

## فصل پنجم

### سیاست‌ها و چشم‌اندازهای اقتصادی

بحران تاریخی کنونی بحرانی نیست که از «گرایش نزولی نرخ سود» ناشی شده باشد. حتی نویسندگانی چون مایکل رابرتز و رابرت برنر (برنر، ۲۰۱۶) که به طور کلی از این فرضیه دفاع میکنند، نمی‌توانند نشان دهند که نرخ سود در دوره نولیبرالی در مقایسه با سالهای دهه ۱۹۷۰ سقوط کرده است. به عنوان نمونه مایکل رابرتز می‌نویسد (و برای تایید استدلال خود داده‌هایی را هم ارائه میکند): «بین سالهای ۱۹۵۰ تا ۲۰۱۱ نرخ سود در اقتصادهای جی ۷ به شدت سقوط کرد. به این علت که در این دوره ترکیب ارگانیک سرمایه بیشتر از نرخ ارزش اضافه رشد کرد... اما در دوره نولیبرالی در عین حال که نرخ سود افزایش می‌یافت ترکیب ارگانیک سرمایه به آرامی سقوط میکرد و این در حالی بود که در این دوره ارزش اضافه بطور قابل توجهی افزایش یافت (رابرتز، ۲۰۱۶، صص. ۲۲۳-۲۲۴)».

در نمودار شماره ۱۲.۱ رابرتز (رابرتز، ۲۰۱۶، ص. ۲۲۴) که [میانگین ساده] نرخ سود در ۱۴ کشور را نشان میدهد، میتوانیم کاهش ملایم نرخ سود از اواخر دهه ۱۹۹۰ تا سالهای آغازین دهه ۲۰۰۰ و سپس افزایش این نرخ از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ را مشاهده کنیم. در نتیجه بحران تاریخی کنونی را نمی‌توان نتیجه بیواسطه قانون گرایش نزولی نرخ سود دانست. باید توضیح داد چرا درست در موقعی که گرایش‌های مخالف کاهش نرخ سود چیره‌اند یکی از سخت‌ترین بحرانهای تاریخ سرمایه‌داری اتفاق می‌افتد.

البته از طرف دیگر باید اذعان کرد که بحران کنونی به سقوط نرخ سود در دهه ۱۹۷۰ بی‌ارتباط نیست. بحران کنونی ناشی از سیاست‌هایی است که در مواجهه با سقوط سودآوری در سالهای ۱۹۷۰ به اجرا گذاشته شدند. سقوط نرخ سود در آن دوره موج بلند انقباض اقتصادی را براه انداخت. سیاست‌های نولیبرالی در مواجهه با این موج تلاش کردند تا توازن قدرت میان سرمایه و کار را به نفع سرمایه حل کنند. بحران کنونی را می‌توان بحران پاسخ نولیبرالی به موج بلند انقباضی دانست، چرا که هدف تغییر توازن قوا میان سرمایه و کار به نفع سرمایه محقق شد و نرخ سود بار دیگر صعود کرد.

در کارنامه سرمایه‌داری نولیبرالی که حاصل سیاست‌های جدید است رشدی شکننده (با نرخ انباشت و تولید ناخالص داخلی ضعیف) به بهای گسترش مداوم نابرابری‌های اجتماعی و فقر دیده میشود. به عنوان مثال نابرابری در درآمدها در ایالات متحده در سال ۲۰۰۶ از نابرابری در درآمدها در سال ۱۹۲۸ نیز بیشتر بود و در تمام دوره ۱۹۲۸ تا ۲۰۰۶ این سطح از نابرابری هرگز دیده نشده بود: در سال ۲۰۰۶ پنجاه درصد تولید ناخالص داخلی به ۱۰ درصد

بالایی کسانی که درآمدهای بالایی دارند تعلق می‌گرفت؛ این نسبت در سال ۱۹۲۸ چهل و هشت درصد بود. تصادفی نیست که دو نقطه اوج نابرابری درآمدی در تمام دوره ۱۹۱۷ تا ۲۰۰۶ (پیکتی و سائز، ۲۰۰۸) درست پیش از بحران ۱۹۲۹-۱۹۳۳ و پیش از بحران ۲۰۰۷ دیده میشود. لازم است به این نکته اشاره شود که کشورهای توسعه‌یافته‌ای که پایین‌ترین نرخ بیکاری را دارند، مثل ایالات متحده و بریتانیا و ایرلند، در دوره مورد نظر دارای بالاترین نرخ فقر بوده‌اند (فقر بر اساس تعریف گزارش‌های سالانه سازمان ملل درباره رشد انسانی). معنی این تناقض فقط میتواند این باشد که به علل مختلف تعداد قابل توجهی از جمعیت این کشورها در آمارهای مربوط به بیکاری ثبت نشده‌اند؛ از جمله این عوامل نرخ بالای زندانیان در ایالات متحده در مقایسه با کشوری مثل فرانسه است (که دارای نرخ بالای بیکاری و نرخ پایین جمعیت زندانی است).

سرمایه‌داری نولیبرال تا وقتی که می‌توانست با تکیه به «فضیلت‌های» نسخه جدید و فوق مدرنی از «جادوی» مقررات‌زدایی مالی و ایجاد انواع و اقسام مشتقات مالی اثرات نابرابری‌های اجتماعی را بر طرح بازتولید سرمایه کم‌رنگ جلوه دهد، قادر بود تصویری از رشدی هرچند شکننده ارائه دهد.

در اتحادیه اروپا، بخصوص در حوزه یورو، انتقال ارزش اضافه‌ای که در قالب وام به صورت سرمایه پولی درآمده بود از ابعاد طبقاتی (یعنی انتقال ارزش اضافه از طبقه حاکم به طبقه کارگر) فراتر رفته بعدی ملی نیز به خود گرفت (یعنی از یک کشور به کشوری دیگر). به این ترتیب کشورهای شمال اروپا به کشورهای جنوب اروپا پول قرض دادند (هوسون، ۲۰۱۳).

بدون شک اتخاذ واحد پولی یورو فکر خیلی بدی بود، چرا که وحدت پولی ناکاملی ایجاد کرد. با وجود این، پیش از بحران به نظر میرسید که این وحدت پولی اثر مثبتی روی اقتصاد حوزه یورو بگذارد چرا که بخصوص در کشورهای جنوب این اتحادیه موجب رشد قابل توجه تولید ناخالص داخلی و همچنین نزدیک شدن درآمد سرانه آنها به کشورهای پیشرفته‌تر شمال اروپا شده بود (تومبازوس، ۲۰۱۱).

اتخاذ واحد پولی یورو مانع دیگری را از سر راه «حرکت آزاد» کالاها و سرمایه در حوزه واحد پولی برداشت؛ وقتی که پولهای ملی حذف شدند دیگر نمیشد برای جبران کسری در تراز جاری از ارزش آنها کاست. در این چارچوب، اقتصادهای اروپا به این گرایش پیدا کردند که هر چه بیشتر به سمت تولید کالاهایی بروند که در تولید آنها مزیت نسبی داشتند و به این ترتیب هر چه بیشتر به یکدیگر وابسته شدند. اما مزایای تخصص یافتن در یک حوزه برای همه اقتصادهای اروپایی نه یکسان بود و نه الزاماً در بلندمدت قابل دوام، چرا که برخی از

اقتصادها در تخصص‌هایی «قهقرایی» اسیر شدند؛ یعنی تخصص‌هایی که از لحاظ رشد ارزش افزوده آینده چندان امیدبخشی نداشتند.

