



بحران یورو؛ هشدار به اقتصاد جهان

● دکتر حسین قضاوی
معاون اقتصادی بانک مرکزی

اوراق کردند تا از طریق اعمال این سیاست پولی انبساطی نگذارند نرخ بهره افزایش یابد، بلکه به حدود یک واحد درصد کاهش یابد. بانکها هم که در شرایط نااطمینانی به سر می‌برند، بخش بیشتری از پرتفوی خود را به این اوراق اختصاص دادند، چرا که در شرایط نامطمئن تمایل زیادی به وام دادن نداشتند.

نتیجه این فعل و انفعالات آن بود که از یک سو دارایی‌های بانک‌های مرکزی منبسط شد و انبساط پولی شکل گرفت و از سوی دیگر نسبت بدهی دولت‌های غربی به تولید ناخالص داخلی در یکایک این کشورها افزایش قابل‌ملاحظه‌ای یافت. نسبت بدهی ناخالص دولت آمریکا بالغ بر حدود ۱۰۰ درصد GDP این کشور شده است. شایان ذکر است ارزش تولید ناخالص داخلی این کشور حدود ۱۶ هزار میلیارد دلار است. در حالی که نسبت بدهی مزبور در پایان سال ۲۰۰۷، ۶۴ درصد بود. فقط یک بار سابقه داشته است، آن هم در سال ۱۹۴۶ و متعاقب جنگ جهانی دوم، که نسبت بدهی ناخالص دولت آمریکا به تولید ناخالص داخلی، نقطه اوج ۱۲۶ درصد را تجربه کرده است. در خصوص انگلستان نیز وضع به گونه‌ای است که طی دو سال، نسبت مزبور ۲۵ واحد درصد رشد کرد و به ۶۸ درصد رسید و امکان آن هست که مرز

مجدد قرار دادند و از آنجا که اصلاح ساختار ترازنامه‌ای این بانکها در چارچوب مقررات ورشکستگی و نظایر آنها، سرمایه بانکها را به سان یخ آب کرد، خود راسا مبادرت به افزایش سرمایه بانکها کردند. همین عمل را در مورد شرکت‌های غیرمالی نیز عمل کردند.

برای مداخله و افزایش سرمایه، نیازمند وجوه مالی بودند. طبیعت بحران جوری است که درآمدهای مالیاتی افت می‌کند، در حالی که انواع هزینه دولتی رشد می‌کند. بنابراین دو عامل موجب کسری بودجه شد: افزایش مداخله دولت برای نجات مالی شرکت‌های مالی و غیرمالی، و افت درآمدهای مالیاتی به خاطر اعمال تخفیف یا افت فعالیت‌های اقتصادی.

برای تأمین وجوه مالی اوراق قرضه منتشر کردند. بخشی از این وجوه را مردم خریدند و به عبارتی در درون اقتصاد جذب شد. وقتی عرضه اوراق قرضه دولتی در بازار افزایش یافت، قیمت اوراق قرضه رو به کاهش نهاد. رابطه قیمت اوراق قرضه و نرخ بهره رابطه معکوس است، لذا این خطر وجود داشت که با افت قیمت اوراق قرضه، نرخ بهره افزایش یابد.

اما افزایش نرخ بهره در شرایط بحران جهانی به مصلحت نبود، لذا بانک‌های مرکزی از طریق عملیات بازار باز مبادرت به خرید بخشی از این

اتحادیه اروپا در صدد است با همکاری صندوق بین‌المللی پول، طی ۴ سال ۱۱۰ میلیارد یورو در قالب برنامه نجات، به یونان کمک کند. صدراعظم آلمان، کشوری که با بی‌میلی سهم زیادی در حد ۲۲ میلیارد یورو در این برنامه نجات دارد، در پاسخ به اعتراض افکار عمومی در آلمان مبنی بر اینکه چرا آلمان جور یونان را بکشد، اعلام کرد، برنامه نجات مالی یونان را نباید کمک به یونان تلقی کرد، بلکه باید آن را کمکی به یک «هدف بزرگ‌تر» (نجات یورو) دانست. مشکل بدهی یونان نشان از آن دارد که بحران مالی که در سال ۲۰۰۸ میلادی به نقطه اوج رسید، شاید هنوز تمام نشده باشد.

