



نشر سنور

بدهی عمومی در جامعه دموکراتیک

جیمز بیوکنن، ریچارد واگنر / ترجمه: علی رحیمی، سولماز مقدم فرد



بدهی عمومی در جامعه دموکراتیک

نویسندگان

جیمز بیوکنن

ریچارد واگنر

ترجمه

علی رحیمی

سولماز مقدم فرد

ویراستار

محسن امیری



- سرشناسه: بیوکنن، جیمز، ۱۹۱۹ - م، واگنر، ریچارد ای، ۱۹۴۱-م.
- عنوان و نام پدیدآور: Buchanan, M. James, 1919 - Richard E. Wagner, 1941
- مشخصات نشر: بدهی عمومی در جامعه دموکراتیک
- مشخصات ظاهری: نام نویسندگان: جیمز بیوکنن، ریچارد واگنر
- شابک: مترجمان: علی رحیمی، سولماز مقدم فرد
- وضعیت فهرست‌نویسی: ویراستار محسن امیری.
- یادداشت: زنجان: انتشارات سنور، ۱۴۰۴
- موضوع: ۸۰ صفحه
- موضوع: ۱-۶-۸۷۷۷۰-۶۲۲-۹۷۸
- موضوع: فیپا
- موضوع: وضعیت اصلی: Public debt in a democratic society
- موضوع: بدهی‌های دولتی -- ایالات متحده
- موضوع: Debts, Public -- United States
- شناسه افزوده: واگنر، ریچارد ای، ۱۹۴۱-م.
- شناسه افزوده: -Wagner, Richard E., 1941
- شناسه افزوده: رحیمی، علی، ۱۳۶۹- مترجم
- شناسه افزوده: مقدم فرد، سولماز، ۱۳۶۶- مترجم
- شناسه افزوده: امیری، محسن، ۱۳۶۱-، ویراستار
- رده‌بندی کنگره: HJ ۸۱۱۹
- رده بندی دیویی: ۳۳۶/۳۴۰.۹۷۳
- شماره کتابشناسی ملی: ۱۰۲۰۱۵۱۱
- اطلاعات رکورد کتابشناسی: فیپا



www.senoorpub.ir

ناشر:

سنور

نویسندگان:

بدهی عمومی در جامعه دموکراتیک

جیمز بیوکنن، ریچارد واگنر

مترجمان:

علی رحیمی

سولماز مقدم فرد

ویراستار علمی:

محسن امیری

شابک:

۹۷۸-۶۲۲-۸۷۷۷۰-۶-۱

نوبت چاپ:

اول، پاییز ۱۴۰۴

شمارگان:

۲۰۰

چاپ:

ایران کهن

قیمت:

۱۵۰.۰۰۰ تومان

©

مالکیت این اثر، متعلق به نویسندگان (جیمز بیوکنن و ریچارد واگنر) می‌باشد. هر گونه کپی برداری، انتشار، بازنشر و استفاده از فایل الکترونیکی ترجمه فارسی اثر، با ذکر منبع بلامانع می‌باشد.

فهرست

پیش گفتار مترجمین	۹
مقدمه	۱۱
بدهی ملی	۱۵
مدیریت بدهی ملی	۲۷
بار بدهی عمومی	۴۵
خلق بدهی عمومی و بازپرداخت آن	۶۳
بدهی ملی در دهه ۱۹۷۰	۷۷
پیوست ۱: یادداشتی در باب اندازه‌گیری	۸۳
پیوست ۲: ساختار سررسید و هزینه‌های بهره	۸۷
کتابشناسی	۸۹
فهرست کتاب‌های منتشر شده	۹۰

پیش‌گفتار مترجمین

کتابی که در دست دارید، اثری است ماندگار از جیمز بیوکنن و ریچارد واگنر و از آثار کلاسیک حوزه مالیه عمومی و اقتصاد سیاسی که در اواخر دهه ۱۹۶۰ نگاشته شده و با تحلیل نظام‌مند بدهی عمومی، نشان می‌دهد که این پدیده، نه صرفاً یک مسئله حسابداری دولتی، بلکه مسأله‌ای اقتصادی، سیاسی و اجتماعی است که پیامدهای آن مستقیماً بر رفاه شهروندان تأثیر می‌گذارد. نویسندگان با زبانی دقیق و تحلیلی، چارچوبی روشن برای فهم نقش بدهی عمومی در جوامع دموکراتیک ارائه می‌کنند و مفاهیم پیچیده‌ای مانند مدیریت بدهی ملی، توزیع هزینه خدمات عمومی و تأثیرات بینانلسی بدهی را برای خوانندگان قابل درک می‌سازند.

یکی از دستاوردهای اصلی کتاب، نقد این باور رایج است مبنی بر این که «بدهی عمومی، صرفاً مسئله‌ای است مربوط به خودمان» و سپس، تحلیل پیامدهای اقتصادی و سیاسی این پندار. بیوکنن و واگنر نشان می‌دهند که غفلت از این امر یا واگذاری آن به تصمیم‌گیرندگان بدون مشارکت عمومی، می‌تواند هزینه‌های واقعی و چشمگیری بر جامعه تحمیل کند. کتاب همچنین با بررسی دقیق سازوکارهای تأمین مالی، بازپرداخت بدهی و مدیریت سیاست‌های پولی و مالی، خواننده را قادر می‌سازد تا با آگاهی بیشتری درباره تصمیمات مالی دولت و آثار آن‌ها بر نسل‌های مختلف، قضاوت کند.

از سوی دیگر، تجربه جهانی نشان می‌دهد که در نبود شفافیت، مشارکت عمومی و فهم صحیح از سازوکار بدهی، دولت‌ها ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که شاید در کوتاه‌مدت به رفع نیازهای مالی پاسخ دهد، اما در بلندمدت بار سنگین اقتصادی و اجتماعی بر نسل‌های آینده تحمیل خواهد کرد. در این زمینه، آگاهی شهروندان و تصمیم‌گیرندگان، به ویژه در جامعه‌ای دموکراتیک، امری ضروری است.

لزوم ترجمه و انتشار این اثر در ایران از همین منظر اهمیت می‌یابد. با افزایش تدریجی بدهی‌های عمومی، کسری بودجه‌های مداوم و پیچیدگی سازوکارهای مالی دولت، آگاهی نسبت به پیامدهای بدهی عمومی و چگونگی مدیریت آن بیش از هر زمان دیگری حیاتی است. این کتاب بستری فراهم می‌آورد تا ضمن آشنایی با تجربیات بین‌المللی، مفاهیم بنیادی بدهی عمومی و مدیریت آن به زبان قابل فهم منتقل شود و گفت‌وگوی علمی و آگاهانه در جامعه ایرانی درباره سیاست‌های مالی و اقتصادی، به‌ویژه در شرایط اقتصادی کنونی، تقویت گردد.

در پایان، از رسول قنبری (ناشر) برای پیشنهاد ترجمه و انتشار اثر و از دکتر محسن امیری برای ویرایش این اثر سپاسگزاریم.

مقدمه

چرا شهروند عادی باید نگران بدهی عمومی باشد؟ دانشمندان در بسیاری از مواقع با دقت فراوان تلاش کرده‌اند تا به ما القا کنند که «ما بدهی عمومی را (یا دست کم بخش بزرگی از آن را) به خودمان بدهکاریم». افزون بر این، برخی اقتصاددانان می‌گویند که جزئیات بدهی عمومی برای شهروند عادی بسیار پیچیده‌تر از آن است که درکش کند. آیا شهروند نباید با تکیه بر یکی یا هر دوی این دلایل، نگرانی‌های خود را کنار گذاشته و تمام مشکلات بدهی عمومی را به خرد تخصصی اقتصاددانان و سیاست‌مداران واگذار کند؟^۱

به رغم چنین توصیه‌هایی، نگرانی عموم نسبت به بدهی عمومی کاهش نیافته است. عقل سلیم می‌گوید و تجربه نیز نشان داده که متخصصان ممکن است دچار خطا شوند. وقتی به نظر می‌رسد که این خطاها می‌تواند هزینه‌هایی را بر دوش شهروندان بگذارند، اگر شهروند عادی بکوشد تا خودش متوجه شود که موضوع از چه قرار است، احتمالاً کار عاقلانه‌ای می‌کند. چرا دولت باید این قدر با هر نهاد دیگری فرق داشته باشد؟ اگر قرار نیست نگران بدهی عمومی باشیم، نگران بدهی خصوصی هم نباشیم؟ بیشتر بدهی‌های خصوصی نیز به نوعی، بدهکاری به سایر شهروندان است؛ ما این را هم «به خودمان بدهکاریم». یا باید تفاوت مرموزی میان بدهی عمومی و خصوصی وجود داشته باشد، یا این که دست کم برخی از متخصصان باید در اشتباه باشند. بسیاری از افراد، آن قدر از پیامدهای پیروی از وسوسه‌های بدهی خصوصی را آگاه‌اند که نخواهند ناآگاهانه و

۱. تمام پاورقی‌ها از مترجمین و ویراستار است، به جز پنج مورد که از آن نویسندگان است و با شماره‌ای داخل کروشه (به شکل [*]) مشخص شده است.

نسنجیده، ماشین پیوسته پیش‌رونده [و بی‌نیاز از سوخت] محرک مالی را که گاهی به واسطه بدهی عمومی ارائه می‌شود، بپذیرند.^۱

چیزی فراتر از اخلاق منسوخ پاک‌دینی که به همه ما نسبت داده می‌شود، شهروند عادی را نسبت به افزایش مداوم بدهی عمومی محتاط می‌سازد. کسری بودجه دولت فدرال [ملی] به امری رایج تبدیل شده و مجموع بدهی عمومی تدریجاً و پیوسته بالا می‌رود، ظاهراً بی‌توجه به وجود شرایط اقتصادی شکوفا، یا حتی تورمی. در اواخر سال ۱۹۶۶، سقف بدهی ملی ۳۳۰ میلیارد دلاری کم‌کم به کنش وزارت خزانه‌داری را محدود ساخت و در اوایل ۱۹۶۷، این سقف باید یا افزایش می‌یافت یا نادیده گرفته می‌شد. دولت‌های ایالتی-محلی نیز در دهه‌های پس از جنگ، میلیاردها دلار وام گرفته‌اند. تا زمانی که شهروند درنیابد چرا نباید نگران بدهی عمومی باشد، نگرانی‌اش درست و به جاست.

جامعه دموکراتیک، وابسته به گفت‌وگوی هوشمندانه و درک گسترده مسائل عمومی از سوی شهروندان است. پژوهشگران حرفه‌ای، تعهدی جدی دارند تا این مسائل را به‌روشی روشن و صریح ارائه کنند. این مقاله با همین هدف نوشته شده است. برای شکل‌گیری گفت‌وگویی منظم، وجود واقعیات ضروری است و بخش نخست این رساله نیز به ارائه همین واقعیات اختصاص دارد. داده‌های مربوط به رشد، ترکیب و مالکیت بدهی ملی خلاصه شده‌اند. اما واقعیات به‌اندازه تبیین مفاهیم اهمیت ندارند. در آغاز بحث، باید به سردرگمی گسترده‌ای که میان بدهی عمومی و پول وجود دارد، پرداخته شود. تفکر روشن درباره این دو ابزار به نتایجی منتهی می‌شود که به‌شدت با نتایجی که بر پایه این سردرگمی ابتدایی به‌دست می‌آیند، تفاوت دارند. جای شگفتی نیست سیاست‌هایی که در بستر تفکر مبهم منطقی به‌نظر می‌رسند، با اندکی دقت کاملاً غیرمنطقی می‌شوند.

بخش دوم به مدیریت بدهی ملی می‌پردازد. این موضوع از آن‌رو مهم است که سطح قیمت‌ها، درآمد و اشتغال می‌تواند تحت‌تأثیر تغییر در سیاست مدیریت بدهی قرار گیرد. بخش سوم به بررسی پرسش مناقشه‌برانگیزی درباره بار بدهی عمومی اختصاص دارد. پرسش این است: «چه کسانی از کالاها و خدماتی که برای تأمین خدمات عمومی (از طریق انتشار بدهی عمومی) لازم است، صرف‌نظر می‌کنند؟» اصول ابتدایی در اینجا

۱. منظور این است که برخی فکر می‌کنند دولت می‌تواند همیشه و بدون مشکل پول قرض بگیرد و خرج کند، بدون این که پیامدی داشته باشد.

به قدر کافی روشن اند، اما لازم است استدلال‌های پیچیده‌تر و گاه نادرست نیز بررسی و رد شوند.

بخش چهارم به مسائل مهمی درباره ایجاد و بازپرداخت بدهی عمومی می‌پردازد. حکومت‌ها چه زمانی باید وام بگیرند؟ و چه زمانی باید بدهی عمومی را بازپرداخت کنند؟ فصل پایانی، نکاتی را ارائه می‌دهد که باید هم برای تصمیم‌گیری آگاهانه نمایندگان منتخب مفید است و هم برای شکل‌گیری گفت‌وگوی عمومی سنجیده‌تر از سوی رأی‌دهندگان.

بدهی ملی

تعریف

بدهی عمومی، تعهد واحدهای حکومتی^۱ است برای پرداخت مبالغ مشخص به دارندگان ابزارهای بدهی. بدهی ملی، تعهد حکومت ملی در نظام سیاسی فدرال است. حکومت^۲، در زمان ایجاد بدهی، در ازای وعدهایی برای انجام پرداختهای آتی به وام‌دهندگان، اختیار استفاده از منابع را به‌دست می‌آورد. معمولاً این پرداختهای آتی شامل بهره و بازپرداخت اصل سرمایه می‌شوند. تنها حدود یک درصد از بدهی ملی موجود ایالات متحده، بدهی بدون بهره^۳ است. همچنین، اگرچه چنین اوراقی در ایالات متحده وجود ندارد، برخی اوراق بهادار که به آنها اوراق قرضه بدون سررسید^۴ گفته می‌شود، صرفاً شامل پرداخت بهره‌اند و بازپرداخت اصل سرمایه در آنها مطرح نیست.

باید توجه داشت که بدهی ملی موجود ایالات متحده، ترکیبی از بدهی و پول است. عموماً هرچه موعد سررسید ابزار بدهی کوتاه‌تر باشد، میزان نقدشوندگی یا «پول‌سانی»^۵ آن بیشتر است. بدهی دولتی یک‌ساله، پیش از بدهی دوساله، به‌صورت خودکار به پول تبدیل خواهد شد. از این جهت، ابزارهای بدهی را می‌توان بر پایه مدت‌زمان باقیمانده تا سررسید، در طیف نقدشوندگی مرتب کرد. در ایالات متحده، بدهی‌های ملی از لحظه استقراض تا زمان بازپرداخت اصل، از ۱۳ هفته تا بیش از ۳۰ سال زمان دارند. اوراق

1. governmental

۲. government — منظور از حکومت، قوه مجریه است. دولت (state) به ساختار کلی سه قوه و تمام نهادهای مرتبط گفته می‌شود.

3. noninterest-bearing

۴. consols (که در اصل مخفف consolidated annuities است)، نوعی اوراق قرضه دولتی در بریتانیا بودند که از قرن هجدهم به بعد منتشر شدند. ویژگی اصلی‌شان این بود که سررسید نداشتند؛ یعنی دولت اصل پول را هیچ‌وقت پس نمی‌داد، فقط به دارندگان اوراق بهره (بهره سالانه ثابت) می‌پرداخت. به همین دلیل به آنها اوراق قرضه دائمی هم می‌گویند.

5. moneyness

بدون سررسید، ناب‌ترین و نهایی‌ترین شکل بدهی‌اند: حکومت موظف است تا ابد بهره‌ای مشخص بپردازد، بدون آن که اصل سرمایه را بازگرداند؛ از این رو، این اوراق، کارکرد اندکی در نقش پول یا جانشین پول دارند. این اوراق می‌توانند در معاملاتی بازاری در ازای پول فروخته شوند، اما به سبب نقدشوندگی کمتر نسبت به دیگر ابزارهای بدهی، نقطه مرجعی برای سنجش نقدشوندگی نسبی سایر ابزارهای بدهی به شمار می‌روند. (پول، نقطه مرجع دیگری برای سنجش نقدشوندگی نسبی است؛ چراکه کاملاً نقدشونده است؛ هر چند که بدهی عمومی به شمار نمی‌آید).

بدهی عمومی از طریق استقراض دولت ایجاد می‌شود. حکومت، منابع مالی را قرض می‌گیرد و در ازای آن، وعده‌های برای انجام پرداخت‌های آتی می‌دهد که شرایط آن با توافق دو طرفه تعیین می‌شود. بدهی عمومی، سومین شیوه تأمین مالی هزینه‌های عمومی است؛ دو شیوه نخست عبارت‌اند از مالیات و خلق پول. بدهی عمومی از طریق بازپرداخت (که روندی معکوس فرایند ایجاد بدهی دارد) تسویه می‌شود. حکومت، در ازای به‌دست‌آوردن مجدد ابزارهای بدهی، به دارندگان آن‌ها پول پرداخت می‌کند. حکومت می‌تواند بدهی خود را از طریق بازخرید اوراق در بازار آزاد و به قیمت جاری تسویه کند، یا منتظر موعد سررسید بماند و با پرداخت اصل سرمایه، آن را تسویه کند.

تمایز میان خلق بدهی و خلق پول

خلق بدهی و خلق پول، در مباحث مربوط به سیاست عمومی، اغلب به جای یکدیگر به کار می‌روند و همین امر، موجب سردرگمی تحلیلی گسترده‌ای می‌شود. بسیاری از استنتاج‌هایی که بر پایه هم‌ارزی بدهی و پول شکل می‌گیرند، زمانی فرو می‌ریزند که تمایز بنیادی آن‌ها به درستی درک شود. **خلق بدهی عمومی، شامل مبادله‌ای است در قدرت خرید میان قرض‌گیرنده (حکومت) و قرض‌دهنده (هر فرد یا بنگاهی که اوراق بدهی حکومت را می‌خرد).** در مقابل، **خلق پول هیچ مبادله‌ای در بر ندارد؛** بلکه صرفاً به معنای خلق قدرت خرید جدید است.

ساختارهای کنونی پولی و بدهی، به این سردرگمی میان بدهی و پول دامن می‌زنند. در چارچوب بدهی ملی ثابت، عرضه پول زمانی افزایش می‌یابد که فدرال رزرو، بدهی ملی را از مردم بخرد؛ و زمانی کاهش می‌یابد که فدرال رزرو، بدهی ملی را به مردم بفروشد. ابهامی مشابه زمانی رخ می‌دهد که بدهی ملی از طریق کسری بودجه گسترش

می‌یابد. نسخه تجویزی اکنون رایج (و راست‌گیشانه) سیاست مالی آن است که حکومت، زمانی که اقتصاد به سطح تولید ملی ناخالص بالقوه‌اش نرسیده، با کسری بودجه فعالیت کند. اما اگر بدهی ناشی از این کسری به افراد بخش خصوصی فروخته شود، این کسری لزوماً اثر انبساطی نخواهد داشت؛ بلکه صرفاً انتقالی در قدرت خرید از افراد به حکومت صورت می‌گیرد. با این حال، اگر این بدهی به فدرال رزرو فروخته شود، اثر آن انبساطی خواهد بود؛ زیرا خلق ذخایر بانکی، منجر به گسترش چند برابری عرضه پول می‌شود. **اما تأثیر سودمند تأمین مالی کسری بودجه از این طریق، از ویژگی‌های پولی آن ناشی می‌شود، نه از ویژگی‌های بدهی آن.** اگر بدهی «محض» منتشر شود (یعنی زمانی که اوراق بدهی به اشخاص [حقیق و حقوقی] غیربانک‌ها فروخته شود)، کسری بودجه می‌تواند اثری انبساطی نداشته باشد. کسری بودجه تنها زمانی مستقیماً محرک نظام اقتصادی است که به نظام بانکی فروخته شود و بدین ترتیب، پایه ذخایر برای گسترش عرضه پول فراهم گردد. این یعنی: انتشار چنین بدهی‌ای تنها تا آنجا محرک نظام اقتصادی است که نوعی خلق پول پنهان به‌شمار رود.

برعکسِ باور رایج عامه مردم، انتشار بدهی عمومی ماهیتی ضدتورمی دارد، نه تورمی. فردی که بدهی عمومی را می‌خرد، از قدرت خرید کنونی خود صرف‌نظر می‌کند تا در آینده، قدرت خرید بیشتری به‌دست آورد. انتشار بدهی، هزینه‌کرد بخش خصوصی را کاهش می‌دهد. فروش ابزارهای بدهی به نظام فدرال رزرو، منجر به انبساط چند برابری عرضه پول می‌شود. اما این انبساط، حاصل خلق پنهان پول است و می‌توانست بدون انتشار بدهی ملی نیز اتفاق بیفتد.

این سردرگمی میان بدهی و پول و نیز شیوه‌های خلق آن‌ها، در تمام ادبیات پساکینزی درباره سیاست اقتصادی پادچرخه‌ای^۱ دیده می‌شود. هنجارهای سنتی مالی، مانند ترازوی بودجه حکومت، از آن‌رو مورد انتقاد قرار گرفته‌اند که انتشار بدهی عمومی تنها در شرایطی از پیش تعیین‌شده ممکن می‌بود و در نتیجه، آثار مطلوب هزینه‌کرد با کسری بودجه نمی‌توانست محقق شود. با این حال، نکته جالب آن‌که اگر اوراق بدهی به شهروندان بخش خصوصی فروخته شود، این آثار مطلوب، حتی در صورت تأمین مالی از طریق بدهی نیز ممکن است وجود نداشته باشد. کسری بودجه، تنها زمانی به‌طور قطعی اثری انبساطی دارد که ابزارهای بدهی به نظام فدرال رزرو «فروخته» شوند. **باوجود این،**

^۱. countercyclical

برای افزایش عرضه پول از طریق کسری بودجه، نیازی به افزایش بدهی عمومی نیست. در واقع، احتمالاً همین سردرگمی موجود میان بدهی و پول است که موجب می‌شود پرداخت بهره بر انبساط پولی (که هزینه‌ای کاملاً غیرضروری است) بی‌آن‌که با اعتراضی جدی مواجه شود، ادامه یابد. به‌عنوان یک بدیل، می‌توان کسری بودجه را مستقیماً از طریق خلق پول تأمین کرد. در این حالت، بدهی عمومی منتشر نمی‌شود و پرداخت‌های بهره اضافی (و مالیات‌هایی که برای تأمین آن‌ها لازم‌اند) نیز به‌وجود نمی‌آید.

زمانی که این سردرگمی رایج میان خلق بدهی و خلق پول به‌درستی درک شود، روشن می‌شود که تغییر در میزان بدهی ملی، منطقی به سیاست‌های پادچرخه‌ای ندارد.

رشد بدهی ملی

جدول ۱ نشان‌دهنده رشد بدهی ملی ایالات متحده، بر اساس ارزش اسمی در سررسید، برای سال‌های منتخب از ۱۸۶۰ به بعد است. هم رشد ارزش اصل بدهی و هم نسبت بدهی به تولید ناخالص ملی، نکات جالبی را آشکار می‌کنند.

جدول ۱: بدهی ملی و نسبت بدهی ملی به تولید ناخالص ملی
سال‌های منتخب ۱۸۶۰ تا ۱۹۶۵ (سال مالی منتهای به ۳۰ ژوئن)

سال	بدهی ملی (ارزش اولیه به میلیارد دلار)	درصد بدهی ملی از تولید ناخالص ملی ^[۱]
۱۸۶۰	۰.۰۷	۱.۲
۱۸۶۵	۲.۶۸	۴۵.۳
۱۸۷۰	۲.۴۴	۳۷.۵
۱۸۸۰	۲.۰۹	۲۱.۸
۱۸۹۰	۱.۱۲	۹.۰
۱۹۰۰	۱.۲۶	۶.۸
۱۹۱۰	۱.۱۵	۳.۵
۱۹۱۶	۱.۲۳	۲.۴
۱۹۱۹	۲۵.۴۹	۳۲.۳
۱۹۲۰	۲۴.۳۰	۲۷.۳
۱۹۳۰	۱۶.۱۹	۱۷.۹
۱۹۴۰	۴۲.۹۷	۴۳.۱

۱۲۳۰	۲۵۸,۶۸	۱۹۴۵
۱۳۹,۲	۲۶۹,۴۲	۱۹۴۶
۱۱۱,۷	۲۵۸,۲۹	۱۹۴۷
۹۷,۹	۲۵۲,۲۹	۱۹۴۸
۹۸,۵	۲۵۲,۷۷	۱۹۴۹
۹۰,۴	۲۵۷,۳۶	۱۹۵۰
۷۷,۷	۲۵۵,۳۳	۱۹۵۱
۷۵,۰	۲۵۹,۱۱	۱۹۵۲
۷۲,۹	۲۶۶,۰۷	۱۹۵۳
۷۴,۴	۲۷۱,۲۶	۱۹۵۴
۶۸,۹	۲۷۴,۳۷	۱۹۵۵
۶۵,۱	۲۷۲,۷۵	۱۹۵۶
۶۱,۳	۲۷۰,۵۳	۱۹۵۷
۶۱,۸	۲۷۶,۳۴	۱۹۵۸
۵۸,۹	۲۸۴,۷۱	۱۹۵۹
۵۶,۷	۲۸۶,۳۳	۱۹۶۰
۵۵,۶	۲۸۸,۹۷	۱۹۶۱
۵۳,۲	۲۹۸,۲۰	۱۹۶۲
۵۱,۹	۳۰۵,۸۶	۱۹۶۳
۴۹,۶	۳۱۱,۷۱	۱۹۶۴
۴۷,۰	۳۱۷,۲۷	۱۹۵۶

[۱] ارقام تولید ناخالص ملی از سال ۱۸۷۰ تا ۱۹۱۶، بر اساس میانگین‌های پنج‌ساله‌ای که برای آن دوره موجود بوده، برآورد شده‌اند. پیش از سال ۱۸۷۰ رقمی در دست نیست؛ بنابراین مقادیر تولید ناخالص ملی برای سال‌های ۱۸۶۰ و ۱۸۶۵ با امتداد همین میانگین‌های پنج‌ساله به عقب برآورد شده است. هرچند این روش تا حدودی خطا دارد، اما به‌دلیل کوتاه بودن بازه زمانی، این خطا چندان جدی نیست.

منابع:

ستون ۱: گزارش سالانه وزیر خزانه‌داری، ۱۹۶۴ (واشینگتن: اداره چاپ دولت ایالات متحده، ۱۹۶۵)، صفحات ۱-۴۶۰، برای سال‌های منتهی به ۱۹۶۴. رقم ۱۹۶۵ از بولتن خزانه‌داری، ژوئیه ۱۹۶۵، صفحه ۲۱ گرفته شده است.
ستون ۲: مقادیر این ستون با تقسیم داده‌های ستون ۱ بر رقم متناظر تولید ناخالص ملی به‌دست آمده‌اند. ارقام تولید ناخالص ملی برای سال‌های ۱۸۶۰ تا ۱۹۲۰ از آمار تاریخی ایالات متحده، اداره سرشماری (واشینگتن: اداره چاپ دولت ایالات متحده، ۱۹۶۰)، سری F-1، صفحه ۱۳۹ استخراج شده است. ارقام سال‌های ۱۹۳۰ تا ۱۹۶۵ از گزارش اقتصادی رئیس‌جمهور، ۱۹۶۶ (واشینگتن: اداره چاپ دولت ایالات متحده، ۱۹۶۶)، صفحه ۳۰۹ گرفته شده است.

تا پیش از رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰، افزایش بدهی ملی عمدتاً با جنگ‌های ملی همراه بوده است. همچنین، تا پیش از رکود بزرگ، به نظر می‌رسد سیاست عمومی آگاهانه‌ای برای بازپرداخت بدهی وجود داشته است. ستون اول شواهدی برای هر دو گزاره ارائه

می‌کند. در سال ۱۸۶۰ بدهی ملی ۶۵ میلیون دلار بود، اما پنج سال جنگ داخلی آن را به ۲۰۷ میلیارد دلار رساند. بدهی ملی تا سال ۱۸۹۰ به حدود ۱۰۱ میلیارد دلار کاهش یافت و تا ۱۹۱۶ در همین حدود باقی ماند. تا سال ۱۹۱۹ و در پایان جنگ جهانی اول، بدهی ملی حدود بیست برابر شد و به ۲۵۰۵ میلیارد دلار رسید. در سال ۱۹۳۰، پس از تلاش آگاهانه دیگری برای کاهش بدهی، رقم به ۱۶۰۲ میلیارد دلار کاهش یافت. رکود بزرگ تعادل بودجه دولت را برهم زد و در سال ۱۹۴۰ بدهی به ۴۳ میلیارد دلار رسید. بدهی ملی تحت تأثیر جنگ جهانی دوم، با شتاب به ۲۵۸۰۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۴۵ جهش کرد. پس از ۱۹۴۵ بدهی ملی با میانگین حدود ۳ میلیارد دلار در سال افزایش یافته است که نشان‌دهنده پایان نهایی سیاست آگاهانه بازپرداخت بدهی است که از دهه ۱۹۳۰ رو به افول گذاشته بود.

