ιδιωτικό (και κρατικό) δανεισμό και ως εκ τούτου την ευθραυστότητα της αμερικανικής οικονομίας.

Μια τελευταία παρατήρηση: στις προσομοιώσεις μας δεν λαμβάνουμε υπόψη τυχόν αρνητικές επιδράσεις από την επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ στον ρυθμό ανάπτυξης των εμπορικών τους εταίρων. Ωστόσο, η πρόσφατη εμπειρία της ευρωζώνης δείχνει ότι αυτού του είδους οι επιδράσεις μπορεί να είναι σημαντικές και να οδηγήσουν σε ένα φαύλο κύκλο ασθενούς ζήτησης και χαμηλής ανάπτυξης.

Σημειώσεις

1. Κάθε περίοδος που φαίνεται στο σχήμα περιλαμβάνει το κατώτερο σημείο της ύφεσης και το ανώτερο σημείο της επακόλουθης ανάκαμψης. Οι ημερομηνίες σχετικά με τις υφέσεις προέρχονται από το Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών των ΗΠΑ.
2. Έχουμε αναφερθεί στο θέμα της «άνεργης ανάκαμψης» στο Nikiforos (2013) και στο Papadimitriou, Hannsgen, και Nikiforos (2013a).
3. Πιο πρόσφατες εκθέσεις που έχουν ασχοληθεί με αυτό το ζήτημα περιλαμβάνουν αυτές των Papadimitriou, Hannsgen, and Nikiforos (2013b) και των Papadimitriou et al. (2014).
4. Σημειώστε ότι οι προβλέψεις για τον προϋπολογισμό αναφέρονται σε δημοσιονομικά έτη, ενώ οι προβλέψεις για το ρυθμό αύξησης αφορούν τις ποσοστιαίες μεταβολές από το τέταρτο τρίμηνο προς το τέταρτο τρίμηνο. Λαμβάνουμε υπόψη στην άσκηση των προσομοιώσεων αυτές τις χρονικές διαφορές. Ωστόσο, στις γραφικές παραστάσεις παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα των ημερολογιακών ετών, γεγονός που εξηγεί κάποιες μικρές διαφορές ανάμεσα στις προσομοιώσεις μας και στις προβλέψεις του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου.

Πηγές

- Bank of Canada. 2014. *Financial System Review*. Ottawa. December.
- CBO (Congressional Budget Office). 2015a. *The Budget and Economic Outlook: 2015–2025*. Washington, D.C.: CBO. January 26.
- . 2015b. *Updated Budget Projections: 2015–2025*. Washington, D.C.: CBO. March 19.
- Godley, W. 1999. *Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. Revised October 2000.
- IMF (International Monetary Fund). 2014. *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*. Washington, D.C.: IMF. October.
- Keen, S. 2015. *Outlook 2015: Global Debt Deflation and Manipulated Asset Markets*. Kingston (UK): IDEA.
- Nikiforos, M. 2013. *Employment Recovery(?) after the Great Recession*. Policy Note 2013/3. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. April.

- Papadimitriou, D., G. Hannsgen, and G. Zezza. 2012. *Back to Business as Usual? Or a Fiscal Boost?* Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. April.
- Papadimitriou, D., G. Hannsgen, and M. Nikiforos. 2013a. *Is the Link between Output and Jobs Broken?* Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. March.
- . 2013b. *Rescuing the Recovery: Prospects and Policies for the Recovery.* Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. October.
- Papadimitriou, D., M. Nikiforos, G. Zezza, and G. Hannsgen. 2014. *Is Rising Inequality a Hindrance to the US Economic Recovery?* Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. March.
- Rios-Avila, F., and J. L. Hotchkiss. 2014. *A Decade of Flat Wages?* Policy Note 2014/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. June.
- Wolff, E. 2014. “Household Wealth Trends in the United States, 1962–2013: What Happened Over The Great Recession?” Working Paper No. 20733. Cambridge: NBER.