در حوزه یورو، جبران کسری تجارت خارجی فقط از طریق «ارزش‌زدایی داخلی» امکان‌پذیر است؛ یعنی با کاستن از مزدها و سودها. با وجود این، در دوره اول یورو، یعنی در دوره پیش از بحران، اتخاذ پول واحد منجر به هیچگونه ارزش‌زدایی داخلی نشد. به این خاطر از آنجایی که سرمایه پولی دیگر نگران ارزش‌زدایی احتمالی پول ملی نبود، چون دیگر پول ملی‌ای برای ارزش‌زدایی نبود، به تامین کسری تجارت خارجی از طریق انتقال ارزش اضافه از کشورهای دارای مازاد تراز تجاری به کشورهای دارای کسری تراز تجاری ادامه داد. به این ترتیب کسری تجارت خارجی کشورهای دارای توان رقابتی ضعیفتر در جنوب حوزه یورو افزایش یافت بدون آنکه اثری روی سرمایه پولی داشته باشد (یعنی بدون آنکه باعث عقب‌نشینی سرمایه پولی خارجی شود). سرمایه پولی با این اعتقاد که مقامات اتحادیه اروپا هرگز اجازه سقوط یا کوچک شدن حوزه پولی یورو را نخواهند داد همچنان به کشورهای جنوب حوزه یورو قرض داد؛ یعنی کشورهایی که در آنها نسبت  $\frac{\text{بدهی خصوصی}}{\text{تولید ناخالص داخلی}}$  یا

$\frac{\text{بدهی خصوصی}}{\text{درآمد سرانه}}$  با آهنگی سریع در حال رشد بود.

این واقعیت که نرخ تورم در کشورهای جنوب اروپا از کشورهای شمال اروپا بالاتر بود در حالی که نرخهای بهره اسمی کم و بیش یکی بود (نرخهای بهره واقعی پایین در کشورهای جنوب اروپا) شرایط مساعدی برای قرض گرفتن شرکت‌ها و خانوارها فراهم کرد.

رکود مزدهای واقعی در آلمان در سالهای ۲۰۰۰ و حتی پیش از بحران روی تجارت خارجی کشورهای جنوب اروپا اثری منفی گذاشت. رکود مزدها در آلمان مازاد صادرات این کشور را افزایش داد و منجر به تقویت یورو در برابر دلار شد و به این ترتیب از رقابت‌پذیری کشورهای جنوب حوزه یورو در تجارت با کشورهای ثالث کاست.

در واقع یورو از آغاز پیدایش تا بحران ۲۰۰۸، در کشورهای جنوب حوزه یورو حبایی از قرض‌های خصوصی ساخت و شرایطی ایجاد کرد که در آن نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و مزدها از کشورهای شمال حوزه یورو سریع‌تر بود.

یونان نیز از این قاعده مستثنی نیست. بر خلاف افسانه‌های ساخته شده درباره بدهی یونان، بحران یونان ناشی از یک بدهی دولتی «کنترل‌ناپذیر» نبود، بلکه مثل دیگر کشورهای جنوب حوزه یورو، و ایرلند، ناشی از رشد خیلی سریع سیستم بانکی و بدهی خصوصی در شرایط نظارت ناکافی بود. تفسیر رایج از بحران این وضعیت را ناشی از بدهی دولتی زیاد از حد دانسته و نقش بدهی خصوصی را کوچک جلوه میدهد. با وجود این، تحلیل بدهی

دولتی و خصوصی با اتکا به اطلاعات آماری و نه باورهای ایدئولوژیک واقعیت دیگری را آشکار میکند (کمیته حقیقت درباره بدهی دولتی یونان، ۲۰۱۵).

این درست است که مقدار بدهی یونان در حال افزایش بود اما نسبت آن به تولید ناخالص داخلی ثابت بود. بین سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۷ بدهی دولتی در این کشور حول ۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی در نوسان بود که البته به نسبت معیار پیمان مایستریکت (۶۰ درصد) مقدار زیادی است اما تنها مورد در حوزه یورو نیست. باید خاطر نشان کرد که علیرغم پیمان مایستریکت، بلژیک و ایتالیا نیز با بدهی‌های ملی بیشتری از بدهی یونان در حوزه یورو پذیرفته شدند. بر اساس آمارهای کمیسیون اروپا (کمیسیون اروپا، ۲۰۱۷)، در سال ۱۹۹۹ بدهی عمومی ایتالیا ۱۰۹،۶ درصد و بدهی عمومی بلژیک ۱۰۸،۲ درصد تولید ناخالص داخلی هر کدام از این کشورها بود.

لازم است به این نکته نیز اشاره کنیم که تراز اولیه بودجه عمومی حکومت یونان بین سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۷، با در نظر گرفتن تفاوت تغییرات در باقیمانده بدهی و کسری بودجه یا مازاد ملی (stock-flow adjustment)، با شیبی ملایم مثبت، و مخارج بودجه، به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی، از میانگین مخارج حوزه یورو کمتر بود.

اما از سال ۱۹۹۹، یعنی از زمان اتخاذ واحد پولی یورو، و در دوره بعدی یعنی از موقع ورود یونان در حوزه پولی یورو تا بحران ۲۰۰۸، بدهی خصوصی یونان به نسبت تولید ناخالص داخلی این کشور تقریباً دو برابر شد. بحران کنونی یونان در آغاز به صورت بحران سیستم بانکی که با وامهای تادیه‌ناپذیر فزاینده‌ای مواجه بود خود را نشان داد؛ درست مانند باقی کشورهای جنوب اروپا، و ایرلند. اولین عملیات نجات سیستم بانکی یونان در سال ۲۰۰۸ به وقوع پیوست، خیلی پیشتر از آنکه کسی به بحران «بدهی دولتی» فکر کند.

بحران بانکی موقعی به بحران بدهی دولتی تبدیل شد که بازارها دیگر تمایلی نداشتند که حکومت یونان را با نرخهای بهره رایج تامین مالی کنند، چرا که برآورد جدیدی از تامین مالی حکومتی داشتند که همزمان با سه مشکل دست به گریبان بود: بحران بانکی، مقادیر زیاد کسری تجاری و بدهی دولتی بالاتر از میانگین کشورهای حوزه یورو؛ و همه اینها در موقعی که آلمان برای مواجهه با بحران سیستم بانکی خودش نیاز به منابع مالی داشت. این شد که جریانهای سرمایه مسیر خود را تغییر دادند و اقتصاد یونان فروپاشید. یونان ضعیفترین حلقه در میان کشورهای حوزه یورو بود.

