

پیامدها و ریسک واکنش مالی جهانی به کووید ۱۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۱/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۲۴

کد مقاله: ۶۶۰۹۹

موسی بحریه^{۱*}، حمیدرضا قاسمی^۲

چکیده

دولت‌های مختلف در اقصی نقاط جهان، با اتخاذ سیاست‌های مالی تهاجمی، به دنبال واکنش دهی مناسب به بحران کرونا (کووید ۱۹) هستند. آن‌ها اهدافی همچون افزایش هزینه‌های جاری خدمات درمانی، انتقال درآمد، پرداخت‌های کمکی با هدف افزایش سطح رفاه، پرداخت یارانه‌های دستمزدی به شرکت‌ها با هدف حفظ کارکنان و به حداقل رساندن بیکاری کوتاه‌مدت را دنبال می‌کنند. اصولاً ایجاد یک واکنش مالی مناسب، امری ضروری و به‌موقع است. البته ماهیت واکنش‌های اتخاذی توسط دولت‌ها، در اقصی نقاط جهان، کاملاً متفاوت است. مقاله حاضر پس از توصیف آثار بحران کرونا بر اقتصاد کلان جهان، کسری‌های بودجه و سطوح بدهی دولتی، با مراجعه به دوره‌های تاریخی قابل‌مقایسه قبلی و اتخاذ نگاه انتقادی، واکنش‌های مالی ایجاد شده در سطح جهانی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. با توجه به تحلیل‌های صورت گرفته، این نتیجه‌گیری حاصل می‌شود که برخی واکنش‌های مالی، بیش‌ازحد مطلوب انبساطی بوده‌اند و در ساختارها و شکل‌های نامناسبی متجلی شده‌اند. در ادامه کار، به مخاطرات آتی بالا رفتن سطوح بدهی‌های دولتی، ناشی از کرونا، در سطح اقتصاد کلان تأکید می‌شود. مؤلفان به‌عنوان نتیجه‌گیری بر این باور هستند که "تحریک مالی"، به‌جای "محرک مالی"، راهکار صحیح و مناسب برای رسیدگی به آثار مالی بشدت خطرناک بحران کرونا محسوب می‌شود.

واژگان کلیدی: بحران COVID19، پاسخ سیاست‌های مالی، بدهی عمومی

۱- دانشجوی دکتری مالی (نویسنده مسئول) mossabahrieh@hotmail.com

۲- استادیار

یک قرن پس از اتمام آنفولانزای اسپانیایی، بیماری کرونا با همه‌گیری جهانی (پاندمی)، نابسامانی اقتصادی را بر اقتصاد جهان حاکم نموده است. هیچ اثر دانشگاهی، اثر یک شوک اقتصادی ناشی از مسائل سلامت، در این حد و از این نوع را مورد تحلیل قرار نداده است. این شوک بدلیل دستور اجباری دولت‌ها، برای بستن مرزها و تعطیلی بنگاه‌های تجاری پدید آمده است. شبیه‌ترین حالت، نظارت و کنترل دولت بر اقتصاد، در دوران جنگ است. در بحران کرونا، ویروس در جایگاه یک عامل تهاجمی غیرخودی عمل نموده است.

بحران اقتصادی نشأت گرفته از بحران کرونا (مخفف CVC)، در گام نخست منجر به قطع زنجیره‌های تامین چین شده است. در ادامه، ممنوعیت‌های اعمالی نسبت به مسافرت بین‌المللی منجر به آسیب دیدن خطوط هوایی، کشتی‌های تفریحی و صنعت گردشگری شدند. در موج بعدی از ممنوعیت‌ها، دولت‌ها دستور تعطیلی مراکز شهری و اجرای محدودیت‌های فاصله اجتماعی را صادر کردند. بدین ترتیب مراکز سرگرمی، رستوران‌ها و واحدهای تفریحی، مشاغل اداری و طیف گسترده‌ای از صنایع خدماتی به تعطیلی کشیده شدند. آثار منفی این تعطیلی‌ها، به سایر صنایع نیز گسترش یافتند. در متون علمی و دانشگاهی، معمولاً شوک‌های اقتصادی به عنوان شوک کُلی تقاضا (بحران‌های مالی، افت سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش چشمگیر صادرات)، یا شوک کُلی عرضه (نوسانات قیمت نفت، تغییر در میزان بهره‌وری، افزایش ناگهانی دستمزدها)، مدلسازی و تجزیه و تحلیل می‌شوند. این شوک‌ها اکثراً تحت تاثیر رفتارهای ناخوشایند و نامطلوب بخش خصوصی، یا فجایع طبیعی پدید می‌آیند.

علیرغم تمامی این اوصاف، بحران کرونا، به صورت همزمان در نقش شوک عرضه و شوک تقاضا در مقیاس وسیع قرار داشت. اقدامات عمدی دولت‌ها، وقفه در زنجیره‌های تامین و تغییر رفتارهای خانوارها و کسب و کارها که حتی بدون تعطیلی‌ها نیز علنی می‌شدند در شکل‌گیری این شرایط نقش داشته‌اند. عرضه کُلی به شدت کاهش یافته است (منقبض شده است)، نخست‌بندیل اختلال در زنجیره تامین و ثانیاً بدلیل تعطیلی اجباری کسب و کارها، از سوی دیگر، تقاضای کُل دچار افت شدید شده است. افت درآمد ناشی از عدم اشتغال، محدودیت‌های اعمالی بر میزان مصرف خانوار و افزایش عدم اطمینان نسبت به آینده، در شکل‌گیری چنین اوضاعی نقش داشته‌اند.

حتی در صورتی که تعطیلی‌های اجباری از سوی دولت به وقوع نمی‌پیوستند، اقتصادهای بحران زده از همه‌گیری بیماری کرونا، در نهایت با رکود روبرو می‌شدند. برای مثال، کشورهای ژاپن و سوئد، از تعطیلی‌های گسترده مشابه سایر اقتصادهای پیشرفته‌مانعت به عمل آوردند، اما اقتصادهایشان در سه ماهه منتهی به ژوئن ۲۰۲۰، به ترتیب ۸ و ۹٪ کوچک شدند. یک واقعیت اقتصادی تاریخی جالب و اکثراً انکارشده این است که پس از پاندمی آنفولانزای اسپانیایی در آمریکا، در سال‌های ۱۹۲۰-۱۹۲۱ و رکود کوتاه و فراموش شده آن دوره، از هیچ‌گونه محرک مالی استفاده نشده است. این دوران تقریباً یک دهه قبل از رکود عظیم بوقوع پیوسته بودند. افت تقریباً ۳۳٪ تولید صنعتی آمریکا، کاهش شاخص صنعتی داو جونز به نصف، از دست رفتن سودهای شرکت‌ها و افزایش ناگهانی عدم اشتغال، از مشخصه‌های این دوران محسوب می‌شوند. دولت‌های دو رئیس‌جمهور آمریکا یعنی وودرو ویلسون و وارن هاردینگ، بجای استفاده از محرک مالی، با ایجاد تعادل در بودجه فدرال به شرایط ناگوار واکنش نشان دادند. بانک ذخیره فدرال نیز به جای کاهش بهره‌ها، تصمیم گرفت تا نرخ‌های بهره را افزایش بدهد. تنها با سپری شدن ۱۸ ماه، بحران و رکود اقتصادی به پایان رسید [۱]. در عصر فعلی، شرایط زمانی و ساختار اقتصادها نسبت به آن دوران بشدت دستخوش تغییر شده‌اند. یک تفاوت کلیدی این است که در حال حاضر، ادغام‌پذیری بین‌المللی اقتصادها افزایش یافته است.

بحران کرونا، منجر به این شد که پاسخ‌های سریع و گسترده‌ای توسط دولت‌های اقصی نقاط جهان در دستور کار قرار بگیرند. آن‌ها سیاست‌های خاصی را برای روبرو شدن با این بحران وضع کردند. دولت‌ها روی اقدامات پیشگیرانه و درمان‌های موقت تمرکز کردند. علاوه بر این واکنش‌های چشمگیری در قلمروی اقتصاد کلان به اجرا گذاشته شدند. دولت‌ها سعی کردند از کسب و کارهای آسیب دیده، حمایت مالی و پولی بکنند. تمرکز اصلی این مقاله، روی واکنش‌های مالی اتخاذ شده نسبت به بحران کرونا است.