اعداد ستون دوم جدول، نسبت بدهی ملی به تولید ناخالص ملی را نشان می‌دهند. در بیشتر دوران پیش از دهه ۱۹۳۰، این نسبت کمتر از ۲۰ درصد بود. پس از جنگ داخلی و جنگ جهانی اول، این نسبت به ترتیب به حدود نیم و یک‌سوم تولید ناخالص ملی رسید، اما سپس به سطوح پایین‌تری کاهش یافت. ترکیب رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم، این نسبت را تا حدود ۱۲۵ درصد در سال ۱۹۴۵ بالا برد. از آن زمان به بعد، با وجود افزایش تدریجی مقدار اسمی بدهی، نسبت آن به تولید ناخالص ملی دوباره رو به کاهش گذاشت و تا سال ۱۹۶۵ به کمتر از ۵۰ درصد رسید.

ترکیب بدهی ملی

بدهی ملی اساساً از اسکناس‌های خزانه^۱، اوراق قرضه میان‌مدت^۲ و اوراق قرضه بلندمدت^۳ تشکیل شده است؛ تفاوت این ابزارها عمدتاً در زمان سررسید آنهاست. اسکناس‌های خزانه معمولاً سررسیدی ۱۳ یا ۲۶ هفته‌ای دارند، هرچند برخی به یک سال هم می‌رسند. سررسید اوراق میان‌مدت معمولاً بین یک تا پنج سال است و اوراق بلندمدت برای دوره‌های طولانی‌تری منتشر می‌شوند. جدول ۲ ترکیب بدهی ملی را در تاریخ ۳۰ ژانویه ۱۹۶۶ نشان می‌دهد. باید تمایزی نیز میان بدهی معامله‌پذیر^۴ و معامله‌ناپذیر^۵ قائل

1. bills

2. notes

3. bonds

4. marketable

5. nonmarketable

شد. چنان که جدول ۲ نشان می‌دهد، بیش از دوسوم بدهی ملی از نوع معامله‌پذیر است. اوراق قرضه پس‌انداز ایالات متحده^۱ بزرگ‌ترین دسته از بدهی‌های معامله‌ناپذیرند؛ دارنده این اوراق نمی‌تواند آن‌ها را به شخصی دیگر و با قیمتی توافقی بفروشد؛ بلکه یا باید آن‌ها را تا سررسید نگه دارد یا به قیمت ازپیش مقرر به حکومت فدرال بفروشد. دسته نهایی و مهم بدهی ملی، اوراق ویژه^۲ است که معمولاً با عنوان بدهی درون‌حکومتی^۳ از آن یاد می‌شود. اوراق ویژه زمانی پدید می‌آیند که کارگزاران فدرال، بدهی ملی را به‌عنوان ذخیره نگهداری می‌کنند. برای نمونه، صندوق امانت بیمه سالمندی و بازماندگان فدرال^۴، حدود ۱۸ میلیارد دلار بدهی ملی در اختیار دارد و صندوق بازنشستگی و ازکارافتادگی خدمات دولتی^۵ نیز نزدیک به ۱۵ میلیارد دلار از این اوراق را نگهداری می‌کند.

جدول ۲: ترکیب بدهی ملی، ۳۰ ژانویه ۱۹۶۶ (میلیون دلار)

نوع بدهی	بازارپذیری	بازارناپذیر
اسناد خزانه	۶۱۵۸۹	
گواهی‌ها	۱۶۵۲	۱۰۹۹ ^[۱]
اوراق قرضه میان‌مدت	۵۰۳۴۴	
اوراق قرضه بلندمدت		
اوراق قرضه خزانه‌داری	۱۰۴۱۷۱	۲۷۸۰
اوراق قرضه پس‌انداز ایالات متحده		۵۰۳۱۹
اوراق قرضه ارز خارجی		۱۲۰۷ ^[۲]
اوراق قرضه پس‌انداز		۴۷
سایر اوراق قرضه		۱۳۵
اوراق ویژه		۴۴۳۵۶
بدهی غیربهره‌دار		۴۴۰۴
مجموع	۲۱۷۶۵۶	۱۰۵۳۴۷
بدهی ملی کل		۳۲۲۰۰۳

[۱] این‌ها مجموعه اوراق خارجی^۱ هستند (بدهی‌هایی که به خارجی‌ها فروخته شده اما به دلار قابل پرداخت‌اند). این مجموعه شامل ۶۱۵ میلیون دلار گواهی، ۳۱۰ میلیون دلار اسناد خزانه و ۱۷۴ میلیون دلار اوراق قرضه است.

[۲] مجموعه اوراق ارزی خارجی^۲ به ارزهای خارجی قابل پرداخت‌اند. این مجموعه شامل ۹۱۲ میلیون دلار اوراق قرضه و ۳۹۵ میلیون دلار گواهی است.

منبع: بولتن خزانه‌داری، فوریه ۱۹۶۶، صفحه ۲۷.

1. U.S. Savings Bonds
2. special issues
3. intragovernmental debt
4. Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund
5. Civil Service Retirement and Disability Fund
6. Foreign Series issues
7. Foreign Currency Series

اگرچه ترکیب بدهی ملی در گذر زمان دستخوش تغییراتی می‌شود، این تغییرات به‌صورت سالانه بسیار اندک‌اند و به‌نظر می‌رسد ترکیب غالب فعلی در چند سال آینده نیز پایدار بماند. جدول ۳، ترکیب بدهی ملی را هم به‌صورت درصدی از کل بدهی و هم بر پایه مقادیر واقعی برای دوره ده‌ساله ۱۹۵۶ تا ۱۹۶۵ نشان می‌دهد. دقت کنید که در این دهه تغییراتی در ترکیب رخ داده، اما این تغییرات نسبتاً ملایم بوده‌اند. سهم اوراق معامله‌پذیر از کل بدهی ملی، از ۵۷ درصد به ۶۶ درصد افزایش یافته؛ اسکناس‌های معامله‌پذیر خزانه بیش از دو برابر سهم قبلی خود را به‌دست آورده‌اند؛ و گواهی‌های بدهی^۱ عملاً از میان رفته‌اند. با این حال، روند تدریجی این تغییرات، دلیل موجهی است بر این فرض که ترکیب بدهی ملی در اواخر دهه ۱۹۶۰ و اوایل دهه ۱۹۷۰ دگرگونی عمده‌ای نخواهد داشت. گرچه مقادیر واقعی در جدول ۲ به‌سرعت کهنه می‌شوند، چرا که بدهی ملی همچنان رشد می‌کند، اما نسبت‌های زیربنایی ترکیب بدهی، آهسته‌تر تغییر خواهند کرد. از این رو، جدول ۳ می‌تواند برای چند سال، شاخص سودمندی از ترکیب بدهی ملی به‌شمار رود.

مالکیت بدهی ملی

مالکیت بدهی ملی، نقش مهمی در برآورد تأثیر بالقوه آن بر اقتصاد دارد. جدول ۴ که وضعیت مالکیت بدهی ملی را در تاریخ ۳۰ دسامبر ۱۹۶۵ نشان می‌دهد، حاکی از آن است که بدهی ملی عمدتاً در اختیار بانک‌های فدرال رزرو، بانک‌های تجاری، افراد، نهادهای حکومتی ایالات متحده، شرکت‌ها و حکومت‌های ایالتی و محلی است. مهم‌ترین تمایزی که در برآورد تأثیر احتمالی بدهی ملی بر نظام اقتصادی باید در نظر گرفت، تمایز میان بدهی در اختیار بانک‌ها و بدهی در اختیار غیربانک‌هاست. همچنین، نحوه توزیع بدهی ملی تازه‌خلق‌شده میان این گروه‌های مختلف مالکیتی، پیامدهای چشمگیری برای سطح فعالیت اقتصادی در آینده خواهد داشت.

الگوی موجود مالکیت بدهی ملی می‌تواند به چند طریق بر سطح فعالیت اقتصادی در آینده اثر بگذارد. مقدار بدهی‌ای که در اختیار بانک‌های تجاری است، نشان‌دهنده ظرفیت بالقوه افزایش ذخایر از طریق فروش اوراق خزانه توسط این بانک‌هاست. نحوه توزیع بدهی

1. certificates of indebtedness

ملی میان نظام فدرال رزرو و سایر نهادهای اقتصادی، فضای موجود برای عملیات بازار باز^۱ را نشان می‌دهد. برای نمونه، اگر فدرال رزرو اوراق قرضه را از افراد خریداری کند، این امر می‌تواند منجر به انبساط چندبرابری عرضه پول شود. نهایتاً، مقدار بدهی ملی که بیرون از نظام بانکی نگهداری می‌شود، ظرفیت بالقوه افزایش عرضه پول از طریق سیاست پولی‌سازی بدهی^۲ را مشخص می‌کند (این موضوع در صفحات ۷۴-۷۳ بیشتر بررسی خواهد شد).

باتوجه به توزیع بدهی به‌تازگی خلق‌شده میان گروه‌های مختلف مالکیت، افزایش بدهی در اختیار غیربانک‌ها تأثیر اقتصادی بالقوه‌ای ندارد. فرقی ندارد که این بدهی در اختیار افراد، شرکت‌ها، شرکت‌های بیمه یا حکومت‌های محلی باشد؛ فروش اوراق خزانه به این گروه‌ها برای تأمین مالی هزینه‌های حکومتی، نه بر حجم پول اثر می‌گذارد و نه بر ذخایر بانکی. اگر فردی اوراق قرضه خزانه خریداری کند، قدرت خرید از آن فرد به حکومت منتقل می‌شود و با خرج شدن این وجوه توسط حکومت، حجم پول تغییری نمی‌کند و در نتیجه تأثیری بر سطح کلی فعالیت اقتصادی ندارد. اما اگر اوراق قرضه خزانه به بانک‌های تجاری فروخته شود و حکومت از وجوه حاصل هزینه کند، حجم پول افزایش می‌یابد، هرچند ذخایر مازاد بانک‌ها به همان میزان کاهش می‌یابد. این وضعیت فقط در صورتی ماهیتی انبساطی دارد که ذخایر مازادی در نظام بانکی موجود باشد. فروش اوراق خزانه به نظام فدرال رزرو، همراه با هزینه‌کرد وجوه توسط حکومت، منجر به انبساط چندبرابری عرضه پول می‌شود. برای نمونه، اگر نسبت ذخیره قانونی^۳ $\frac{2}{3}$ ۱۶ درصد باشد، ظرفیت بالقوه انبساط پولی، شش برابر مقدار فروش اوراق خواهد بود.

۱. open-market operations - یعنی خرید و فروش اوراق بهادار دولتی (مثل اوراق قرضه خزانه‌داری) توسط بانک مرکزی در بازار آزاد، با هدف کنترل نقدینگی و نرخ بهره. یعنی اگر بانک مرکزی اوراق دولتی بخرد، پول جدید وارد اقتصاد می‌شود و نقدینگی و توان وام‌دهی بانک‌ها زیاد می‌شود. اگر بانک مرکزی اوراق دولتی بفروشد، پول از اقتصاد جمع می‌شود و نقدینگی کاهش می‌یابد.

2. debt monetization

جدول ۳: ترکیب بدهی ملی از ۱۹۵۶ تا ۱۹۶۵، سال مالی منتهی به ۳۰ ژوئن (میلیارد دلار) [۱]

سال	معامله‌پذیر					معامله‌ناپذیر				
	بدهی کل (۱)	بدهی کل معامله‌پذیر (۲)	اسناد خزانه (۳)	گواهی‌های بدهی (۴)	اوراق قرضه میان مدت (۵)	اوراق قرضه بلندمدت (۶)	بدهی کل معامله‌ناپذیر (۷)	اوراق قرضه عمومی ^[۲] (۸)	اوراق ویژه (۹)	بدهی بدون بهره
۱۹۵۶	۲۷۲.۸	۱۵۵.۰	۲۰.۸	۱۶.۳	۳۶۰.۰	۸۱.۹	۱۱۷.۸	۶۹.۸	۴۵.۱	۲.۹
	(۵۶.۸)	(۷.۶)	(۶.۰)	(۱۳.۲)	(۳۰.۰)	(۴۳.۲)	(۲۵.۶)	(۱۶.۵)	(۱.۱)	
۱۹۵۷	۲۷۰.۵	۱۵۵.۷	۲۳.۴	۲۰.۵	۳۱۰.۰	۸۰.۸	۱۱۴.۸	۶۶.۰	۴۶.۸	۲.۰
	(۵۷.۶)	(۸.۷)	(۷.۶)	(۱۱.۵)	(۲۹.۹)	(۴۲.۴)	(۲۴.۴)	(۱۷.۳)	(۰.۷)	
۱۹۵۸	۲۷۶.۳	۱۶۶.۷	۲۲.۴	۳۲.۹	۲۰.۴	۹۰.۹	۱۰۹.۶	۶۱.۸	۴۶.۲	۱.۶
	(۶۰.۳)	(۸.۱)	(۱۱.۹)	(۷.۴)	(۳۲.۹)	(۳۹.۷)	(۲۲.۴)	(۱۶.۷)	(۰.۶)	
۱۹۵۹	۲۸۴.۷	۱۷۸.۰	۳۲.۰	۳۳.۸	۲۷.۳	۸۴.۹	۱۰۶.۷	۵۹.۱	۴۴.۸	۲.۸
	(۶۲.۵)	(۱۱.۲)	(۱۱.۹)	(۹.۶)	(۲۹.۸)	(۳۷.۵)	(۲۰.۸)	(۱۵.۷)	(۱.۰)	
۱۹۶۰	۲۸۶.۳	۱۸۳.۸	۳۳.۴	۱۷.۷	۵۱.۵	۸۱.۳	۱۰۲.۵	۵۴.۵	۴۴.۹	۳.۱
	(۶۴.۲)	(۱۱.۷)	(۶.۲)	(۱۸.۰)	(۲۸.۴)	(۳۵.۸)	(۱۹.۰)	(۱۵.۷)	(۱.۱)	
۱۹۶۱	۲۸۹.۰	۱۸۷.۱	۱۶.۷	۱۳.۳	۵۶.۳	۸۰.۸	۱۰۱.۹	۵۳.۵	۴۵.۰	۳.۴
	(۶۴.۷)	(۱۲.۷)	(۴.۶)	(۱۹.۵)	(۲۷.۹)	(۳۵.۳)	(۱۸.۵)	(۱۵.۶)	(۱.۲)	
۱۹۶۲	۲۹۸.۲	۱۹۶.۱	۴۲.۰	۱۳.۵	۶۵.۵	۷۵.۰	۱۰۲.۱	۵۳.۴	۴۴.۹	۳.۸
	(۶۵.۸)	(۱۴.۱)	(۴.۵)	(۲۲.۰)	(۲۵.۲)	(۳۴.۲)	(۱۷.۹)	(۱۵.۱)	(۱.۳)	
۱۹۶۳	۳۰۵.۹	۲۰۳.۵	۴۷.۲	۲۲.۲	۵۲.۱	۸۲.۰	۱۰۲.۴	۵۳.۶	۴۴.۸	۴.۰
	(۶۶.۵)	(۱۵.۴)	(۷.۲)	(۱۷.۰)	(۲۶.۸)	(۳۳.۵)	(۱۷.۵)	(۱۴.۴)	(۱.۳)	
۱۹۶۴	۳۱۱.۷	۲۰۶.۵	۵۰.۷	—	۶۷.۳	۸۸.۵	۱۰۵.۲	۵۴.۲	۴۶.۶	۴.۴
	(۶۶.۲)	(۱۶.۳)	(—)	(۲۱.۶)	(۲۸.۴)	(۳۳.۸)	(۱۷.۴)	(۱۵.۰)	(۱.۴)	
۱۹۶۵	۳۱۷.۳	۲۰۸.۷	۵۳.۷	—	۵۲.۵	۱۰۲.۵	۱۰۸.۶	۵۵.۸	۴۸.۷	۴.۲
	(۶۵.۸)	(۱۶.۹)	(—)	(۱۶.۵)	(۳۲.۳)	(۳۴.۴)	(۱۷.۶)	(۱۵.۳)	(۱.۳)	

[۱] ارقام داخل پرانتز، بیانگر درصدی از کل بدهی ملی هستند.

[۲] این اوراق عمدتاً شامل اوراق پس‌انداز ایالات متحده، اوراق سرمایه‌گذاری خزانه‌داری و مجموعه اوراق خارجی و مجموعه ارزی خارجی می‌شوند.

منبع: گزارش سالانه وزارت خزانه‌داری، ۱۹۶۴، صص. ۴۶۳-۴۶۵؛ بولتن خزانه‌داری، ژوئیه ۱۹۶۵، ص. ۲۲.

جدول ۴: مالکیت بدهی ملی، ۳۰ دسامبر ۱۹۶۵ (میلیارد دلار)

مالک	مبلغ تحت تملک
بانک‌های تجاری	۶۰.۹
بانک‌های فدرال رزرو	۴۰.۸
حساب‌های سرمایه‌گذاری دولت ایالات متحده	۶۱.۹
اشخاص حقیقی	۷۲.۲
شرکت‌های بیمه	۱۰.۴
بانک‌های پس‌انداز متقابل	۵.۴
شرکت‌ها	۱۵.۷
دولت‌های ایالتی و محلی	۲۲.۹
خارجی و بین‌المللی	۱۶.۵
سایر مالکان	۱۴.۷
مجموع	۳۲۱.۴

منبع: بولتن خزانه‌داری، فوریه ۱۹۶۶، صفحه ۷۲

جدول ۵، هم توزیع درصدی و هم مقادیر واقعی مالکیت بدهی ملی را در دوره ده‌ساله ۱۹۵۶ تا ۱۹۶۵ نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول دیده می‌شود، در این دوره تغییرات چشمگیری در الگوی مالکیت رخ نداده است. در میان این تغییرات، آن‌چه به‌ویژه جلب توجه می‌کند، تغییرات چرخه‌ای در توزیع مالکیت بدهی ملی میان بانک‌های تجاری و نظام فدرال رزرو است. فروش بدهی از سوی بانک‌های تجاری به نظام فدرال رزرو، نشانه‌ای از انبساط پولی است. از این منظر، در فاصله سال‌های ۱۹۶۲ تا ۱۹۶۵، دارایی بانک‌های تجاری از بدهی ملی، نزدیک به ۱۰ میلیارد دلار کاهش یافت؛ درحالی‌که دارایی فدرال رزرو تقریباً به همان میزان افزایش پیدا کرد. همچنین، بازه ۱۹۶۲ تا ۱۹۶۵ در سراسر این ده‌ساله، دوره‌ای منحصربه‌فرد به‌شمار می‌آید؛ چرا که در این مدت، نظام فدرال رزرو نسبت مالکیت خود را از کل بدهی ملی افزایش داد. به‌طور کلی، تغییرات مالکیت، تدریجی بوده‌اند و به‌نظر می‌رسد الگوی بنیادین مالکیت، در آینده نزدیک نیز کم‌وبیش پابرجا بماند؛ هرچند مقادیر عددی ممکن است تغییر کنند.

جدول ۵^[۱]: مالکیت بدهی ملی، ۱۹۵۶ تا ۶۵، برای سال‌های مالی منتهی به ۳۰ ژوئن (میلیارد دلار)

بانک‌های تجاری (۱)	بانک‌های فدرال (۳)	حساب‌های سرمایه‌گذاری دولت ایالات متحده (۵)	افراد (۴)	شرکت‌های بیمه (۵)	بانک‌های پس‌انداز تعاونی (۶)	شرکت‌ها (۷)	حکومت‌های ملی و محلی (۸)	خارجی و بین‌المللی (۹)	سایر مالکان ^[۲] (۱۰)
۱۹۵۶	۵۷.۳	۲۳.۸	۵۳.۵	۱۳۸.۳	۱۳.۶	۸.۴	۱۶.۱	۷.۹	۸.۴
(۲۱.۰)	(۸.۷)	(۱۹.۶)	(۵۰.۷)	(۵.۰)	(۳.۱)	(۶.۳)	(۵.۹)	(۲.۹)	(۳.۱)
۱۹۵۷	۵۶.۲	۲۳.۰	۵۵.۶	۱۲.۷	۷.۹	۱۶.۱	۱۶.۸	۷.۶	۸.۴
(۲۰.۸)	(۸.۵)	(۲۰.۵)	(۵۰.۲)	(۴.۷)	(۲.۹)	(۵.۹)	(۶.۲)	(۲.۸)	(۳.۱)
۱۹۵۸	۶۵.۳	۲۵.۴	۵۵.۹	۱۲.۹	۷.۴	۱۴.۱	۱۶.۳	۶.۵	۸.۸
(۲۳.۶)	(۹.۲)	(۲۰.۲)	(۴۷.۰)	(۴.۴)	(۲.۷)	(۵.۱)	(۵.۹)	(۲.۴)	(۳.۲)
۱۹۵۹	۶۱.۵	۲۶.۰	۵۴.۶	۱۲.۶	۷.۳	۱۹.۸	۱۶.۹	۱۰.۱	۹.۵
(۲۱.۶)	(۹.۱)	(۱۹.۲)	(۵۰.۱)	(۴.۴)	(۲.۶)	(۷.۰)	(۵.۹)	(۳.۵)	(۳.۳)
۱۹۶۰	۵۵.۳	۲۶.۵	۵۵.۳	۱۴۹.۳	۱۲.۰	۶.۶	۱۸.۸	۱۲.۳	۱۰.۴
(۱۹.۳)	(۹.۲)	(۱۹.۳)	(۵۲.۱)	(۴.۲)	(۲.۲)	(۶.۵)	(۶.۶)	(۴.۳)	(۳.۶)
۱۹۶۱	۶۲.۵	۲۷.۳	۵۶.۱	۱۴۳.۳	۱۱.۴	۶.۳	۱۸.۵	۱۲.۷	۱۰.۵
(۲۱.۶)	(۹.۴)	(۱۹.۴)	(۴۹.۶)	(۳.۹)	(۲.۲)	(۶.۴)	(۶.۷)	(۴.۴)	(۳.۶)
۱۹۶۲	۶۵.۲	۲۹.۷	۵۶.۵	۱۴۷.۳	۱۱.۴	۶.۳	۱۸.۲	۱۴.۱	۱۱.۶
(۲۱.۸)	(۹.۹)	(۱۸.۹)	(۴۹.۳)	(۳.۸)	(۲.۱)	(۶.۱)	(۶.۷)	(۴.۷)	(۳.۹)
۱۹۶۳	۶۴.۴	۳۲.۰	۵۸.۴	۱۵۱.۷	۱۱.۰	۶.۱	۱۸.۷	۲۱.۵	۱۲.۵
(۲۱.۰)	(۱۰.۴)	(۱۹.۱)	(۴۹.۵)	(۳.۶)	(۲.۰)	(۶.۱)	(۷.۰)	(۵.۲)	(۴.۱)
۱۹۶۴	۶۰.۲	۳۴.۸	۶۱.۱	۱۵۶.۴	۱۰.۹	۶.۰	۱۸.۵	۱۵.۶	۱۳.۷
(۱۹.۳)	(۱۱.۱)	(۱۹.۶)	(۵۰.۰)	(۳.۵)	(۱.۹)	(۵.۹)	(۷.۲)	(۵.۰)	(۴.۴)
۱۹۶۵	۵۷.۹	۳۹.۱	۶۳.۴	۱۵۷.۵	۱۰.۶	۵.۸	۱۵.۹	۱۵.۷	۱۴.۸
(۱۸.۲)	(۱۲.۳)	(۱۹.۹)	(۴۹.۵)	(۳.۳)	(۱.۸)	(۵.۰)	(۷.۴)	(۴.۹)	(۴.۷)

[۱] ارقام داخل پرانتز درصدی از کل بدهی ملی را نشان می‌دهند.

[۲] این بخش شامل انجمن‌های پس‌انداز و وام، مؤسسات غیرانتفاعی، صندوق‌های امانی بازنشستگی شرکتی و دلان و کارگزاران است.

منبع: بولتن وزارت خزانه‌داری، سپتامبر ۱۹۶۵، ص. ۶۶.

مدیریت بدهی ملی

مسئله مدیریت بدهی

در اواخر سال ۱۹۶۶، بدهی ملی ایالات متحده حدود ۳۳۰ میلیارد دلار بود. حتی در شرایط توازن بودجه (یعنی حتی اگر بدهی جدیدی ایجاد نشود)، مسائل مربوط به مدیریت این بدهی همچنان باقی است. مشکلات مدیریت بدهی از آنجا ناشی می‌شوند که اوراق بدهی موجود، پیوسته به سررسید می‌رسند و وزارت خزانه‌داری باید راهی برای تأمین مالی مجدد آن‌ها بیابد. اگرچه بدهی ملی در مجموع ماهیتی تقریباً دائمی دارد، اما ابزارهای بدهی منفرد دارای تاریخ سررسید مشخصی‌اند. استفاده از ابزارهای بدهی موقت برای تأمین مالی بدهی دائمی، مستلزم تأمین مالی مجدد این ابزارهای موقت هنگام سررسید است. بخش چشمگیری از بدهی ملی هر ساله مجدداً تأمین مالی می‌شود؛ برخی از آن‌ها، مانند اسناد خزانه^۱، حتی بیش از یک بار در سال. همین نیاز به تأمین مالی مجدد، مسئله‌ای به نام «مدیریت بدهی» ایجاد می‌کند. کسری بودجه، این مسئله را از طریق افزایش حجم بدهی وخیم‌تر می‌کند، اما وجود یا عدم وجود آن، توفیری در اصل نیاز به تأمین مالی مجدد ایجاد نمی‌کند. از آنجاکه مدیریت بدهی، عملیاتی فنی و پیچیده و مستلزم تلاش زیادی است، دست‌اندرکاران همواره در پی یافتن راهیایی برای کاهش بار این مسئله هستند.

بازپرداخت بدهی، یکی از بدیهی‌ترین راه‌های کاهش دشواری مدیریت است. هرگونه کاهش در اندازه کل بدهی ملی، طبیعتاً از حجم موردنیاز برای تأمین مالی مجدد

بدهی‌های موجود می‌کاهد، چرا که خودِ بدهی کوچک‌تر شده است. با این حال، به نظر می‌رسد که نمی‌توان به کاهش مشکل مدیریت بدهی از این طریق دل بست. برعکس، از آنجاکه به نظر می‌رسد کسری بودجه به وضعیتی عادی در سیاست مالی تبدیل شده و همین امر احتمالاً منجر به افزایش مسئله مدیریت بدهی ناشی از رشد بدهی ملی خواهد شد.

در چارچوب سطح ثابت بدهی ملی، پولی‌سازی بدهی می‌تواند به کاهش دشواری مدیریت کمک کند. عرضه پول می‌تواند در گذر زمان، متناسب با رشد بهره‌وری ملی و از طریق خرید بدهی ملی توسط فدرال رزرو در بازار باز^۱ افزایش یابد. در این شرایط، اگرچه ارزش اسمی بدهی ملی ثابت باقی می‌ماند (چون از آن به عنوان ابزاری برای افزایش عرضه پول استفاده شده است) اما مسئله مدیریت بدهی، متناسب با افزایش سهم فدرال رزرو از کل بدهی ملی، کاهش می‌یابد. از آنجاکه نظام فدرال رزرو، بازوی اجرایی سیاست پولی کشور محسوب می‌شود، بدهی‌هایی که در اختیار این نهاد هستند، موضوعی برای مدیریت تلقی نمی‌شوند. تنها آن بخش از بدهی ملی که در اختیار بازیگران خارج از نظام فدرال رزرو است (و این سهم در حال کاهش خواهد بود)، مسئله‌ای مربوط به مدیریت بدهی ایجاد خواهد کرد.

مسئله مدیریت بدهی همچنین می‌تواند از طریق افزایش مدت‌زمان سررسید ابزارهای بدهی ملی کاهش یابد. در شرایطی که میانگین ساختار سررسید بدهی پنج سال باشد، کل ارزش بدهی طی مدت پنج سال مجدداً تأمین مالی می‌شود. اگر میانگین سررسید به ده سال افزایش یابد، تنها ۱۰ درصد (به جای ۲۰ درصد) از بدهی در هر سال به سررسید می‌رسد و نیازمند تمدید سررسید خواهد بود.^۲ اوراق قرضه بدون سررسید (کنسول)، نهایتاً امکان افزایش مدت سررسید به‌شمار می‌آیند؛ چراکه بدون سررسید منتشر می‌شوند و از این‌رو، استفاده از آن‌ها عملاً مسئله مدیریت بدهی را از میان برمی‌دارد.