لازم به ذکر نیست که اگر با چنین تحلیلی از علل اولیه بحران موافقیم می‌توان گفت که سیاست‌های اقتصادی که قدرت‌های سه‌گانه (کمیسیون اروپا، بانک مرکزی اروپا، صندوق بین‌المللی پول) به یونان و دیگر کشورهای جنوب اروپا تحمیل کردند، همراه با سیاست‌های

مالی ریاضتی که بدون فشاری از طرف حکومت‌های شمال اتحادیه اروپا اجرا شد، دستورالعمل بی‌نقصی بود برای تعمیق بحران و فاجعه اجتماعی همراه آن.

از سال ۲۰۱۰ تا به امروز قرض‌دهندگان به یونان، سیاست‌های اقتصادی که یونان مجبور بود اجرا کند را به این کشور دیکته کرده‌اند. بر خلاف افسانه رایجی که می‌گوید اگر اقتصاد یونان به ورطه رکود دائمی افتاده به خاطر این بوده که حکومت‌ها یکی از پس از دیگری هیچکدام قادر نبوده‌اند اصلاحات «ساختاری» لازمی را که قرض‌دهندگان مطالبه میکردند اجرا کنند، بحران یونان اتفاقاً ناشی از اجرای همین مطالبات است. از این گذشته، بر اساس گفته خود سازمان توسعه و همکاری اقتصادی، یونان «قهرمان» اصلاحات ساختاری در میان کشورهای عضو این سازمان بوده است (سازمان توسعه و همکاری اقتصادی، ۲۰۱۳)؛ به عبارت دیگر قهرمان اجرای سیاست‌های ریاضتی بوده است.

به گفته موسسه تحقیقات اقتصادی هانز بکلر آلمان اگر ریاضت‌های تحمیل شده از طرف قرض‌دهندگان و پذیرفته شده از طرف دستگاه سیاسی و اقتصادی یونان عصاره اقتصاد این کشور را نمی‌مکند و اگر «اصلاحات ساختاری» در کار نمی‌بود، اقتصاد یونان در دوره ۲۰۱۰-۲۰۱۴ شاهد رشد صفر درصدی می‌بود، اما یک چهارم تولید ناخالص داخلی خود را از دست نمی‌داد و بدهی دولتی این کشور ۸،۱ درصد کمتر می‌بود (گشر و رانبرگ، ۲۰۱۵).

اقدامات ریاضتی به سهام‌داران و قرض‌دهندگان به بانک‌ها آسیبی نرساند ولی نرخ بیکاری (و بطور ویژه نرخ بیکاری بلندمدت) را در مقایسه با سالهای گذشته و هم در مقایسه با میانگین نرخ بیکاری در اروپا، به سطوح بی‌سابقه‌ای رساند (از ۷،۸ درصد در سال ۲۰۰۸ به ۲۳،۴ درصد در سال ۲۰۱۶). این سیاست‌ها همچنین نرخ خطر فقر (poverty risk) را به بالاتر از ۳۵ درصد رساندند (پارلمان اروپا، ۲۰۱۶).

اگر بحران یونان واقعاً یک بحران بدهی دولتی بود میشد موفقیت سیاست‌های اقتصادی را با کاهش بدهی دولتی سنجید. اما در مورد سیاست‌هایی که منجر به افزایش این بدهی از ۱۰۳ درصد تولید ناخالص داخلی پیش از بحران بانکی (سال ۲۰۰۷) به حدود ۱۸۰ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۱۷ (و پس از یک «آرایش» اساسی در سال ۲۰۱۲) چه میتوان گفت؟ مثلاً قرار بود این سیاست‌ها بدهی عمومی را به سطوح قابل قبولی برسانند. یانیس واروفاکیس چشم‌اندازهای بحران یونان را به خوبی خلاصه کرده است:

«هفته پیش سومین بسته کمک مالی نیز پایان یافت [۲۰/۰۸/۲۰۱۸]، درست همانطور که دومین بسته در سال ۲۰۱۵ و اولین بسته در سال ۲۰۱۲ خاتمه یافته بود. ما اکنون با بسته چهارمی طرف هستیم که با سه بسته پیشین دو تفاوت جزئی دارد: اول اینکه بجای وام جدید، بازپرداخت ۹۶،۶ میلیارد یورویی که قرار بود از سال ۲۰۲۳ آغاز شود تا سال ۲۰۳۲ به

عقب افتاده است؛ از این مقطع این پول همراه با بهره و اقساط هنگفت دیگر باید تادیه شود. دوم اینکه بجای آنکه اتحادیه اروپا نام این بسته را کمک مالی بگذارد، پیروزمندان آن را «پایان بسته مالی» نامیده است.

بدون شک مقادیر به طور مضحکی بالای مالیات بر ارزش افزوده و مالیات بر فعالیت شرکت‌های کوچک ادامه خواهند یافت، همانطور که کاهش دوباره حقوق بازنشستگی و مالیات‌های تنبیهی جدید بر درآمد فقیرترین اقشار جامعه که قرار است از سال ۲۰۱۹ آغاز شود. علاوه بر این، حکومت یونان خود را متعهد به حفظ سیاست مازاد بودجه در بلندمدت نموده است؛ آن هم بدون در نظر گرفتن بازپرداخت بدهی‌ها (۳،۵ درصد درآمد ملی تا سال ۲۰۲۱ و ۲،۲ درصد درآمد ملی در دوره ۲۰۲۲-۲۰۶۰)؛ تامین منابع لازم برای این بازپرداخت نیازمند سیاست‌های ریاضتی دائمی است؛ حتی صندوق بین‌المللی پول نیز احتمال تحقق چنین هدفی را در کشورهای اتحادیه اروپا کمتر از ۶ درصد میداند (واروفاکیس، ۲۰۱۸).

باید در اینجا خاطرنشان ساخت که بحران یونان در سال ۲۰۰۸ بصورت بحران سیستم بانکی آغاز شد، وقتی که وام‌های غیرقابل تادیه روند صعودی به خود گرفتند. پس از اعطاء چند بسته نجات به بانک‌های یونان از سال ۲۰۰۸ امروز وام‌های غیرقابل تادیه ۵۰ درصد وام‌های دریافتی را تشکیل میدهند. بحران سیستم بانکی هرگز در یونان تمام نشده است.

بحران در یونان، در دیگر کشورهای جنوب اتحادیه اروپا و در ایرلند بازتابی است از مشکلات ساختاری حوزه یورو. یورو واحد پولی مشترکی است که اقتصادهایی با سطوح مختلف رشد را بی‌آنکه از سیستم سیاسی مناسبی برخوردار باشند، در معرض رقابت «خالص» قرار میدهد. ادغام سیاسی کشورهای حوزه یورو از ادغام اقتصادی آنها خیلی عقب‌تر است. برای تثبیت دائم ارزهای ملی در یک اتحادیه پولی صرفاً حذف ارزهای ملی کافی نیست. بلکه باید سیاست‌ها و مکانیزم‌هایی نیز تعبیه شود که واحد پولی جدید کاربردی و پایدار گردد.