در بحران مالی بین‌المللی دولت‌ها سریع واکنش نشان دادند. از بحران ۱۹۳۰ درس گرفتند. نظریه کینز را دنبال کردند و مداخله کردند. کینزین‌ها بعد از بحران ۱۹۳۰ این انتقاد را مطرح کردند که اگر مقامات پولی به جای سیاست انقباضی پولی، انبساط پولی را پیشه می‌کردند، رکود عمیق دهه ۳۰ رخ نمی‌داد. بر همین اساس، از دولت‌ها خواستند تا مداخله کنند و از دامنه بحران بکاهند. این بار نیز بر اساس همان درس کینزی، دولت‌ها مداخله کردند. دولت‌های غربی برای نجات بانکها، دارایی‌های مسموم بانکها را از طریق مکانیسم‌های معینی مورد ارزیابی



توفیق زودرس در مهار نسبی بحران مالی بین‌المللی را نمی‌توان به عنوان توجیهی قاطع برای مداخلات دولتی صورت گرفته تلقی کرد

۱۰۰ درصد را هم پشت سر بگذارد. گرچه این رقم کمتر از نسبی است که در سال ۱۹۷۴ برای این کشور ایجاد شد، یعنی ۲۴۰ درصد. شایان گفتن است که سرنوشت آمریکا و انگلستان بعد از جنگ جهانی دوم به گونه‌ای متفاوت رقم خورد. بعد از جنگ جهانی دوم، رشد اقتصادی قوی آمریکا، همراه با نرخ بهره پایین و مازاد بودجه‌ای که قبل از پرداخت‌های بهره‌ای اتفاق افتاد، به همراه قدری فشار تورمی متعاقب برداشتن کنترل‌های قیمتی، کاهش سریعی را در نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی به دنبال داشت. این در حالی بود که در انگلستان نسبت مزبور تا سال ۱۹۶۱ زیر ۱۰۰ درصد قرار نگرفت و در حالی که آمریکا دهه ۱۹۵۰ را به عنوان دهه شکوفایی سپری کرد، این دوران برای انگلستان دوران ریاضت بود. اگر نگوییم که بدهی سنگین دولت انگلستان بعد از دومین جنگ جهانی قرن بیستم عامل اصلی افول امپراتوری انگلستان در جهان بود، قطعاً به عنوان یک عامل تسریع‌کننده، تأثیر بسزایی در این امر داشت.

در شرایط کنونی، خیلی راحت نمی‌توان پیش‌بینی کرد همان اتفاق قبلی در آمریکا تکرار شود. در واقع بعد از جنگ جهانی دوم، آمریکایی‌ها از دامنه مصرف‌گرایی برای سالیان سال کاستند. باید دید این بار چه اتفاقی می‌افتد. به هر حال آمریکا ویژگی خاصی دارد و پولش، عنصر اصلی ذخایر بین‌المللی دیگر کشورهاست و قابل پیش‌بینی است که بتواند به اتکای انبساط پولی بیشتر، بار سنگین بدهی دولتی را به دوش بکشد و بتدریج این مشکل را مدیریت کند. اما سایر کشورهای غربی، با این مزیت به این گستردگی، روبرو نیستند.