در اقتصادهای پیشرفته، در حال توسعه و نوظهور، ویروس بیشترین تاثیر را روی فعالیت‌های شرکت‌های خصوصی و کارکنان آن‌ها بجا گذاشته است. این در حالیست که بخش دولتی کمتر دچار آسیب شده است. در حقیقت واکنش‌های اتخاذی نسبت به کرونا در چهارچوب سیاست مالی، بدنبال تثبیت موقعیت تجاری شرکت‌ها هستند تا بیکاری‌های کوتاه‌مدت به حداقل برسند. بدون تردید، واکنش مالی، هم از نظر کاربردی و هم با توجه به اقتضای زمانی ضروری تلقی می‌شود. با این وجود، تردیدها و سؤالاتی راجع به میزان انبساطی بودن واکنش‌های مالی در برخی کشورها، قرار گرفتن آن‌ها در شکل و ساختار صحیح و منطقی بودن پرداخت کمک‌های نقدی سخاوتمندانه برای ترغیب به مصرف بیشتر، مطرح گردیده‌اند.

ادامه این مقاله از چنین ساختاری تبعیت می‌کند. بخش ۲، به بررسی اثر بحران کرونا، در سطح اقتصاد کلان، بر اقتصادهای جهانی می‌نگرد. اثر ایجاد شده با بحران‌های قبلی مقایسه می‌شوند. سپس ملزومات و آثار ایجاد شده نسبت به کسری‌های بودجه

و بدهی های دولتی به بحث گذاشته می شوند. ضمناً از انواع واکنش های مالی اتخاذ شده انتقاد می شود. سپس پیوندهای نظری بین بدهی دولتی و رشد اقتصادی تشریح می شوند. محققان راجع به مخاطرات افزایش بدهی دولتی، برای کل اقتصاد یک کشور بحث می کنند. این مقاله با ارائه توصیه هایی راجع به نحوه تدوین سیاست های مالی آتی، بحث را به سرانجام می رسد. ضمناً از دست اندرکاران خواسته می شود که در استفاده از محرک های مالی، جنبه احتیاط را رعایت بکنند.

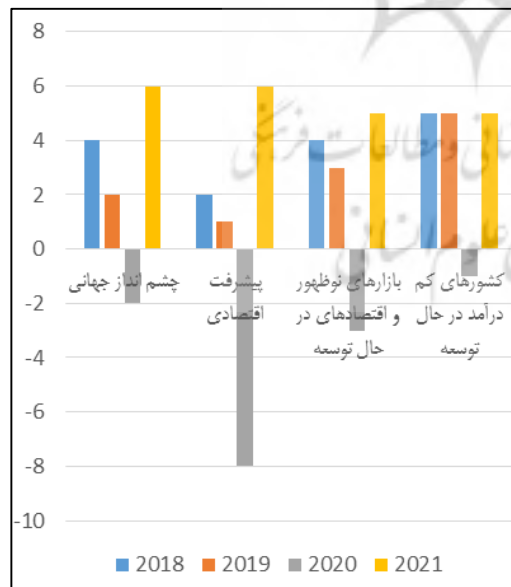
۲- تاثیر بحران کرونا بر اقتصاد کلان

آخرین تلاش قابل ملاحظه مداخله مالی، چیزی نیست جز واکنش دولت ها به بحران مالی جهانی در حد فاصل سال های ۲۰۰۸-۲۰۱۰ (GFC). طبیعی است که واکنش به پاندمی، با رکودهای تاریخی و دوران مشقت بار قبلی مقایسه می شود. با وجود اینکه می توان بحران کرونا و بحران مالی جهانی را به منزله شوک های خارجی (ناشی از محیط بیرونی اقتصاد) تلقی نمود، اما نحوه ایجاد و انتقال آن ها کاملاً متفاوت بوده است. بحران مالی جهانی، یک شوک خارجی مشابه بحران مالی آسیایی در دهه ۱۹۹۰ بود. این بحران از طریق ارتباطات برقرار شده بین بخش های مالی و تجارت فرامرزی، روی بخش های واقعی و مالی اقتصاد کشورهای مختلف تاثیرگذار بود [۲]. در طول بحران مالی جهانی، بانک های ناحیه آتلانتیک شمالی، بازارهای بورس جهانی، قیمت کالاها و نیز ارزش ارزهای غیرامن دچار کاهش و فروپاشی شدند؛ اما بحران کرونا شرایط کاملاً متفاوتی دارد. این بحران یک فاجعه بهداشتی با منشا خارجی است که ضرورت اتخاذ اقدامات پیشگیرانه توسط دولت ها را به همراه داشته است. نتیجه کار، افت چشمگیر فعالیت های اقتصادی و افزایش بیکاری است. واکنش اولیه بازارهای سهام، افت ارزش بود، اما این بازارها به تدریج به ارزش سابق خود برگشت نمودند. این بازارها با توجه به تصورات سرمایه گذاران از مدت زمان ادامه دار بودن بحران های بهداشتی و محدودیت های دولت بر فعالیت های اقتصادی، دستخوش فراز و نشیب ها و نوسانات قیمت می شوند.

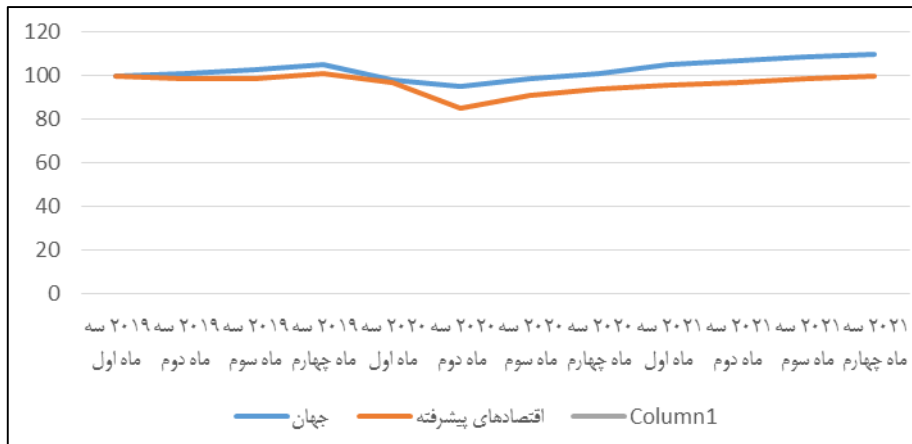
۲-۱- عملکرد اقتصادی قبل از کرونا

قبل از شروع پاندمی کرونا، اقتصادهای پیشرفته رشد اقتصادی به مراتب کمتری را در مقایسه با قبل از بحران مالی جهانی (GFC) تجربه می کردند. رشد دستمزدهای واقعی نیز در حد بسیار ضعیفی قرار داشت. یک دلیل اصلی این است که سرمایه گذاری خصوصی در اقتصادهای پیشرفته در حد پایین و ناکافی قرار داشت. این سرمایه گذاری ها منجر به بهره برداری از آخرین فناوری ها می شوند و بستری برای رشد بهره وری فراهم می کنند. سرمایه گذاری خصوصی پس از GFC، در مقیاس جهانی در حد ضعیفی قرار داشته است. چندین دلیل برای شکل گیری این وضعیت وجود دارند:

۱- سخت گیری بیشتر بانک ها در روند تامین مالی / اعتباردهی به شرکت ها، ۲- افزایش عدم اطمینان ناشی از بدهی های دولتی سنگین در سطح جهانی که خود به دلیل استفاده گسترده از محرک های مالی پس از بحران جهانی ایجاد شده اند. بدهی های دولتی در دوران آرامش مالی و قبل از بحران کرونا در بالاترین حد ممکن قرار داشتند. پاندمی کرونا و پاسخ مالی CVC در سطح جهانی، منجر به رشد افسارگسیخته و هر چه بیشتر این بدهی ها شده است. از سوی دیگر، اقتصادهای نوظهور، علی الخصوص کشورهای آسیایی، نقش پُررنگی در رشد اقتصاد جهانی پس از بحران مالی جهانی ایفا نموده اند. کشورهای چین، هند و اندونزی، منشا دو سوم رشد اقتصادی جهانی محسوب می شوند [۳]. بر خلاف اقتصادهای توسعه یافته، اقتصادهای نوظهور آسیایی از رکود ناشی از GFC اجتناب ورزیده اند. آن ها سازگاری بهتری با عواقب نامطلوب ناشی از گسترش بحران جهانی نشان داده اند. در قلمروی اقتصادهای پیشرفته، کشورهای اروپای غربی و ژاپن، به صورت دائمی رشد اقتصادی کمتر از نرخ های رشد اقتصادی قبل از بحران را تجربه نموده اند. رکود ناشی از بحران کرونا اجتناب ناپذیر است، هر چند ایجاد یک رکود بزرگ در سطح جهانی، بشدت غیرمتمثل است.