در سطحی متفاوت، تغییر در فنون مدیریت بدهی نیز می‌تواند به کاهش مسئله مدیریت کمک کند.^[۱] فنون مدیریت بدهی پیشنهادی بدیل، عمدتاً بر

1. open market

۲. rolls over — درواقع رسیدن بدهی به سررسید و نیاز به بازپرداخت یا انتشار اوراق جدید برای جایگزینی آن.

[۱] برای بحث درباره برخی از فنون مدیریتی بدیل، به منبع زیر بنگرید. این کتاب، مباحث خوبی را درباره بسیاری از جنبه‌های مدیریت بدهی ارائه می‌کند.

Tilford C. Gaines, Techniques of Treasury Debt Management (Glencoe: The Free Press, 1962), esp. pp. 276-96,

افزایش استفاده از رویه‌های روزمره برای تأمین مالی مجدد تمرکز دارند. این هدف تا حد زیادی در مورد اسناد خزانه محقق شده است؛ چراکه این اوراق در بازه‌های ۱۳ و ۲۶ هفته‌ای بازمی‌گردند. پیشنهادهایی که برای سامان‌دهی بیشتر اوراق قرضه میان‌مدت و اوراق قرضه بلندمدت ارائه شده‌اند، عبارت‌اند از زمان‌بندی منظم فروش و ایجاد روندی یکنواخت‌تر از بدهی‌ها در مسیر سررسید.^۱ در وضعیت فعلی، وزارت خزانه‌داری به‌صورت نامنظم و بدون زمان‌بندی مشخص وارد بازار اوراق بلندمدت می‌شود. این موضوع، بازار آن را محدود می‌کند، چراکه تعهدات پیشین سرمایه‌گذاران موجب می‌شود بسیاری از آن‌هایی که می‌کوشند نقدینگی بلااستفاده خود را در حداقل ممکن نگه دارند، قادر به خرید این اوراق نباشند.^۲ اگر تاریخ فروش منظم اوراق خزانه از پیش مشخص باشد، این دسته از سرمایه‌گذاران می‌توانند خرید اوراق را در برنامه عملیاتی خود بگنجانند. افزون بر این، برخی از اوراق منتشره خزانه بسیار بزرگ‌تر از بقیه هستند. استفاده از رویه‌های روزمره‌تر، در صورتی تسهیل می‌شود که اندازه همه اوراق منتشره تقریباً یکسان باشد. درعین حال باید اشاره کرد که وزارت خزانه‌داری اغلب می‌کوشد انتشار بدهی را با نیازهای سرمایه‌گذاران نهادی^۳ تطبیق دهد تا از بار تأمین مالی مجدد خود بکاهد.

یکی از نوآوری‌هایی که ظاهراً در دهه ۱۹۶۰ در حوزه مدیریت بدهی با موفقیت همراه بوده، مفهوم «تأمین مالی مجدد پیشاپیش»^۴ بدهی‌های در شرف سررسید است. در این شیوه، به دارندگان ابزارهای بدهی که قرار است به‌زودی سررسید شوند، این امکان داده می‌شود که اوراق موجود در سبد دارایی خود را با اوراق جدیدی جایگزین کنند که از شرایطی به‌ویژه مطلوب برخوردارند. به این ترتیب، کل فرایند بازتأمین مالی، هم برای وزارت خزانه‌داری و هم برای سرمایه‌گذاران، به‌صورت نظام‌مندتری انجام می‌گیرد.

۱. منظور نویسنده این است: به‌جای آن که وزارت خزانه‌داری به‌صورت نامنظم و پیش‌بینی‌ناپذیر اقدام به انتشار اوراق جدید کند، پیشنهاد می‌شود این فرایند بر اساس برنامه‌ای منظم و از پیش تعیین‌شده (برای نمونه به‌صورت ماهانه یا در تاریخ‌های مشخص) انجام گیرد. همچنین، طراحی ساختار سررسید اوراق به‌گونه‌ای باشد که بدهی‌ها به‌صورت یکنواخت و تدریجی به سررسید برسند؛ به‌نحوی که از تمرکز حجم بالایی از بدهی در یک مقطع زمانی خاص جلوگیری شود و وزارت خزانه‌داری و تأمین مالی مجدد و بازپرداخت بدهی‌ها با چالش جدی مواجه نگردد.

۲. به بیان دیگر، اگر سرمایه‌گذاران ندانند دقیقاً چه زمانی اوراق جدید منتشر خواهد شد، ممکن است منابع مالی‌شان در زمان انتشار اوراق، درگیر تعهدات دیگر باشد و در نتیجه فرصت سرمایه‌گذاری در این اوراق را از دست بدهند. همین موضوع موجب کاهش تقاضا برای این اوراق می‌شود.

3. institutional investors

4. advanced refunding

اهداف مدیریت بدهی

تأمین مالی بلندمدت: یکی از اهداف ممکن برای سیاست مدیریت بدهی، تأمین مالی بلندمدت یا افزایش مدت زمان ساختار بدهی است. هدف از تأمین مالی بلندمدت، کاهش مسئله مدیریت بدهی از طریق کاهش نرخ گردش بدهی ملی است. از آنجا که نرخ بهره معمولاً با افزایش مدت سررسید اوراق افزایش می‌یابد، اجرای موفق این سیاست به معنای افزایش پرداخت‌های بهره خواهد بود. مثلاً اگر افزایش میانگین مدت سررسید، منجر به افزایش نرخ بهره از ۳ درصد به ۴ درصد شود، آنگاه در شرایطی که بدهی ملی ۳۰۰ میلیارد دلار باشد، پرداخت‌های بهره سالانه از ۹ میلیارد دلار به ۱۲ میلیارد دلار افزایش می‌یابد. در نتیجه، بخشی از درآمدهای عمومی که می‌توانست صرف سایر پروژه‌های عمومی شود، در صورت موفقیت سیاست تأمین مالی بلندمدت، به پرداخت بهره‌های بیشتر اختصاص خواهد یافت.^[۲]

کمینه‌سازی هزینه بهره: بخش چشمگیری از بودجه فدرال صرف پرداخت بهره بدهی ملی می‌شود. اگر بتوان هزینه‌های بهره را کاهش داد، منابع مالی برای افزایش مخارج عمومی یا کاهش نرخ‌های مالیاتی آزاد خواهند شد. این واقعیت ساده نشان می‌دهد که کمینه‌سازی هزینه بهره، یکی از اهداف مهم در مدیریت بدهی است.

هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد، نرخ بهره نیز پایین‌تر خواهد بود. در حالت افراطی، می‌توان اوراقی با سررسید بسیار کوتاه (تقریباً صفر) منتشر کرد که بهره‌ای بسیار اندک دارند یا حتی بدون بهره‌اند. چنین اوراقی عملاً شبیه پول نقد خواهند بود، که طبیعتاً بهره‌های به آن تعلق نمی‌گیرد. اگر هدف مدیریت بدهی، صرفاً کمینه‌سازی هزینه بهره باشد، وزارت خزانه‌داری می‌تواند با پولی‌سازی کامل بدهی ملی به این هدف برسد. این که چنین اقدامی صورت نمی‌گیرد، نشان می‌دهد که هرچند کمینه‌سازی هزینه بهره ممکن است در تغییرات جزئی سیاست‌های مدیریت بدهی نقشی محوری داشته باشد، اما در سطح کلی و گسترده، این هدف به‌تنهایی تحقق‌پذیر یا مطلوب نیست.

1. Funding

[۲] برای تحلیل مختصری از رابطه بین ساختار سررسید بدهی و سطح هزینه بهره، به پیوست ۲ مراجعه کنید.

هماهنگی با سیاست‌های کلان اقتصادی: مدیریت بدهی می‌تواند از طریق تأثیرگذاری بر نقدینگی خالص در اقتصاد، بر سطح فعالیت‌های اقتصادی اثر بگذارد. کوتاه‌کردن ساختار سررسید بدهی، میزان نقدینگی در اختیار دارندگان این اوراق را افزایش می‌دهد و این افزایش نقدینگی به نوبه خود موجب تحریک نرخ مخارج و افزایش سرعت گردش پول می‌شود. در مقابل، طولانی‌تر کردن ساختار سررسید اوراق بدهی، اثر عکس خواهد داشت: نقدینگی را در نظام اقتصادی کاهش داده و در نتیجه مخارج را محدود می‌کند.

از آنجاکه مدیریت بدهی چنین اثراتی دارد، یکی از اهداف منطقی مدیریت بدهی، قطعاً هماهنگی با سیاست‌های پولی-مالی است که توسط فدرال رزرو و سایر کارگزاران دولتی اعمال می‌شوند. در شرایطی که تقاضای کل در اقتصاد پایین باشد، سیاست کلی باید انبساطی باشد. در این حالت، عرضه پول باید افزایش یابد و این افزایش می‌تواند از طریق کسری بودجه یا عملیات بازار باز فدرال رزرو وارد نظام [پولی] شود. مدیریت بدهی نیز می‌تواند در این راستا کمک کند، به شرط آن که اوراقی که نقدینگی بیشتری دارند (یعنی ساختار سررسید کوتاه‌تری دارند) جایگزین اوراق بدهی سررسید شده شوند.

در صورتی که تقاضای کل مازاد در اقتصاد داشته باشیم و خطر بروز تورم وجود داشته باشد، سیاست‌های کلان اقتصادی باید انقباضی شوند. در چنین شرایطی، مدیریت بدهی نیز باید در راستای کاهش نقدینگی در نظام اقتصادی عمل کند، مشروط بر آن که این هدف، در اولویت قرار داشته باشد. برای مثال، اوراق قرضه بلندمدت باید جایگزین اوراق خزانه سررسید شده شوند.

اجرای این نوع سیاست هماهنگ‌شده، به جای آن که به کاهش هزینه‌های بهره منجر شود، موجب افزایش آن خواهد شد و از این رو، با هدف کمینه‌سازی هزینه بهره، در تضاد مستقیم قرار می‌گیرد. در واقع، اجرای چنین سیاستی به منزله «گران خریدن و ارزان فروختن» است. به این معنا که وزارت خزانه‌داری ناچار خواهد شد در زمان بالا بودن نرخ‌های بهره، وارد بازار اوراق بلندمدت شود و در زمان پایین بودن این نرخ‌ها، از آن خارج گردد.

با نگاه کلی، این هدف سیاستی از دلایل موجهی برخوردار است؛ اما عوامل نهادی، پیاده‌سازی آن را دشوار می‌سازند و این دشواری‌ها ممکن است بسیار تعیین‌کننده باشند. هیئت فدرال رزرو که مسئول اجرای سیاست پولی است، مستقلاً عمل می‌کند و بخشی

از وزارت خزانه‌داری محسوب نمی‌شود؛ درحالی‌که مدیریت بدهی بر عهده وزارت خزانه‌داری است. تحقق هماهنگی واقعی میان این دو نهاد، مستلزم همکاری بسیار نزدیک‌تر این دو کارگزار نسبت به گذشته خواهد بود و دلایلی محکم و جدی وجود دارد علیه ایجاد تغییرات نهادی آگاهانه‌ای که چنین همکاری مؤثری را امکان‌پذیر سازد.

بی‌طرفی: یکی دیگر از اهداف ممکن در مدیریت بدهی، حفظ بی‌طرفی در تأثیرگذاری بر فعالیت‌های اقتصادی است. در این حالت، سیاست مدیریت بدهی معطوف به حفظ ثبات نسبی در عنصر نقدینگی موجود در بدهی ملی و نیز درجه‌ای نسبتاً ثابت از «نقدینه‌مانندی (=ارزندگی پولی)»^۱ آن خواهد بود. برای دستیابی به این هدف، احتمالاً باید ساختار سررسید بدهی‌ها نیز تا حد امکان ثابت باقی بماند. در چنین چارچوبی، تلاش‌های صریح برای هماهنگی با سیاست‌های کلان اقتصادی کنار گذاشته می‌شوند. استدلال‌هایی قوی به نفع این هدف (حفظ بی‌طرفی) می‌توان مطرح کرد. در بهترین حالت، هماهنگی با سیاست‌های کلان اقتصادی صرفاً نقش کمکی محدودی خواهد داشت و هرگونه تلاش برای تحقق این هماهنگی می‌تواند نوعی ناطمینانی ایجاد کند که اتخاذ سیاست بی‌طرفانه قادر به رفع آن خواهد بود.

تعارض دوجانبه اهداف مختلف مدیریت بدهی: اهداف گوناگونی که برای سیاست مدیریت بدهی قابل تصورند، الزاماً با یکدیگر سازگار نیستند. در عمل، لازم است نوعی مصالحه و توازن میان آن‌ها برقرار شود. در این میان، هدف کمینه‌سازی هزینه بهره شاید بیش از همه با سایر اهداف در تعارض باشد. ذات هدف تأمین مالی، در مجموع تمایل دارد که هزینه‌های بهره را افزایش دهد، نه کاهش؛ همچنین، سیاست هماهنگی نیز در دوره‌هایی که مازاد تقاضای کل داریم، موجب افزایش هزینه‌ها می‌شود. از سوی دیگر، هدف تأمین مالی با هدف بی‌طرفی در تضاد است و این دو هدف نیز با سیاست هماهنگی ناسازگارند. بررسی این تعارض‌ها میان اهداف مختلف، یکی از استدلال‌های مهم در حمایت از رویکرد بی‌طرفانه به حساب می‌آید؛ چراکه بی‌طرفی در مقام یک هدف، می‌تواند بهترین توازن ممکن را میان اهداف متعارض برقرار سازد.

۱. moneyness - در اقتصاد و مالی به «درجه یا میزان شباهت یک دارایی به پول» گفته می‌شود. به بیان دیگر، ارزندگی پولی نشان می‌دهد که یک دارایی تا چه حد می‌تواند نقش پول را ایفا کند؛ یعنی چقدر به راحتی قابل نقدشدن و مبادله است و چقدر به عنوان وسیله پرداخت یا ذخیره ارزش پذیرفته می‌شود.

سیاست‌های مدیریتی در دوره پس از جنگ

سیاست‌های مدیریت بدهی از سال ۱۹۴۶ تاکنون، عملاً به دو دوره تقسیم می‌شوند: از ۱۹۴۶ تا ۱۹۵۱ و از ۱۹۵۲ تا کنون. از حیث اهداف سیاست مدیریت بدهی، به نظر می‌رسد که در هر دو دوره، کمینه‌سازی هزینه‌ها هدف اصلی بوده است. تفاوت عمده این است که در دوره نخست، این سیاست به‌طرز آشکارتری دنبال می‌شد تا در دوره دوم. این که کمینه‌سازی هزینه‌ها احتمالاً هدف اصلی در دوره پس از ۱۹۵۱ بوده، فقط از طریق بررسی ساختار بدهی ملی آشکار می‌شود.

طی جنگ جهانی دوم، بانک‌های تجاری مقادیر زیادی بدهی دولتی انباشتند. مقامات فدرال رزرو با سیاستی صریح، آنان را به انجام این کار تشویق کردند. پس از جنگ، بانک‌های تجاری در پی آن بودند که بخشی از بدهی دولتی خود را واگذارند تا پایه‌ای ذخیره‌های برای گسترش اعطای وام فراهم آورند؛ پایان خصومت‌ها فرصت‌های بسیاری برای سرمایه‌گذاری خصوصی پدید آورد. بانک‌های تجاری می‌خواستند بخشی از بدهی دولتی خود را واگذارند تا از کاربردهای سودآورتر خصوصی سرمایه استفاده کنند.

از سوی دیگر، خزانه‌داری مایل بود به وام‌گیری با نرخ‌های بهره پایین زمان جنگ ادامه دهد. اگر خزانه‌داری ناگزیر می‌شد با دیگر متقاضیان منابع مالی رقابت کند، شاید مجبور می‌شد نرخ‌های بهره بسیار بالاتری بپردازد. اگر به بانک‌ها اجازه داده می‌شد برخی از اوراق بهادار دولتی خود را بفروشند، قیمت اوراق کاهش می‌یافت و نرخ‌های بهره به‌طور کلی افزایش پیدا می‌کرد. خزانه‌داری برای رقابت بر سر منابع در بازار آزاد، ناگزیر می‌بود نرخ‌های بهره بالاتری پیشنهاد کند؛ لازم می‌بود به دارندگان اوراق قرضه بیشتر بپردازند تا اختیار منابع مالی به دست آید.

دو راه حل پیش رو بود: خزانه‌داری می‌توانست خود را با بازار آزاد وفق دهد و هر نرخ بهره‌ای را که لازم باشد بپردازد، یا آن که راهی برای دور زدن نرخ‌های بهره بالاتری که بازار دیکته می‌کرد، ابداع کند. در دوره ۱۹۴۶ تا ۱۹۵۱، راه حل دوم به‌عنوان سیاست ملی برگزیده شد. تنها یک خریدار برای اوراق قرضه خزانه‌داری با نرخ بهره کمتر از نرخ بازار وجود دارد: نظام فدرال رزرو. سیاست مشترک فدرال رزرو و خزانه‌داری مقرر می‌داشت که قیمت اوراق قرضه خزانه‌داری نباید به زیر ارزش اسمی خود سقوط کند؛ به عبارتی، نرخ‌های بهره نباید از سطح اعلام‌شده فراتر رود. نظام فدرال رزرو در این دوره به خریدار عمده اوراق قرضه خزانه‌داری بدل شد. این نهاد هر مقدار اوراقی را که لازم بود می‌خرید

تا قیمت بالاتر از بازار این اوراق را حفظ کند. چنان‌که هر دانشجوی کارشناسی اقتصاد می‌آموزد، خرید اوراق قرضه توسط فدرال رزرو، پایه‌ای برای گسترش چندبرابری عرضه پول فراهم می‌آورد. دقیقاً همین اتفاق در سال‌های متعاقب جنگ جهانی دوم رخ داد و این روند، در ترکیب با تقاضای قوی، به تورم سال‌های ۱۹۴۶ تا ۱۹۴۸ و سپس دوباره تورم سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۵۱ انجامید.

ناپایداری سیاست حمایت از قیمت اوراق قرضه به تدریج آشکار شد. سرانجام، در مارس ۱۹۵۱، خزانه‌داری و فدرال رزرو به «توافق‌نامه» معروف خود دست یافتند. این توافق چیزی نبود جز توافقی میان خزانه‌داری و فدرال رزرو مبنی بر این‌که فدرال رزرو دیگر از قیمت اوراق قرضه دولتی حمایت نخواهد کرد.

دوره پس از این توافق‌نامه، آغازگر نگاهی نو در سیاست مدیریت بدهی است. خزانه‌داری دیگر از تأثیر نیروهای بازار مصون نبود. با این حال، این رویارویی [با نیروهای بازار] به‌طور ناگهانی رخ نداد. خزانه‌داری و فدرال رزرو تلاش آگاهانه‌ای کردند تا گذار به بازار آزاد را به تدریج انجام دهند. فدرال رزرو توافق کرد که نرخ تنزیل خود را افزایش ندهد و تا اندازه‌ای از بازار اوراق قرضه خزانه‌داری حمایت کند. با حمایت فدرال رزرو از بازار اوراق حکومت، کاهش قیمت اوراق قرضه آهسته و تدریجی بود، نه سریع و ناگهانی (بر خلاف انتظاری که در اثر عملکرد نیروهای بازار بر اوراق بیش قیمت‌گذاری شده حکومت می‌رفت). این گذار احتمالاً در سال ۱۹۵۳ به پایان رسید.

با توافق‌نامه، سیاست اعلامی کمینه‌سازی نرخ بهره پایان یافت. پیش از این توافق، خزانه‌داری از فدرال رزرو برای پایین نگه داشتن هزینه‌های بهره استفاده می‌کرد، اما از آن زمان به بعد، فدرال رزرو آزاد شد تا هر سیاستی را که صلاح می‌داند، دنبال کند. سیاست‌های مدیریت بدهی خزانه‌داری پس از توافق‌نامه دیگر از این پشتیبانی نهادی نظام فدرال رزرو برخوردار نبود، اما چنان‌که بررسی تاریخچه اخیر مدیریت بدهی نشان می‌دهد، همچنان بر حفظ هزینه‌های بهره‌ی پایین متمرکز بودند.

در ۳۰ ژوئن ۱۹۵۴، میانگین سررسید بدهی ملی، پنج سال و شش ماه بود. در سه سال بعدی، فعالیت اقتصادی به شدت افزایش یافت. تا ۳۰ ژوئن ۱۹۵۷، میانگین طول دوره سررسید به چهار سال و نه ماه کاهش یافت. این سیاست حاصل تمایل به دستیابی به نرخ‌های بهره پایین‌تر بود؛ خزانه‌داری تمایلی نداشت که در بازاری با نرخ بهره فزاینده،

وام‌های بلندمدت بگیرد. در این دوره، نرخ بهره عالی بر اساس شاخص مودی^۱ برای اوراق شرکتی، یک‌سوم افزایش یافت و از ۲.۹۰ درصد به ۳.۸۹ درصد رسید.

در سال‌های ۱۹۵۷ و ۱۹۵۸، اقتصاد وارد رکود شد. سیاست هماهنگ اقتضا می‌کرد که سررسید بدهی‌ها کاهش یابد؛ با این حال، میانگین مدت سررسید از چهار سال و نه ماه به پنج سال و سه ماه افزایش یافت. انگیزه مستقیم این امر، تمایل به انتفاع از نرخ‌های پایین بهره بلندمدت بود. در این دوره، نرخ عالی مودی برای اوراق قرضه شرکتی از ۳.۸۹ درصد به ۳.۷۹ درصد کاهش یافت. این اتفاق در تضاد آشکار با افزایش یک‌سومی نرخ در سه سال پیش از آن است و سیاست مدیریت بدهی در دوره رکود نیز در تضادی آشکار با سیاست دوره سه ساله‌ی پیش از آن قرار داشت.

اقتصاد بار دیگر در فاصله سال‌های ۱۹۵۸ تا ۱۹۶۰ رونق گرفت. همگام با بهبود وضعیت اقتصادی، نرخ‌های بهره بلندمدت نیز به مسیر صعودی خود بازگشتند. این نرخ‌ها از کف ۳.۷۹ درصد در سال ۱۹۵۸ به ۴.۴۱ درصد در تاریخ ۳۰ ژوئن ۱۹۶۰ رسیدند. این افزایش ۲۰ درصدی، هم‌زمان شد با کاهش میانگین سررسید بدهی ملی از پنج سال و سه ماه به چهار سال و چهار ماه. بار دیگر، به نظر می‌رسد که تمایل به کاهش هزینه‌های بهره، بر سیاست مدیریت بدهی خزانه‌داری حاکم بوده است.

همان‌طور که نیکسون (معاون پیشین رئیس‌جمهور) بی‌تردید آن را به‌خوبی به خاطر خواهد سپرد، اقتصاد که پس از رکود ۵۸-۱۹۵۷ هرگز شکوفا نشد، در سال ۱۹۶۰ دچار گرفتاری شد؛ گرفتاری‌ای که تا انتخابات ادامه یافت و به سال ۱۹۶۱ کشیده شد. نرخ بهره عالی مودی از ۴.۴۱ درصد به ۴.۳۵ درصد کاهش یافت. خزانه‌داری، بار دیگر با افزایش میانگین سررسید بدهی از چهار سال و چهار ماه به چهار سال و شش ماه، به این وضعیت پاسخ داد. دو سه سال پس از آن، سال‌های بهبود و رونقی بودند؛ بهبود و رونقی تحت تأثیر سیاست پولی انبساطی و کسری بودجه. نرخ‌های عالی مودی به سقوط خود ادامه دادند (که بخشی از آن ناشی از تلاش دولت برای پایین نگه‌داشتن نرخ بهره بلندمدت بود)؛ این نرخ از ۴.۳۵ درصد در سال ۱۹۶۱، به ۴.۳۳ درصد در ۱۹۶۲ و ۴.۲۶ درصد در ۱۹۶۳ رسید. چنان‌که انتظار می‌رفت، خزانه‌داری با افزایش ساختار سررسید خود از چهار سال و شش ماه در ۱۹۶۱ به پنج سال و یک ماه در ۱۹۶۳ پاسخ داد. بار دیگر،

۱. Moody's Aaa - نرخ عالی مودی، بالاترین رتبه اعتباری ممکن است که توسط آژانس رتبه‌بندی خدمات سرمایه‌گذاری مودی به اوراق قرضه یا وام‌دهندگان اختصاص می‌یابد. این رتبه نشان‌دهنده کم‌ریسک‌ترین اوراق با بالاترین کیفیت اعتباری است. ویژگی‌های اوراق با رتبه عالی عبارتند از: کمترین احتمال نکول، نقدشوندگی بالا، نرخ بهره پایین‌تر

به نظر می‌رسد که جست‌وجو برای نرخ‌های بهره پایین‌تر، بر سیاست مدیریت بدهی غالب بوده است. در واقع، این سیاست مستقیماً با سیاست رسمی کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت نسبت به نرخ‌های کوتاه‌مدت در تعارض بود.^۱ چنین سیاستی مستلزم کاهش مدت سررسید ساختار بدهی است؛ کاهش عرضه اوراق قرضه بلندمدت موجب افزایش قیمت آن‌ها و در نتیجه کاهش نرخ بهره مربوطه می‌شود.

به نظر نمی‌رسید که اقدامات خزانه‌داری بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۱۹۶۵، با هدف کاهش هزینه‌های بهره انجام شده باشد. نرخ‌های بهره عالی مودی از ۴.۲۶ درصد در سال ۱۹۶۳ به ۴.۴۰ درصد در سال ۱۹۶۴ و ۴.۴۹ درصد در سال ۱۹۶۵ افزایش یافت. میانگین سررسید بدهی‌ها از پنج سال و یک ماه در سال ۱۹۶۳ به پنج سال در سال ۱۹۶۴ کاهش یافت و سپس به پنج سال و چهار ماه در سال ۱۹۶۵ افزایش پیدا کرد. این امر نشان‌دهنده عدم تلاش برای کاهش مدت سررسید ساختار بدهی به دلیل افزایش نرخ‌های بهره بلندمدت است. کاهش یک‌ماهه در ساختار سررسید بین سال‌های ۱۹۶۳ و ۱۹۶۴، نشانی از واکنش چشمگیر به افزایش نرخ بهره نیست. علاوه بر این، افزایش چهارماهه ساختار سررسید بین سال‌های ۱۹۶۴ و ۱۹۶۵، با افزایش جزئی در نرخ‌های بهره بلندمدت همراه بود.

رخداد‌های پس از آغاز سال مالی جدید در اول ژوئیه ۱۹۶۵ نشان می‌دهد که رفتار سیاست مدیریت بدهی طی سال مالی ۶۵-۱۹۶۴ صرفاً وقفه‌ای بود در تلاش برای دستیابی به نرخ‌های بهره پایین‌تر بر بدهی ملی. سال مالی ۱۹۶۶، با نگرانی از امکان تورم آغاز شد. طی این دوره، نرخ‌های بهره به افزایش خود ادامه دادند. میانگین ساختار سررسید بدهی ملی از پنج سال و چهار ماه در ۳۰ ژوئن ۱۹۶۵ به چهار سال و ده ماه در ۳۰ ژانویه ۱۹۶۶ کاهش یافت. بار دیگر، ظاهراً تمایل به کاهش هزینه‌های بهره بر سیاست مدیریت بدهی مسلط شده است.

به طور خلاصه می‌توان گفت که ظاهراً سیاست بدهی ملی پس از جنگ به سمت تضمین هزینه‌های بهره پایین‌تر سوق پیدا کرده است. جدول ۶ توزیع درصدی بدهی

۱. یعنی دولت یا خزانه‌داری آمریکا، در آن دوره سیاستی رسمی داشت که می‌خواست نرخ بهره اوراق بلندمدت را کمتر از نرخ‌های کوتاه‌مدت نگه دارد، یا دست‌کم فاصله بین آن‌ها را کاهش دهد؛ چون کاهش نرخ‌های بلندمدت موجب می‌شود هزینه استقراض دولت برای بدهی‌های بلندمدت پایین بیاید و همزمان، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (که اغلب به نرخ‌های بلندمدت وابسته است) تقویت شود. اما (طولانی کردن ساختار بدهی یا عرضه بیشتر اوراق بلندمدت قیمت آن‌ها را پایین می‌آورد و نرخ بهره‌شان را بالا می‌برد).

ملی بر اساس زمان سررسید را از سال ۱۹۴۶ نشان می‌دهد. می‌توان افزایش‌های چشمگیر را در سررسیدهای کوتاه‌مدت موجود دید.