سیاست‌های ریاضتی سالهای اخیر در کشورهای جنوب حوزه یورو توازن قوا میان کشورهای اتحادیه اروپا را در بلندمدت تغییر داده و شرایطی ایجاد کرده است که امکان بازگشت به نرخهای رشد دوره ابتدایی حوزه یورو ممکن نبوده و همگرایی اقتصادهای این اتحادیه دشوارتر نیز خواهد شد. اگر هم مکانیزم‌هایی برای گرفتن شوک‌های احتمالی وارده به حوزه یورو تعبیه شده است، مانند مکانیزم ثبات اروپایی (European Stability Mechanism)، اینها همزمان همچون مکانیزم‌هایی هستند برای نظارت بر اینکه آیا سیاست‌های ریاضتی در کشورهای اروپایی اجرا میشود یا نه؛ بویژه کشورهایی که برای تعهد به پرداخت بدهی‌های خود تحت اخطار باشند. اتحادیه اروپا قصدی برای تکمیل این اتحادیه پولی

ناقص ندارد؛ تکمیل چنین اتحادیه‌ای از جمله مستلزم بر عهده گرفتن متقابل بدهی‌های ملی و انتقال منابع از پیشرفته‌ترین اقتصادها به ضعیف‌ترین آنها خواهد بود.

حتی در همان دوره اولیه یورو، وقتی که بازارها اقتصادهای ضعیف‌تر را تامین مالی میکردند، چارچوب نهادی اتحادیه اروپا اجازه نمی‌داد این تامین مالی خارجی منجر به رشد بارآوری این اقتصادها و بهبود کیفی حوزه‌هایی که هر کدام از این اقتصادها در آن تخصص داشتند شده و توان رقابت آنها بالاتر رود.

پل گروگمن مینویسد که سیاست‌های مالی ریاضتی برای جامعه مخرب بوده و کاملاً خلاف تجربه تاریخی‌اند (گروگمن، ۲۰۱۲). در این که این سیاست‌ها مخربند شکی نیست، اما نمی‌توان گفت که این سیاست‌ها غیرمنطقی‌اند: بدیهی است که این سیاست‌ها برای تعدادی از کشورهای اروپا حاوی مزایای اقتصادی کوتاه‌مدت و میان‌مدت و بخصوص مزایای ژئوپولیتیک بلندمدت هستند.

به نمونه آلمان نگاهی بیاندازیم. در سال ۲۰۱۰ صندوق بین‌المللی پول پیشنهاد داد که بدهی دولتی یونان «کوتاه» بشود. کشورها (و نهادهای) اتحادیه اروپا با این پیشنهاد مخالفت کردند. علت این مخالفت ساده بود. به این خاطر که بانک‌هایشان در معرض بدهی دولتی یونان قرار داشتند. این مشکل برای حکومت آلمان بزرگ‌تر بود؛ نه به این خاطر که بانک‌های این کشور بیشتر از دیگر کشورهای اتحادیه اروپا (بخصوص بانک‌های فرانسه) در معرض بدهی دولتی یونان قرار داشتند، بلکه به این دلیل که آنگلا مرکل صدراعظم آلمان پیش از آن چندین بار از پارلمان آلمان در مجموع صدها میلیارد یورو برای نجات بانک‌های آلمان درخواست کرده بود. برای وی از نظر سیاسی ساده‌تر بود که از پارلمان آلمان برای نجات «مردم یونان» تقاضای پول کند تا این که برای دومین عملیات نجات بانک‌های آلمان تقاضای تخصیص منابع عمومی کند (واروفاکیس، ۲۰۱۷).

وامی که در نخستین دوره اعطای وام (۲۰۱۰-۲۰۱۲) به یونان داده شد هرگز برای «نجات» مردم یونان استفاده نشد. بلکه برای بازپرداخت بدهی‌های دولتی یونان که موقع بازپرداخت‌شان رسیده بود مورد استفاده قرار گرفت. به این ترتیب بدهی دولتی یونان از بدهی به بخش خصوصی به بدهی به حکومت‌ها و موسسات بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول تبدیل شد. همزمان چارچوب قانونی که برای تنظیم آن استفاده میشد تغییر کرد. قانون یونان بتدریج جای خود را به قانون انگلیس داده که «کوتاه کردن» یکطرفه بدهی عمومی یونان را خیلی دشوارتر ساخته است.

وقتی در سال ۲۰۱۲ در چارچوب دومین دوره اعطای وام، بدهی دولتی یونان «کوتاه» شد، بانکهای خارجی دیگر در معرض بدهی دولتی یونان قرار نداشتند. حتی صندوق بین‌المللی پول این واقعیت را قبول دارد:

«اگر پیش از این چارچوب حقوقی بدهی یونان مورد تجدیدنظر قرار میگرفت برای یونان بهتر می‌بود اما چنین چیزی برای شرکای حوزه یورو قابل پذیرش نبود. علاوه بر این، تجدیدنظر دیرهنگام در بدهی یونان به قرض‌دهندگان خصوصی یونان اجازه داد تا کمتر در معرض این بدهی قرار گرفته و این بدهی‌ها را به نهادهای رسمی منتقل کنند.» (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۳، ص. ۲۸)

بانک‌های آلمان و همین‌طور بانکهای فرانسه فرصت کافی داشتند تا سهم خود از اوراق قرضه دولتی یونان با تاریخ سررسید بلندمدت را در بازارهای ثانویه به بانک‌های دیگر بفروشند. این‌طور بود که سیستم بانکی در قبرس در سال ۲۰۱۲ سقوط کرد. با «کوتاه کردن» بدهی دولتی یونان بانک‌های خصوص اصلی قبرس یک‌شبه معادل ۲۵ درصد تولید ناخالص داخلی این کشور را از دست دادند (معادل ۴،۵ میلیارد یورو) چرا که بین سالهای ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۲ از بانک‌های آلمان و فرانسه اوراق قرضه دولتی یونان خریده بودند (تومبازوس، ۲۰۱۷). لازم به ذکر است که تا پیش از سال ۲۰۱۲ بحران جهانی هیچ اثری روی اقتصاد قبرس نگذاشت.

اگر این «کوتاه کردن» در سال ۲۰۱۰ اتفاق می‌افتاد چنان وحشتی در بازارها ایجاد میکرد که در ادامه منجر به بحران بدهی دولتی در دیگر کشورها مانند ایتالیا میشد؛ آن هم در ابعادی که می‌توانست منجر به تلاشی حوزه یورو شود (واروفاکیس، ۲۰۱۷). با وجود این، مدیریت بحران یونان در چارچوب دوره اول کمک مالی به این کشور منجر به بالا رفتن نرخ بهره اوراق قرضه دولتی آلمان شد؛ اوراق قرضه‌ای که بخصوص در مقایسه با اوراق قرضه کشورهای جنوب اروپا بعنوان مطمئن‌ترین اوراق قرضه در میان کشورهای اتحادیه اروپا در نظر گرفته میشد.

البته درست است که سیاست‌های ریاضتی روی صادرات آلمان به کشورهای جنوب اروپا اثری منفی گذاشت اما آلمان در عوض هم‌زمان از مهاجرت گسترده افرادی با تحصیلات عالی از کشورهای جنوب اروپا بهره‌مند بود. به عنوان مثال ده‌ها هزار جوان یونانی که در دانشگاه‌های دولتی یونان با پول دولتی تحصیل کرده بودند (مهندس، پزشک، تکنسین انفورماتیک و غیره) - مهارت‌های تخصصی که در آلمان به آنها نیاز است - برای پیدا کردن کار راهی آلمان شدند.