شکل ۱- رشد اقتصادی جهان، درصد تغییرات سالیانه (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF)، ۲۰۲۰)



شکل ۲- رشد اقتصادی جهانی پیش بینی شده، در سه ماهه اول ۲۰۱۹ برابر با ۱۰۰ (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF ۲۰۲۰))

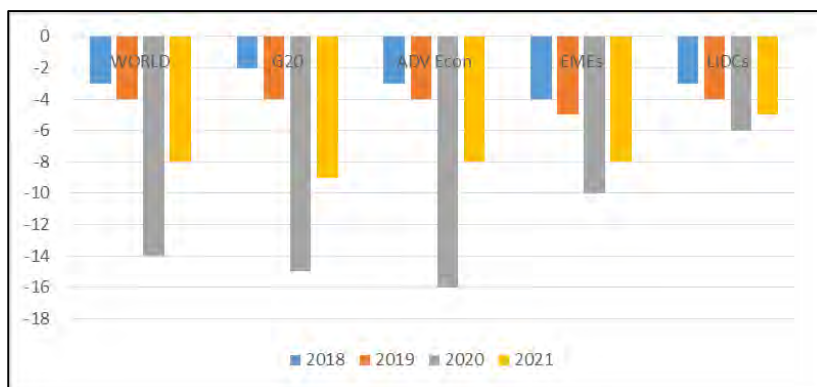
۲-۲- رکود ناشی از تعطیلی گسترده

صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰)، تخمین زده است که تعطیلی گسترده در واکنش به کرونا، منجر به افت ۵٪ رشد اقتصادی جهان می‌شود. ضمناً انتظار می‌رود در سال آینده، شرایط مجدداً به حالت مطلوب (رشد صعودی) تبدیل شود (شکل ۱ را ببینید). پیش بینی IMF این است که شرایط مالی شبیه دوران قبل از کرونا، همچنان ادامه دار خواهد بود. پیش بینی های به عمل آمده از ارزش بازارهای مالی نیز در همین راستا قرار می‌گیرند. آن دسته از پیش بینی هایی که در تضاد با اصول بنیادی علم اقتصاد قرار می‌گیرند، به هیچ عنوان مورد تایید قرار نمی‌گیرند. لذا پیش بینی های IMF، با خطر بالقوه اندازه گیری غلط روبرو می‌شوند. همانطوری که در شکل ۲ مشاهده می‌شود، IMF فرض را بر این گذاشته است که بازگشت اقتصاد جهانی به شرایط عادی، پس از دو دوره انقباض بوقوع بپیوندد. بدین ترتیب با نمودار شبیه V، نشان داده شده در شکل ۲ روبرو هستیم. بر همین اساس، فرض بعدی این است که رکود تعطیلی های گسترده (GLR)، دوره زمانی نسبتاً کوتاهی را پشت سرگذارد. در واقع حداقل زمان مورد نیاز، برای نامگذاری افت اقتصادی به عنوان رکود پشت سرگذاشته می‌شود. رکود عظیم پس از بحران مالی جهانی، به مراتب طولانی تر بوده است. این دوره به طور خاص برای کشور آمریکا، در حد ۱۸ ماه قرار داشته است.

علاوه بر این در شکل ۱، پیش بینی رشد IMF، برای گروه های مختلف از کشورها به نمایش درآمده است. اقتصادهای پیشرفته جهان، قطعاً انقباض/کاهش رشد بیشتری را نسبت به سایر نقاط جهان تجربه خواهند کرد (به طور میانگین ۸٪). در واقع IMF بر این باور است که برای اقتصادهای پیشرفته، تولید اقتصادی (خروجی اقتصادی) و درآمد، برای چند سال آینده در حد پایین تری از یک سال قبل از کرونا قرار بگیرند. از سوی دیگر، ماهیت رکود و احیای اقتصادی در اقتصادهای توسعه یافته، با سایر نقاط جهان فرق دارد. رکود ایجاد شده به مراتب ضعیف تر و بهبود شرایط اقتصادی به مراتب قوی تر و موثرتر خواهد بود.

چنین تصویری از رشد اقتصادی جهانی، بر اساس سیاست های پشتیبانی کننده اقتصاد کلان، پولی و مالی، به واقعیت تبدیل می‌شود. این سیاست ها توسط سیاست گذارانی در اقصی نقاط جهان به اجرا گذاشته می‌شوند. علیرغم اینکه تمرکز مقاله حاضر روی واکنش مالی جهانی قرار دارد، اما باید به این نکته مهم اشاره کرد که بانک های مرکزی کشورهای مختلف، سیاست های حمایتی مالی گسترده ای را نیز به اجرا گذاشته اند. بانک های مرکزی عضو UNISON، نرخ های بهره رسمی خود را، به پایین ترین رقم در کل تاریخ فعالیت شان کاهش دادند. حتی در مقایسه با بحران مالی جهانی، نرخ ها به نزدیک صفر کاهش یافتند. برخی نرخ های رسمی نیز منفی شدند.

علاوه بر موارد فوق، برخی بانک ها سیاست تسهیل کمی - QE را در پیش گرفتند (افزایش نقدشوندگی سیستم مالی از طریق خرید اوراق قرضه دولت توسط بانک مرکزی، یا به صورت غیررسمی معادل با چاپ پول). حتی برخی از آن ها فعالیت های خود را گسترش دادند و اوراق قرضه شرکت های خصوصی را علاوه بر قرضه های دولتی خریداری نمودند. بانک ذخیره فدرال آمریکا، بانک مرکزی انگلیس و بانک مرکزی اروپایی چنین اقدامی را انجام دادند. تحلیل دقیق و موشکافانه از واکنش کلی ناشی از سیاست پولی، فرای بحث های این مقاله است. با این وجود، معتقد هستیم که انبساط پولی چشمگیر به وقوع پیوسته، آثار منفی بلندمدتی را بدنبال خواهد داشت. به طور خاص، مخاطرات آتی در قلمروی اقتصاد کلان افزایش می‌یابند.



شکل ۳- تراز مالی کل، درصد GDP (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰))

اصلاح ناگهانی قیمت دارایی‌ها، دلیل تورم ناشی از پول بی ارزش و تورم بیشتر در کالاها و خدمات جدید، پس از افزایش فعالیت‌های اقتصادی از جمله این عوارض منفی تلقی می‌شوند. در برخی کشورها از جمله آمریکا و استرالیا، واکنش ناشی از سیاست پولی، تفاوت زیادی با حالت بهینه داشت. بانک ذخیره استرالیا و بانک ذخیره فدرال آمریکا، برای سالیان سال نرخ تورم پایینی را پیش بینی کرده بودند. لذا پیش بینی شرطی آن‌ها از تورم سال‌های آتی، به شکل غیرواقع بینانه ای پایینی بوده است. با مبنای قرار دادن این تخمین‌ها، فرض آن‌ها این است که تورم‌های بلندمدت، بر اساس داده‌های بدست آمده از بازار اوراق قرضه و نظرسنجی‌ها، برای مدت نامحدود و خیلی طولانی پایین باقی می‌مانند.

۳- واکنش جهانی ناشی از سیاست مالی

دولت‌ها با اتخاذ سیاست‌های مالی حاوی مبالغ مصرفی اضافه و معافیت‌های مالیاتی، واکنش تهاجمی نسبت به پاندمی اتخاذ نمودند. کسری‌های تراز مالی متعاقب، نشان می‌دهند که دولت‌های مختلف در اقصی نقاط جهان تا چه اندازه بیشتر از درآمدهای خود خرج نموده‌اند. اصلی‌ترین منبع درآمدزایی آنان از طریق مالیات‌های مختلف می‌باشد. افزایش چشمگیر کسری بودجه در سال ۲۰۲۰، دلیل افت دائمی درآمدهای مالیاتی ناشی از فعالیت‌های شرکتی، مالیات بر درآمد و مالیات بر ارزش افزوده در دوران رکود، افزایش پرداخت‌های جبرانی/رفاهی ناشی از بیکاری بیشتر و تدابیر حمایتی آشکار دولت‌ها از افراد و کسب و کار در مواجهه با کرونا، به وقوع پیوسته است.