جدول ۶: توزیع سررسید بدهی ملی، ۱۹۴۶-۱۹۶۵ (درصد کل بدهی قابل فروش)

سال مالی منتهی به ۳۰ ژوئن	تا ۱ سال	۱ تا ۵ سال	۵ تا ۱۰ سال	۱۰ تا ۲۰ سال	۲۰ سال و بالاتر	مدت متوسط (سال - ماه)
۱۹۴۶	۳۲.۷	۱۳.۱	۲۲.۰	۹.۲	۲۳.۰	۱-۹
۱۹۴۷	۳۰.۲	۱۳.۰	۲۱.۱	۱۱.۰	۲۴.۶	۵-۹
۱۹۴۸	۳۰.۴	۱۳.۵	۲۰.۱	۱۰.۲	۲۵.۹	۲-۹
۱۹۴۹	۳۱.۰	۲۱.۰	۱۰.۸	۱۴.۷	۲۲.۵	۹-۸
۱۹۵۰	۲۷.۳	۳۳.۰	۵.۰	۱۸.۱	۱۶.۶	۲-۸
۱۹۵۱	۳۱.۸	۳۳.۷	۶.۳	۲۱.۷	۶.۴	۶-۷
۱۹۵۲	۳۳.۲	۳۳.۸	۱۰.۰	۱۸.۳	۴.۷	۵-۸
۱۹۵۳	۴۴.۳	۲۴.۵	۱۰.۶	۱۹.۵	۱.۱	۵-۴
۱۹۵۴	۴۱.۵	۱۹.۹	۱۸.۳	۱۹.۰	۱.۱	۴-۶
۱۹۵۵	۳۲.۰	۲۵.۲	۲۲.۱	۱۸.۴	۲.۳	۵-۱۰
۱۹۵۶	۳۷.۹	۲۲.۲	۱۸.۷	۱۸.۴	۲.۸	۴-۵
۱۹۵۷	۴۶.۲	۲۶.۱	۷.۹	۱۷.۰	۲.۸	۴-۹
۱۹۵۸	۴۰.۷	۲۵.۵	۱۲.۹	۱۶.۶	۴.۳	۵-۳
۱۹۵۹	۴۱.۰	۳۲.۸	۹.۶	۱۲.۱	۴.۵	۴-۷
۱۹۶۰	۳۸.۳	۳۹.۶	۱۱.۰	۶.۹	۴.۲	۴-۴
۱۹۶۱	۴۳.۳	۳۱.۲	۱۴.۱	۵.۵	۵.۹	۶-۴
۱۹۶۲	۴۵.۱	۲۹.۱	۱۳.۳	۴.۸	۷.۸	۴-۱۱
۱۹۶۳	۴۱.۹	۲۸.۵	۱۸.۴	۴.۱	۷.۱	۵-۱
۱۹۶۴	۳۹.۴	۳۱.۷	۱۶.۹	۴.۰	۷.۹	۵-۰
۱۹۶۵	۴۲.۰	۲۸.۴	۱۸.۸	۴.۰	۸.۳	۵-۴

منبع: گزارش اقتصادی رئیس جمهور، ۱۹۶۶، صفحه ۲۷۵.

روابط بین بدهی دولت‌های فدرال (ملی)، ایالتی و محلی

جدول ۷ رشد بدهی دولت فدرال، دولت‌های ایالتی و محلی و بدهی بخش خصوصی را از سال ۱۹۵۰ تا ۱۹۶۴ نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول آمده، بدهی دولت‌های ایالتی و محلی تا تاریخ ۳۰ ژوئن ۱۹۶۴ از ۹۲ میلیارد دلار فراتر رفت و در سال ۱۹۶۶ به حدود ۱۰۰ میلیارد دلار رسید. از این مبلغ، بدهی دولت‌های محلی حدود ۷۰ درصد را تشکیل می‌دهد. بدهی دولت‌های ایالتی و محلی از سال ۱۹۵۰ تقریباً چهار برابر شده است. این رشد چشمگیر در تضاد آشکار با افزایش حدوداً ۲۵ درصدی بدهی ملی در همان دوره است. دولت‌های ایالتی با سرعت بیشتری نسبت به دولت‌های محلی بر میزان بدهی خود افزوده‌اند؛ بدهی دولت‌های ایالتی از سال ۱۹۵۰ نزدیک به پنج برابر شده، در حالی که بدهی دولت‌های محلی کمتر از چهار برابر افزایش یافته است.

تمایز مهم میان بدهی دولت ملی و بدهی دولت‌های ایالتی و محلی نه در اندازه نسبی آن‌ها و نه در نرخ رشدشان، بلکه در ویژگی منحصربه‌فرد دولت ملی در برخورداری از قدرت خلق پول نهفته است. بدهی دولت‌های ایالتی و محلی نقشی در فرایند خلق پول ندارد، درحالی‌که بدهی ملی مستقیماً در این فرایند دخیل است. بدهی دولت‌های ایالتی و محلی کاملاً واقعی است؛ هیچ‌گونه خلق پول پنهانی در ابزارهای بدهی آن‌ها وجود ندارد. از همین رو، علاقه تحلیلی به بدهی دولت‌های ایالتی و محلی کمتر از بدهی ملی است، زیرا فقط تغییرات در بدهی ملی است که مستقیماً بر سطح فعالیت اقتصادی تأثیر می‌گذارد. البته این به معنای نادیده گرفتن اهمیت بدهی دولت‌های ایالتی و محلی نیست، اما مسائل مربوط به آن‌ها در دل مجموعه‌ای از مسائل مربوط به بدهی دولت ملی جای می‌گیرد.

جدول ۷: بدهی عمومی و خصوصی، ۱۹۵۰ تا ۱۹۶۴ (میلیارد دلار)

بدهی خصوصی			بدهی عمومی				بدهی کل	سال مالی منتهی به ۳۰ ژوئن
غیرشرکتی	شرکتی	کل	محلی	ایالتی	فدرال	کل		
۱۰۸۸	۱۶۷۰	۲۷۵۸	۱۸۸	۵۴	۲۵۷۴	۲۸۱۶	۵۵۷۴	۱۹۵۰
۱۱۹۷	۱۹۰۶	۳۱۰۳	۲۰۷	۶۴	۲۵۵۲	۲۸۲۳	۲۹۲۶	۱۹۵۱
۱۳۵۵	۲۰۱۶	۳۳۷۱	۲۲۶	۷۰	۲۵۹۱	۲۸۸۷	۶۲۵۸	۱۹۵۲
۱۵۰۴	۲۱۱۵	۳۶۱۹	۲۴۷	۸۰	۲۶۶۱	۲۹۸۸	۶۶۰۷	۱۹۵۳
۱۶۵۵	۲۱۶۳	۳۸۱۸	۲۷۷	۱۰۲	۲۷۱۳	۳۰۹۲	۶۹۱۰	۱۹۵۴
۱۹۰۳	۲۵۱۰	۴۴۱۳	۳۱۴	۱۱۸	۲۷۴۴	۳۱۷۶	۷۵۸۹	۱۹۵۵
۲۰۷۷	۲۷۴۹	۴۸۲۶	۳۴۹	۱۳۱	۲۷۲۸	۳۲۰۸	۸۰۳۴	۱۹۵۶
۲۲۱۵	۲۹۳۴	۵۱۴۹	۳۸۸	۱۳۷	۲۷۰۵	۳۲۳۰	۸۳۷۹	۱۹۵۷
۲۴۰۳	۳۰۵۰	۵۴۳۵	۴۱۵	۱۵۷	۲۷۶۳	۳۳۳۵	۸۷۷۰	۱۹۵۸
۲۶۵۸	۳۳۵۹	۶۰۱۷	۴۵۲	۱۷۲	۲۸۴۷	۳۴۷۱	۹۴۸۸	۱۹۵۹
۲۸۶۴	۳۶۱۶	۶۴۸۰	۴۹۰	۱۸۱	۲۸۶۳	۳۵۳۴	۱۰۰۱۴	۱۹۶۰
۳۱۰۳	۳۸۷۵	۶۹۷۸	۵۲۵	۲۰۰	۲۸۹۰	۳۶۱۵	۱۱۵۹۳	۱۹۶۱
۳۴۱۶	۴۱۶۳	۷۵۷۹	۵۹۰	۲۱۹	۲۹۸۲	۳۷۹۱	۱۱۳۷۰	۱۹۶۲
۳۷۹۰	۴۴۹۷	۸۲۸۶	۶۳۳	۲۳۴	۳۰۵۹	۳۹۲۶	۱۲۲۱۲	۱۹۶۳
۴۱۷۶	۴۸۰۳	۸۹۷۹	۶۷۲	۲۵۰	۳۱۱۷	۴۰۳۹	۱۳۰۱۸	۱۹۶۴

منابع: ۱۹۵۰-۱۹۵۳: نظرسنجی کسب و کارهای موجود، مه ۱۹۵۷، ص. ۱۹: ۱۹۵۴-۱۹۵۶: همان، مه ۱۹۵۹، ص. ۱۲: ۱۹۵۷-۱۹۵۹: همان، مه ۱۹۶۲، ص. ۱۹: ۱۹۶۰-۱۹۶۴: همان، مه ۱۹۶۵، ص. ۱۰.

روابط بین بدهی عمومی و خصوصی

رشد بدهی خصوصی، صرفاً اندکی کمتر از رشد بدهی دولت‌های ایالتی و محلی بوده و بین سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۶۵ بیش از سه برابر افزایش یافته است. اگر بدهی خصوصی را به تفکیک به اجزای اصلی بنویسیم، بدهی شرکتی حدود سه برابر و بدهی افراد و سایر نهادهای غیرشرکتی حدود چهار برابر افزایش یافته است. تمام ارقام مربوطه در جدول ۷ نشان داده شده است.

بدهی خصوصی در موقعیت مشابه بدهی دولت‌های ایالتی و محلی قرار دارد؛ هر دو نوع بدهی واقعی‌اند، زیرا نه دولت‌های ایالتی و محلی و نه شهروندان خصوصی، قدرت خلق پول را ندارند. مشکلات تحلیلی بدهی خصوصی و بدهی دولت‌های ایالتی و محلی، یکی‌اند.

تأثیر بدهی ملی بر نرخ‌های بهره

از آنجاکه بدهی ملی حدود ۲۵ درصد از کل بدهی‌ها را در ایالات متحده تشکیل می‌دهد، بررسی مختصر نحوه تأثیر بدهی ملی بر نرخ‌های بهره، ضروری به نظر می‌رسد. بدهی ملی ممکن است به دو شیوه بر نرخ‌های بهره تأثیر بگذارد: می‌تواند بر سطح کلی نرخ‌های بهره تأثیر بگذارد، یا بر ساختار زمانی نرخ‌های بهره در یک سطح متوسط معین تأثیر بگذارد.

سطح کلی نرخ‌های بهره توسط عرضه و تقاضای وجوه قابل وام‌دهی تعیین می‌شود. تقاضا برای وجوه از سوی وام‌گیرندگان بالقوه و عرضه از سوی وام‌دهندگان بالقوه صورت می‌گیرد. نرخ بهره، سنجه دو چیز است: از یک سو، قیمتی که وام‌گیرندگان مایل به پرداخت آن برای استفاده از وجوه هستند و از سوی دیگر، قیمتی که باید به وام‌دهندگان پرداخت شود تا آن‌ها را ترغیب به چشم‌پوشی از مصرف فعلی در ازای مصرف آینده کند. بنابراین تقاطع تقاضا و عرضه وجوه قابل وام‌دهی نیز مانند هر تقاطع عرضه و تقاضایی، قیمت وجوه قابل وام‌دهی (نرخ بهره) و مقدار وجوه قابل وام‌دهی عرضه‌شده در بازار را تعیین می‌کند.

در نگاه اول، تأثیر بدهی ملی بر سطح نرخ‌های بهره واضح به نظر می‌رسد، اما ملاحظات اضافی وضعیت را پیچیده می‌کند. افزایش بدهی ملی به معنای افزایش تقاضا برای وجوه قابل وام‌دهی است (حکومت تقاضای خود را برای وجوه افزایش می‌دهد). اگر

هزینه‌های عمومی به‌جای استقراض عمومی از طریق مالیات تأمین می‌شد، تقاضا برای وجوه قابل وام‌دهی، به میزان استقراض بالقوه کاهش می‌یافت. در نتیجه وجوه کمتری در بازار مبادله می‌شد و نرخ بهره کاهش می‌یافت. ظاهراً سطوح نرخ بهره مستقیماً با تغییرات در مقدار بدهی ملی تغییر می‌کند. شاید این امر درست باشد، اما نه به اندازه‌ای که در بحث پیشین گفته شد. فرض کنید استقراض عمومی کاهش یابد. در این صورت باید مالیات‌ها برای تأمین مخارج حکومت افزایش یابد. اما افزایش مالیات‌ها از طریق کاهش درآمد تصرف‌پذیر، عرضه وجوه قابل وام‌دهی را کاهش می‌دهد. کاهش استقراض عمومی، هم تقاضا و هم عرضه وجوه قابل وام‌دهی را کاهش می‌دهد. بدهی ملی روی نرخ بهره اثر می‌گذارد، اما نه به اندازه‌ای که فقط با بررسی تغییرات در میزان استقراض عمومی بتوان پیش‌بینی کرد.^۱

ملاحظات اضافی نیز نشان می‌دهد که تأثیر نسبی معاملات عادی بدهی ملی بر سطوح نرخ بهره، ممکن است ناچیز باشد. هرگونه تغییر در بدهی ملی به احتمال زیاد در محدوده ۳ میلیارد دلار خواهد بود تا ۳۰۰ میلیارد دلار. اگرچه تغییر ۳۰۰ میلیارد دلاری حدود ۲۵ درصد از کل بدهی ۱۲۰۰ میلیارد دلاری را نشان می‌دهد، تغییر ۳ میلیارد دلاری تنها حدود ۰.۲۵ درصد است. حتی تغییر ۱۲ میلیارد دلاری در بدهی ملی تنها ۱ درصد از کل بدهی عمومی و خصوصی است. بنابراین تغییرات در بدهی ملی بعید است تأثیر زیادی بر سطح نرخ‌های بهره داشته باشد، زیرا بخش نسبتاً کوچکی از کل استقراض و وام‌دهی را شامل می‌شود.

بدهی ملی همچنین بر ساختار نرخ‌های بهره در چارچوب «نرخ بهره متوسط ثابت» تأثیر می‌گذارد. ساختار نرخ‌های بهره به تفاوت میان نرخ‌های بهره انواع مختلف وام‌ها اشاره دارد. با فرض ثبات سایر شرایط، هر چه مدت وام طولانی‌تر باشد، نرخ بهره بالاتر خواهد بود. برای وام ۲۰ ساله، باید نرخ بهره بالاتری در قیاس با وام یک‌ساله پرداخت شود؛ وام‌دهنده باید بابت نقدینگی بیشتری که در دوره طولانی‌تر وام از دست می‌دهد، مبلغ بیشتری دریافت کند. این موضوع حتی اگر ریسک وام بلندمدت از وام کوتاه‌مدت بیشتر نباشد نیز صادق است. وام‌گیرنده باید در ازای نقدینگی که وام‌دهنده باید به‌خاطر اعطای وام از آن چشم‌پوشی کند، چیزی به او بپردازد. هر چه مدت وام طولانی‌تر باشد، میزان نقدینگی که وام‌دهنده از دست می‌دهد بیشتر است و مبلغی که وام‌گیرنده باید

۱. یعنی این رابطه همیشه مستقیم و متناسب نیست. عوامل دیگری هم وجود دارند که می‌توانند این تأثیر را کم یا زیاد کنند.

بپردازد بیشتر خواهد بود. این ایده ساده به توضیح تفاوت در ساختار زمانی نرخ‌های بهره منجر می‌شود، هرچند عوامل پیچیده دیگری مانع از تناظر ساده بین مدت وام و نرخ بهره می‌شوند. مثلاً اوراق قرضه شرکتی درجه یک ۲۰ ساله، احتمالاً نرخ بهره کمتری نسبت به اوراق قرضه یک‌ساله منتشره توسط بنگاه سفته‌بازی خواهد داشت که قصد جستجوی طلا در ویرجینیا را دارد. تفاوت در میزان ریسک می‌تواند موجب شود برخی وام‌های بلندمدت نرخ بهره کمتری نسبت به سایر وام‌های کوتاه‌مدت داشته باشند، اما توضیح ساختار نرخ‌های بهره می‌گوید که فقط برای وام‌های با ریسک مساوی، رابطه مستقیمی بین نرخ‌های بهره و زمان تا سررسید وجود خواهد داشت. هنگامی که عناصر ریسک یکسان ترکیب می‌شوند، این توضیح به نظر با واقعیت‌ها مطابقت دارد. بنابراین اگر وام‌گیرندگان را تفکیک کنیم به دولت، شرکت درجه یک، شرکت درجه متوسط، اشخاص کم‌ریسک (که معمولاً از بانک‌های تجاری وام می‌گیرند) و اشخاص پرریسک (که معمولاً از شرکت‌های مالی وام می‌گیرند)، در هر دسته هر چه مدت وام طولانی‌تر باشد، نرخ بهره بالاتر خواهد بود. با این حال، وام‌های کوتاه‌مدت به افراد پرریسک، نرخ‌های بهره بالاتری نسبت به وام‌های بلندمدت به شرکت‌های درجه یک دارند. توضیح این موضوع در تفاوت سطوح ریسک نهفته است.

در اوایل دهه ۱۹۶۰، دولت ملی تلاش کرد بر ساختار زمانی نرخ‌های بهره تأثیر بگذارد. این سیاست معمولاً «پیچش» نامیده می‌شود، زیرا دولت کوشید با کاهش تفاوت بین نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت، ساختار زمانی نرخ‌های بهره را تغییر دهد. دولت می‌خواست سطح نرخ‌های بهره بلندمدت را کاهش دهد تا با تحریک بیشتر سرمایه‌گذاری، به رشد سریع‌تر منجر شود. همزمان، هنگام مواجهه با مشکلات تراز پرداخت‌ها، می‌خواست نرخ بهره کوتاه‌مدت را افزایش دهد تا از خروج سرمایه به کشورهای خارجی جلوگیری کند. دولت برای دستیابی به چنین پیچشی، باید هر چه بیشتر وارد بازار کوتاه‌مدت می‌شد و از بازار بلندمدت خارج می‌شد. کاهش عرضه اوراق بلندمدت قیمت آن‌ها را افزایش می‌داد (که معادل کاهش نرخ بهره آن‌هاست). افزایش عرضه ابزارهای کوتاه‌مدت اثر معکوس داشت و نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت افزایش می‌یافت. این سیاست تا حدی در جهت مطلوب اثر داشت، اگرچه بسیار کمتر از آنچه در ابتدا طرفدارانش ادعا می‌کردند.

از آنجاکه هر ۱۲ میلیارد دلار بدهی ملی، تنها ۱ درصد از کل بدهی‌هاست، دولت باید آماده باشد مقدار بسیار بیشتری از بدهی خود را برای اهداف سیاستی استفاده کند تا اثر قوی داشته باشد. اگرچه دولت حاضر به اقدام در این مقیاس نبود، اقداماتش تا حدی در کاهش تفاوت نرخ‌ها مؤثر بود. به‌عنوان نمونه‌ای از اثر قوی که عملیات بدهی ملی می‌تواند موقتاً بر ساختار نرخ‌های بهره داشته باشد، مواردی بوده که نرخ بهره کوتاه‌مدت از بلندمدت پیشی گرفته است. این امر به دلیل بازپرداخت ناگهانی و سنگین خزانه‌داری در بازار کوتاه‌مدت رخ داده است؛ قیمت اوراق کاهش و نرخ بهره افزایش یافته است.

نقش بدهی ملی در پرتفوی بانک‌ها

بدهی ملی نقش مهمی در پرتفوی بانک‌های تجاری ایفا می‌کند. اهمیت اصلی بررسی نقش بدهی ملی در پرتفوی بانک‌ها، در نقشی است که بدهی‌های در اختیار بانک می‌تواند در گسترش یا انقباض سطح پول و اعتبار داشته باشد. بانک‌ها می‌خواهند دارایی‌هایشان به‌طور کامل سرمایه‌گذاری شود و همزمان می‌خواهند مقداری ذخیره نقدینگی برای احتمالات پیش‌بینی نشده نگه دارند. بدهی حکومت برای این هدف بسیار مناسب است. هرگونه وجوه مازاد می‌تواند در بدهی حکومت سرمایه‌گذاری شود. با این حال، این بدهی نقدشوندگی بالایی دارد و می‌تواند به‌راحتی به پول تبدیل شود. بانک‌ها می‌توانند بدهی ملی را بخردند تا ذخایر بلااستفاده را به کار گیرند و وقتی می‌خواهند ذخایر بیشتری برای استفاده به‌عنوان پایه گسترش وام‌ها داشته باشند، می‌توانند بدهی ملی را بفروشند.

درواقع، تغییرات در مالکیت بدهی ملی توسط بانک‌های تجاری، شاخص خوبی از تغییرات در سطح فعالیت اقتصادی به‌دست می‌دهد. بانک‌ها در دوران رونق می‌کوشند میزان نگهداری بدهی ملی را کاهش دهند و در دوران رکود فعالیت اقتصادی، آن را افزایش می‌دهند. برخی رویدادهای اخیر گویاست. در دوران رونق ۱۹۵۴ تا ۱۹۵۷، بدهی تحت تملک بانک‌ها از ۶۳٫۶ میلیارد دلار به ۵۶٫۲ میلیارد دلار کاهش یافت. اما رکود ۱۹۵۸-۱۹۵۷ آن را دوباره به ۶۵٫۳ میلیارد دلار رساند. در دوره رونق پس از آن، بدهی ملی تحت تملک بانک‌ها از ۶۵٫۳ میلیارد دلار در ۱۹۵۸ به ۵۵٫۳ میلیارد دلار در ۱۹۶۰ کاهش یافت. بار دیگر در ۱۹۶۰، بانک‌ها در مواجهه با رکود فعالیت اقتصادی که سایر مصارف وجوهشان را محدود می‌کرد، به خرید بدهی ملی روی آوردند؛ این مقدار از ۵۵٫۳ میلیارد دلار در ۱۹۶۰ به ۶۵٫۲ میلیارد دلار در ۱۹۶۲ افزایش یافت. انبساط اقتصادی

بعدی موجب شد بدهی تحت تملک بانک‌ها در ۱۹۶۶ به کمتر از ۵۵ میلیارد دلار برسد. علاوه‌براین، خریدهای فدرال رزرو از بدهی ملی بین ۱۹۶۲ و ۱۹۶۶، از فروش بانک‌های تجاری پیشی گرفت. این خریدها البته امکان گسترش چندبرابری عرضه پول را فراهم کرد، به‌ویژه در سال ۱۹۶۵. خریدهای قوی اوراق بهادار توسط فدرال رزرو متناسب با فروش اوراق قرضه دولت توسط بانک‌های تجاری، در این مورد اخیر بیشتر به چشم می‌آید. همچنین باید توجه داشت که سرعت فعالیت اقتصادی در این دوره از هر زمان دیگری در ده سال گذشته بیشتر بود. برعکس، در دوران رونق ناموفق ۱۹۶۰-۱۹۵۸، فروش ۱۰ میلیارد دلاری بدهی ملی توسط بانک‌های تجاری، تنها با افزایش خالص ۱ میلیارد دلاری در دارایی‌های فدرال رزرو از بدهی ملی پوشش داده شد.

بار بدهی عمومی

مقدمه

مسئله «بار بدهی عمومی» از جمله مباحث همیشگی مورد مناقشه میان اقتصاددانان است. هرچند در سال‌های اخیر اجماعی در تحلیل پایه‌های این موضوع شکل گرفته، اما توافق‌های پیشین با ظهور دوباره مغالطه‌های قدیمی از بین رفته‌اند. پیچیدگی حرفه‌ای پژوهشگران، کمتر از واقع‌بینی انسان‌های عادی قابل اعتماد بوده و بسیاری از تحلیل‌های مدرن، مفاهیم رایج را در قالب اصطلاحاتی ارائه می‌دهند که برای رد قضایای^۱ نادرست لازم است.

تحلیل این موضوع در جایگاه خود، اساساً ساده است. همین سادگی پذیرش آن را برای کسانی که ذاتاً به دنبال پیچیدگی هستند، دشوار می‌سازد. پیش از پاسخ به پرسش‌های پیچیده، باید پرسش‌های ساده را مطرح کرد.

تعاریف

«بدهی عمومی» تعریف شده است، اما «بار» آن هنوز تعریف نشده است. وقتی از اصطلاح «بار بدهی عمومی» یا هر نوع بدهی دیگر (از جمله بدهی خصوصی) استفاده می‌کنیم، دقیقاً به چه معناست؟ برای پاسخ، می‌توان از مقایسه با پرسش‌های ساده‌تر شروع کرد.

بار مالیات: اصطلاح «بار» در مورد مالیات‌ها نیز به صورت گسترده به کار می‌رود. «بار مالیات» به چه معناست؟ وقتی مالیات برای تأمین مالی کالاها یا خدمات عمومی استفاده می‌شود، برخی افراد باید از دسترسی به کالاهای خصوصی چشم‌پوشی کنند.

آن‌ها قدرت خرید خود را به دولت واگذار می‌کنند. این چشم‌پوشی از کالاهای خصوصی، که در پرداخت‌های مالیاتی تجلی می‌یابد، همان **بار مالیات** است. چه کسی مالیات می‌پردازد؟ چه کسی این بار را تحمل می‌کند؟ هر فرد چقدر پرداخت می‌کند؟ با پاسخ به این پرسش‌ها، می‌توان «هزینه فرصت» کالاهای عمومی را که از طریق مالیات تأمین می‌شوند مشخص کرد.

اما آیا اصلاً صحبت از بار مالیات، دقیق است؟ آنچه واقعاً مورد نظر است، تعیین **هزینه فرصت** کالاهای عمومی است و «بار مالیات» شاید عبارت دقیقی برای بیان این مفهوم نباشد. برای روشن‌تر شدن موضوع، می‌توان آن را با هزینه فرصت در بازار کالاهای خصوصی مقایسه کرد. وقتی هزینه یک سیب را محاسبه می‌کنیم، آن را مستقیماً به واسطه قیمت می‌سنجیم. قیمت سیب نشان‌دهنده ارزش کالاهای خصوصی جایگزینی است که می‌توانستیم به جای آن سیب بخریم. در اینجا از اصطلاح «بار قیمت» استفاده نمی‌کنیم، اما اگر بخواهیم مقایسه زبانی انجام دهیم، «قیمت» نیز در بنیادی‌ترین سطح، نوعی «بار» است، دقیقاً همان‌طور که مالیات بار محسوب می‌شود. ماهیت اجبارآمیز بیشتر مالیات‌ها، حتی در دموکراتیک‌ترین دولت‌ها، رابطه‌های مبادله‌ای^۱ را که در فرایند مالیاتی نهفته است، پنهان می‌کند. از نگاه شهروند منفرد، مالیات «باری» است که باید تحمل کند، در غیر این صورت با جریمه مواجه می‌شود. او در روانشناسی رفتاری خود در نظر نمی‌گیرد که بهره‌مندی‌اش از کالاها و خدمات عمومی به پرداخت یا عدم پرداخت مالیات توسط خودش بستگی دارد. اما در مورد «قیمت»، اوضاع متفاوت است، زیرا کالاهای خصوصی تقسیم‌پذیرند و حقوق مالکیت به‌وضوح مشخص شده است. فرد می‌داند که اگر نتواند قیمت کالایی را بپردازد، این امر مستقیماً به معنای محرومیت او از آن کالا خواهد بود.

بنابراین، اصطلاح «بار» در بحث مالیات، بر اساس کاربرد رایجی شکل گرفته که ریشه در روانشناسی واکنش مالیاتی افراد دارد. باین‌حال، باید بر تشابه اساسی میان «مالیات» و «قیمت» تأکید کرد. در یک ساختار سیاسی دموکراتیک (در معنای موسّع آن)، افراد در مرحله‌ای از تصمیم‌گیری باید مالیات را به‌مثابه واگذاری ضروری کالاهای خصوصی **در ازای** دریافت کالاهای عمومی در نظر بگیرند. این‌که چه کسی و به چه

1. exchange relationship

میزان پرداخت می‌کند، پرسشی حیاتی است، اما در نهایت این پرداخت در ازای چیزی انجام می‌شود، هرچند که مبادله فردی مستقیمی^۱ وجود نداشته باشد.

بار بدهی: انتشار بدهی، جایگزینی برای مالیات به‌عنوان ابزار تأمین درآمد است. هزینه فرصت کالاهای عمومی که نه از طریق مالیات، بلکه به‌واسطه بدهی تأمین می‌شود، چیست؟ چه کسی می‌پردازد و به چه میزان؟ چه کسی «بار بدهی عمومی» را تحمل می‌کند؟ باز هم باید گفت که واژه‌شناسی این اصطلاح چندان دقیق نیست، اما کاربرد رایج، آن را تثبیت می‌کند. البته این مسئله مشکلی ایجاد نمی‌کند، به شرطی که معنای آن روشن باشد. در تعیین هزینه فرصت در تأمین مالی از طریق بدهی، بعد جدیدی مطرح می‌شود که در مالیات کمتر به چشم می‌خورد: چه کسی آن را می‌پردازد؟ چه میزان؟ و چه زمانی می‌پردازد؟ **تعیین زمان** تحمیل هزینه یا بار، اهمیت ویژه‌ای می‌یابد و همین بعد جدید است که موجب سردرگمی‌های زیادی شده است.