در سطح ژئوپلیتیک بدون هیچ شبهه‌ای می‌توان گفت که سلطه آلمان در اتحادیه اروپا و بویژه در حوزه یورو از سال ۲۰۱۰ به اینطرف تقویت شده است. برای آلمان، بحران و مدیریت



آن فرصتی بود استثنایی برای نشان دادن برتری خود در عرصه اقتصادی و تقویت اثرات این برتری در عرصه سیاسی. لازم به ذکر است که در برنامه توسعه صنعتی آلمان به نام صنعت ۴ (فورشونگنیون و آکاتک، ۲۰۱۳؛ همچنین نک. اسپس، ۲۰۱۳) حتی اشاره‌ای به همکاری با دیگر کشورهای اروپایی نشده است در حالی که در برنامه توسعه صنعتی فرانسه به نام صنعت آینده؛ وحدت فرانسه صنعتی جدید، به «ایجاد همکاریهای استراتژیک در سطوح اروپایی و بین‌المللی، بخصوص با آلمان» اشاره شده است (مطبوعات، ۲۰۱۵، ص. ۱۳). ادغام تجاری و اقتصادی آلمان در اقتصاد جهانی، بویژه با ایالات متحده و چین، هدف همکاری استراتژیک اروپایی را کمرنگ ساخته است. دیگر کشورهای اروپایی، حتی فرانسه، ناچارند برتری آلمان در اروپا و استراتژی این کشور برای بدل شدن به شریک ممتاز اروپایی ایالات متحده را بپذیرند.

بحران کنونی ماحصل دوره‌ای است که در آن رشد سرمایه‌داری تنها از طریق پسرفت اجتماعی ممکن است. این پسرفت اجتماعی تا پیش از این توانسته بود تا حدی خود را پشت انواع «حباب‌ها»ی سیستم مالی، از جمله حباب بدهی خصوصی در کشورهای جنوب اروپا، و ایرلند مخفی کند.

مثل هر قاعده دیگری، اینجا نیز استثنایی هست که قاعده را تایید میکند. اگر به نیمه دوم دهه ۱۹۹۰ در ایالات متحده نگاهی بیاندازیم (نک. نمودارهای مربوطه در فصل ۱) می‌بینیم که افزایش بارآوری کار با افزایش مزدهای واقعی و نرخ انباشت همراه بوده است. در چنان شرایطی، خیلی از اقتصاددانان (حتی مارکسیست‌ها) تصور میکردند که «دوران طلایی» دیگری دارد از راه میرسد. اما همین که نرخ سود بار دیگر نزولی شد این انحراف از طرح نولیبرالی بازتولید سرمایه نیز بلافاصله ناپدید گشت.

«از ضرب افتادگی» آغازین دهه ۱۹۷۰ که ناشی از سقوط نرخ سود بود به «از ضرب افتادگی» جدیدی تبدیل شد که از مشکل تحقق ارزش ناشی میشد. همانطور که «استثناء طلایی» سالهای ۱۹۹۶-۲۰۰۰ در ایالات متحده آن را نشان میدهد، این تغییر در واقع بازگشتی به عقب بود. هر دوی این بحران‌ها، یعنی بحران نرخ سود و بحران تحقق ارزش به یکدیگر مرتبط بوده و دومی به سادگی میتواند به اولی عقب‌نشینی کند. به این خاطر است که بحران کنونی را به درستی می‌توان بحرانی تاریخی دانست. دیگر با تعمیق نولیبرالیسم و یا بازنگری جزئی در آن از طریق سیاست‌هایی که می‌توان آنها را به نظارت سختگیرانه‌تر بر سیستم بانکی خلاصه کرد، نمی‌توان از بحران کنونی خارج شد.

اگر به اطلاعاتی که در جدول‌های ارائه شده در این کتاب موجود است به دقت نگاهی بیاندازیم متوجه میشویم که پس از رکود بزرگ ۲۰۰۹:

۱. نرخ سود در همه جا خود را احیاء کرده و از سطوح پیش از بحران در ایالات متحده و ژاپن نیز فراتر رفته است.

۲. فاصله میان نرخ سود و نرخ انباشت و همچنین نسبت  $\frac{\text{ارزش اضافه}}{\text{انباشت}}$  در سطوح خیلی بالاتری نسبت به دوره پیش از بحران است.

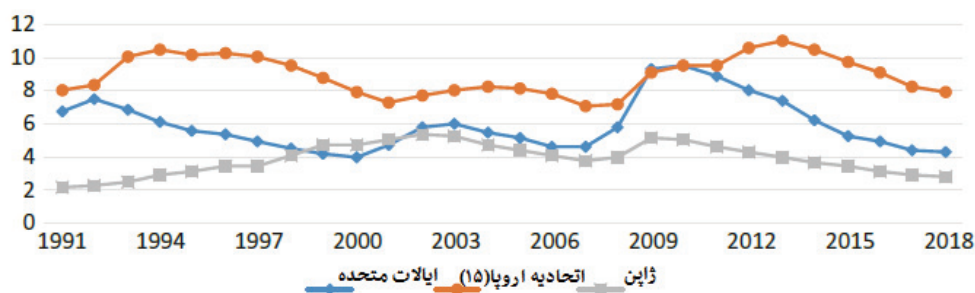
۳. سرمایه‌گذاری در سرمایه فیکس از دوره پیش از بحران پایین‌تر است. نرخ انباشت در ایالات متحده و در پانزده کشور اروپایی حول ۱ درصد در نوسان است، و در ژاپن پس از یک دوره چهار ساله کاهش سرمایه‌گذاری (۲۰۱۲ - ۲۰۰۹) به زحمت از صفر درصد فراتر رفته است. دستکم از سال ۱۹۶۰ نرخ انباشت تا این حد پایین نبوده است. نظارت سختگیرانه‌تر بر بانک‌ها، و ثبیت و در مواردی کاهش نسبت  $\frac{\text{بدهی خصوصی}}{\text{درآمد واقعی}}$  باعث کند شدن ضرب‌آهنگ انباشت شده است.

۴. و البته بارآوری کار با نرخ به شدت ضعیفی افزایش یافته است. این نرخ در ایالات متحده میان صفر و ۱٫۵ درصد، در اتحادیه اروپا (۱۵) میان ۰٫۵ و ۱ درصد و در ژاپن میان صفر و ۱ درصد در نوسان بوده است. کاهش همزمان و شدید بارآوری در قطب‌های اقتصادی دنیا دستکم از جنگ دوم جهانی به این طرف دیده نشده بود.

همانطور که در جدول ۵.۱ نشان داده شده است بجز اتحادیه اروپا (۱۵) نرخهای بیکاری بار دیگر به سطوح پیش از بحران سقوط کرده‌اند. البته باید در نظر داشت که آمار بیکاری افرادی را که از پیدا کردن کار نومید شده‌اند به حساب نمی‌آورد.