۳-۱- کسری بودجه به حد انفجار می‌رسد

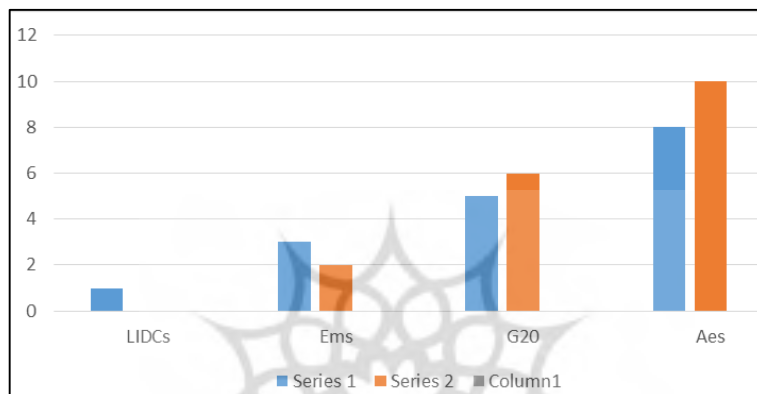
تدابیر اتخاذی در سرتاسر جهان برای حمایت مالی از جمله پرداخت‌های کمکی اضافی به افراد، تامین منابع لازم برای پرداخت وام به کسب و کارهای خارجی یا کسب و کارهای فعال در صنایع/بخش‌های هدف گذاری شده، کمک مالی به شرکت‌ها برای حفظ کارکنان علی‌رغم کاهش چشمگیر یا به صفر رسیدن تقاضا برای محصولات و خدمات و سایر اقدامات حمایتی از جمله کمک هزینه مراقبت از کودکان، در دستور کار قرار گرفته‌اند.

شکل ۳ نشان دهنده مقیاس انفجار در کسری بودجه جهانی، پس از وقوع بحران کرونا است. پیش‌بینی IMF این است که کسری مالی جهانی حداکثری نزدیک به ۱۴٪ GDP جهان در سال ۲۰۲۰ به وقوع خواهد پیوست. این کسری بودجه به اندازه ۱۰٪ نسبت به سال قبل افزایش یافته است. این رقم، تقریباً سه برابر کسری بودجه پس از بحران مالی جهانی است. کسری بودجه در سال ۲۰۲۰ افت قابل ملاحظه‌ای را طی می‌کند. این یعنی یک رکود عمیق کوتاه‌مدت و سپس بازبایی تدریجی اقتصاد را تجربه خواهیم کرد. بخش قابل ملاحظه‌ای از پشتیبانی مالی جهانی، توسط اقتصادهای پیشرفته تامین می‌شود. کسری مالی آن‌ها به تقریباً ۱۷٪ GDP مجموعه کشورها می‌رسد. این مقدار نسبت به سال قبل، افزایش ۵ برابری را تجربه نموده است. از سوی دیگر، اقتصادهای نوظهور و کم درآمد، فشار مالی نسبتاً کمتری را تجربه نموده‌اند. البته برای هر دو گروه، میزان کسری بودجه‌های ثبت شده، به مراتب بیشتر از مقادیر متداول و تاریخی هستند.

شکل ۴ نشان می‌دهد که کاهش واقعی در کسر مالی جهانی، پس از عبور از بدترین دوران بحران جهانی، به مراتب کمتر از پیش‌بینی‌های IMF برای کسری مالی پس از بحران کرونا است. لذا با خطر جدی عدم تحقق بخشی به چشم‌انداز پیش‌بینی شده IMF برای دوران پس از کرونا روبرو هستیم. در داده‌های شکل‌های ۳ و ۴، یک سری اقدامات حمایتی خارج از ترازنامه لحاظ نشده‌اند. از جمله مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به وام‌های رسمی و تضمین‌های دولتی نسبت به وام‌های بانکی اشاره نمود (شکل ۵ را ببینید).



شکل ۴- تغییر در تراز مالی کل - درصدی از GDP (بحران مالی جهانی در برابر بحران کرونا) (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰))



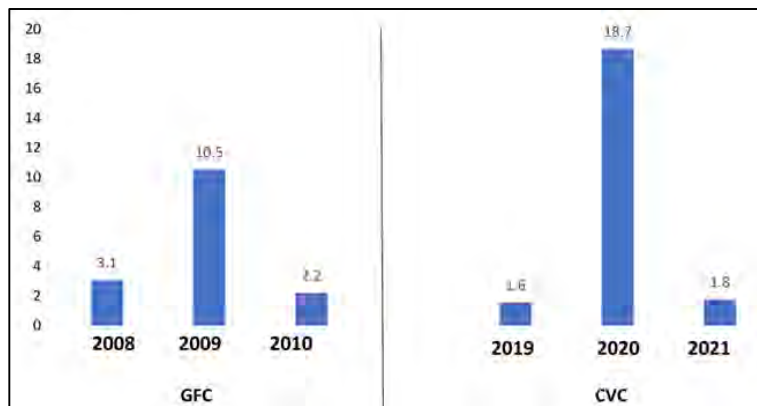
شکل ۵- تدابیر مالی اتخاذ شده در واکنش به بحران کرونا- بر حسب درصدی از GDP - گروه هایی از کشورها (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰))

حمایت دولتی کلی پیش بینی شده توسط IMF در سطح جهانی، چیزی در حدود ۱۱ تریلیون دلار آمریکا برآورد شده است. تقریباً نصف این مبلغ به صورت کمک های غیرترانزنامه ای اعطا شده است. با توجه به اینکه این وام های خارج از ترانزنامه (بدهی های شرطی دولت ها)، تحت بازپرداخت قرار نمی گیرند، لذا عدم تعادل مالی شرکت ها را وخیم تر می کنند. اقتصادهای پیشرفته (AE)، بخش عمده ای از وام های حمایتی را پرداخت می کنند. بیشتر از نصف حمایت کلی دولت، اینگونه فراهم می شود. از سوی دیگر، حمایت های دولتی در قدرت های اقتصادی نوظهور (EM) و کشورهای در حال توسعه با درآمد کم (LIDC)، اکثراً در چهارچوب ارقام ترانزنامه ای قرار می گیرند.

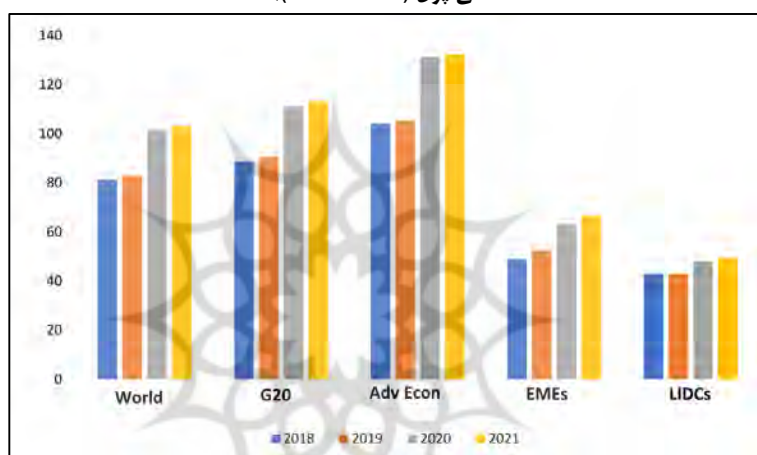
۳-۲- افزایش بدهی های دولتی

کسری های بودجه شامل جریان های پولی سالیانه ای هستند که بر حجم بدهی های دولتی می افزایند. در دوران بحران مالی جهانی، بدهی دولتی افزایش یافت. علت این امر به افزایش کسری بودجه مربوط می شود. کاهش درآمدها و افزایش هزینه های دولت برای مقابله با رکود دست در دست هم می دهند و کسری بودجه را افزایش می دهند [۴]. بدهی های دولتی چشمگیر در بسیاری از کشورها، از جمله جنوب اروپا و ژاپن، از حدود فعلی نیز بالاتر می روند. لذا قبل از ایجاد پاندمی کرونا، بدهی های دولتی در اقصی نقاط جهان در سطوح بالایی قرار داشتند. بدهی جهانی که به عنوان مجموع بدهی دولتی و خصوصی تعریف می شود، قبل از بحران کرونا در بالاترین رقم خود قرار داشته است. میزان بدهی های جهانی به 225% GDP رسیده بودند. این رقم 12% بیشتر از میزان بدهی های کلی جهانی، قبل از بحران مالی جهانی (۲۰۰۸) می باشد. کشورهای پیشرفته بخش عمده ای از بدهی جهانی را به خود اختصاص می دهند. میزان بدهی های دولتی آن ها قبل از ورود به دوران بحران مالی ۲۰۰۸، در سطح بالایی قرار داشته است. کشورهای در حال توسعه در قاره آسیا، نقش پُررنگی در بهبود شرایط اقتصادی جهان پس از بحران مالی ۲۰۰۸ داشته اند. کشور چین به تنهایی مسئول تقریباً نیمی از این رشد اقتصادی بوده است (IMF، ۲۰۱۸).