بار بدهی عبارت است از **هزینه فرصت کالاهای عمومی که از طریق انتشار بدهی تأمین مالی می‌شوند**. داستان تا اینجا خوب پیش می‌رود؛ اما مسائل مربوط به تعاریف همچنان باقی است. هزینه فرصت دقیقاً به چه معناست؟ در پاسخ استاندارد، این هزینه را با ارزش گزینه‌های ازدست‌رفته می‌سنجند. در مورد بدهی عمومی، هزینه فرصت عبارت است از ارزش کالاهای خصوصی که **در ازای** تأمین کالاهای عمومی حاصل از انتشار بدهی، «از دست می‌روند». اما دقیقاً منظور از «از دست دادن» چیست؟

هزینه چه زمانی تحمیل می‌شود؟ پیش از آن که به پیچیدگی‌های بار بدهی بپردازیم، حتی درباره مبادلات عادی بازار نیز باید به این پرسش پاسخ دهیم. از یک منظر، تمام هزینه‌ها در لحظه تصمیم‌گیری مؤثر متمرکز است. وقتی تصمیم می‌گیریم گزینه‌هایی را که می‌توانستیم بخریم فدا کنیم و به جای آن خودروی جدیدی بخریم، این گزینه‌های ازدست‌رفته را برای همیشه از دست داده‌ایم. از منظر دیگری، هیچ هزینه‌ای تا **پس** از تصمیم‌گیری و هنگامی که باید وجوه را پرداخت کنیم، تحمیل نمی‌شود. مستقل از نظر شخصی^۲، هزینه تنها در لحظه پرداخت تحمیل می‌شود.

در معاملات عادی، این دو لحظه برای بیشتر خریده‌ها به اندازه‌ای به هم نزدیک هستند که می‌توانیم تمایز بین آن‌ها را نادیده بگیریم. اما در بررسی بار بدهی (که تفاوت

1. quid pro quo
2. Objectively

زمانی بُعد مهم جدیدی محسوب می‌شود) این دو مفهوم کاملاً متمایز هزینه فرصت مشکل‌ساز می‌شوند. چنان‌که پیش‌تر اشاره شد، فرد هزینه ذهنی خودرو را در لحظه تصمیم به خرید تحمل می‌کند، زیرا در آن لحظه تصمیم گرفته است گزینه‌های دیگری را که می‌توانسته بخرد از دست بدهد. اگر خودرو را نقدی بخرد، هزینه عینی (پرداخت مشهود وجوه) را نیز همزمان تحمل می‌کند. اما اگر آن را به صورت اقساطی بخرد، هزینه عینی را به تعویق می‌اندازد. در این حالت، هزینه عینی تنها هنگامی تحمیل می‌شود که پرداخت‌های سررسیدشده انجام می‌شوند.

یک هشدار ضروری است. باید به خاطر داشته باشیم که برای هر تصمیم، دو هزینه فرصت جداگانه وجود دارد (یکی ذهنی و دیگری عینی) و همیشه باید مشخص کنیم که به کدام یک اشاره داریم.

روش‌شناسی

هدف از تحلیل بار بدهی چیست؟ چرا باید نگران این باشیم که چه کسی و در چه دوره‌های زمانی، بار را تحمل می‌کند؟ شاید حقیقت به خودی خود جذاب باشد، اما تحلیل نسبتاً بی‌ثمر است مگر این‌که پاسخ‌های صحیح به این پرسش‌ها، در قیاس با پاسخ‌های نادرست بتواند به **تصمیم‌گیری‌های** بهتری منجر شود. برای مرتبط ساختن کل تحلیل، باید چارچوب مناسب تصمیم‌گیری را معرفی کنیم. چه کسانی باید بدانند که هزینه‌های فرصت کالاهای عمومی تأمین‌شده از طریق بدهی توسط چه کسانی و در چه زمانی پرداخت می‌شود؟ و این دانستن دقیقاً کدام تصمیم‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

استقراض عمومی جایگزینی برای مالیات‌گیری است. وقتی کسانی که تصمیمات دولتی را می‌گیرند با ضرورت افزایش درآمدها برای تأمین مالی برنامه‌ای از مخارج عمومی مواجه می‌شوند، باید به‌نحوی اثرات این ابزارهای جداگانه را مقایسه کنند. آن‌ها باید پیش‌بینی کنند که اگر به جای مالیات‌گیری، استقراض عمومی (خلق بدهی) را مجاز بدانند، چه تفاوت‌هایی رخ خواهد داد. آن‌ها باید بدانند تفاوت در توزیع هزینه کالاهای عمومی بین این دو روش تأمین مالی چقدر است.

تصمیم‌گیرندگان چه کسانی‌اند؟ در یک جامعه دموکراتیک، تصمیمات حکومت به‌طور مستقیم توسط شهروندان، یا غیرمستقیم از طریق نمایندگان منتخب سیاسی گرفته می‌شود. هم شهروندان و هم قانونگذاران باید اصول اولیه بدهی عمومی را بدانند.

شهروندان باید بتوانند کنش‌ها و اقدامات مختلف را ارزیابی کنند. هرچه قانون‌گذاران آگاه‌تر باشند، کارآمدی کل فرایند دموکراتیک بیشتر خواهد شد.

تحلیل ساده

انتخابی را در نظر بگیرید که یک فرد (به‌عنوان رأی‌دهنده بالفعل یا بالقوه در یک همه‌پرسی) با آن مواجه است: انتخاب بین انتشار [اوراق] بدهی از یک سو و مالیات‌گیری از سوی دیگر. برای رفع پیچیدگی‌هایی که موجب ابهام پرسش‌های اساسی می‌شوند، مفید خواهد بود که برخی فرضیات ساده‌ساز را در نظر بگیریم.

فرض کنید توافقی گسترده یا حتی اجماعی فراگیر وجود دارد که پروژه کالای عمومی که باید تأمین مالی شود، برای جامعه بسیار مفید است. مزایای مورد انتظار از هزینه‌های مورد انتظار بیشتر است؛ بنابراین، تخصیص عمومی منابع مالی، سرمایه‌گذاری خوبی محسوب می‌شود. فرض کنید این موضوع نه‌تنها برای جامعه در کل، بلکه برای هر شهروند منفرد نیز صادق است. این امر امکان حذف ملاحظات صرفاً توزیعی را از مسئله انتخاب فراهم می‌کند. از آنجاکه درآمدهای واقعی همه شهروندان افزایش می‌یابد، پرسش‌هایی مانند «آیا افزایش خالص ۱ دلاری در درآمد ملی مطلوب است اگر شامل سود ۲ دلاری از آن دامدار تگزاسی و زیان ۱ دلاری از آن معدن کار زغال‌سنگ ویرجینیای غربی باشد؟» حذف می‌شوند، زیرا هیچ کسی متحمل کاهش درآمد واقعی نمی‌شود. فردی که انتخابش را بررسی می‌کنیم، انتظار دارد که عملیات ترکیبی افزایش مخارج-درآمد، صرف‌نظر از روش تأمین مالی، وضعیتش را بهتر کند.

برای هرچه ساده‌تر ساختن انتخاب او، فرض کنید که او تخمین می‌زند تعهدات خودش تحت دو روش تأمین مالی، یکسان خواهد بود. اگر روش مالیات انتخاب شود، ارزش فعلی مالیاتی که باید اکنون پردازد دقیقاً برابر است با ارزش فعلی مالیاتی که باید در دوره‌های بعد پردازد تا بدهی را بازپرداخت و بهره آن را تأمین کند، اگر که روش تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض) انتخاب شود.

در مواجهه با این انتخاب، فرد چگونه تصمیم می‌گیرد؟ چه عواملی در این انتخاب تأثیرگذار خواهند بود؟

از یک منظر، گزینه‌های مختلف تأمین مالی (چنان که تعریفشان کردیم) علی‌السویه‌اند. اما فرد لزوماً میان این دو گزینه بی‌تفاوت نیست، مگر آن‌که بتواند بدون

هزینه و از طریق بازار سرمایه، یکی را به دیگری تبدیل کند. ممکن است او ترجیح دهد تعهد مالی خود را از طریق مالیات فعلی بپردازد، یا ممکن است ترجیح دهد اکنون بدهی صادر شود و این تعهد را در دوره‌های بعدی بپردازد. تصمیم او به ترجیحات زمانی‌اش بستگی دارد. اگر بخواهد هزینه واقعی یا پرداخت وجه را به **تعویق بیندازد**، بدهی را انتخاب خواهد کرد یا به آن رأی خواهد داد. این دقیقاً همان چیزی است که بدهی برای او ممکن می‌سازد: به تعویق انداختن زمان واقعی صرف نظر کردن از قدرت خرید کالاهای خصوصی. این در اصل، دلیل وجودی^۱ بدهی است؛ چه عمومی باشد و چه خصوصی. بدهی، ابزاری نهادی برای جابه‌جایی هزینه فرصت واقعی به آینده فراهم می‌کند. در مثال ما، منافع پروژه کالاهای عمومی را می‌توان اکنون به دست آورد، بدون آن که لزوماً همزمان، هزینه پرداخت این کالاها (یعنی «بار مالی» آن) را متحمل شد.

این تحلیل ابتدایی است و دشوار می‌توان آن را به چالش کشید. در واقع، آن دسته از شهروندان عادی که می‌دانند بدهی (عمومی یا خصوصی)، روشی برای به تعویق انداختن هزینه است نیز این تحلیل را درک می‌کنند. بنابراین «بار بدهی» به‌وضوح در دوره‌های پس از انتشار بدهی (پس از دوره هزینه‌کرد عمومی) تحمیل می‌شود.

قضیه معادلتی ریکاردویی^۲

دیوید ریکاردو با استفاده از همین مثال، قضیه‌ای درباره بدهی عمومی مطرح کرد که بیش از یک‌ونیم قرن مورد بحث بوده است. او پیشنهاد کرد که بین بدهی عمومی و مالیات تفاوتی وجود ندارد. تا زمانی که ارزش فعلی این دو گزینه برای فرد یکسان باشد، انتخاب‌کننده باید بین این دو بی‌تفاوت باشد.

این قضیه بر اساس محاسبات فرایند تنزیل است و اعتبار آن به فرض وجود بازار سرمایه کاملاً کارآمدی بستگی دارد که به فرد اجازه می‌دهد هر جریان پرداختی را بدون هزینه به دیگری تبدیل کند. این قضیه، حتی با این محدودیت‌ها، عناصر مهمی از فرایند تصمیم‌گیری فرد را نادیده می‌گیرد. به طور خاص، این قضیه تمایزی بین هزینه فرصت ذهنی و عینی قائل نمی‌شود. این واقعیت که ارزش خالص دارایی‌های فرد در هر دو حالت به یک میزان کاهش می‌یابد (این کاهش با افزایش ارزش خالص ناشی از هزینه‌کرد عمومی جبران می‌شود)، به این معنی نیست که این دو ابزار مالی از نظر ذهنی معادل

1. *raison d'etre*

2. The Ricardian Equivalence Theorem

هستند. در مالیات، پرداخت وجوه فوری است. در بدهی، این پرداخت به تعویق می‌افتد. فرد حتی با ثابت بودن ارزش فعلی، یک جریان زمانی را بر دیگری ترجیح خواهد داد، مگر این‌که در یک بازار سرمایه کامل^۱ عمل کند.

قضیه ریکاردو همچنین نارسایی‌های موجود در فرایند تنزیل را نادیده می‌گیرد. حتی از نظر محاسباتی، وام و مالیات تنها در صورتی معادل هم‌اند که فرد، جریان پرداخت‌های آتی مورد انتظار ناشی از انتشار بدهی را به ارزش فعلی تبدیل کند. تا زمانی که او نتواند این پرداخت‌های مالیاتی آتی ناشی از انتشار بدهی را به‌طور کامل تنزیل کند، گزینه بدهی را مطلوب‌تر ارزیابی خواهد کرد و تصمیم او سوگیری خواهد داشت. آنچه این فرایند تبدیل بین مالیات و بدهی را ضروری می‌سازد، زمان پرداخت بار عینی (واقعی) بدهی است. اگر بنا بود به هر دلیلی «بار» بدهی در همان زمانی وارد شود که بار مالیات معادل آن پرداخت می‌شود، دیگر نیازی به محاسبه و تنزیل ارزش فعلی نبود. از این نظر، کل نظریه ریکاردو بر پایه یک اصل ساده بنا شده است: هزینه فرصت واقعی مخارج عمومی که از طریق بدهی تأمین مالی می‌شود، به آینده منتقل می‌گردد.

مغالطات بار بدهی

اگر سرسختی اقتصاددانان در نپذیرفتن اصول ساده‌ای که در سطور بالا ترسیم شد ادامه نداشت، نیازی به بحث بیشتر درباره «بار بدهی عمومی» نبود. انکار این اصول بر اساس مجموعه‌ای از مغالطات درهم‌تنیده است که باید به دقت و با دید انتقادی مورد بحث قرار گیرند. رد این مغالطات، بسیار مهم است. با وجود اجماع نوظهور میان تحلیلگران، این مغالطات هنوز هم در اکثر کتاب‌های درسی مقدماتی اقتصاد یافت می‌شوند. تنها به همین دلیل، باید توجهی به قدرت اقناعی استدلالاتی که تحلیل‌های ساده بار بدهی را رد می‌کنند، معطوف داشت.

این مغالطات در ترکیب با هم به سه نتیجه‌گیری مرتبط منجر می‌شوند که هر کدام نادرست‌اند:

۱) بار اولیه بدهی عمومی را نمی‌توان به آینده منتقل کرد؛

۲) بدهی عمومی داخلی از نظر اثرگذاری اساساً با بدهی عمومی خارجی

متفاوت است؛

1. perfect capital market

۳) بدهی عمومی داخلی مشابه بدهی خصوصی نیست.

می‌توان کتاب‌هایی درسی یافت که همه این ادعاها را مطرح می‌کنند. تحلیل زیربنایی این ادعاها باید واقعاً متقاعدکننده باشد. این مغالطات، ظریف‌اند و استدلالات، پیچیده.

مغالطه هزینه واقعی: از قرن هجدهم به طرق مختلف استدلال شده که برای جامعه به‌عنوان یک کل، هیچ امکانی برای به‌تعویق انداختن هزینه یا بار وجود ندارد. در این دیدگاه، تأکید بر استفاده فیزیکی از منابع اقتصادی است. از نظر تاریخی، بدهی‌های عمومی با مخارج جنگی مرتبط بوده‌اند و این استدلال خاص بر بار هزینه‌های جنگی تأمین‌شده از طریق بدهی متمرکز شده است. طبق این استدلال، منابعی که به تسلیحات اختصاص می‌یابند (مانند فولاد برای ساخت اسلحه) باید مستقیماً از اقتصاد همان دوره‌ای که تفنگ‌ها ساخته می‌شوند، تأمین شوند. در این مورد هیچ تعویقی ممکن نیست. هزینه‌های واقعی مخارج جنگی به بهترین شکل در کاهش کالاهای خصوصی در دوره جاری نمایان می‌شود؛ لکنیاتی که باید فدای تولید سلاح شود. این هزینه واقعی یا بار مخارج جنگی باید در دوره جاری تحمیل شود، خواه تأمین مالی از طریق مالیات باشد، خواه از طریق تورم پولی یا خلق بدهی.

در نگاه اول، این استدلال واقعاً متقاعدکننده به نظر می‌رسد و مغالطه نهفته در آن به راحتی قابل تشخیص نیست. اگر توجه فقط به اثرات تجمعی معطوف شود، به‌نظر می‌رسد که استدلال، هیچ مشکلی ندارد. از نظر حسابداری ملی، مخارج عمومی افزایش می‌یابد که به‌معنای افزایش استفاده دولت از منابع است؛ مخارج و استفاده بخش خصوصی از منابع کاهش می‌یابد. این تغییرات، صرف نظر از روش‌های تأمین مالی مخارج عمومی رخ می‌دهد. به‌نظر می‌رسد بدهی و مالیات، دو روش جایگزین برای تأمین هزینه‌های کالاهای عمومی باشند، بدون آن که تفاوتی *از نظر زمانی* در محل (زمان وقوع) این هزینه‌ها میان این دو ابزار مالی وجود داشته باشد.

برای درک این مغالطه، باید به پرسش‌های تعریف‌شناختی و روش‌شناختی که پیش‌تر بر آن‌ها تأکید شد بازگردیم. اگر بدهی عمومی به‌مثابه یک نهاد، تعویق هزینه‌های فرصت کالاهای عمومی را تسهیل نمی‌کند، پس چه کسی این هزینه‌ها را پرداخت می‌کند؟ اگر

این هزینه‌ها باید در دوره‌هایی که منابع استفاده می‌شوند تحمیل شود، چه افراد و گروه‌هایی در جامعه، **در ازای** دریافت کالاهای عمومی، از کالاهای خصوصی چشم می‌پوشند؟

منابع مورد استفاده برای ساخت سلاح از کجا می‌آیند؟ طبق این استدلال، افرادی که اوراق دولتی را می‌خرند، یعنی کسانی که اوراق قرضه را خریداری می‌کنند، هزینه‌های کالاهای عمومی را متحمل می‌شوند. اما آیا واقعاً اینطور است؟ این افراد در دوره ایجاد بدهی و هزینه‌کرد عمومی، از دسترسی به کالاهای خصوصی چشم‌پوشی می‌کنند. این را نمی‌توان انکار کرد. این افراد با این کارشان، هزینه‌ای را متحمل شده و باری را به دوش می‌کشند. اما به چه منظوری؟ **در ازای** این چشم‌پوشی از کالاهای خصوصی چه چیزی به دست می‌آورند؟ این پرسشی است که طرفداران استدلال هزینه واقعی، آن را مطرح نکرده‌اند.

وقتی این پرسش مطرح می‌شود، ضعف استدلال آشکار می‌شود. افرادی که اوراق قرضه می‌خرند، **در ازای** وعده درآمد آینده‌ای که اوراق تجسم آن است، از کالاهای خصوصی چشم‌پوشی می‌کنند. آن‌ها در مقام خریدار اوراق، هیچ چیزی در ازای کالاهای عمومی که از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی شده‌اند دریافت نمی‌کنند. آن‌ها در این جایگاه، مستقیماً در مبادله مالی مشارکت ندارند.

رویکرد هزینه واقعی، این واقعیت را پنهان می‌کند که **بدهی عمومی شامل دو مبادله مجزا است**. در مبادله مالی پایه، افراد در جایگاه رأی‌دهندگان-مالیات‌دهندگان-ذی‌نفعان، منافع هزینه‌های عمومی را در ازای تعهد خود به پرداخت بهره و اصل اوراق در دوره‌های آتی به دست می‌آورند. در مبادله مالی تسهیل‌کننده، افراد در جایگاه خریداران اوراق، این وعده‌های درآمد آینده را در ازای چشم‌پوشی از قدرت خرید در دوره جاری کسب می‌کنند. خریداران اوراق، برای تضمین درآمد آینده است که از کالاهای خصوصی فعلی چشم می‌پوشند، نه برای به‌دست آوردن کالاهای عمومی. رأی‌دهندگان-مالیات‌دهندگان، هیچ کالای خصوصی فعلی را از دست نمی‌دهند؛ آن‌ها منافع کالاهای عمومی را با وعده چشم‌پوشی از کالاهای خصوصی در دوره‌های آینده به‌دست می‌آورند. این مالیات‌دهندگان **آینده** هستند که هنگام پرداخت‌ها به دارندگان اوراق، هزینه کالاها را می‌پردازند.

این مبادله دوگانه زمانی به وضوح آشکار می شود که ماهیت خرید اوراق مورد توجه قرار گیرد. کسانی که اوراق را می خرند، طی این فرایند هیچ کاهش خالصی در ثروت خصوصی خود تجربه نمی کنند. هیچ کس دیگری نیز در دوره هزینه کرد واقعی عمومی، از قدرت خرید چشم پوشی نمی کند. از اینجا چنین استنباط می شود که اگر هیچ هزینه ای به آینده منتقل نشده باشد، این هزینه کرد بدون قربانی کردن هیچ چیزی، تأمین مالی شده است. با چنین استدلالی، اصلاً چرا باید مالیات وضع شود؟ تأمین مالی از طریق مالیات، آشکارا موجب تحمیل هزینه های واقعی جاری می شود؛ برخی افراد، کاهش را ثروت خصوصی خود تجربه خواهند کرد. مخارج عمومی در هر مورد ممکن است بسیار مفید باشد؛ اما در تأمین مالی از طریق مالیات، این فایده را باید در قیاس با برخی کاهش های درآمد و ثروت خصوصی سنجید. در تأمین مالی از طریق بدهی، اگر استدلال هزینه واقعی درست باشد، نیازی به این محاسبه متقابل نیست؛ هیچ کاهش جبرانی در درآمد و ثروت خصوصی وجود ندارد که در مقابل مزایای هزینه کرد عمومی قرار گیرد. حسابداری ملی باید به این تأثیرات بر ترازنامه های فردی نیز توجه کند. وقتی این کار انجام شود، اصول اولیه بدهی عمومی آشکار می شود و مغالطه هزینه واقعی بعید است ظاهر شود.

مغالطه حسابداری داخلی: استدلالی مرتبط اما متفاوت، در خدمت سه نتیجه گیری نادرست درباره بار بدهی عمومی است. مغالطه مرکزی در اینجا، یک اشتباه حسابداری ساده است.

در تحلیل بار بدهی که در بالا ارائه شد، عمداً مشخص نکردیم چه کسانی هنگام انتشار بدهی، اوراق قرضه را خریداری می کنند. در این مرور اولیه بر اصول پایه، تفاوتی ندارد که خریداران اوراق، شهروندان داخلی باشند یا خارجی ها. در این سطح از بحث، تمایز بین بدهی عمومی داخلی (ملی) و بیرونی (خارجی) تقریباً کاملاً بی ربط است. در هر دو حالت، افراد در جایگاه رأی دهندگان-مالیات دهندگان-ذی نفعان، وجوه را از سایر افرادی که تمایل به وام دهی دارند، قرض می گیرند. این واقعیت که وام دهندگان در برخی موقعیت ها ممکن است اعضای همان گروه سیاسی وام گیرندگان باشند، به تحلیل مربوط نیست. حتی اگر این دو گروه باید یکی باشند، افراد در دو جایگاه جداگانه عمل می کنند.

در تقابل شدید با تحلیل ساده‌ای که ارائه کردیم، استدلال‌هایی که به سه نتیجه‌گیری نادرست درباره بار بدهی می‌رسند، به‌شدت به تمایز میان بدهی عمومی داخلی و خارجی وابسته‌اند. در مورد خرید و نگهداری بدهی عمومی توسط خارجی‌ها، یعنی بدهی خارجی، اختلاف نظر نسبتاً اندکی وجود داشته است. بیشتر پژوهشگران و نیز شهروندان عادی، اصول اولیه را پذیرفته‌اند. بدهی خارجی امکان تعویق هزینه فرصت کالاهای عمومی تأمین‌شده را فراهم می‌کند و این هزینه با هزینه‌های بهره و استهلاکی که باید در دوره‌های پس از انتشار پرداخت شوند، سنجیده می‌شود. از این نکته همچنین نتیجه گرفته می‌شود که بدهی عمومی خارجی، دست‌کم از نظر آثار اصلی‌اش، مشابه بدهی خصوصی تلقی می‌شود.

بحث و جدل صرفاً بر سر بار بدهی عمومی **داخلی** در جریان بوده است. گفته می‌شود که این نوع بدهی شامل هیچ‌گونه به‌تعویق‌انداختن بار مالی نیست و از نظرگاه‌های اساسی، با بدهی خارجی و بدهی خصوصی تفاوت دارد.

چرا محل بار بدهی در زمان باید تا این اندازه به این بستگی داشته باشد که چه کسی اتفاقاً اوراق را می‌خرد؟ چرا بدهی خارجی باید چنین تفاوت اساسی با بدهی داخلی داشته باشد؟ آیا واقعاً این قدر مهم است که یک بانک لندنی یا یک تاجر آلمانی، اوراق قرضه آمریکایی را بخرد؟ این انتخاب چگونه بر وضعیت اقتصادی مالیات‌دهنده آمریکایی تأثیر می‌گذارد؟

در اینجا یک اشتباه در حسابداری ساده وجود دارد و ذکر مثالی برای روشن‌سازی این مسئله مفید خواهد بود.

اجتماعی کوچک با تنها دو نفر، **آقای الف** و **آقای ب** را در نظر بگیرید که از بیشتر جنبه‌ها فرقی با هم ندارند. پیش از انتشار بدهی عمومی، ترازنامه‌های جزئی این دو شهروند به صورت زیر است:

پیش از بدهی عمومی و پیش از مخارج عمومی			
آقای ب		آقای الف	
وجه نقد ۱۰۰ دلار	ارزش خالص ۱۰۰ دلار	وجه نقد ۱۰۰ دلار	ارزش خالص ۱۰۰ دلار

حال فرض کنید اجتماع (الف و ب) تصمیم می‌گیرد یک پروژه کالای عمومی را از طریق انتشار بدهی تأمین مالی کند. برای ساده‌سازی مثال، فرض می‌کنیم این پروژه

دقیقاً معادل هزینه ۱۰۰ دلاری خود، سوددهی دارد. همچنین فرض کنید این منافع به طور مساوی بین الف و ب تقسیم می شود.

حال در نظر بگیرید که یک بدهی عمومی داخلی منتشر می شود. فرض کنید آقای الف اوراق قرضه ۱۰۰ دلاری را می کند. ترازنامه های این دو نفر بلافاصله پس از اجرای پروژه چگونه خواهد بود؟

پس از بدهی عمومی داخلی و پس از هزینه عمومی

آقای الف		آقای ب	
وجوه نقد	۰ دلار	وجوه نقد	۱۰۰ دلار
مالیات آتی (ارزش جاری)	۵۰ دلار	مالیات آتی (ارزش جاری)	۵۰ دلار
اوراق قرضه	۱۰۰ دلار	منافع و ارزش پروژه	۵۰ دلار
ارزش خالص	۱۰۰ دلار	ارزش خالص	۱۰۰ دلار

توجه کنید که در نتیجه ترکیب عملیات هزینه عمومی و انتشار بدهی، ارزش خالص [دارایی] هیچ یک از این دو نفر تغییر نکرده است. این نتیجه با فرض این که پروژه دقیقاً به اندازه هزینه اش می آرد، تضمین می شود. البته اگر پروژه بیش از حداقل ممکن سودمند باشد، ارزش خالص [دارایی] هر دو افزایش می یابد و بالعکس.

حال می خواهیم این نتیجه را با حالتی مقایسه کنیم که اوراق به خارجیان فروخته می شود. ترازنامه های جزئی الف و ب پس از این عملیات و با همان پروژه عمومی را در نظر بگیرید.

پس از بدهی عمومی خارجی و پس از هزینه عمومی

آقای الف		آقای ب	
وجوه نقد	۱۰۰ دلار	وجوه نقد	۱۰۰ دلار
مالیات آتی (ارزش جاری)	۵۰ دلار	مالیات آتی (ارزش جاری)	۵۰ دلار
منافع و ارزش پروژه	۵۰ دلار	منافع و ارزش پروژه	۵۰ دلار
ارزش خالص	۱۰۰ دلار	ارزش خالص	۱۰۰ دلار

نتیجه گیری حاصل از این حسابداری ساده، کاملاً واضح است: از لحاظ ارزش خالص، تفاوتی بین بدهی عمومی داخلی و خارجی برای این دو نفر وجود ندارد.

چرا این هویت حسابداری بسیار ساده، به صورت ضمنی توسط کسانی که تفاوت زیادی بین این دو شکل بدهی قائل می شوند، نادیده گرفته شده است؟ تا حدی می توان این امر را به «مغالطه هزینه واقعی» نسبت داد که پیش تر مورد بحث قرار گرفت. وقتی اوراق به خارجیان فروخته می شود، منابع مورد نیاز برای تولید کالای عمومی در واقع از

خارج از مرزهای اقتصادی اجتماع سیاسی تأمین می‌شود. در این حالت، جریان فیزیکی منابع از مرزهای سیاسی عبور می‌کند. در دوره اولیه، یعنی زمانی که اوراق فروخته و پروژه کالای عمومی اجرا می‌شود، هیچ منبع داخلی از بخش خصوصی به بخش عمومی منتقل نمی‌شود. برای ناظری که صرفاً به این جریان‌های فیزیکی منابع نگاه می‌کند (و فقط به آن‌ها توجه دارد)، چنین به نظر می‌رسد در این دوره اولیه، هیچ هزینه واقعی تحمیل نشده است. مشاهده نمی‌شود که هیچ یک از اعضای اجتماع، از دسترسی فعلی به کالاها و خدمات خصوصی چشم‌پوشی کرده باشند. اما این واقعیت که از منظر ترازنامه، دقیقاً اتفاق یکسانی در بدهی خارجی و داخلی رخ می‌دهد، تقریباً کاملاً نادیده گرفته شده است.