مالیات‌دهندگان نمی‌توانند بنشینند و شاهد باشند که مالیات بدهند تا دولت از محل پول آنها، پرداخت‌های بهره به جیب دیگران سرازیر کند. کشورهای عضو منطقه یورو طبق معاهدات فیما بین متعهد بوده‌اند در جهت حفظ همگرایی شاخص‌های اقتصادی خود تلاش کنند، از جمله متعهد بوده و هستند که نسبت کسری بودجه آنها از ۳ درصد تولید ناخالص داخلی‌شان فراتر نرود و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی نیز نباید از ۶۰ درصد فراتر برود. اما مکانیسم تنبیهی برای کشورهایی که این تعهدات را نقض کنند، وجود ندارد. نسبت کسری بودجه یونان به تولید ناخالص داخلی‌اش در سال ۲۰۰۹ بالغ بر ۱۳٫۶ درصد بود و سال ۲۰۱۰ نیز علی‌رغم اعمال برنامه ریاضت اقتصادی که مردم یونان را رفته رفته به خروش واداشته، حدود ۹ درصد است. مانده اوراق قرضه دولت یونان بالغ بر ۳۰۰ میلیارد یورو است. موسسه "Standard and Poor's" که یک مؤسسه اعتبارسنجی است، اعتبار اوراق قرضه یونان را تقلیل داده و آنها را در زمره اوراق فاقد ارزش یا بهتر است بگوییم اوراق بنجل طبقه‌بندی کرده است. این اصطلاح در بازارهای مالی اصطلاح شناخته شده‌ای است. اوراق قرضه‌ای که این وصف را پیدا می‌کنند، امکان زیادی برای نکول دارند. این وضعیت، بانک‌های اروپایی را در ورطه یک مشکل تازه قرار داده است. این نگرانی وجود دارد که چنانچه این اوراق نکول شوند، باز، دور تازه‌ای از ورشکستگی بانکی در اروپا رقم بخورد و برای پرهیز از آن، دور تازه‌ای از مداخلات دولتی لازم آید. باید اضافه کنیم که ترس از نکول فقط

به یونان خلاصه نمی‌شود. بازار اوراق قرضه در پرتغال هم ضعف‌هایی نشان داده است. در مورد ایتالیا و اسپانیا هم تردیدهایی وجود دارد. حتی فرانسه که دومین سهامدار بانک مرکزی اروپا بعد از آلمان است و در هسته اصلی یورو قرار دارد، دچار وضعیتی است که پیش‌بینی می‌شود نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی در آن، مرز ۱۰۰٪ را پشت سر بگذارد. در این شرایط احتمال دارد بانک مرکزی اروپا مجبور به حمایت از اوراق قرضه یونان شود تا بدین ترتیب از دامنه نگرانی فوق بکاهد. با توجه به مراتب فوق می‌توان این گونه نتیجه‌گیری کرد که گرچه خوش‌بینی‌ها نسبت به رشد اقتصادی جهانی در حال تقویت است، ترکش‌های بحران مالی بین‌المللی ۲۰۰۸ همچنان هشداردهنده و جدی است. بدهی سنگین دولت‌های غربی عاملی است که تقویت اتحادیه اروپا را با تأخیر همراه می‌کند و آن را وامی‌دارد مقررات تنبیهی برای عدم رعایت ضوابط انضباط مالی کشورها وضع کند. جمله آخر که تا حدودی از موضع پول‌گرایان بیان می‌شود اینکه توفیق زودرس در مهار نسبی بحران مالی بین‌المللی را نمی‌توان به عنوان توجیهی قاطع برای مداخلات دولتی صورت گرفته تلقی کرد، بخصوص اگر خاستگاه بحران ۲۰۰۸ را در سیاست‌های آسان‌گرایانه گریسین، رئیس‌کل سابق فدرال رزرو در واپسین روز حمله تروریستی به برج‌های دو قلو، جست‌وجو کنیم. در این صورت باز هم داشتن نگرشی مثبت به ثبات پولی به عنوان بستری مناسب برای رشد اقتصادی بلندمدت و تقویت عرضه کل بلندمدت همچنان دارای توجیه است. ■