شکل ۶ نشان دهنده اثر اقدامات حمایتی ناشی از سیاست های مالی غیرمنتظره، بر سطح بدهی دولتی جهانی است. از روی این شکل می توان به وضوح مشاهده کرد که افزایش بدهی های دولتی در دوران پس از کرونا، به مراتب بیشتر از دوران پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ است.



شکل ۶- تغییر بدهی ناخالص دولت، درصدی از GDP، بحران مالی جهانی در برابر بحران کرونا (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰))



شکل ۷- بدهی ناخالص دولتی، درصدی از GDP (ماخذ: صندوق بین المللی پول (IMF، ۲۰۲۰))

بدهی های دولتی در اقتصادهای پیشرفته، منعکس کننده کسری های مالی بزرگتر هستند، لذا به شکل چشمگیری حجم این بدهی ها افزایش یافتند. بدهی های دولت پس از بحران کرونا، سه برابر از بدهی های دولتی فقیرترین کشورها بیشتر هستند (به شکل ۷ مراجعه کنید).

۴- واکنش های سیاست های مالی تا چه اندازه ای موثر بودند؟

کینز (۱۹۶۳)، در توصیه مشهور خود، استفاده از محرک های مالی به شکل افزایش هزینه های زیرساختی (بعدها با اسم پروژه های عمومی مطرح شده) را، در دوران رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ توصیه نموده است. این شرایط بدلیل فروپاشی شدید بازار سهام و سیستم بانکی پدید آمده بودند و عرضه پول در اقتصادهای صنعتی مهم، بشدت کاهش یافته بود. این در حالیست که فعالان دانشگاهی، هنوز بحث راجع به این محرک مالی را به پایان نرسانده اند. برخی بر این عقیده اند که عدم اطمینان ناشی از این طرح برای کسب و کارها، عملاً به طولانی تر شدن رکود انجامیده است. به موازات این شرایط، اقتصادها توجه امور را معطوف به خودشان نمودند و بشدت از ساختارهای مالی حفاظت کردند [۵]. از آن زمان به بعد، طرح های مالی کینزی بکار گرفته شده برای پایدارسازی درآمد مالی و اشتغال، به صورت تاریخی هزینه های مصرفی دولتی را افزایش داده اند. علت این است که هزینه های دولتی بالاتر در دوران رکود، به ندرت پس از بهبود شرایط اقتصادی، با کاهش هزینه ها و معکوس سازی شرایط همراه می شود (برای بحث های دیگر به بیکر و همکاران (۲۰۱۶)، هیگز (۱۹۹۷)، تمین (۱۹۹۱)، ماکین (۲۰۱۵) مراجعه نمایید).

۴-۱- محرک های مالی در برابر تسهیلات / معافیت های مالی

در حین قضاوت راجع به واکنش‌های مالی، مهم است بین ارکان محرک های مالی و تسهیلات مالی تمایز قائل بشویم. در واژه نامه، محرک به عنوان چیزی که سطح فعالیت را افزایش می‌دهد تعریف شده است. در بحث مالی، یک اقدام بودجه ای اختیاری قلمداد می‌شود که از طریق افزایش هزینه‌های مصرفی دولت، کاهش مالیات، تحویل وجوه نقد و پرداخت‌های بهتر در پوشش رفاه اجتماعی، بدنبال افزایش سطح فعالیت های اقتصادی است. محرک های مالی، سمت تقاضای اقتصاد را هدف فعال سازی و تحریک قرار می‌دهند. انتظار این است که با بالارفتن هزینه‌های کل، هرگونه رکود اقتصادی غیرمنتظره در مقیاس کلی را خنثی بکند. برعکس، تسهیلات مالی عمدتاً در سمت عرضه فعال می‌شوند و تولید را از طریق کاهش مالیات ها پایدار می‌کنند. البته کاهش مالیات ها، اثرات ثانویه را روی تقاضا در پی دارند و وضعیت خروجی های آتی را بهبود می‌بخشند. برای مثال، کاهش مالیات های شرکتی یا صدور مجوزهای سرمایه گذاری، منجر به افزایش سرمایه گذاری می‌شوند.

اینکه تمامی واکنش‌های مالی تجاری نسبت به بحران کرونا را بر اساس ماهیت کینزی و حالت های مشابه روی بحران مالی جهانی تجزیه و تحلیل بکنیم، کاملاً گمراه کننده است. تفاوت آشکاری بین توصیه کینزی برای هزینه کردن های مستقیم دولت و تزریق وجوه نقد برای افزایش تقاضای کل اقتصاد و تدابیر تسهیل مالیاتی، برای خنثی سازی افت عرضه کل دولتی و سپس با کمی واسطه، تقاضای کل وجود دارد. لذا بخش چشمگیری از بسته های مالی اعلام شده برای مقابله با اثرات اقتصادی کرونا، به اندازه لازم اثر محرک به همراه نداشته اند. آن‌ها سطح فعالیت اقتصادی را افزایش ندادند بلکه با حمایت از اقتصادها و زنجیره های تامین، خط عمر آن‌ها را افزایش دادند. لذا بکار بردن اسم محرک مالی برای این بسته ها، کاملاً گمراه کننده است.

اصل بنیادی تدوین واکنش‌های مالی به هر بحرانی، باید در وهله نخست و اصلی از نوع تسهیل مالی باشد تا بتوان فشار دولتی بر سمت عرضه اقتصاد را به صورت موقت کاهش داد. این بخش اکثراً از شرکت های کوچک و متوسط ساخته شده است. کسب و کارها بیشترین شغل را در یک اقتصاد ایجاد می‌کنند و تصمیمات بهره وری و سرمایه گذاری برای افزایش دستمزدهای واقعی، باید در این حوزه ها اتخاذ بشوند. برای مثال، معافیت های مالیاتی شرکت ها، به منزله تسهیلات مالی برای شرکت ها محسوب می‌شوند. آن‌ها با کمک این بسته، با افت سودآوری و اخراج کارگران مقابله می‌کنند. البته احتمال کمی وجود دارد که فعالیت اقتصادی در شرایط بحران، ارتقا پیدا بکند. از این نظر و مطابق دیدگاه مطلقاً کینزی، محرک ها و تسهیلات مالی با یکدیگر فرق دارند. هدف محرک ها تقویت سمت تقاضای اقتصاد، از طریق افزایش هزینه‌های دولتی به شیوه های مختلف است. انتقال وجوه نقد برای افزایش مصرف، یک نمونه از این اقدامات محسوب می‌شوند.

منافع بخشودگی مالیاتی شرکت هایی که سخت ترین ضربه را از کرونا خورده اند محدود است. علت پایین تر بودن سودآوری حاصله است. این شرایط به معنی صدور سریعتر مجوزهای سرمایه گذاری و کاهش ارزش ها است. همچنین مقررات برگشت دادن مالیات ها به شرکت ها این حق را داده تا ادعای ضررهای مربوط به بحران کرونا، نسبت به سوده های ملزم به پرداخت مالیات، مطابق تخمین های سال های قبلی را مطرح بکنند و این کار توسط دولت استرالیا به کار گرفته شده است. این موارد در زمره اقدامات تسهیل کننده با اثرگذاری بیشتر قرار می‌گیرند. ینکه تمامی واکنش‌های مالی تجاری نسبت به بحران کرونا را بر اساس ماهیت کینزی و حالت های مشابه روی بحران مالی جهانی تجزیه و تحلیل بکنیم، کاملاً گمراه کننده است. به طور خلاصه، هزینه‌های مستقیم دولتی و پرداخت‌های نقدی، برای افزایش تقاضای کل اقتصاد، کاملاً با روش های بخشش مالیات های شرکتی، برای مقابله با فروپاشی عرضه کل، طبق دستورات دولتی تفاوت دارد. بی شک، یارانه‌های مستقیم و موقت دولت که به شرکت های خصوصی برای حفظ اشتغال پرداخت می‌شود، همانطوری که در چندین اقتصاد پیشرفته از جمله استرالیا، نیوزیلند و انگلیس بکار رفته است، یک نمونه از تسهیلات مالی نیز تلقی می‌شود زیرا سمت تولید اقتصادها را هدف می‌گیرند. علیرغم اینکه کمبودهایی در عملیاتی شدن این برنامه های پرداخت دستمزدهای یارانه ای وجود دارند و هزینه مالی شدیدی را ایجاد می‌کنند، اما به صورت کلی، منطقی تر از سایر مولفه های صرفاً کینزی واکنش‌های مالی، با هدف افزایش تقاضای کل تلقی می‌شوند.