بانک‌های مرکزی کشورهای پیشرفته برای مواجهه با بحران آزمایش پولی بی‌سابقه‌ای در تاریخ اقتصادی انجام دادند: مقادیر سرسام‌آور تریلیون دلاری را به اقتصاد تزریق کرده و به این ترتیب قسمت دارایی تراز پرداخت‌های خود را افزایش دادند. در نتیجه بین سالهای ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۷ (تا پایان سه ماهه اول ۲۰۱۷) دارایی‌های بانکهای مرکزی اقتصادهای پیشرفته از ۹ هزار میلیارد دلار به ۲۵ هزار میلیارد دلار جهش کرد. تنها سه تا از قدرتمندترین بانک‌های مرکزی جهان توسعه‌یافته (ایالات متحده، اتحادیه اروپا و ژاپن)، عمدتاً از طریق خرید بدهی‌های دیگر کشورها و انواع اوراق قرضه، دارایی‌های خود را از ۳ هزار میلیارد دلار به ۱۳ هزار میلیارد دلار افزایش دادند. دارایی‌های فدرال رزرو آمریکا از معادل ۵ درصد تولید ناخالص ایالات متحده به ۲۴ درصد رسید، دارایی‌های بانک مرکزی اروپا از ۱۵ به ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی حوزه یورو و دارایی‌های بانک مرکزی ژاپن از ۲۱ درصد به ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی این کشور رسید.

بخش خیلی بزرگی از این دارایی‌ها از اوراق قرضه دولتی تشکیل شده است. در آوریل ۲۰۱۷، اوراق قرضه دولتی در اختیار فدرال رزرو ۵۵ درصد مجموع دارایی‌های آن را تشکیل می‌داد (۱۳،۴ درصد بدهی دولتی ایالات متحده). این رقم برای بانک مرکزی اروپا ۳۸ درصد (۱۶،۸ درصد بدهی دولتی حوزه یورو) و برای ژاپن ۸۴،۵ درصد است (۳۸،۹ درصد بدهی دولتی ژاپن). سهم دیگر اوراق قرضه از دارایی‌های فدرال رزرو (عمدتاً اوراق قرضه نهادهای دولتی و وام‌های مسکن) ۳۹،۸ درصد مجموع دارایی‌های فدرال رزرو است.



نمودار ۵،۱: نرخ بیکاری در ایالات متحده، اتحادیه اروپا (۱۵) و ژاپن بین سالهای ۱۹۹۱-۲۰۱۸  
منبع: آمکو

سهم بانک مرکزی اروپا و بانک مرکزی ژاپن به ترتیب ۸،۱ و ۳،۹ درصد دارایی‌های هر کدام از این بانک‌هاست (بانک توافقات بین‌المللی، ۲۰۱۷، ص ۷۲).

این «تسهیل کمی» بی‌سابقه با افزایش مصنوعی تقاضا برای انواع اوراق قرضه (بدهی دولتی، مشتقات مالی، و غیره) تا حد زیادی از سرعت از دست رفتن ارزش سرمایه موهوم کاست.

به عنوان مثال، بانک‌های مرکزی با خرید اوراق قرضه دولتی در بازارهای اولیه و ثانویه قیمت اوراق قرضه را بالا نگه داشتند تا به این ترتیب از سقوط ارزش سرمایه موهوم جلوگیری کنند. اما اوراق قرضه دولتی دقیقاً چیست؟ در غالب اوقات این اوراق حتی دارای وثیقه مادی نیز نیستند. اینها در واقع بیانگر حق برداشت مالیات‌هایی هستند که دولت‌ها در آینده قرار است دریافت کنند.

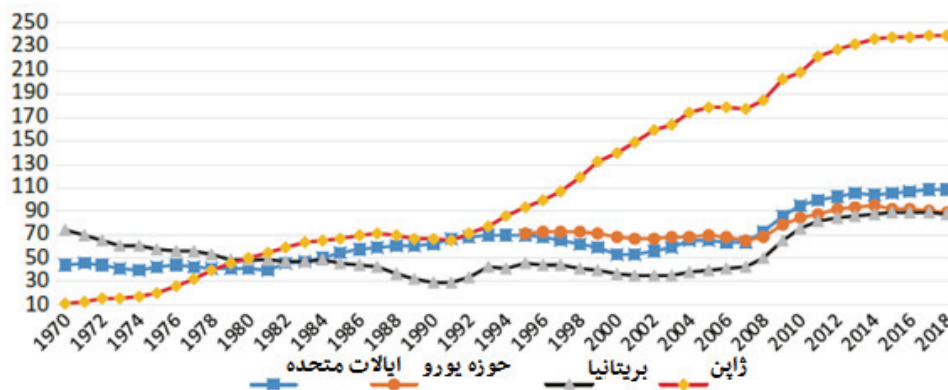
در این شکی نیست که جلوگیری از سقوط ارزش اوراق قرضه دولتی حاوی معنی اقتصادی مشخصی است: بانک‌های مرکزی با این کار توانستند نرخ بهره روی بدهی دولتی را پایین نگه دارند. وقتی اوراق قرضه ۱۰۰ دلاری با نرخ بهره ۳ درصد در بازارهای ثانویه به قیمت ۵۰ دلار به فروش میرسد، برای آنکه اوراق قرضه جدید بتواند از نظر رقابتی جذاب باشد باید دستکم ۶ درصد نرخ بهره داشته باشد. همانطور که در فصل سوم نشان دادیم سیاست آلترناتیوی در این رابطه وجود دارد: این که بر اساس معیارهای اجتماعی بخشی از بدهی

دولتی لغو و بطور نظارت‌شده‌ای ارزش موهوم این بدهی زدوده شود. دخالت گسترده بانکهای مرکزی با ابزار «تسهیل کمی» برای «نجات» ارزش اوراق قرضه دولتی به این معنی است که ادامه سیاستهای مالی دهه‌های اخیر ناممکن بوده است.

تسهیل کمی به دولت‌های دارای هژمونی اجازه داد تا درست در موقعی که بدهی دولتی (بخاطر عملیات نجات بانکها، مدیریت ابعاد اجتماعی بحران، و غیره) آنها به سرعت داشت رشد میکرد (نک. نمودار ۵.۲) با نرخهای بهره پایین قرض بگیرند. با وجود این، با خرید اوراق قرضه دولتی در بازارهای اولیه و ثانویه، همزمان از سرعت کاهش ارزش سرمایه موهوم کاسته شد. اگر تسهیل کمی نبود «کوتاه کردن» بدهی دولتی اجتناب‌ناپذیر میگشت.

اما سیاست پولی نیز محدودیت‌هایی دارد. رقابت مستقیم بانکهای مرکزی با بخش خصوصی در بازارهای اوراق قرضه دولتی نه تنها به نرخهای بهره پایین بلکه غالباً به نرخهای بهره صفر و حتی منفی انجامید: آلمان و فرانسه و اسپانیا و ایتالیا و ژاپن و نروژ و سوئد و ژاپن با نرخهای بهره واقعی منفی در بازار اوراق قرضه با سررسیدهای مختلف (از دو تا ده سال) قرض میگیرند. بر اساس گزارش آژانس امتیازدهی فیتچ، در ژوئن ۲۰۱۶، مقدار اوراق قرضه دولتی با نرخ بهره واقعی منفی از ده هزار میلیارد دلار گذشت (اورانژ، ۲۰۱۶).