این بی‌توجهی به واسطه تمایل پژوهشگران به پرسیدن سؤال‌های اشتباه درباره بار بدهی، تشدید شده است. تاکنون تمرکز بیش‌ازحدی بر تعریف **بار بازپرداخت بدهی موجود** صورت گرفته است، درحالی‌که پرسش مهم‌تر مربوط به بار بدهی احتمالی است که قرار است ایجاد شود. اگر بدهی عمومی (داخلی یا خارجی) وجود داشته باشد، قطعاً بار مالی نیز وجود دارد. اما محل این بار یا هزینه آن، فقط زمانی اهمیت پیدا می‌کند که قرار باشد تصمیمی درباره انتشار بدهی جدید یا بازپرداخت بدهی قدیم گرفته شود. اگر توجه صرفاً به تعریف بار بدهی عمومی موجود معطوف شود، بدهی داخلی و خارجی به نظر اثرات متفاوتی دارند و مغالطه حسابداری داخلی ظریف‌تر است. برای پرداخت اصل و فرع (بهره) بدهی خارجی، منابع باید از مرزهای واحد سیاسی خارج شوند؛ یعنی باید معادلش را به دارندگان خارجی اوراق بپردازیم. وقتی اوراق در دست شهروندان داخلی باشد، چنین انتقالی ضروری نیست و بازپرداخت اصل و فرع، در داخل اقتصاد انجام می‌گیرد. ممکن است از این تفاوت آشکار چنین استنباط شود که (با فرض ثبات سایر شرایط) بدهی نگهداری شده توسط خارجی‌ها نسبت به بدهی داخلی (با مبلغ یکسان) «بار» سنگین‌تری دارد.

این تحلیل ظاهراً سراسر است این واقعیت را نادیده می‌گیرد که سایر شرایط در این وضعیت نمی‌تواند ثابت باشد. برای درک این مسئله، باید به دوره‌ای بازگردیم که بدهی جاری منتشر شده و اثرات آن را بر ترازنامه‌های فردی (که در حسابداری ساده فوق نشان دادیم) ردیابی کنیم. وقتی بدهی خارجی منتشر می‌شود، یعنی وقتی اوراق به خارجیان فروخته می‌شود، منابع از خارج نظام اقتصادی جذب می‌شوند. این منابع **اضافی** جایگزین

آن منابع داخلی می‌شوند که در غیر این صورت برای تولید کالاهای عمومی به کار می‌رفتند. در نتیجه، منابع بیشتری برای سرمایه‌گذاری در اقتصاد داخلی باقی می‌مانند و این منابع بازدهی‌ای ایجاد می‌کنند که به شرط اعطای وام با شرایط رقابتی، برای پرداخت کامل بدهی خارجی کافی است. صرف نظر از بهره‌وری مخارج عمومی که از طریق بدهی تأمین مالی شده، دارایی‌های شهروندان که به شکل **دارایی‌های غیر از اوراق بدهی عمومی** نگهداری می‌شود، باید به تناسب (به صورت یک به یک) بیشتر از حالتی باشد که بدهی داخلی با همان مقدار منتشر شده بود. این دارایی‌ها، بازدهی معمولی ایجاد می‌کنند که منابع لازم را برای پرداخت بهره بدهی خارجی فراهم می‌آورد. با درک این واقعیت، دیگر نمی‌توان استدلال کرد که بدهی خارجی «بار» سنگین‌تری دارد.

مغالطه پرداخت انتقالی: «ما این بدهی را به خودمان بدهکاریم.» این عبارت آشنا را در استدلال کسانی می‌توان دید که انکار می‌کنند بدهی عمومی داخلی، هزینه‌ها را در زمان جابه‌جا می‌کند و ادعا می‌کنند این بدهی ماهیتاً با هر دو نوع بدهی عمومی خارجی و بدهی خصوصی متفاوت است. این امر، توجه را به جنبه دیگری از استدلال‌های به هم پیوسته جلب می‌کند که مدرن‌تر از موارد قبلی مورد بحث است. تأکید پساکینزی‌ها بر حسابداری ملی، تا حدی مسئول سردرگمی فکری حاکم است. در این نوع حسابداری، ترازنامه‌ها و صورت‌های درآمد نه برای افراد مجزا، بلکه برای یک کُل با مرزهای کمابیش دلبخواهی (که توسط مرزهای سیاسی تعیین می‌شوند) ترسیم می‌گردند. بدهی‌ها و اعتبارات در حساب‌های فردی اغلب دو به دو خنثی می‌شوند و از این رو ممکن است بر مبالغ کل در ترازنامه ملی تأثیری نگذارند.

این امر به استدلال نادرست درباره بار بدهی داخلی اعتبار بخشیده است. اگر دارندگان اوراق بدهی عمومی (یعنی اوراق بهادار دولتی) در داخل اقتصاد ملی زندگی کنند، پرداخت‌های بهره به آن‌ها از محل مالیات‌های جمع‌آوری‌شده در داخل اقتصاد، به‌عنوان پرداخت‌های انتقالی در نظر گرفته می‌شود، نه درآمد. هیچ منبعی در انجام این انتقالات مصرف نمی‌شود؛ پرداخت‌های بهره در ازای کالاها و خدمات جاری انجام نمی‌گیرد.

مغالطه در اینجا در این تلویح نهفته که نحوه برخورد با انواع خاصی از پرداخت‌ها در قراردادهای حسابداری ملی، می‌تواند به نحوی محل هزینه فرصت کالاهای عمومی را تغییر دهد. در بهترین حالت، این قراردادها دلبخواهی‌اند و بسیاری از آن‌ها در معرض

انتقادات جدی قرار دارند. اگر دولت (یعنی افرادی که به صورت جمعی سازمان یافته‌اند) تصمیم بگیرد تعهدات بدهی خود را نکول نکند، ویژگی «انتقال پرداخت» در هزینه‌های بهره و بازپرداخت بدهی داخلی، شرایط اقتصادی فردی را که عضو همان جامعه است، حتی به اندازه‌ی ذره‌ای تغییر نمی‌دهد.

پرداخت‌های بهره بر بدهی‌های خصوصی داخلی (جز در مورد پرداخت‌های بین خانوارها) در حساب درآمد ملی منظور می‌شود. اما این پرداخت‌ها درست به همان معنایی «انتقال» محسوب می‌شوند که پرداخت بهره بر بدهی عمومی چنین است. در هر دو حالت، بهره در اصل انتقال درآمد است از افراد در نقش وام‌گیرنده و بدهکار، به افراد در نقش وام‌دهنده و بستانکار. در هر دو حالت، این پرداخت‌ها بر پایه قرارداد انجام می‌شوند. این واقعیت که صرفاً برای سهولت در حسابداری ملی، تنها یکی از این دو نوع پرداخت به‌طور صریح به‌عنوان «انتقال» ثبت می‌شود، هیچ ارتباطی به تحلیل بار بدهی ندارد.

خلاصه اصول بار بدهی

استدلال‌های پیچیده و گاه گمراه‌کننده‌ای که برای رد کردن اصول ساده بدهی عمومی ارائه شده، بر چند مغالطه مرتبط منطقی استوار است. روشن ساختن این مغالطه‌ها موجب می‌شود اعتبار اصول عقل سلیم در این حوزه محکم‌تر شود. این اصول را می‌توان در قالبی خلاصه کرد که درست برعکس هر یک از نتایج نادرست پیش‌تر بیان شده است.

برخلاف بسیاری از استدلال‌های رایج امروزی، نتیجه می‌گیریم که:

- (۱) بدهی عمومی، به‌عنوان یک نهاد تأمین مالی، به اعضای جامعه سیاسی این امکان را می‌دهد که هزینه فرصت واقعی کالاهای عمومی را به آینده موکول کنند. بنابراین، بار اصلی بدهی عمومی به زمان‌های آتی منتقل می‌شود.
- (۲) هیچ تفاوت اساسی میان بدهی عمومی داخلی و بدهی عمومی خارجی وجود ندارد.

- (۳) بدهی عمومی و بدهی خصوصی از نظر بنیادی ماهیتی مشابه دارند؛ در بدهی عمومی، افراد در نقش شهروند وام می‌گیرند و در بدهی خصوصی، در نقش واحدهای اقتصادی خصوصی.

بارها و منافع فرعی بدهی عمومی

در مبادله مالی اصلی، «بار بدهی عمومی» موجب خنثایی منافی می‌شود که از کالاهای عمومی تأمین شده با بدهی به دست می‌آید. با این حال، ایجاد بدهی نیز همچون بیشتر کنش‌های مالی، آثار جانبی و غیرمستقیمی دارد که تاکنون در بحث ما نادیده گرفته شده‌اند. ما باید انتظار داشته باشیم که این اثرات غیرمستقیم، هم هزینه داشته باشند و هم فایده. ایجاد بدهی، جدا از آثار اصلی که پیش‌تر بررسی شده‌اند، بارهای غیرمستقیمی بر برخی اعضای جامعه تحمیل و در مقابل، منافع غیرمستقیم و ثانویه‌ای نیز به اعضای دیگر جامعه اعطا می‌کند.

نرخ بهره، وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان: وقتی دولت اوراق قرضه می‌فروشد، قیمت اوراق کاهش یافته و نرخ بهره افزایش می‌یابد. در مقایسه با تأمین مالی از طریق مالیات برای همان میزان مخارج عمومی، تأمین مالی از طریق وام معمولاً نرخ بهره بالاتری به همراه دارد. این تغییر به چند شکل به صورت غیرمستقیم بر وضعیت اقتصادی افراد اثر می‌گذارد. افزایش نرخ بهره، ارزش سرمایه‌ای تمام دارایی‌ها و مطالبات با بازده ثابت را کاهش می‌دهد؛ دارندگان این دارایی‌ها شاهد کاهش ارزش خالص ثروت خود خواهند بود. در مقابل، بدهکارانی که بدهی با بهره ثابت دارند، با همین تغییر، ارزش سرمایه‌ای بدهی‌هایشان کاهش می‌یابد.

اثر جبرانی مشابهی برای وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان بالقوه وجود دارد. با تأمین مالی از طریق بدهی، فردی که قصد دارد پولی برای وام‌دادن پس‌انداز کند، از افزایش نرخ بهره سود می‌برد؛ اما فردی که قصد دارد با وام‌گیری خصوصی، پرداخت‌های مالی خود را جلو بیندازد، متضرر می‌شود.

انباشت سرمایه: ایجاد بدهی عمومی، در مقایسه با تأمین مالی همان میزان مخارج عمومی از طریق مالیات، نرخ شکل‌گیری سرمایه را نیز در اقتصاد تغییر می‌دهد. منابع مالی لازم برای خرید اوراق قرضه دولتی، بیشتر احتمال دارد از سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی تأمین شود تا منابع لازم برای پرداخت مالیات. به این ترتیب، تأمین مالی از طریق بدهی در قیاس با تأمین مالی از طریق مالیات، کاهش بیشتری در سرمایه‌گذاری

خصوصی و کاهش کمتری در مصرف جاری ایجاد می‌کند. نتیجه این که نرخ رشد اقتصادی در شرایط تأمین مالی از طریق بدهی، احتمالاً اندکی پایین‌تر خواهد بود. این اثر غیرمستقیم را نباید با انتقال بار یا هزینه اصلی کالاهای عمومی به زمان آتی که پیش‌تر مطرح شد، اشتباه گرفت. این انتقال بار اصلی به زمان آتی، صرف‌نظر از منبع تأمین مالی اوراق قرضه دولتی، همواره رخ می‌دهد. اثر شکل‌گیری سرمایه، کاهش اضافی و ثانویه‌ای در درآمد دوره‌های پس از ایجاد بدهی ایجاد می‌کند. به‌نوعی می‌توان این را نیز «بار»ی دانست که به آینده منتقل می‌شود. افرادی که در دوره‌های پس از خلق بدهی زندگی می‌کنند، کاهشی نسبی را در جریان درآمد خود تجربه خواهند کرد. اما در مقابل این «بار»، سود غیرمستقیم و ثانویه‌ای از ایجاد بدهی به کسانی تعلق می‌گیرد که در دوره اولیه ایجاد بدهی و مخارج عمومی زندگی و کسب درآمد می‌کنند. در مقایسه با تأمین مالی از طریق مالیات، این افراد اجازه دارند سطح مصرف جاری خود را بالاتر نگه دارند. این گروه از افراد، به هزینه کسانی که در دوره‌های بعدی زندگی می‌کنند، منتفع می‌شوند.

خلق بدهی عمومی و بازپرداخت آن

مقدمه

اکنون می‌توانیم به سیاست‌گذاری عمومی درباره بدهی‌های دولتی بپردازیم. در چه شرایطی مناسب است که دولت‌ها، چه در سطح ملی و چه در سطح ایالتی یا محلی، مخارج خود را از طریق استقراض تأمین مالی کنند؟ و اگر قرار باشد بدهی عمومی بازپرداخت شود، چه زمانی باید این کار صورت بگیرد؟

پیش از پاسخ به این پرسش‌ها، باید هدف کلی عملیات مالی مشخص شود. ایجاد بدهی یکی از روش‌های تأمین مالی مخارج دولتی است، اما این مخارج ممکن است یا به منظور تأمین کالاهای عمومی باشد یا برای تحریک تقاضای کل در اقتصاد. بنابراین لازم است بین اهداف «سیاست مالی» یا «اقتصاد کلان» صدور یا بازپرداخت بدهی و اهداف «کالاهای عمومی» یا «توزیع هزینه» این عملیات مالی تفاوت قائل شویم.

بدهی عمومی به عنوان ابزاری در سیاست اقتصاد کلان

ابتدا باید بحث کنیم که در چه شرایطی باید بدهی عمومی ایجاد یا بازپرداخت شود، به فرض این‌که هدف سیاست، محدود به تأثیر بر سطح کل تقاضا در اقتصاد باشد. هنجارهای مربوط به ایجاد و پرداخت بدهی عمومی بستگی به شرایط اقتصاد کلان دارد. لازم است این عملیات را ابتدا در شرایطی که تقاضای کل ناکافی است و سپس در شرایطی که مازاد تقاضای کل داریم، بررسی کنیم.

۱ (الف). خلق بدهی عمومی در رکود: اگر کسری بودجه به منظور تحریک تقاضای کل ایجاد شود، تا زمانی که دولت قدرت خلق پول را دارد، هرگز نباید برای تأمین این کسری‌ها از بدهی عمومی استفاده کرد. این قاعده برای دولت‌های ملی صدق می‌کند که

این قدرت را دارند. اگر هدف افزایش تقاضای کل از طریق مخارج کسری است، تأمین مالی این کسری نباید به گونه‌ای باشد که اثر افزایش سرعت مخارج دولت نسبت به مالیات را به صورت کامل یا تا قسمتی، خنثی کند. منابع مالی را نباید از بخش خصوصی گرفت، وقتی می‌توان به راحتی و بدون هزینه با خلق پول، این منابع را فراهم کرد. در چنین شرایطی، ایجاد بدهی عمومی کاری ناهنجار و ناکارآمد است و از طریق هزینه‌های بهره، هزینه‌های غیرضروری زیادی به مالیات‌دهندگان آینده تحمیل می‌کند.

هنگام سیاست مالی در اینجا کاملاً روشن است، اما جالب اینجاست که بسیاری از پژوهشگران دقیقاً در همین شرایط طرفدار ایجاد بدهی عمومی هستند. بی‌توجهی آشکاری را که این توصیه نسبت به منطق ابتدایی نشان می‌دهد، با خط مبحث گسترده میان «انتشار واقعی بدهی» و «خلق پول» می‌توان توضیح داد. در حالت بهینه، در چنین شرایطی کسری‌ها باید با پول جدید، تأمین مالی شوند. در این شیوه، هیچ منبع مالی از مصارف خصوصی خارج نمی‌شود و هیچ هزینه‌ای هم به آینده منتقل نمی‌گردد. باین حال، روش‌های مدرن خلق پول شامل آن چیزی می‌شود که به آن «استقراض» از بانک‌های مرکزی (و در ایالات متحده از بانک‌های فدرال رزرو) گفته می‌شود. این آشفستگی یا سوء تفاهم زبانی، علم اقتصاد را منحرف کرده و موجب شده که تمایز اساسی بین «بدهی عمومی» (به عنوان نام مستعاری برای «خلق پول پنهان») و «بدهی عمومی» واقعی (یعنی اوراق قرضه بهره‌دار فروخته شده به مردم غیربانکی) رعایت نشود. متأسفانه، این سوء تفاهم ظاهراً به طور دائمی در زبان سیاست‌های بودجه‌ای و مالی رسوخ کرده است و از زمانی که هنری سایمونز^۱ از دانشگاه شیکاگو بیش از دو دهه پیش با بیانی شیوا توجهات را به این موضوع جلب کرد، پیشرفت چندانی در روشن‌سازی آن حاصل نشده است.

اگر دولت‌ها اختیار خلق پول نداشته باشند (برای مثال دولت‌های ایالتی و محلی) یا اگر به دلایل سیاسی-نهادی استفاده از این روش ممنوع باشد، طی دوران کمبود تقاضا، شاید تأمین مالی کسری از طریق انتشار بدهی توجیه‌پذیر باشد. البته در این حالت، انتشار بدهی همچنان روش «بهینه ثانویه»^۲ ای برای تأمین مالی است و خلق پول، ابزار کارآمدتر

۱. Henry Simons - اقتصاددان آمریکایی و شاگرد فرانک نایت بود که با مدل‌های ضد انحصار و پول‌گرایانه خود تأثیر زیادی بر مکتب اقتصادی شیکاگو گذاشت. او یکی از نویسندگان و بنیان‌گذاران طرح شیکاگو برای اصلاحات پولی بود که در سال‌های پس از رکود دهه ۱۹۳۰ حمایت گسترده‌ای را به دست آورد.

باقی می‌ماند. در انتشار بدهی باید توجه داشت که منابع مالی از بخش خصوصی خارج می‌شوند و این امر تا حدی آثار مطلوب اولیه هزینه‌کرد کسری را خنثی می‌کند. البته این اثرات خنثی‌کننده در تأمین مالی از طریق بدهی، کمتر از میزانی است که در تأمین مالی از طریق مالیات رخ می‌دهد (که در این شرایط تنها گزینه موجود خواهد بود).

۱ (ب). بازخرید بدهی عمومی در دوران رکود: اگر قرار باشد بدهی عمومی پرداخت و بازخرید شود، منابع لازم برای این کار یا باید از مالیات تأمین شود یا از خلق پول. در دوره‌هایی که تقاضای کل در اقتصاد پایین است، ترکیب اخذ مالیات و بازپرداخت بدهی در مجموع اوضاع را بدتر می‌کند، نه بهتر. چون اثر انبساطی بازپرداخت بدهی، بیش از آن که سودی برساند، با اثر انقباضی جمع‌آوری مالیات خنثی و حتی منفی می‌شود. در مقابل، بازخرید بدهی با استفاده از خلق پول، آشکارا اثری انبساطی خواهد داشت. در این حالت، با جایگزینی پول به جای اوراق بدهی، نقدینگی در اقتصاد افزایش می‌یابد و از سمت تأمین مالی، هیچ اثر انقباضی وجود نخواهد داشت. علاوه بر این، منابع مالی تازه‌ای برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی فراهم می‌شود که به بهبود نرخ رشد بلندمدت اقتصادی منجر خواهد شد.

این ترکیب سیاستی، زمانی ممکن است که کسری بودجه ایجاد نشود و اتکا برای رسیدن به اهداف کلان اقتصادی بر سیاست پولی باشد، نه سیاست مالی. مقام پولی (به‌عنوان بخشی از دولت) عملاً این سیاست را زمانی اجرا می‌کند که در بازار آزاد، اوراق بدهی دولتی را خریداری می‌کند. از نظر سیاسی، می‌توان پیش‌بینی کرد که در شرایط کمبود تقاضا، ابزارهای سیاست مالی معمولاً وارد عمل می‌شوند. در این حالت، گزینه «پول راحت»^۱ (سیاست انبساطی) که به معنای بازخرید مؤثر بدهی عمومی است، به‌ندرت از نظر سیاسی پذیرفتنی خواهد بود.

۲ (الف). ایجاد بدهی عمومی در دوران تورم: در شرایطی که مازاد تقاضا داریم و خطر تورم وجود دارد، دقیقاً ترکیب سیاستی معکوس پیشنهاد می‌شود. اگر از ابزارهای سیاست مالی استفاده نشود و بودجه‌ها خنثی باقی بمانند، سیاست «پول سخت»^۲ (سیاست

۱. easy money - در اقتصاد، اصطلاح پول راحت به سیاست پولی انبساطی گفته می‌شود؛ یعنی شرایطی که بانک مرکزی یا مقام پولی با کاهش نرخ بهره و افزایش عرضه پول، دسترسی به اعتبار و وام را برای بانک‌ها و مردم آسان‌تر می‌کند.

۲. hard money - در این متن به سیاست پولی انقباضی اشاره دارد و معمولاً به معنای افزایش نرخ بهره، فروش اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی، و خارج کردن نقدینگی از اقتصاد است.

انتقاب‌زایی) که مشخصه‌اش فروش اوراق بدهی دولتی در بازار باز توسط مقام پولی است، می‌تواند فشارهای تورمی را از بین ببرد. این سیاست، عملاً به معنای ایجاد بدهی عمومی است، هرچند معمولاً به این شکل صریح بیان نمی‌شود. اما نتیجه خالص آن این است که میزان اوراق بدهی در دست عموم مردم افزایش و میزان اوراق در اختیار بانک مرکزی کاهش می‌یابد (که بانک مرکزی در این بحث به عنوان بخشی از دولت در نظر گرفته می‌شود). این که ارقام رسمی بدهی ملی شامل اوراقی که در پرتفوی بانک‌های فدرال رزرو نگهداری می‌شود نیز هست، نباید موجب شود که اقتصادیات پشت این عملیات نادیده گرفته شود.

برخلاف سیاست «پول آسان» در دوران رکود، عملیات ایجاد بدهی در دوران تورم، از نظر سیاسی بسیار محتمل‌تر از گزینه‌های سیاست مالی است. تا زمانی که بتوان از سیاست‌های پولی غیرمستقیم استفاده کرد، ایجاد مازاد بودجه معمولاً به صورت عمدی انجام نمی‌شود.

۲ (ب). بازپرداخت بدهی عمومی در شرایط تورم: بانک‌های مرکزی نباید زمانی که فشارهای تورمی در اقتصاد وجود دارد، اوراق قرضه دولتی را از مردم خریداری کنند. اصول «سیاست پولی» مسیر برعکسی را پیشنهاد می‌کند. اگر قرار باشد سیاست مالی به عنوان ابزار محدودکننده به کار گرفته شود، حتی با وجود موانع سیاسی بر سر راه چنین امکانی، مالیات‌ها درآمدی بیش از نرخ فعلی مخارج ایجاد خواهند کرد؛ یعنی مازاد بودجه به وجود خواهد آمد. در چنین شرایطی، فشارهای شدیدی برای بازخرید و بازپرداخت اوراق بدهی عمومی موجود از محل این مازاد بودجه شکل می‌گیرد. با این حال، اگر این کار انجام شود، بخشی از اثرات محدودکننده ایجاد مازاد بودجه، از طریق بازگرداندن وجوه به اقتصاد (در قالب بازپرداخت بدهی) خنثی خواهد شد. این بخش از عملیات، به خودی خود اثر انبساطی دارد و در دوران تورم مطلوب نیست. مازاد بودجه باید برای افزایش ذخایر نقدی خزانه‌داری یا برای بازپرداخت «بدهی جعلی»^۱ که در اختیار بانک مرکزی است، استفاده شود؛ که بدهی در واقع ابزار نهادی مدرن برای امحای پول به حساب می‌آید.^[۱]

1. Fake Debt

[۱] اخذ مالیات، همراه با استفاده از این درآمد‌ها برای بازپرداخت بدهی عمومی که در اختیار بانک‌های فدرال رزرو است، مستقیماً ذخایر بانک‌های تجاری را کاهش می‌دهد. این کاهش، در صورتی که بانک‌ها ذخایر مازاد نداشته باشند، ضرورتاً موجب نوعی انقباض کلی در وام‌های اعطایی بانک‌ها می‌شود. البته، در دوران تورم، احتمال داشتن ذخایر مازاد توسط بانک‌ها کم است.

بدهی عمومی و انعطاف‌پذیری مالی ذاتی: توصیف سیاست مالی آگاهانه‌ای که برای ایجاد کسری بودجه در زمان کاهش تقاضای کل و ایجاد مزاد بودجه در زمان تقاضای مزاد طراحی شده، آسان‌تر است اجرای واقعی آن. آگاهی از دشواری‌های تعدیل‌های کوتاه‌مدت در سیاست مالی، مبنایی برای سیاست بلندمدتی فراهم کرده که در آن، تعدیل‌های خودکار یا ذاتی^۱ با تغییر شرایط اقتصادی فعال می‌شوند. در این روش، هدف سیاست بودجه‌ای، متعادل‌سازی درآمدهای مالیاتی پیش‌بینی‌شده با مخارج عمومی در شرایط «تولید ناخالص داخلی در اشتغال کامل» است. اگر ساختار مالیات‌ها و مخارج، واکنش‌های ذاتی و نامتقارن نسبت به تغییرات درآمد ملی داشته باشند، این سیاست تضمین می‌کند که در دوران کمبود تقاضا، کسری بودجه به‌طور خودکار ایجاد شود و در دوران مزاد تقاضا، مزاد بودجه شکل بگیرد.

به همان دلایلی که پیش‌تر گفته شد، مطلوب نیست کسری‌هایی که تحت این قاعده سیاستی ایجاد می‌شوند، از طریق انتشار بدهی عمومی تأمین مالی شوند. این کار منابع را از بخش خصوصی خارج کرده و این نیز به نوبه خود، هدف ایجاد کسری خودکار را خنثی می‌کند. به همین ترتیب، مزاددهای بودجه‌ای که در اجرای این قاعده پدید می‌آیند، نباید صرف بازپرداخت بدهی عمومی موجود شوند، زیرا این کار اثر محدودکننده مزاد را کاهش می‌دهد.

اگر در اینجا همه مشکلات مربوط به تعریف دقیق و رضایت‌بخش «تولید ناخالص داخلی در اشتغال کامل» را نادیده بگیریم و فرض کنیم که این قاعده به‌طور کامل اجرا می‌شود، کسری‌ها باید از طریق خلق پول تأمین شوند و مزاددهای بودجه باید برای امحای پول استفاده گردند.

بدهی عمومی و عدم توازن بودجه ناشی از خطای تشخیص. ابزارهای سیاست کلان اقتصادی در بهترین حالت هم نسبتاً خام و نادقیق‌اند و چه بسا در جهت یا میزان، به‌صورت اشتباه اعمال شوند. ممکن است پیش‌بینی وقوع رکود به‌طور گسترده انجام شود، اما بعداً شواهد نشان دهند که خطر واقعی، تورم بوده است. یا برعکس، ممکن است فشارهای تورمی پایدار به نظر برسند، درحالی‌که رکود درست در آستانه وقوع باشد. با

۱. Built-in - منظور چیزی است که از ابتدا در ساختار یا سیستم تعبیه شده و به‌طور طبیعی بخشی از آن است، نه چیزی که بعداً اضافه یا به‌صورت دستی فعال شود. در اقتصاد، وقتی می‌گویند built-in adjustments یعنی تعدیلاتی که از پیش در ساختار مالیات‌ها و مخارج دولت گنجانده شده و بدون تصمیم‌گیری جدید به‌طور خودکار عمل می‌کند.

توجه به میزان بالای نااطمینانی در پیش‌بینی شرایط اقتصادی، احتمال زیادی وجود دارد که کنش‌های سیاست مالی در زمانی که اثرات آن‌ها ظاهر می‌شود، در مسیر اشتباه اتخاذ شده باشند.