۴-۲- آیا محرک های مالی کارایی لازم را دارا هستند؟

هر تسهیلات مالی و هم محرک های مالی، لزوماً به معنی بیشتر شدن کسری بودجه و بالاتر رفتن بدهی های دولتی هستند. متغیرهای مهم کینز در سطح اقتصاد کلان، به صورت نامطلوبی از نظریه وی کنار گذاشته شده اند؛ اما دلایل اینکه چرا محرک های مالی به صورت کلی و پس از در نظر گرفتن اثرات بلندمدت، منجر به کاهش و نه افزایش سطح فعالیت اقتصادی می‌شوند، در همین متغیرها نهفته است. علت این است که محرک های مالی تعریف شده به صورت هزینه‌های دولتی بیشتر که هدفشان افزایش تقاضای کل است، اثرات غیرتبادلی / انحرافی ایجاد می‌کنند که نهایتاً اثرات اقتصادی مفید ناشی از آن‌ها را خنثی می‌کنند [۶]. بالا رفتن هزینه‌های دولتی، منجر به افزایش کسری بودجه می‌شود و البته سهم دولت از کل هزینه ها نیز بیشتر می‌شود. البته هزینه‌های دولت فقط یکی از مولفه های هزینه‌های کل است و همانطوری که در کتب دانشگاهی استاندارد مقطع کارشناسی

عنوان شده است، برای اقتصادی با بازارهای مالی بخوبی توسعه یافته و ادغام شده در سطح بین المللی، اثرات تعدیلی در بخش خصوصی یا صادرات رخ می دهند. در واقع بیشتر شدن کسری بودجه و ایجاد بدهی های دولتی جدید، یا منجر به عدم قبول سرمایه خصوصی، یا ترغیب جریان های نقدی ورودی برون مرزی می شود. در این شرایط، نرخ ارز بیشتر می شود و صادرات خالص کاهش می یابند.

واکنش مالی به بحران مالی جهانی، از نوع محرک کینزی بوده است. با این وجود، شواهد دانشگاهی زیادی وجود دارند مبنی بر اینکه محرک های مالی در اقتصادهای بازی همچون استرالیا، خصوصاً در میان مدت یا بلندمدت شکست می خورند. علت به هزینه های اجتناب ناپذیر تحمیل شده به اقتصاد کلان برمی گردد. این هزینه ها به دلیل بالاتر رفتن نرخ های ارز، ناشی از ورود سرمایه ایجاد می شوند. دلیل بالقوه این است که جریان ورود سرمایه دولتی، بیشتر از سرمایه برون مرزی است [۷]. نحوه واکنش دهی سیاست پولی تحت این شرایط، روی اثر سیاست پولی نفوذ دارد. یک سیاست پولی انبساطی، می تواند افزایش نرخ ارز را مهار بکند. در نمونه کشور استرالیا، واکنش به کرونا، بیشتر از نوع سیاست مالی است تا سیاست پولی، لذا نرخ ارز به شکل قابل ملاحظه ای افزایش یافته است. این یعنی در مراحل اولیه بحران، یک واکنش قوی تر در چهارچوب سیاست پولی برای کشور استرالیا تضمین شده می باشد. [۶ ماکین - ۲۰۱۸]، [۷ ماکین ۲۰۱۰-۲۰۱۹] واکنش پولی استرالیا به بحران مالی جهانی بررسی می شود.

۴-۳- آیا انتقال وجه نقد، در زمره سیاست های مالی موثر قرار می گیرد؟

یکی از مولفه های کلیدی واکنش های مالی بسیاری از اقتصادهای پیشرفته به بحران کرونا که ذاتاً از نوع محرک سنتی کینزی است، تزریق وجه نقد یا انتقال درآمد به خانواده ها است. حقوق های بازنشستگی و سایر دریافت های رفاهی، خانوارها را به مصرف بیشتر ترغیب می کنند. اینکه دولت به چه دلیلی این گزینه مالی را انتخاب می کند، از چند جنبه سردرگم کننده است. در وهله نخست، این تدبیر در تضاد با محدودیت های بهداشتی دولت، همچون توصیه ماندن در خانه یا محدودسازی خدمات و محصولات به موارد ضروری قرار می گیرند. ثانیاً، با توجه به اینکه نظریه اقتصاد اذعان می کند که این پرداخت ها تک مرحله ای و موقت هستند، لذا این پول ها با احتمال بیشتری، بجای مصرف شدن، پس انداز می شوند، اما هزینه زیادی به خزانه دولت تحمیل می شود. از طرف دیگر، در صورت مصرف شدن این مبالغ، این عملاً به این معنی است که دولت ها در حال قرض گرفتن، برای تامین مالی مصرف خصوصی هستند؛ اما هیچگونه افزایش سرمایه معادلی در ترازنامه های دولتی ثبت نمی شود. برای آن دسته از کشورهایی که طی دهه های اخیر، اکثراً در نقش قرض گیرنده از کشورهای دیگر قرار داشته اند، از جمله آمریکا، انگلیس، کانادا، استرالیا و نیوزیلند، این یعنی وام گرفتن بیشتر از خارج و بدترین شدن کسری ها در حساب های جاری.

۵- بدهی دولتی و رشد اقتصادی

واکنش مالی به بحران مالی جهانی، به صورت هماهنگ در سطح جهانی که توسط کشورهای گروه ۲۰ (G20) صورت گرفته است، منجر به انجام تحقیقات تجربی زیادی شده است. نتایج آن ها متضاد هستند و تمرکزشان روی تخمین ابزارهای انبساط دهنده مالی هستند [۸]. توجهات به اثرات بلندمدت کسری های مالی قبلی و بالاتر بودن بدهی دولتی بر رشد اقتصادی به ندرت مورد توجه بوده اند. این موارد در حال حاضر نقش اساسی برای پایداری نسبی بدهی دولتی به GDP در آینده پس از کرونا دارند.

۵-۱- ارتباطات نظری

چندین کانال بالقوه اقتصاد کلان، برای اثربخشی بدهی دولتی بر رشد اقتصادی وجود دارند [۹]. در وهله نخست، مطابق رویکرد کلاسیک مبالغ قابل وام دهی، کسری های بودجه که بدهی دولتی را افزایش می دهند، تقاضا برای این مبالغ را بیشتر می کنند. با ثابت بودن سایر عوامل، نرخ های بهره داخلی افزایش می یابند. این شرایط سرمایه گذاری خصوصی را تضعیف می کند و انبساط بازار سرمایه اقتصاد، به عنوان یکی از عوامل اصلی رشد اقتصاد محدود می شود. بدهی های دولتی بالا که بوسیله کسری ناسالم و هزینه های ناشی از آن ایجاد می شود، اعتماد شرکت ها و خانوارها را خدشه دار می کند و راجع به نحوه پرداخت بدهی دولتی از طریق ترمیم های مالی عدم اطمینان ایجاد می شود. این شرایط محل سرمایه گذاری خارجی و رشد اقتصادی پایدار هستند. این یک نقص جدی در تفکر اقتصاد کلان است، هر زمانی که اوضاع مالی ضعیف باشند، کسری های بودجه مالی مطابق منطقی کینزی مطلق توجیه می شوند.

اوضاع مالی، اسم دیگری است که برای اعتماد تجاری انتخاب شده است. هنگامی که کسری های بودجه پس از کاهش مصارف ناسالم خنثی می شوند (به حالت مطلوب تر می رسند)، اعتماد تجاری افزایش می یابد. سرمایه گذاری خصوصی، فعالیت شغلی و بهره وری در حد بالاتری قرار می گیرند. لذا رشد اقتصادی در بلندمدت نیز بهبود می یابد. از سوی دیگر، نظریه حالت

تبادل ری‌کاردین (RE) بر این باور است که خانوارها با پس انداز کردن برای پرداخت ملزومات مالی آتی و بازپرداخت بدهی دولتی، منجر به کاهش مصرف خصوصی می‌شوند [۱۰]. فرضیه RE که رابطه تنگاتنگی با انگیزه احتیاطی و پس انداز پول دارد، حاکی از این است که خانوارها در مواجهه با کسری بودجه، از مالیات‌های آتی آگاه می‌شوند؛ زیرا این مالیات‌ها برای جبران بدهی‌های دولتی افزایش می‌یابند. آن‌ها بجای مصرف کردن، پس انداز می‌کنند. مطالعات تجربی متعدد در کشورهای مختلف و تمام سطوح توسعه، نشان می‌دهند که میزان اثر جبرانی خصوصی نسبت به پس اندازهای دولتی، بین ۰.۵ الی ۱ است [۱۱]. در واقع افزایش بدهی دولتی به اندازه یک دلار، مصرف تا حداکثر یک دلار کاهش می‌یابد و اینگونه خنثی می‌شود.