نرخ بهره منفی بر بدهی دولتی مشکلی جدی است؛ بخصوص برای سازمان‌ها و صندوق‌هایی که قانوناً موظفند بخشی از دارایی‌های خود را در اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری کنند (مثل بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی).



نمودار ۵.۲: بدهی ملی در ایالات متحده، حوزه یورو (۲۰۱۸-۱۹۷۵)، بریتانیا و ژاپن، بین سالهای ۱۹۷۰ و ۲۰۱۸  
منبع: آمکو

این مستقیماً کارگران را تحت تاثیر قرار میدهد چرا که پرداختی‌های آنها به صندوق‌های بازنشستگی را افزایش میدهد (غالباً بیشتر از دو برابر). مزدبگیران اگر بخواهند حقوق

بازنشستگی معادل ۷۵ درصد آخرین مزد خود را دریافت کنند چاره‌ای جز پذیرش افزایش سهم پرداختی خود ندارد.

این «تسهیل کمی» یا عبارت دیگر انبساط عرضه پول چنان ابعادی به خود گرفت که منجر به نرخهای بهره بانک مرکزی صفر یا منفی شد. به عنوان مثال نرخ بهره مرکزی فدرال رزرو از سال ۲۰۰۸ به اینطرف منفی بوده است.

این وضعیت سیستم بانکداری سنتی را نیز آسیب‌پذیر ساخته است؛ سیستم بانکداری سنتی عبارت است از تبدیل سپرده‌های بانکی به وام و ایجاد مشوق‌هایی برای سپرده‌گذاری بیشتر. اما بانکهای اروپایی در عوض در سالهای اخیر نه تنها سپرده‌گذاری را تشویق نمیکنند بلکه با «هزینه» دانستن سپرده عملاً آن را نکوهش کرده‌اند. به عنوان نمونه، یک بانک تعاونی در ایالت باواریای آلمان به نام رایفایزنبانک (Raiffeisenbank) در سال ۲۰۱۶ تصمیم گرفت برای جبران هزینه سپرده‌های خودش با نرخ بهره منفی ۰٫۴ درصد در بانک مرکزی اروپا بر سپرده‌های بالای ۱۰۰ هزار یورو کارمزد ۰٫۴ درصدی تعیین کند. با این روش یا روشی دیگر، بطور مستقیم یا غیرمستقیم، بانکها در تلاشند هزینه سپرده‌های خود در بانکهای مرکزی را به دوش سپرده‌گذاران خود منتقل کنند.

بانکها برای کسب بیشترین سود و تقسیم بیشترین سود سهام میان سهامداران خود با یکدیگر رقابت میکنند. اما اگر فعالیت کلاسیک بانکداری، یعنی ایفاء نقش واسطه برای تبدیل سپرده به وام هر چه بیشتر جذابیت خود را از دست میدهد، آیا نمی‌توان گفت که سیاست‌های مالی بانکها را مستقیماً به سمت «سرمایه‌گذاری»های پرخطر و پرخطرتی در انواع بازارهای سهام بین‌المللی، بازار مشتقات مالی، بازارهای آتی، املاک و غیره هدایت میکند؟ سیاست پولی که قرار بوده ثبات سیستم بانکی را تضمین کند در عمل خلاف آن را انجام داده است. عبارت دیگر دارد زمینه را برای بحران بانکی جدیدی آماده میکند. به این خاطر است که حتی خود بانکداران از جمله مدیرکل سابق دویچه بانک، جان کریان، از سیاست تعیین نرخهای بهره صفر و منفی توسط بانکهای مرکزی انتقاد کرده‌اند. کریان میگوید که چنین سیاستی سیستم بانکی را بی‌ثبات ساخته و منجر به سوداگری‌های پرخطر میشود (سیمز، ۲۰۱۷).

بانک مرکزی اروپا سیاست پولی خود را با تاخیر قابل‌توجهی با سیاست پولی فدرال رزرو تنظیم کرد. این تاخیر بانک مرکزی اروپا خیلی از اقتصاددانان را به این باور رساند که تلاشی حوزه یورو اجتناب‌ناپذیر خواهد بود. بانک مرکزی اروپا در ژوئیه ۲۰۰۸ در میان بحران مالی نرخ بهره اسمی بانک مرکزی را تا ۴٫۵ درصد افزایش داد در حالی که فدرال رزرو برای تعدیل رکود پیش رو از نرخ بهره بانک مرکزی کاست (خلفا، ۲۰۱۴). در واقع بانک مرکزی اروپا نگران

افزایش احتمالی نرخ تورم بود در حالی که خطر واقعی تنزیل قیمت‌ها (deflation) بود. به همین خاطر در ادامه ناچار شد که نرخ بهره بانک مرکزی را به تدریج بکاهد، هرچند بار دیگر در آوریل ۲۰۱۱ آن را افزایش داد. با وجود این، افزایش ملایم تورم که در آن مقطع مشاهده شد ناشی از افزایش قیمت مواد خام وارداتی به حوزه یورو بود؛ نرخهای بهره بانک مرکزی در برابر این افزایش قیمت ناتوان بودند. بانک مرکزی اروپا، در ادامه، بخاطر عملکرد خیلی ضعیف اقتصاد حوزه یورو مجبور شد بار دیگر نرخ بهره بانک مرکزی را بکاهد؛ این نرخ در نوامبر ۲۰۱۳ به ۰٫۲۵ درصد سقوط کرد. تاخیر بانک مرکزی اروپا در همراه شدن با سیاست پولی فدرال رزرو و بانک ژاپن تاثیر کمتری در فعالیت های اقتصادی این اتحادیه گذاشت.

بانک مرکزی اروپا از اواسط سال ۲۰۱۰ تا آغاز سال ۲۰۱۲ با برنامه بازار اوراق قرضه (SMP) و صرف ۲۰۰ میلیون یورو تلاش کرد تا با خرید بدهی های دولتی از بانک های خصوصی در بازارهای ثانویه بازارهای بدهی های دولتی را تثبیت کند. بانک مرکزی اروپا از دسامبر ۲۰۱۱ تا فوریه ۲۰۱۲ عملیات تامین مالی بلندمدت (LTRO) را اجرا کرد؛ این برنامه برای حمایت از بانک های خصوصی و تشویق فعالیت اقتصادی، وام های سه ساله با نرخ بهره خیلی پایین میداد. حاصل این برنامه نومیدکننده بود و فقط باعث افزایش ناچیزی در وام هایی که این بانک ها به شرکت ها و خانوارها میدادند شد. علیرغم نرخ بهره خیلی پایین، این بانکها ترجیح دادند پولی که از بانک مرکزی اروپا قرض گرفته بودند را در همین بانک سپرده گذاری کنند.