در چنین شرایطی، اثرات جبرانی انتشار یا بازپرداخت بدهی عمومی می‌توانند مفید باشند. برای مثال، فرض کنید کسری بودجه‌ای پیشنهاد شده و این برنامه برای یک سال مالی تعهد شده است. اما در طول این دوره، فرض کنیم که مشکل واقعی نه کمبود تقاضا بلکه مازاد تقاضا (تورم) باشد. شاید امکان لغو سیاست مخارج مبتنی بر کسری در میانه سال وجود نداشته باشد، اما نحوه تأمین مالی این کسری را می‌توان اصلاح کرد. در چنین وضعیتی، باید تلاش شود کسری از طریق انتشار بدهی عمومی تأمین شود، نه از طریق خلق پول.

برعکس، زمانی که مازادها به اشتباه پیش‌بینی شده باشند، نتایج مشابه نیز صادق است. به دلایل سیاسی و نهادی، کاهش مالیات یا افزایش نرخ هزینه‌ها نمی‌تواند به سرعت انجام شود. مازادهای پیش‌بینی نشده و نامطلوب می‌توانند صرف بازپرداخت بدهی در اختیار مردم شوند. این کنش، بخشی از درآمدهای مالیاتی را که در این مرحله برداشت آن‌ها نامناسب به نظر می‌رسد، به جریان هزینه‌های خصوصی بازمی‌گرداند.

بدهی عمومی و هزینه کالاهای عمومی

ما سیاست دولت و مدیریت بدهی‌های عمومی را با این فرض مورد بحث قرار داده‌ایم که اهداف کلان اقتصادی غالب هستند و مسأله کلاسیک سیاست بدهی را وارد نکردیم. با کنار گذاشتن مسائل اقتصاد کلان، دولت‌ها چه زمانی باید استقراض کنند؟ چه زمانی باید بدهی بازپرداخت شود؟

البته هر کنش مالی، آثار کلان اقتصادی به‌جا خواهد گذاشت، اما اکنون فرض می‌کنیم که این آثار، در صورت تمایل، به‌گونه‌ای رضایت‌بخش خنثی شده‌اند. توجه ما در اینجا معطوف است به مناسب یا نامناسب بودن استقراض و بازپرداخت بدهی به‌عنوان ابزارهایی برای توزیع هزینه کالاهای عمومی در طول زمان.

مثالی از اهمیت تاریخی را در نظر بگیریم. پیش از قانون بزرگراه‌های بین‌ایالتی^۱ سال ۱۹۵۶، بحث‌های قابل توجهی در این باره وجود داشت که آیا دولت ملی باید صدور اوراق

1. Interstate Highway Act of

ویژه برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری اولیه در سامانه بزرگراه بین‌ایالتی را مجاز کند یا نباید چنین کند. این بحث تا حد زیادی از آثار احتمالی این نوع تأمین مالی از طریق اوراق بر متغیر کلان در اقتصاد جدا بود. مناظره بر مسأله کلاسیک متمرکز بود: آیا مطلوب است که برای تأمین مالی هزینه عمومی بزرگراه‌ها، بدهی منتشر شود؟ ممکن است مسائل مشابهی در ارتباط با پیشنهادهای جاری برای مخارج عمده فدرال در بازتوسعه شهری، آلودگی آب، یا سامانه‌های حمل‌ونقل مطرح شود. آیا می‌توان استدلالی به نفع تأمین این مخارج از طریق بدهی عمومی به جای تأمین مالی از محل مالیات ارائه کرد؟ مسئله کلاسیک، همچنین در ارتباط با بازپرداخت بدهی‌های موجود نیز مطرح می‌شود. جدا از آثار چنین سیاستی بر اقتصاد در مجموع، آیا می‌توان استدلالی برای وضع مالیات‌های جاری به اندازه‌ای که بدهی عمومی به صورت نظام‌مند بازپرداخت شود، مطرح ساخت؟

استقراض عمومی، مصرف عمومی، و سرمایه‌گذاری عمومی: چه زمانی باید استقراض، جایگزین مالیات‌ها شود؟ چه زمانی باید هزینه عینی کالاهای عمومی به آینده موکول گردد؟ این‌ها پرسش‌های هنجاری‌اند و افراد مختلف ممکن است پاسخ‌های متفاوتی بدهند. هیچ‌گونه قواعد ثابت و قطعی را نمی‌توان تدوین کرد که بر سر آن اجماع عمومی سر گیرد.

ابتدا، پرسش تأمین مالی مخارج عمومی را که کالاهایی برای مصرف جاری فراهم می‌آورد در نظر بگیریم. نمونه‌اش می‌تواند حقوق پلیس باشد. آیا این نوع مخارج عمومی باید از طریق بدهی تأمین شود؟ اصول مالیه سنتی یا «سالم» بیان می‌کند که مالیات باید همه این‌گونه فعالیت‌های عمومی را تأمین مالی کند. اما این اصول، فاقد محتوای اقتصادی مستقیم است و باید توجیه آن‌ها را در تجربه تاریخی جست‌وجو کرد، نه در منطق.

قیاس با استقراض خصوصی برای مقاصد مصرفی، ظاهراً به بحث ما نزدیک می‌آید. به عنوان قاعده احتیاط، شاید باید افراد را از بدهکار شدن برای مخارج مصرفی برحذر داشت. اما مسئله‌ای پذیرفته شده است که چنین وام‌هایی می‌تواند در شرایط خاص مطلوب باشند. تا زمانی که توجه لازم به آثار استقراض بر اعتبار آینده و هزینه‌های ناشی از بار

بدهی بی‌حاصل^۱ معطوف شود، افراد می‌توانند به‌طور عقلانی برای پشتیبانی از مخارج مصرفی خود، دست به استقراض بزنند.

تفاوت چندانی، بین هنجارهای رفتار فردی در اقتصاد خصوصی و هنجارهای رفتار در اقتصاد عمومی به نظر نمی‌رسد (یا اصلاً هیچ تفاوتی نیست). قواعد سنتی علیه تأمین مالی مصرف جاری عمومی از طریق بدهی، ممکن است به‌واسطه ارجاع به تجربه دولت‌ها تأیید شود، اما این قواعد را نمی‌توان از حسابگری عقلانی تصمیم‌گیری، استنتاج کرد.

عرف‌ها، استقراض دولت را به این دو مورد محدود می‌کنند: (۱) مخارج فوق‌العاده یا اضطراری و (۲) مخارج برای پروژه‌هایی که ماهیت سرمایه‌گذاری عمومی دارند. مفید خواهد بود که این دو دسته به‌طور جداگانه مورد بحث قرار گیرند.

جنگ‌ها یا وضعیت‌های اضطراری دفاعی مستلزم مخارجی است که به‌طور فوق‌العاده‌ای بالا بوده و انتظار نمی‌رود تکرار شوند. تأمین کامل این مخارج از طریق مالیات، ممکن است مستلزم تغییرات عمده‌ای در ساختار نرخ‌ها و نهادهای مالیاتی باشد. اگر چنین شود، ممکن است موجب ایجاد آثار منفی بر انگیزه‌ها شود. تا زمانی که پیش‌بینی می‌شود نرخ‌های مخارج پس از وضعیت اضطراری به سطوح نزدیک به روند عادی بازگردد و تا زمانی که انتظار می‌رود اضطرار نسبتاً کوتاه‌مدت باشد، استقراض اجازه می‌دهد ثبات بیشتری در ساختار مالیاتی در طول زمان حفظ شود. چنان که می‌دانیم، بخش بسیار بزرگی از بدهی‌های عمومی موجود در چنین موقعیت‌هایی ایجاد شده است. برای مثال، طی جنگ جهانی دوم در ایالات متحده، تأمین کامل مالیات برای هزینه‌های جنگی، آشکارا غیرعملی به نظر می‌رسید. بخش بزرگی از مخارج جنگ از طریق خلق پول تأمین شد که بخشی از آن در قالب بدهی پنهان گردید. زمانی که اقتصاد به سطوح تولید اشتغال کامل رسید، این شیوه تأمین مالی خود به شکل مالیات غیرمستقیم به‌واسطه تورم درآمد. اما افزون بر تأمین مالی از طریق مالیات، سهم عمده‌ای از هزینه جنگ به‌واسطه ایجاد بدهی عمومی انجام شد و به نظر می‌رسید توافق گسترده‌ای وجود دارد که توسل به بدهی در این شرایط کاملاً موجه است.

۱. deadweight debt - در اقتصاد مالی به بدهی‌ای اشاره دارد که در برابر آن هیچ دارایی مولد یا سرمایه‌گذاری ارزش‌افزین وجود ندارد. یعنی دولت یا فرد وامی گرفته و خرج مصرف جاری کرده (مثل پرداخت حقوق، هزینه‌های اداری، جنگ، یا کالاهایی که دوام ندارند) بدون آن که این خرج منجر به ایجاد زیرساخت، سرمایه‌گذاری یا منبعی شود که در آینده درآمد یا ارزش تولید کند.

سنت راست‌کیشانه مالیه همچنین استقراض عمومی را برای مخارج پروژه‌های بلندمدتی که انتظار می‌رود منافع آن‌ها در مجموعه‌ای از دوره‌های زمانی عاید شود، تأیید می‌کند. دو استدلال جداگانه برای دفاع از استقراض جهت تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری عمومی وجود دارد. استدلال نخست همان است که در بالا بحث شد؛ هزینه اولیه (در آغاز پروژه) احتمالاً بیشتر از هزینه‌هایی است که در دوره‌های بعدی پیش خواهد آمد. تمرکز مخارج عمومی در یک زمان لزوماً به معنای تمرکز متناظر هزینه نیست. ایجاد بدهی، ابزاری برای هموارسازی جریان زمانی هزینه فراهم می‌آورد و این، اغلب با استقراض بنگاه‌های تجاری برای تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای خود قیاس می‌شود.

استدلال دوم بر مبنای ملاحظات برابری است. اگر اعضای جامعه در دوره‌های زمانی آینده قرار است منفعی از سرمایه‌گذاری عمومی (مثلاً یک سامانه بزرگراه) به‌دست آورند، چرا نباید سهمی از هزینه را بپردازند؟ چرا افراد باید تمام هزینه را در همان دوره آغازین (یعنی زمانی که سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد) بر دوش بکشند؛ امری که در صورت تأمین کامل هزینه‌ها از طریق مالیات، محتمل خواهد بود؟

پیشنهاد معرفی **بودجه سرمایه‌ای** (به‌عنوان یک اصلاح نهادی)، تا حدی بر پذیرش همین عرف‌های سنتی درباره استقراض عمومی استوار است. این طرح، امکان جداسازی مخارج سرمایه‌گذاری عمومی از مخارج مصرف عمومی را فراهم می‌کند و در نتیجه، می‌توان قواعد مالی متفاوتی را برای اجزای مختلف بودجه به‌کار گرفت. بودجه سرمایه‌ای هرگز در ایالات متحده پشتیبانی گسترده‌ای در سطح ملی به‌دست نیاورده و حتی اشتیاق ظاهری ابرازشده برای این پیشنهاد در اوایل دهه ۱۹۶۰، خیلی زود از میان رفت. چند کشور اروپایی میان اقلام سرمایه‌ای و اقلام مصارف جاری در بودجه خود تمایز قائل می‌شوند، اما آثار خالص این تفاوت صرفاً نهادی بر سیاست بودجه‌ای، به‌سادگی قابل شناسایی نیست. مشکل این است که دقیقاً چه اقلامی باید در بودجه سرمایه‌ای گنجانده شود. تفاوت‌های میان سرمایه‌گذاری عمومی و اقلام مصرف عمومی را به‌راحتی می‌توان با استدلال از الگوهای انتزاعی ساده، بیش از حد بزرگ جلوه داد.

استدلال نهایی که پشتیبانی مستقلی از عرف‌های راست‌کیشانه فراهم می‌کند، اما خود بخشی از سنت نبوده، از ملاحظات سیاستی فرایند بودجه‌ریزی در جوامع دموکراتیک ناشی می‌شود. مگر در مواردی که استقراض برای پروژه‌های بلندمدت مجاز باشد، این

پروژه‌ها در بودجه‌ریزی نادیده گرفته خواهند شد. مالیات‌دهندگان کنونی، از طریق نمایندگان منتخب خود، احتمالاً از پروژه‌های هزینه‌بر که وعده منافع را صرفاً یا عمدتاً در دوره‌های آینده می‌دهند، پشتیبانی نخواهند کرد. با الزام تأمین مالی کامل مالیاتی برای همه پروژه‌ها، بودجه‌ها تمایل به تعصب علیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت خواهند داشت. تأمین مالی از محل بدهی، این نوع انحراف در انتخاب سیاسی را برطرف می‌کند. به دلایل مشابه، توسل آشکار به تأمین مالی از طریق بدهی برای پروژه‌های کوتاه‌مدت یا مصرفی، موجب ایجاد گرایشی به سوگیری به‌سوی مخارج عمومی افراطی خواهد شد. واقعیت‌های روبه‌های دموکراتیک نشان می‌دهد که درباره «اصول مالیه سالم» سنتی، هنوز سخن زیادی برای گفتن وجود دارد.

بازپرداخت نظام‌مند بدهی عمومی: پس از جنگ جهانی اول، بدهی ملی ایالات متحده به‌طرز چشمگیری کاهش یافت، آن هم به دلیل سیاست آشکار بازپرداخت که اغلب با دوران تصدی اندرو ملون^۱ به‌عنوان وزیر خزانه‌داری [۱۹۲۱ تا ۱۹۳۳] همراه است. پس از جنگ جهانی دوم، چنین سیاست بازپرداختی تدوین نشد و بدهی ملی به‌صورت تدریجی و تقریباً پیوسته طی سال‌های بعد افزایش یافته است. این تفاوت چشمگیر در سیاست بین این دو دوره پس از جنگ لزوماً نشان نمی‌دهد که یکی از سیاست‌ها درست و دیگری نادرست بوده است؛ بلکه این تفاوت ممکن است نشان دهد که هیچ قواعد کاملاً مقبولی برای بازپرداخت بدهی نمی‌توان تدوین کرد؛ سیاستی که باید دنبال شود ممکن است به ترجیحات تصمیم‌گیرندگان بستگی داشته باشد.

اگر سیاست بلندمدت بازپرداخت نظام‌مند بدهی‌ها تدوین شود، بدون توجه به جنبه‌های کلان اقتصادی که پیش‌تر مورد بحث قرار گرفتند، اثرات آن چه خواهد بود؟ جمع‌آوری مالیات بیش از مخارج جاری بودجه و استفاده از درآمد مازاد برای پرداخت بدهی‌های سررسیدشده، هزینه‌های تحمیل‌شده بر مالیات‌دهندگان آینده را به‌صورت دائمی کاهش خواهد داد. مثلاً بازپرداخت بدهی در اواخر دهه ۱۹۶۰، مالیات‌های افرادی را که در دهه ۱۹۷۰ زندگی می‌کردند، به‌میزانی که برای تأمین هزینه‌های بهره لازم است، کاهش می‌دهد. شناخت این واقعیت ابتدایی نشان می‌دهد که هیچ هنجار سیاستی به‌روشنی تعریف‌شده‌ای وجود ندارد. بیشتر بدهی ملی موجود، در دوران تأمین مالی جنگ

1. Mellon

جهانی دوم ایجاد شده است. آیا منطقی است که مالیات‌دهندگان اواخر دهه ۱۹۶۰، علاوه بر پرداخت بهره بدهی‌ای که پیش‌تر ایجاد شده، مسئول هزینه اضافی یا بازپرداخت اصل بدهی هم باشند؟ اگر بدهی‌ای ایجاد شده و مسئولیت آن میان نسل‌های مختلف تقسیم می‌شود، آیا منطقی است که مالیات‌دهندگان دهه ۱۹۶۰، بار بیشتری نسبت به نسل ۱۹۷۰ بپذیرد، درحالی‌که مسئولیت اصلی بدهی بین آن‌ها یکسان است؟

سیاست بازپرداخت نظام‌مند بدهی باید بر اساس ترجیحات صریح برای کاهش هزینه‌های فرصت باقیمانده تأمین مالی جنگ جهانی دوم از دوش مالیات‌دهندگان آینده بنا شود. البته ممکن است برخی اعضای جامعه به‌طور مشروع این ترجیحات را داشته باشند، اما هیچ مزیتی نسبت به ترجیحات مخالف خود ندارد. باز هم با در نظر گرفتن واقعیت‌های سیاسی، سیاست‌های بازپرداخت بدهی مشابه آنچه در دهه ۱۹۲۰ اتخاذ شد، در یک‌سوم آخر قرن عملاً غیرممکن به نظر می‌رسد.

با وجود بدهی‌های ایالتی-محلی و برخی انواع بدهی ملی، می‌توان استدلال قوی‌تری برای بازپرداخت نظام‌مند ارائه کرد این بدهی ممکن است مثل بدهی‌ای که برای تأمین مالی جنگ‌های گذشته ایجاد شده، بی‌حاصل (deadweight) نباشد. اگر بدهی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری عمومی خاصی ایجاد شده باشد، می‌توان استدلالی قوی برای تضمین بازپرداخت آن در دوره‌ای ارائه داد که منافع سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود (عینیت می‌یابد). قیاس با تأمین مالی بنگاه‌ها و ملاحظات معمول انصاف^۱ نیز این استدلال را تأیید می‌کنند.

بازپرداخت بدهی ملی از طریق پولی‌سازی. بدهی ملی اگر قرار باشد بازپرداخت شود، باید منابع خود را از مالیات‌ها یا خلق پول جدید تأمین کند. سیاست بازپرداخت نظام‌مند از منابع مالیاتی، ظاهراً در آینده نزدیک عملی نیست. از سوی دیگر، بازپرداخت چشمگیر بدهی‌ها از طریق پولی‌سازی، هم محتمل است و هم قابل اجرا. پیش‌تر که بازپرداخت بدهی در دوران رکود را بررسی کردیم، پولی‌سازی مختصراً به‌عنوان یکی از عناصر سیاست کلان اقتصادی پادچرخه‌ای مطرح شد. چشم‌انداز مهم‌تر برای پولی‌سازی،

۱. equity - در اینجا منظور «سهم مناسب» یا نسبت عادلانه‌ای از هزینه‌هاست که افراد باید پرداخت کنند، نه «سهم مالکیتی» یا سهامداری در شرکت. به عبارت دیگر، وقتی می‌گوییم کسانی که در آینده از یک سرمایه‌گذاری عمومی بهره می‌برند باید سهمی از هزینه را پرداخت کنند، این صرفاً ملاک عدالت در تقسیم هزینه‌ها است، نه مالکیت واقعی یا داشتن سهام در پروژه.

در چارچوب ترتیبات ساختاری نهفته که می‌تواند برای رشد بلندمدت حجم پول ملی طراحی شود.

در یک اقتصاد ملی رو به رشد، منابع پولی جدید باید مستمراً در دسترس قرار گیرند تا سطوح قیمت کالاها و خدمات کاهش نیابد. یکی از روش‌های افزودن به حجم پول، اجرای سیاستی آگاهانه برای پولی‌سازی بدهی‌ها است. اگر بودجه در طول دوره اقتصادی تقریباً متعادل نگه داشته شود، مقام پولی می‌تواند صرفاً پول جدید خلق کرده و با خرید ابزارهای بدهی در بازار آزاد، آن را وارد اقتصاد کند. این روند می‌تواند پیوسته ادامه یابد و تنها توسط تعدیلات کوتاه‌مدت برای دستیابی به اهداف کلان اقتصادی قطع شود. در طول زمان، ممکن است کاهش چشمگیری در بدهی‌های موجود در خارج از بانک مرکزی از طریق این سیاست حاصل شود.

اثرات این سیاست پولی‌سازی بدهی، مشابه آنچه خواهد بود که از بازپرداخت بدهی از محل مالیات انتظار می‌رود. هزینه‌ای که بر دوش مالیات‌دهندگان آینده تحمیل می‌شود، تا حدی که هزینه‌های خدمات بدهی (یعنی پرداخت بهره و اصل بدهی) حذف شوند، از بین خواهد رفت. با این حال، چشم‌انداز پولی‌سازی عملی‌تر به نظر می‌رسد، زیرا این ترکیب سیاستی بار اضافی بر مالیات‌دهندگان فعلی تحمیل نمی‌کند. البته به‌طور نسبی یا مقایسه‌ای، چنین بارهایی وجود دارد، زیرا در غیاب پولی‌سازی بدهی، گزینه جایگزین برای تزریق پول جدید، ایجاد کسری بودجه پیوسته است که از طریق خلق پول تأمین مالی می‌شود. در این حالت، در مقایسه با سیاست پولی‌سازی نظام‌مند بدهی، می‌توان مالیات‌ها را کاهش یا مخارج عمومی را افزایش داد.

بازپرداخت بدهی ملی از طریق تورم: راه دیگری نیز وجود دارد که از طریق آن می‌توان بار بدهی عمومی موجود را به معنای واقعی کاهش داد. اگر سیاست مالی-پولی به گونه‌ای باشد که موجب افزایش شدید و مداوم سطح قیمت‌ها شود، ارزش واقعی هزینه‌های ثابت خدمات بدهی عمومی، مستمراً کاهش می‌یابد. در عمل، بدهی عمومی از طریق نوعی مالیات بر دارندگان اوراق بدهی بازپرداخت می‌شود. ارزش واقعی حق قراردادی آن‌ها برای دریافت بهره (که به واحدهای پولی ثابت تعیین شده است)، پیوسته کاهش می‌یابد. برخی کشورها برای جبران جزئی این مسئله، اوراق قرضه با قدرت خرید

ثابت^۱ معرفی کرده‌اند که پرداخت بهره را بر حسب واحدهایی با قدرت خرید ثابت تضمین می‌کنند. به میزانی که چنین اوراقی منتشر شوند، تورم دیگر نمی‌تواند وسیله‌ای برای بازپرداخت بدهی عمومی باشد.

سطوح واقعی بدهی ملی در کشورهایی که سابقه طولانی تورم داشته‌اند، بدنامانه پایین است؛ زیرا این سلب مالکیت از ارزش مطالبات ثابت، وام‌دهندگان را نسبت به خرید اوراق دولتی بی‌ رغبت کرده است. در مقابل، سطح واقعی بدهی در کشورهایی که بهترین سوابق ثبات پولی بلندمدت را دارند، نسبتاً بالا است. بازپرداخت بدهی عمومی از طریق تورم، شباهت زیادی به نکول دارد؛ دولت‌هایی که به این شیوه متوسل می‌شوند، عملاً مسیر تأمین مالی بدهی را به‌عنوان منبع بالقوه وجوه مسدود می‌کنند. در کشورهایی با سابقه تورم، تنها جایگزین‌های عملی برای تأمین مالی هزینه‌های عمومی عبارت‌اند از مالیات و خلق ارز رایج^۲.

1. Fixed Purchasing Power Bonds
2. currency

بدهی ملی در دهه ۱۹۷۰

پیش‌بینی‌ها

به نظر نمی‌رسد که به «مالیه سالم» دهه ۱۹۷۰ بازگردیم. به نظر می‌رسد سیاستی آگاهانه و نظام‌مند برای بازپرداخت بدهی ملی از محل مازاد بودجه تأمین‌شده با مالیات، فراتر از محدوده قابلیت سیاسی کنونی باشد.

یک پیش‌بینی نسبتاً مطمئن این است که در سطح دولت ملی، ایالات متحده احتمالاً به تجربه کسری بودجه کم یا بیش مداوم، همچون سال‌های پس از جنگ جهانی دوم ادامه خواهد داد. این نتیجه به واسطه تسلط پیروان کینز بر بحث‌های سیاست کلان اقتصادی تضمین و تقویت می‌شود. همچنین می‌توان فرسایش تدریجی هنجارهای بودجه متوازن را پیش‌بینی کرد.

همانطور که پیش‌تر اشاره شد، کسری بودجه لزوماً به معنای انتشار بدهی نیست. پیش‌بینی کسری بودجه تنها در صورتی حاکی از رشد بدهی ملی است که از خلق پول جدید استفاده نشود. این موضوع به پیش‌بینی دوم نسبتاً مطمئن منجر می‌شود: سردرگمی در بحث بین بدهی عمومی و پول ادامه خواهد یافت، اگرچه امیدواریم این رساله به روشنگری کمک کند. تا زمانی که این سردرگمی ادامه یابد، کسری بودجه احتمالاً تا حدی از طریق خلق پول (که پنهانی و به شکل بدهی عمومی مطرح و بحث می‌شود) و تا حدی از طریق بدهی واقعی تأمین مالی خواهد شد. می‌توان انتظار داشت که بدهی ملی تا حدی رشد کند. این رشد ممکن است تا حدی به واسطه پولی‌سازی خنثی شود. با گسترش نیازهای پولی اقتصاد، بانک‌های فدرال رزرو ممکن است به تدریج سهم بیشتری از بدهی ملی موجود را به دست آورند. صرف نظر از زبانی که استفاده می‌شود، این امر

در واقع اندازه واقعی بدهی ملی را کاهش می‌دهد. با این حال، به نظر نمی‌رسد که یک سیاست صریح پولی‌سازی بدهی اتخاذ شود.

این ملاحظات به ما اجازه می‌دهد پیش‌بینی کنیم که اندازه اسمی بدهی ملی به تدریج افزایش خواهد یافت، که همراه است با افزایش نسبتاً کمتر اما همچنان پیوسته در اندازه تعهد واقعی که این بدهی نمایندگی می‌کند. این روند می‌تواند برای چندین دهه ادامه یابد، مگر آن که وضعیت اضطراری جدیدی پیش آید، بدون آن که بدهی ملی تبدیل به «بار شود» [بیش‌ازحد «سنگین» شود] و بدون آن که دولت ملی با «ورشکستگی» مواجه شود. هنجار بودجه متوازن، تحلیل رفته، اما قواعد مدرن احتیاط مالی، بدهی ملی را در نسبت با تولید ناخالص ملی محدود می‌کنند. بسیار بعید به نظر می‌رسد که طی دهه ۱۹۷۰، اندازه بدهی ملی رسمی اجازه یابد از حدود ۵۰ درصد تولید ناخالص ملی فراتر رود. این موضوع، غوغا و جنجال رایج را درباره بدهی ملی را در جایگاه واقعی‌اش قرار می‌دهد. در اواخر دهه ۱۹۶۰، شایسته نیست که بیش‌ازحد نگران بدهی ملی موجود، چه از نظر مبلغ اصلی و چه از نظر هزینه‌های بهره سالانه آن، باشیم. با این حال، می‌توان این هشدار را علیه نگرانی مفرط بیان کرد، بدون این که وجود **بار واقعی** را انکار کنیم.

محدودیت بدهی

نگرانی درباره رشد مداوم بدهی ملی رسمی، در بحث‌های دوره‌ای کنگره درباره افزایش سقف مجاز بدهی، بیان سیاسی پیدا می‌کند. در مه ۱۹۶۶، کمیته راه‌ها و روش‌های مجلس نمایندگان^۱ پیشنهادی برای افزایش این سقف به ۳۳۰ میلیارد دلار تصویب کرد. وضعیت قانونی سقف بدهی روشن نیست، زیرا مازاد اعتبارات بر درآمدهای مالیاتی ممکن است مستلزم ایجاد بدهی باشد که با قانون محدودیت بدهی در تضاد است. بحث‌های دوره‌ای در درجه اول به عنوان یک کارکرد اطلاع‌رسانی عمومی عمل می‌کنند؛ آن‌ها با وجود ضعف‌هایی که در معیارهای سنتی وجود دارد، توجه را به بدهی ملی جلب می‌کنند.

این کارکرد محدودیت قانونی بدهی شاید مفید باشد، اما ممکن است اثرات نامطلوب و آشکارا ناخواسته‌ای نیز داشته باشد. سازمان‌ها و مقامات برای اجتناب از نیاز به درخواست

۱. House Ways and Means Committee - قدیمی‌ترین و اصلی‌ترین کمیته مالیاتی در مجلس نمایندگان ایالات متحده است. این کمیته مسئولیت قانون‌گذاری در مورد مسائل مالیاتی، تعرفه‌ها و سایر اقدامات مربوط به جمع‌آوری درآمد را بر عهده دارد. علاوه بر این، بر روی برنامه‌های مهمی مانند تأمین اجتماعی (Social Security)، مدیکر (Medicare) و بیمه بیکاری نیز نظارت می‌کند.

افزایش‌های مداوم محدودیت‌های قانونی، دولتی سعی می‌کنند مخارج مختلف فدرال را از طریق روش‌هایی تأمین مالی کنند که در آمارهای اسمی بدهی ملی لحاظ نمی‌شوند. طرح‌های مختلفی برای به اصطلاح «تأمین مالی غیررسمی»^۱ وجود دارد که فقط می‌تواند به بی‌مسئولیتی مالی منجر شود.