همچنین اگر خانوارها به این نتیجه برسند که انتقال‌های نقدی با هدف افزایش مصرف به عنوان درآمد موقت، آنگاه پس اندازهای خروجی برای خنثی کردن پس اندازهای دولتی کاهشی، افزایش می‌یابند. این وضعیت با نگاه نظریه مصرف درآمد دائمی سازگاری دارد (فریدمن، ۱۹۵۷). اگر پس اندازهای خروجی، به صورت کامل پس اندازهای دولتی را خنثی بکنند، کل پس انداز بدون تغییر باقی می‌ماند. لذا با ثابت ماندن سایر شرایط، سرمایه‌گذاری خصوصی هیچ تاثیری نمی‌پذیرد. عدم تعادل حساب جاری نیز در چنین وضعیتی قرار می‌گیرد. برعکس، هرچقدر شرکت‌ها انتظار بدهی دولتی بالاتر داشته باشند، این یعنی مالیات شرکتی هم بیشتر خواهد بود. دلیل افزایش عدم اطمینان و تضعیف رشد آتی، سرمایه‌گذاری بجای افزایش، کاهش می‌یابد.

در همین راستا، دیدگاه نابرابری بین چندنسل بیانگر این است که غیرمنصفانه است اگر نسل‌های آتی، ملزم به بازپرداخت بدهی‌های دولتی باشند. این حالت دلیل میل نسل فعلی برای حفظ سطح مصرف فعلی پدید آمده است. البته این شرایط به صورت قطعی روی رشد اقتصادی اثرگذار نمی‌باشند [۱۲]. یک ریسک بلندمدت دیگر ناشی از کسری‌های بودجه عظیم مربوط به کرونا، این است که دولت‌ها به ریاضت مالی روی می‌آورند تا بالا رفتن بدهی دولتی را مهار بکنند. بدین ترتیب هزینه‌های بهره‌وری به اقتصاد تحمیل می‌شود. در حقیقت تخصیص سرمایه به صورت غلط صورت می‌گیرد. انتظار این است که نسل آتی مالیات بیشتری بپردازد که این باور ذاتاً غلط است. خطر دیگر این است که دولت‌ها روی بانک‌های مرکزی فشار می‌آورند تا تامین مالی پولی را برای جبران کسری بودجه‌ها به اجرا بگذارند. ضمناً تمایز سازمانی بین سیاست‌های مالی و پولی از بین می‌رود و استقلال بانک مرکزی تضعیف می‌شود.

در یک اقتصاد باز، می‌توان از منابع خارجی برای پوشش کسری بودجه استفاده کرد. بدین ترتیب هم بدهی دولتی و هم خارجی افزایش می‌یابند. پوشش این بدهی، یعنی کاهش درآمد ملی و کسر کردن بهره پرداختی به منابع خارجی، از تولید خالص ملی. بدین ترتیب درآمد خالص ملی محاسبه می‌شود. علاوه بر این، هنگامی که وام دهندگان خارجی، واکنش منفی به اقتصادهایی با بدهی‌های دولتی صعودی نشان می‌دهند، آنگاه صرف ریسک بهره افزایش می‌یابد. این شرایط، نرخ‌های بهره داخلی را بیش از پیش افزایش می‌دهند. مجموع بهره پرداختی به خارج بیشتر می‌شود و عدم جذب سرمایه در حد بالاتری قرار می‌گیرد. همچنین تا آنجایی که جریان سرمایه خارجی بکار رفته برای پوشش کسری بودجه، نرخ ارز واقعی کشور قرض‌کننده را افزایش بدهد، با کاهش رقابت‌پذیری بین‌المللی و کاهش خالص صادرات روبرو می‌شویم. این موارد نیز رشد اقتصادی را تضعیف می‌کنند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری‌های دولتی به صورت زیرساخت‌های دولتی موثر همچون جاده‌ها، پل‌های بزرگراهی، سدها، فناوری دیجیتال، سرمایه‌سهامی یک کشور را افزایش می‌دهند. این شرایط، اثر مثبتی روی رشد اقتصادی می‌گذارند. هزینه‌های دولتی تامین مالی شده با بدهی در زمینه‌های سلامت و آموزش، سرمایه‌انسانی کارگران را ارتقا می‌دهند. به بیانی دیگر، فارغ از اینکه بدهی‌ها اثر مثبت یا منفی را روی رشد بلندمدت بجا بگذارند، بحث سر این است که بدهی دولتی به چه دلیلی ایجاد شده است. اگر بدهی‌های دولتی منعکس‌کننده پول‌ها و سرمایه‌گذاری‌های موثر دولتی در زیرساخت‌ها و سرمایه‌انسانی باشند، می‌توانند به رشد اقتصادی کمک بکنند. برعکس، اگر این هزینه‌ها نامطلوب باشند، آنگاه دلیل بالاتر رفتن نرخ‌های بهره و ارز، رشد اقتصادی کاهش می‌یابد. در حقیقت سرمایه خصوصی و صادرات خالص افت پیدا می‌کنند. اعتماد جامعه منفی می‌شود و اثرات عدم اطمینان در سطح بالاتری قرار می‌گیرند. در بحث واکنش مالی جهانی به بحران کرونا، افزایش هزینه‌های دولتی، اکثراً ماهیتی غیربهبهینه و ناکارآمد داشته‌اند.

۵-۲- شواهد تجربی

میزان اثربخشی بدهی‌های دولتی، یک سوال تجربی مهم و دائمی است. به نظر می‌رسد شواهد موجود تا به امروز، به نقش موثر بدهی‌های دولتی اذعان نمی‌کنند. برای مثال، چندین مطالعه در کشورهای مختلف نشان دادند که ۱۰٪ افزایش بدهی دولتی، رشد اقتصادی را ۰.۳٪ کاهش می‌دهد [۱۳]. این اثر منفی بدین معنی است که بدهی دولتی در حالت تعادلی و بلندمدت، نقش مثبتی در ارتقای بهره‌وری اقتصادی ایجاد نموده است. برای مثال کشور استرالیا، مطابق پیش‌بینی تا ۲۰٪ افزایش نسبت بدهی دولتی به GDP، بین سال‌های ۲۰۱۸-۲۰۱۹ و ۲۰۲۳-۲۰۲۴، دلیل یک سری کسری‌های مالی عظیم ناشی از پاندمی را تجربه خواهد کرد [۱۴]. لذا برای دوره نسلی ۲۰ سال، ۰.۶٪ کاهش رشد اقتصادی در سال، منجر به این می‌شود که نسل آتی به

اندازه ۱۰٪ درآمد سرانه کمتری داشته باشد [۱۵]. علاوه بر این، شرایط فعلی انکار کننده احتمال جدی افت اعتبار مالی و افزایش صرف ریسک بهره، بدلیل بالاتر رفتن بدهی های دولتی هستند. تا زمانی که این موارد نرخ های بهره داخلی یک اقتصاد را افزایش بدهند و سرمایه گذاری خصوصی را کاهش بدهند، ضررهای درآمد مالی نیز به همان نسبت افزایش می یابند.

۶- نتیجه گیری

دولت ها و بانک های مرکزی در اقصی نقاط جهان، سیاست های مالی و پشتیبانی مالی بالایی را برای جبران اثرات اقتصادی کرونا، بکار گرفته اند. این شرایط به صورت حجم انبوهی از نقدینگی، بالا رفتن مصارف دولتی، بخشودگی های مالیاتی و وجوه نقدی منتقل شده برای جبران وقفه ناگهانی اقتصادی متجلی شده اند. سازمان های دولتی، چنین محدودیت هایی را روی اقتصادهای کشورهای خود اعمال نموده اند. بدین ترتیب اقدامات سمت عرضه، برای حمایت از کسب و کارها و اشتغال، به امری ضروری تبدیل شده اند. به طور خاص باید به سیاست تسهیل پولی و حمایت اعتباری اضطراری از شرکت ها اشاره نمود.

علاوه بر این، سیاست های پرداخت حقوق های بیشتر (پارانه ای، کمکی) که در استرالیا، آمریکا، انگلیس، نیوزیلند و سنگاپور انجام شده اند، در زمره سیاست های سمت عرضه هستند و هدفشان پایداری کسب و کارها و حفظ اشتغال می باشد. این سیاست ها، تدابیری نوآورانه و بشدت پُرهزینه، در قلمروی سیاست های مالی محسوب می شوند. همچنین این خطر وجود دارد که چنین حمایتی، بسادگی در فاصله گرفتن اجتناب ناپذیر نیروی کار از شرکت های نامطلوب تاخیر ببیند و فشار مربوطه به مالیات پرداخت کنندگان فعلی و آتی تحمیل بشود. عوارض جانبی واکنش های سیاست مالی به کرونا، منجر به کسری بودجه های عظیم در اقصی نقاط جهان شده اند و بدهی های دولتی از قبل فزاینده را، بیش از پیش افزایش داده اند. بالا رفتن سطوح بدهی های دولتی، اعتبار ملل را تهدید می کند، فشار بر نرخ های قرض دهی را افزایش می دهد و زمینه را برای شکل گیری یک فشار تورمی رو به جلو و توقف ناپذیر مهیا می سازد. در غیاب اصلاحات بودجه ای لازم، بدهی های دولتی همچنان افزایش می یابند. پس از بحران مالی جهانی، بالا رفتن بدهی دولتی، بشدت به افزایش بدهی کل کمک نموده است. بالا رفتن بدهی دولتی، عدم اطمینان را افزایش می دهد؛ بنابراین مجبوریم مالیات ها را در سطح فعلی حفظ بکنیم، یا در کمال تاسف، درآمد بر مالیات و شرکت را افزایش بدهیم. این موارد به نوبه خود، بهره وری و سرمایه گذاری آتی را تضعیف می کنند.

برای تضمین اینکه اثر منفی بالا رفتن بدهی دولتی بر رشد اقتصادی، در آینده وخیم تر نخواهد شد، مدیریت صحیح و محتاطانه بدهی ها، یک ضرورت جدی تلقی می شود. دولت هایی که باید کماکان قرض بگیرند، باید تضمین بکنند که بدهی های دولتی بیشتر، در تناظر با افزایش کیفیت مصارف دولتی قرار می گیرند. هدف این است که سرمایه فیزیکی یا انسانی ملت، یا هر دو مورد، در مسیر صعودی قرار بگیرند. از سوی دیگر، چشم انداز خوبی برای تقویت جایگاه سازمان ها و روش های بودجه ای، به منظور کاهش و به حداقل رساندن ریسک های مالی وجود دارد. بالا بردن درآمدهای مالیاتی، یکی از گزینه های بیست که دولت ها به کمک آن سریعاً به شرایط پس از بحران پاسخ می دهند و کسری های بودجه را کاهش می دهند. ضمناً مسیر افزایش بدهی های دولتی خنثی می شود. اصلاحات اقتصادی، یک بحث مالی دائمی، اکنون در مواجهه با چالش های مالی ناشی از کرونا، به یک موضوع خیلی مهم تبدیل شده است.

سیستم های مالیاتی در اکثر اقتصادهای بازار محور، اثرات مهمی روی بازدهی اقتصادی و عدالت ادراکی بجا می گذارند. بازدهی اقتصادی موضوع مهمی است، زیرا زمینه را برای رفاه بیشتر تعداد زیادی از شهروندان مهیا می سازد. عدالت، مفهومیست که تعریف دقیق آن کار دشواری است. البته در انجام اصلاحات مالیاتی موفق و جامع، باید حتماً به این موضوع توجه نمود. ادامه افزایش محرک های مالی در بسته های مالی آتی، برای ترغیب به افزایش سطح کلی مصارف، با خطر جدی تضعیف عملکرد اقتصادی آتی روبرو می شود. همین وضعیت در دوران پس از بحران مالی جهانی نیز ظهور نموده است. ذهنیت مالی "هر اقدامی که لازم باشد انجام بشود (بدون توجه به نتایج)"، همانند این است که بدون توجه به آینده، هرچقدر دلتان خواست خرج بکنید؛ اما تجربه به ما می گوید که هر موقع افزایش بودجه به ذهن سیاست گذاران خطور می کند، قطعاً در آینده توانش را اقتصاد کلان پرداخت خواهد کرد.

این مقاله این دیدگاه را مطرح می کند که اقدامات تسهیل مالی اتخاذ شده توسط دولت هایی در اقصی نقاط جهان که سمت عرضه اقتصادها را هدف گیری می کنند، نسبت به اقدامات صورت گرفته در چهارچوب محرک های مالی، با هدف افزایش تقاضای کل برتری دارند. این تسهیلات مالی، ابزار مناسبی برای خنثی کردن بیکاری کوتاه مدت محسوب می شوند. البته هنوز معلوم نیست که با افزایش دائمی بدهی های دولتی، اثربخشی در بلندمدت در چه سطحی باقی می ماند. این موضوع به نوبه خود، موضوع جالبی برای انجام تحقیقات آتی محسوب می شود.

1. Afonso, A., Jalles, J.T., 2013. Growth and productivity: The role of government debt. *Int. Rev. Econ. Finance* 25, 384–407.
2. Auerbach, A.J., Gale, W.G., Harris, B.H., 2010. Activist fiscal policy. *J. Econ. Perspect.* 24 (4), 141–163.
3. Baker, N., Bloom, N., Davis, S., 2016. Measuring economic uncertainty. *Q. J. Econ.* 131 (4), 1593–1636.
4. Barro, R., 1974. Are government bonds net wealth? *J. Political Econ.* 81, 1095–1117.
5. Buchanan, J., 1958. *Public Principles of Public Debt*. Liberty Press, New York.
6. Cogan, J.F., Cwik, T., Taylor, J.B., Wieland, V., 2010. New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers. *J. Econom. Dynam. Control* 34 (3), 281–295.
7. Davig, T., Leeper, E.M., 2011. Monetary–fiscal policy interactions and fiscal stimulus. *Eur. Econ. Rev.* 55 (2), 211–227.
8. Égert, B., 2015. Public debt, economic growth and nonlinear effects: Myth or reality? *J. Macroecon.* 43, 226–238.
9. Fincke, B., Greiner, A., 2015. Public debt and economic growth in emerging market economies. *South Afr. J. Econ.* 83 (3), 357–370.
10. Grant, J., 2014. *The Forgotten Depression*. Simon and Schuster, New York.
11. Guest, R., Makin, A., 2013. The dynamic effects of fiscal stimulus in a two-sector open economy. *Rev. Dev. Econ.* 17 (3), 609–626.
12. Gunarsa, S., Makin, A., Rohde, N., 2020. Public debt in developing Asia: A help or hindrance to growth? *Appl. Econ. Lett.*
13. Higgs, R., 1997. Regime uncertainty: why the great depression lasted so long and why prosperity resumed after the war. *Indep. Rev.* 1 (4), 561–590.
- International Monetary Fund, 2020. *World Economic Outlook*. International Monetary Fund IMF, Washington.
14. Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan, London.
15. Kollmann, R., 2010. Government purchases and the real exchange rate. *Open Econ. Rev.* 21 (1), 49–64.
16. Kumar, M.S., Woo, J., 2015. Public debt and growth. *Economica* 82 (328), 705–739.
- Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K., Serva, L., 2000. What drives private saving across the world? *Rev. Econ. Stat.* 82, 165–181.
17. Makin, A., 2010. Did fiscal stimulus counter recession? Evidence from the national accounts. *Agenda* 17 (2), 5–16.
18. Makin, A., 2015. Has excessive public debt slowed world growth? *World Econ.* 16 (4), 235–267.
19. Makin, A., 2018. *The Limits of Fiscal Policy*. Palgrave Macmillan, London and New York.
20. Makin, A., 2019. Lessons for macroeconomic policy from the Global Financial Crisis. *Econ. Anal. Policy* 64, 13–25.
21. Makin, A.J., Narayan, P., 2011. How potent is fiscal policy in Australia? *Econ. Pap.* 30 (3), 377–385.
22. Meade, J.E., 1958. Is the national debt a burden? *Oxford Econ. Pap.* 10 (2), 163–183.
23. Modigliani, F., 1961. Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt. *Econ. J.* 71 (284), 730–755.
24. Mountford, A., Uhlig, H., 2009. What are the effects of fiscal policy shocks? *J. Appl. Econometrics* 24 (6), 960–992.
25. Ramey, V.A., 2011. Can government purchases stimulate the economy? *J. Econ. Lit.* 49 (3), 673–685.
26. Ravn, M.O., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., 2012. Consumption, government spending, and the real exchange rate. *J. Monetary Econ.* 59 (3), 215–234.
27. Seater, J., 1993. Ricardian equivalence. *J. Econ. Lit.* 31 (1), 142.
28. Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O., Cottarelli, C., 2009. Fiscal policy for the crisis. *CESifo Forum* 10 (2), 26–32.
29. Woodford, M., 2011. Simple analytics of the government expenditure multiplier. *Am. Econ. J.: Macroecon.* 3 (1), 1–35