بدهی ملی ضمنی

مشکل کلی پنهان کردن تعهدات واقعی بدهی از عموم مردم و نمایندگان منتخب آن‌ها، بسیار جدی‌تر از مسائل مربوط به اندازه و نرخ رشد بدهی ملی رسمی است. تا جایی که دولت ملی خود را متعهد به انتقال درآمد به افراد خاص در دوره‌های آینده می‌کند، بدهی ملی ایجاد می‌شود؛ صرف‌نظر از این‌که این تعهدات در معنای فنی «بدهی» نامیده شوند یا نه. این تعهدات ممکن است بازتاب بازده وعده داده شده برای پرداخت‌های وجوه استقراضی نباشند. بلکه ممکن است بازتاب بازده وعده داده شده برای پرداخت‌های «بیمه» جاری باشند. مشخصاً در اینجا به بدهی ملی ضمنی اشاره می‌کنیم که در حساب صندوق امانت بازنشستگی و بازماندگان^۲ (حساب تأمین اجتماعی) تجسم یافته است. مشارکت‌کنندگان در این صندوق، مالیات‌های جاری را با این انتظار می‌پردازند که پس از بازنشستگی، پرداخت‌های ماهیانه مشخصی دریافت خواهند کرد. این وعده‌های پرداخت، تعهدات بدهی هستند که کم از تعهدات منعکس شده در اوراق قرضه دولتی نیستند و باید به عنوان چنین تعهداتی با آن‌ها رفتار شود. این تعهدات ممکن است با مانده‌های انباشته صندوق و ارزش فعلی بدهی‌های مالیاتی جاری که به آینده گسترش می‌یابند، جبران شوند. اما یکپارچگی اکچوئری^۳ حساب تأمین اجتماعی مدت‌هاست که از دست رفته است. به طور کلی، این حساب در سال ۱۹۶۶ نماینده بیش از ۴۰۰ میلیارد دلار بدهی خالص است؛ رقمی بزرگ‌تر از کل بدهی ملی رسمی.^[۱] منظور ما از این بدهی

۱. back-door financing - به روشی گفته می‌شود که دولت‌ها و نهادهای مالی از آن برای دریافت وام یا منابع مالی استفاده می‌کنند، بدون اینکه مستقیماً از طریق فرایندهای سنتی بودجه‌ریزی یا انتشار اوراق قرضه عمومی در مجلس اقدام کنند.

2. Old-Age and Survivors' Trust Fund Account

۳. Actuarial Integrity - به مجموعه‌ای از اصول و ارزش‌ها اطلاق می‌شود که دقت، اعتبار، و شفافیت کار متخصصان اکچوئری را تضمین می‌کند.

[۱] پیش از اصلاحات سال ۱۹۶۵، این مقدار در حدود ۳۲۱ میلیارد دلار برآورد می‌شد. رجوع کنید به:

Robert J. Myers, Long-Range Cost Estimates for Old-Age, Survivors, and Disability Insurance Under the 1956 Amendments (U.S. Department of Health, Education, and Welfare, Actuarial Study No. 48), p. 20.

به نظر می‌رسد اصلاحات سال ۱۹۶۵ بدون شک این مقدار را به محدوده برآوردی ۴۰۰ میلیارد دلار و فراتر افزایش داده باشد.

خالص این است که در سال ۱۹۶۶، ارزش فعلی حقوق بازنشستگی آینده در این نظام (حتی با نرخ‌های مزایای فعلی) از ارزش فعلی وصولی‌های مالیاتی آینده (با نرخ‌های فعلی) به‌اضافه ذخایر انباشته، بیش از ۴۰۰ میلیارد دلار است. مگر این که کل نظام از انجام این تعهدات سر باز زند، مالیات‌دهندگان دوره‌های آینده متحمل هزینه‌ای بالغ بر ۴۰۰ میلیارد دلار (علاوه بر مالیات‌هایی که با نرخ‌های فعلی انتظار پرداخت آن را دارند) خواهند شد. این امر به‌وضوح در عمل معادل بدهی ملی معوقی به همان میزان است. ما پیشنهاد می‌کنیم که این بدهی تأمین اجتماعی^۱ به‌صورت صریح بیان شود و هر افزایشی در چنین بدهی‌ای (از طریق افزایش مزایای وعده‌داده‌شده که با افزایش نرخ‌های مالیاتی همراه نیست) نیز به‌طور کامل شناسایی شود. بدیهی است که این تک‌نگاری، جای مناسبی برای بحث طولانی درباره مشکلات متعدد حساب تأمین اجتماعی نیست. با این حال، ارتباط آن با بدهی رسمی ملی کاملاً روشن است. در واقع، حماقت محض خواهد بود اگر توجه مفرط و نابجا به مجموع بدهی‌های رسمی ملی، ما را نسبت به مسائل جدی‌تری که در تعهدات بدهی‌های «غیررسمی» وجود دارد، کور کند. در این میان، مهم‌ترین این بدهی‌ها، حساب تأمین اجتماعی است.^[۲]

پژوهشگران و سیاست عمومی

بخش زیادی از بحث ما درباره بار بدهی شامل رد استدلال‌ات کسانی بود که اصول ساده را انکار کرده‌اند. این امر، پرسشی را برمی‌انگیزد: چرا پژوهشگران حرفه‌ای و شایسته نتوانسته‌اند نتایج این تمرین تحلیلی ابتدایی را بپذیرند؟ اینجا مسئله پیچیدگی نظری وجود ندارد؛ هیچ پیچیدگی ریاضی یا آماری نیز مورد نیاز نیست.

پاسخ، آشکارا مشخص است: بسیاری از پژوهشگران مدرن درک کرده‌اند که بین دستورالعمل‌های سیاست کلان اقتصادی و پیامدهای تحلیل بدهی عمومی، تعارضی بنیادین وجود دارد. به‌همین دلیل، خود را موظف به توجیه ایجاد بدهی عمومی (به جای درک و ارائه نظریه درباره آن) دیده‌اند. آنان صادقانه معتقد بوده‌اند که باید شهروندان را از هنجارهای مالی متعارف (که در تحلیل‌های کلاسیک، امری ضمنی بوده) نجات داد. برای این گروه از پژوهشگران، سیاست کلان اقتصادی که هدفش تأمین اشتغال کامل

^۱ social security debt

[۲] پیشنهادی که در اینجا مطرح شده، صراحتاً در مقاله جیمز بیوکنن و کالین کمپبل با عنوان «آیا بیمه تأمین اجتماعی باید اجباری باشد؟» که در وال‌استریت ژورنال منتشر خواهد شد، ارائه شده است.

باشد، ایجاد بدهی عمومی را ضروری می‌دانست. عدم انتشار بدهی ممکن است بیکاری منابع ملی را طولانی‌تر کند؛ بنابراین، تمام استدلالاتی که جنبه هزینه‌ای بدهی را مطرح می‌کنند، مشکوک تلقی می‌شوند. اما باید پرسید چرا بدهی عمومی باید برای چنین واکنش دفاعی‌ای انتخاب می‌شد؟ بار دیگر، منشأ این امر در سردرگمی ابتدایی بین بدهی و خلق پول نهفته است؛ که به‌نوعی دیگر، به سردرگمی بین کسری بودجه و انتشار بدهی تبدیل می‌شود. اگر تنها یک راه برای تأمین مالی کسری بودجه وجود داشته باشد (یعنی انتشار بدهی عمومی)، آن‌گاه ترس از این که تحلیل سخت‌گیرانه می‌تواند پایبندی بی‌اصول به هنجارهای منسوخ را تقویت کند، قابل درک (اگرچه تأسف بار) خواهد بود. اما همانطور که تأکید کرده‌ایم، هیچ ارتباط منطقی بین ایجاد کسری بودجه و تأمین مالی این کسری‌ها وجود ندارد. **خلق بدهی و خلق پول**، ابزارهای متفاوتی برای تأمین مالی هستند.

شاید اکثر اقتصاددانان مدرن، درس کینز را چنین تفسیر می‌کنند: «برای حفظ اشتغال و رشد در سطح بالا، کسری بودجه لازم است. کسری باید از طریق استقراض تأمین مالی شود. بنابراین، بدهی عمومی مطلوب است. استدلالاتی که نشان می‌دهند انتشار بدهی، بار مالیاتی بر دوش مالیات‌دهندگان آینده می‌گذارد، باید به‌شدت رد شوند، زیرا پذیرش این استدلال‌ات می‌تواند تمایل مردم را به انجام و پیگیری مخارج ناشی از کسری بودجه کاهش دهد.»

با بیان این که این موضوع نگرش بسیاری از پژوهشگران مدرن را توصیف می‌کند، شاید به کاریکاتورسازی متهم شویم. اما این گفته، به‌نوعی الگوهای فکری بسیاری از کسانی را که ناخواسته در ایجاد سردرگمی تحلیلی نقش داشته‌اند، توصیف می‌کند. خلق بدهی البته از همان ابتدا نباید با تأمین مالی کسری بودجه اشتباه گرفته می‌شد، دست‌کم برای دولت‌های ملی که قدرت خلق پول دارند. اگر هدف تقویت تقاضای کل در اقتصاد باشد، ابزار بهینه برای تأمین مالی کسری بودجه، خلق پول جدید است. خلط بین انتشار پول (که شامل انتقال هزینه به آینده نیست) و انتشار بدهی (که شامل چنین انتقالی است) در تمامی مباحث پساکینزی درباره سیاست مالی تداوم یافته است. حتی امروز در سال ۱۹۶۶، این اشتباه در نوشته‌های بسیاری از تحلیلگران بسیار حرفه‌ای دیده می‌شود.

حتی اگر خلق پول (به هر دلیلی) جایگزینی عملی برای انتشار بدهی نباشد، بحث درباره اثرات بدهی هرگز نباید با هنجارهای سیاست مالی در هم می آمیخت. این واقعیت که انتشار بدهی هزینه‌ای بر مالیات‌دهندگان آینده تحمیل می‌کند، به این معنا نیست که نباید بدهی منتشر کرد. پژوهشگران مدرن در اشتیاقشان برای زدودن حکمت‌های رایج پیشاکنیزی، اغلب تا مرز بی‌مسئولیتی رفته‌اند.

خوشبختانه به نظر می‌رسد این وضعیت در حال اصلاح است. افراط‌های ناشی از اشتیاق تا حد زیادی سپری شده‌اند و مغالطاتی که اکنون ظاهر می‌شوند، نشان‌دهنده سردرگمی واقعی هستند که سال‌ها تفسیر نادرست (که به عنوان اصول پذیرفته‌شده منتقل شده) آن را تقویت کرده است.

نتیجه‌گیری

دغدغه اصلی ما به‌عنوان اقتصاددانان این است که اطمینان حاصل کنیم اولاً اعضای آگاه جامعه سیاسی به درستی فکر می‌کنند و ثانياً سردرگمی درباره اثرات اقدامات سیاستی جایگزین برطرف شود. به‌عنوان اقتصاددانان، نمی‌توانیم و نباید سیاست‌های خاصی را توصیه کنیم، مگر این‌که اهداف، آشکارا مشخص و به‌نحو گسترده پذیرفته شده باشند. این نقش محدود اقتصاددانان در مورد بدهی عمومی، بسیار مهم باقی می‌ماند. سردرگمی حتی بر سر اصول اولیه بدهی عمومی حاکم بوده و این سردرگمی در اواخر دهه ۱۹۴۰ و اوایل دهه ۱۹۵۰ به اوج خود رسید. اقتصاددانان به‌واسطه عدم پایداری به تحلیل و نیز، اشتیاق برای تبدیل شدن به مصلحان اجتماعی، مسئول اصلی این سردرگمی بودند. آن‌ها باید در اواخر دهه ۱۹۶۰ و دهه ۱۹۷۰، مسئولیت اصلاح سوابق تحلیلی را بپذیرند. باین‌حال، عقایدی که یک بار پذیرفته می‌شوند، حتی اگر بتوان نشان داد که مغالطه‌آمیزند، دشوار کنار گذاشته می‌شوند. بسیاری از ایده‌های فعلی درباره بدهی عمومی از این دست هستند.

خوشبختانه درک عامه مردم از بدهی عمومی، بر منطق اولیه خود بدهی استوار باقی مانده است. افراط‌های سیاستی که ممکن بود از بسط تحت‌اللفظی مغالطات پیچیده درباره بدهی عمومی ناشی شود، هرگز محقق نشد. امیدواریم این مغالطه‌ها به آرامی و به درستی کنار گذاشته شده و دفن شوند.

پیوست ۱: یادداشتی در باب اندازه‌گیری

بدهی عمومی معمولاً بر اساس ارزش سررسید آن سنجیده می‌شود. بر اساس این سنجه، بدهی ملی در ۳۰ ژوئن ۱۹۶۵ مبلغ ۳۱۷ میلیارد دلار بود. با این حال، سنجه مناسبی برای اندازه بدهی نیست، زیرا میزان منابع واقعی را که باید برای پرداخت کامل تعهدات بدهی صرف شود نشان نمی‌دهد. در واقع، مبلغی کمتر از ۳۱۷ میلیارد دلار برای پرداخت این تعهدات کافی خواهد بود. به ازای هر نفر، ارزش سررسید بدهی عمومی حدود ۱۶۰۰ دلار است و مسئله سنجش بدهی این است که مشخص کنیم برای پرداخت کامل این بدهی، چه مقدار مالیات سرانه نیاز است. این مقدار به دو دلیل کمتر از ۱۶۰۰ دلار خواهد بود: اولاً افزایش نرخ‌های بهره امکان بازخرید بدهی‌های موجود را با قیمتی کمتر از ارزش سررسید فراهم می‌کند. ثانیاً بخشی از بدهی در واقع نشان از خلق پول پنهان است و نیازی به بازپرداخت ندارد.

برای مثال، یک ابزار بدهی با ارزش اسمی ۱۰۰ دلار و بهره سالانه ۴ دلار را در نظر بگیرید. اگر نرخ بهره بدون هیچ تغییری همان ۴ درصد باقی بماند، اندازه بدهی همان ۱۰۰ دلار است، زیرا این مبلغی است که برای بازخرید آن باید پرداخت شود. حال، اگر نرخ بهره مرتبط به ۵ درصد افزایش یابد، چه اتفاقی می‌افتد؟ یک بازده ۴ دلاری در سال، تنها در صورتی بازده ۵ درصدی خواهد بود که ارزش اوراق ۸۰ دلار باشد. بنابراین افزایش نرخ بهره، معادل کاهش ارزش سرمایه ابزار بدهی است. در این حالت دولت می‌تواند اوراق را در بازار به قیمت ۸۰ دلار بازخرید کند و رقم ۱۰۰ دلار اندازه بدهی عمومی را بیش از حد واقعی نشان می‌دهد.

مسئله دوم ناشی از این واقعیت است که بدهی ملی، ترکیبی از بدهی واقعی و پول است. وجود پول پنهان در بدهی ملی از این واقعیت آشکار می‌شود که نرخ بهره پرداختی برای بدهی، به‌نحو چشمگیری کمتر از نرخ واقعی است که باید برای اوراق بدون سررسید

(کنسول) پرداخت شود. نرخ بهره پرداختی برای بدهی عمومی در سال مالی منتهی به ۳۰ ژوئن ۱۹۶۵ حدود ۳٫۶ درصد بود، درحالی‌که بازده اوراق قرضه شاخص مودی (که شاخص خوبی برای نرخ بهره لازم برای بدهی خالص است) ۴٫۵ درصد بود. نرخ که دولت باید برای بدهی‌های دائمی بپردازد احتمالاً از نرخ شاخص مودی بیشتر خواهد بود، بنابراین ۴٫۵ درصد، حداقل نرخ بازده اوراق دولتی در صورت عدم وجود نقدینه‌مانندی آن‌هاست. برای روشن شدن مسئله، فرض کنید ۳۰۰ میلیارد دلار بدهی ملی با نرخ بهره ۳ درصد (۹ میلیارد دلار پرداخت بهره سالانه) وجود دارد. اگر نرخ بهره لازم برای بدهی‌های بدون سررسید (کنسول) ۴ درصد باشد، پرداخت‌های سالانه ۹ میلیارد دلاری نشان‌دهنده ارزش سرمایه‌ای ۲۲۵ میلیارد دلاری است. در این حالت فقط ۲۲۵ میلیارد دلار از ۳۰۰ میلیارد دلار بدهی اسمی عمومی، بدهی واقعی است و ۷۵ میلیارد دلار باقیمانده نشان‌دهنده خلق پول پنهان است. بازپرداخت بدهی می‌تواند با هزینه ۲۲۵ میلیارد دلار به اضافه خلق ۷۵ میلیارد دلار پول جدید انجام شود.

این چارچوب مفهومی ساده می‌تواند برای تخمین تقریبی ارزش واقعی بدهی ملی تا ۳۰ ژوئن ۱۹۶۵ استفاده شود. اولاً، ۲۰۹ میلیارد دلار بدهی قابل معامله با ۹۷ درصد ارزش اسمی آن قابل بازخرید است.^[۱] برای انجام محاسبات، می‌توان فرض کرد که اوراق معامله‌ناپذیر را می‌توان نیز با ۹۷ درصد ارزش اسمی بازخرید کرد (به استثنای اوراق پس‌انداز که با ارزش بازخرید جاری محاسبه می‌شوند). به این ترتیب، می‌توان بدهی ملی موجود را به جای ارزش سررسید ۳۱۷ میلیارد دلاری، با ۳۰۸ میلیارد دلار بازخرید.

ارزش بازار بدهی ملی اکنون می‌تواند به اجزای واقعی و پولی تقسیم شود. اگر هزینه بهره سالانه ۱۱٫۵ میلیارد دلاری با نرخ ۴٫۵ درصد سرمایه‌گذاری شود، ارزش سرمایه بدهی ۲۲۵ میلیارد دلار خواهد بود. ۵۳ میلیارد دلار باقیمانده از ارزش بازار (یا ۶۲ میلیارد دلار از ارزش سررسید) نشان‌دهنده بخش پولی بدهی ملی است. اگر نرخ بهره لازم برای بدهی‌های بدون سررسید ۵ درصد باشد، ارزش سرمایه‌ای پرداخت‌های بهره ۱۱٫۵ میلیارد دلاری، به ۲۳۰ میلیارد دلار می‌رسد. در این حالت، ۷۸ میلیارد دلار از ارزش بازار، نشان‌دهنده پول پنهان خواهد بود. فقط ۲۳۰ میلیارد دلار برای بازپرداخت بدهی لازم است، یا به عبارت دیگر، اگر ۲۳۰ میلیارد دلار از بدهی ملی به عنوان بدهی دائمی با نرخ

[۱] این محاسبات از بولتن خزانه‌داری، ژوئیه ۱۹۶۵، صفحات ۶۹ تا ۷۰ گرفته شده است.

بهره ۵ درصد بازپرداخت شود و ۷۸ میلیارد دلار باقیمانده به پول تبدیل شود، اقتصاد تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد.

این معیار اندازه‌گیری بدهی ملی، بار بدهی را به‌طرز مناسب‌تری نسبت به معیارهای اسمی سررسید نشان می‌دهد. آن بخش از بدهی ملی که نشان‌دهنده خلق پول پنهان است، هیچ باری ایجاد نمی‌کند. هنگام ایجاد این بدهی، هیچ مبادله قدرت خریدی بین شهروندان و دولت صورت نگرفته است، بنابراین هنگام بازپرداخت نیز هیچ انتقال معکوسی از دولت به شهروندان لازم نیست.

پیوست ۲: ساختار سررسید و هزینه‌های بهره

افزایش هزینه‌های بهره ناشی از اجرای سیاست تأمین مالی، چنان که در نگاه اول به نظر می‌رسد، آشکار نیست. در شرایط عادی، نرخ بهره قطعاً با افزایش طول مدت ساختار سررسید افزایش می‌یابد، اما همزمان با اجرای تأمین مالی، ارزش اصلی بدهی ممکن است بدون تأثیرات منفی بر اقتصاد کاهش یابد. یک دلار بدهی با ساختار سررسید متوسط پنج سال، معادل کمتر از یک دلار بدهی با ساختار سررسید طولانی‌تر است. تا جایی که بدهی کوتاه‌مدت نشان‌دهنده نقدینگی بیشتر است، آن بخش نیاز به تأمین مالی مجدد ندارد. بدهی ملی هم به عنوان بدهی و هم به عنوان نقدینگی عمل می‌کند، که سهم نقدینگی با کاهش مدت بدهی افزایش می‌یابد. فرض کنید اوراق پنج‌ساله‌ای معادل ۷۰ دلار بدهی و ۳۰ دلار نقدینگی است، در حالی که اوراق بدون سررسید (کنسول) معادل ۱۰۰ دلار بدهی محسوب می‌شود. در این صورت، تأمین مالی مجدد ۱۰۰ دلار اوراق پنج‌ساله را می‌توان با انتشار ۷۰ دلار اوراق دائمی و ایجاد ۳۰ دلار پول جدید انجام داد. فقط اوراق دائمی نیاز به پرداخت بهره دارد. حال اوراق ده‌ساله‌ای را در نظر بگیرید که معادل ۸۰ دلار بدهی و ۲۰ دلار نقدینگی است. تأمین مالی مجدد اوراق پنج‌ساله باید ۳۰ دلار نقدینگی را حفظ کند. مبادله‌ای ساده با ۱۰۰ دلار اوراق ده‌ساله، نقدینگی از ۳۰ دلار به ۲۰ دلار کاهش می‌یابد. اما تأمین مالی مجدد صحیح می‌تواند با جایگزینی ۱۰۰ دلار اوراق پنج‌ساله با ۸۷.۵۰ دلار اوراق ده‌ساله و افزایش ۱۲.۵۰ دلاری عرضه پول انجام شود. از آنجاکه اوراق ده‌ساله ۲۰ درصد نقدینگی دارد، ۷۰ دلار آن بدهی و ۱۷.۵۰ دلار آن نقدینگی است. بنابراین، ۱۰۰ دلار اوراق پنج‌ساله معادل ۸۷.۵۰ دلار اوراق ده‌ساله به همراه ۱۲.۵۰ دلار افزایش در عرضه پول است. در هر دو حالت، ۷۰ دلار بدهی و ۳۰ دلار نقدینگی در اقتصاد وجود دارد.

چنان که مشاهده می‌شود، هزینه‌های بهره تنها در صورتی از طریق تأمین مالی افزایش می‌یابد که نرخ افزایش بهره در اثر طولانی‌تر شدن سررسید، بیشتر از نرخ کاهش نقدینگی در اثر این افزایش مدت باشد. در صورت اجرای سیاست تأمین مالی، احتمال اندکی افزایش در هزینه‌های بهره وجود دارد؛ اما این افزایش هرگز به آن اندازه نخواهد بود که از مقایسه ساده نرخ‌های بهره (بدون توجه به این که میزان اصل بدهی متفاوت است) برداشت می‌شود.

کتابشناسی

H. C. Adams. 1893. Public Debts. New York: Appleton.

C. F. Bastable. 1895. Public Finance, 2nd ed. London: Macmillan.

James M. Buchanan. 1958. Public Principles of Public Debt. Homewood: Richard D. Irwin.

Colwyn Committee. 1927. Report of the Committee on National Debt and Taxation. London: H.M.Stationary Office.

Antonio De Viti De Marco. 1938. First Principles of Public Finance. Tr. by E. Marget. New York: Harcourt Brace.

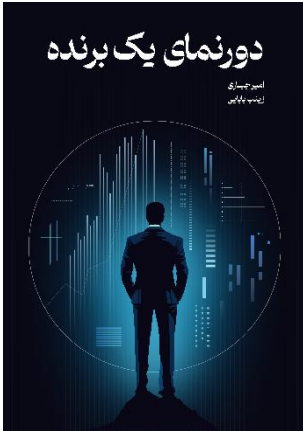
James M. Ferguson, ed. 1964. Public Debt and Future Generations. Chapel Hill: North Carolina.

Tilford C. Gaines. 1962. Techniques of Treasury Debt Management. Glencoe: The Free Press.

Seymour E. Harris. 1947. The National Debt and the New Economics. New York: McGraw-Hill.

Abba P. Lerner. 1948. "The Burden of the National Debt." Pages 255-75 in Income, Employment, and Public Policy. New York: W. W. Norton.

فهرست کتاب‌های منتشرشده



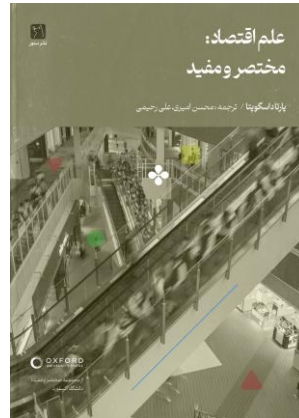
دورنمای یک برنده

رمانی تحلیلی درباره
علل پیروزی دونالد ترامپ با کمک آرای
دنیل کانمن و عاموس تورسکی
نویسندگان: دکتر امیر جباری، زینب بابایی

علم اقتصاد؛ مختصر و مفید (از مجموعه مختصر و مفید دانشگاه آکسفورد)

نویسنده: پارتا داسگوپتا

مترجمین: محسن امیری، علی رحیمی



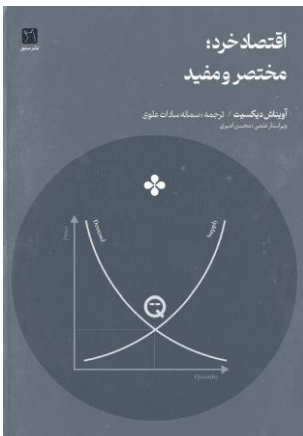
اقتصاد خرد؛ مختصر و مفید

(از مجموعه مختصر و مفید دانشگاه آکسفورد)

نویسنده: آویناش دیکسیت

مترجم: سمانه سادات علوی

ویراستار: محسن امیری



سفر بشریت؛ خاستگاه‌های ثروت و نابرابری

نویسنده: اودد گالور

مترجم: محمدرضا فرهادی پور

ویراستار: علی رحیمی



سرمایه‌داری پلتفرمی

نویسنده: نیک سرنیچک

مترجم: رسول قنبری



درون بوروکراسی

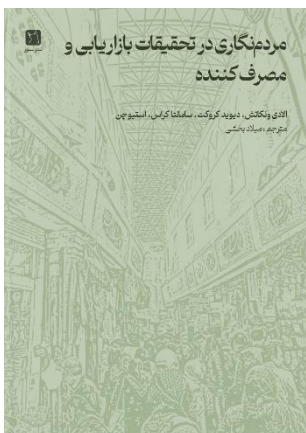
نویسنده: آنتونی داونز

مترجم: رسول قنبری



مردمنگاری در تحقیقات بازاریابی و مصرف کننده

نویسندگان: الادی ونکاتش، دیوید کروکت،
سامانتا کراس، استیو چن
مترجم: میلاد بخشی
ویراستار: احمد عطارزاده



فریبکاری بزرگ

نویسندگان: ماریانا مازوکاتو، رُزی کلینگتون

ترجمه به سرپرستی احمد سیف



راه دشوار توسعه

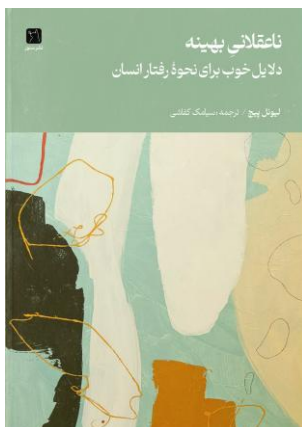
بنگلادش: از استقلال تا انقلاب

نویسنده: امیررضا انگجی



ناعقلانی بهینه

نویسنده: لیونل پیچ
مترجم: سیامک کفاشی
ویراستار: علی رحیمی



دفتر پریدن

(مجموعه شعر)

مهدتاب همپائی



بسیار هوشمند

نویسنده: جیتان سادوفسکی
مترجم: محمدعلی دادگستر نیا
ویراستار: فرشاد اسدپور





کتاب «بدهی عمومی در جامعه دموکراتیک» تلاشی است برای نشان دادن این که چرا بدهی عمومی، موضوعی است که نباید تنها به اقتصاددانان و سیاستمداران سپرده شود، بلکه هر شهروند آگاه نیز باید نسبت به آن حساس باشد. نویسندگان با نقد تصورات رایج درباره بدهی عمومی (تصوراتی مثل این که «ما بدهی عمومی را به خودمان بدهکاریم»، یا جزئیات آن برای افراد عادی بیش از حد پیچیده است)، بر اهمیت مشارکت شهروندان در فهم و ارزیابی بدهی ملی تأکید می کنند. آنان با تکیه بر داده ها و تحلیل های دقیق، تفاوت های بنیادین میان بدهی عمومی و بدهی خصوصی را روشن می سازند و پیامدهای اقتصادی و اجتماعی انباشت بدهی دولتی را بررسی می کنند. این اثر نه تنها واقعیت های آماری و نهادی مرتبط با بدهی را پیش رو می گذارد، بلکه با نقد سردرگمی های نظری و سیاستی، شهروندان را به گفت و گویی جدی درباره بار واقعی بدهی و مدیریت آن در یک نظام دموکراتیک فرامی خواند.