ادامه دار شدن بحران بازارهای بدهی های دولتی در کشورهای جنوب حوزه یورو، بویژه در ایتالیا و اسپانیا (یونان نقداً از بازار بیرون افتاده بود) ماریو دراگی را ناچار کرد تا در ۲۶ ژوئیه ۲۰۱۲ اعلام کند که بانک مرکزی اروپا برای نجات یورو «هر کاری لازم باشد» انجام خواهد داد. برنامه معاملات فوری مالی (OMT) در سپتامبر همان سال معرفی شد؛ این برنامه خرید نامحدود بدهی های دولتی را در بازارهای ثانویه ممکن میساخت.

حوزه یورو (دوازده کشور اروپایی) پس از رکود بزرگ ۲۰۰۹ (-۴٫۴ درصد) در سالهای ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳ به ترتیب شاهد رشد منفی ۰٫۹- درصد و ۰٫۳- درصد بود. تازه از سال ۲۰۱۴ بود که نرخهای رشد حوزه یورو بار دیگر مثبت شدند (بین ۱٫۳ و ۲٫۲ درصد). و این موقعی بود که سیاست پولی بانک مرکزی اروپا، در بستر تنشهای داخلی و مخالفت رسمی با بانک مرکزی آلمان، خود را با سیاست های پولی دیگر بانکهای مرکزی دیگر اقتصادهای پیشرفته هماهنگ میکرد. در سال ۲۰۱۴ نرخ بهره اسمی بانک مرکزی اروپا، در پی کاهشهای متعدد، به صفر نزدیک شد، در حالی که نرخ بهره واقعی سپرده های بانک های خصوصی در بانک مرکزی اروپا منفی شده بود.

همزمان بانک مرکزی اروپا تحت عملیات تامین مالی بلندمدت (LTRO) ۴۰۰ میلیارد یورو با نرخ بهره ۰٫۱۵ درصد به بانکهای خصوصی تخصیص داد، با این شرط که این بانک‌ها از این منابع برای تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط استفاده کنند. بانک مرکزی اروپا جدای از این نرخ بهره تقریباً صفر درصد، برای تشویق بانکهای خصوصی به قرض دادن، به آنها اجازه داد تا منابع دریافتی از بانک مرکزی را به اوراق قرضه با پشتوانه دارایی (ABS)، تبدیل کنند تا بانک مرکزی اروپا بتواند این اوراق را از این بانکها بازخريد کند. به این ترتیب بانکهای خصوصی نه تنها از دست ریسک همراه این وامها خلاص شدند بلکه نسبت <sup>نقدینگی</sup>/<sub>تمهدهات</sub> که مورد مطالبه قانونگذار است نیز ثابت ماند، چرا که مشتقات مالی، یعنی اوراق قرضه با پشتوانه دارایی (ABS)، جزو اقلام خارج از ترازنامه محسوب میشوند.

در حالی که بانک مرکزی اروپا در ابتدا خواهان «عقیم» کردن حجم پولی مازادی بود که با خرید بدهیهای دولتی از بانکهای خصوصی ایجاد میشد و آنها را ناچار میکرد تا همان مقادیر را بار دیگر در بانک مرکزی اروپا سپرده‌گذاری کنند، در سال ۲۰۱۴ این قید را که گفته میشد برای مقابله با افزایش نقدینگی «تورمزا» در اقتصاد است حذف کرد.

تمامی این اقدامات، که از حوزه وظایف بانک مرکزی اروپا خیلی فراتر می‌رود، با از بین بردن خطر تنزیل قیمت‌ها جان تازه‌ای به یورو داد. تنزیل قیمت‌ها برای فعالیت مولد خیلی مضر است چرا که شرکت‌ها وقتی ببینند هزینه مرتبط با ابزارهای تولیدی که به آنها نیاز دارند قرار است کاهش یابد، در حالی که حاشیه سودشان با سقوط قیمت محصولات خودشان کاهش یافته، سرمایه‌گذاری‌های خود را معلق میکنند. افزایش نرخهای بهره واقعی به دنبال تنزیل قیمت‌ها تادیه بدهی‌های دولتی و خصوصی و همچنین تامین مالی فعالیتهای اقتصادی و کسری بودجه را دشوارتر می‌سازد.

همانطور که پیشتر نیز گفته شد، این اقدامات به دوره تازه‌ای از سرمایه‌گذاری بالاتر و نرخهای رشد بالاتر نیانجامید و کمکی به حل مشکل اصلی اقتصاد نکرد: تولید مازاد ساختاری ارزش مبادله، ناشی از بیشتر بودن ظرفیت تولید از تقاضای قابل تحقق. بانکهای مرکزی طوری با این مشکل برخورد میکنند گویی مشکل نقدینگی است.

سیاست پولی بانکهای مرکزی در مواجهه با حباب سرمایه پولی که در سالهای ۲۰۰۷-۲۰۰۸ ترکیب منجر به شکل‌گیری حبابهای دیگری شده که دیر یا زود خواهد ترکید. بهترین نمونه بازار املاک است که با استفاده از پول ارزان، در برخی از شهرها و مناطق ممتاز رونق تازه‌ای را تجربه میکند. در مورد سهام خیلی از شرکت‌ها نیز همینطور است: از آنجا که تقاضا بیشتر از عرضه است قیمت سهام افزایش یافته در حالی که درآمد حاصل از آن در حال کاهش است؛ درست مثل اوراق قرضه دولتی.

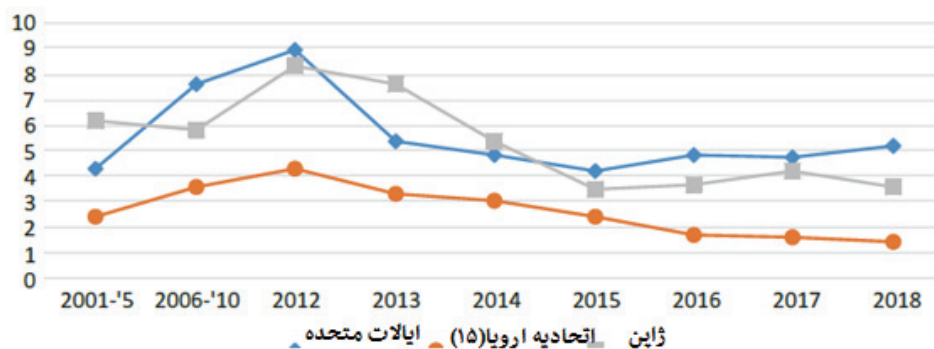
بدون شک خود بانک‌های مرکزی نیاز به بازگشت به سیاست پولی «نرمال» را متوجه‌اند اما حرکت از یک «وضعیت اضطراری» بی‌سابقه و طولانی به «وضعیت نرمال» می‌تواند منجر به رکودهای تازه شود. لازمه این جابجایی مدیریت خیلی ظریف از جانب بانک‌های مرکزی و نرخهای رشد «قابل قبول» است.

بجای بررسی جزئیات لازم برای چنین گذاری، در اینجا به اثری که افزایش نرخ بهره بانک مرکزی می‌تواند در طی این گذار بر بدهی‌های دولتی بگذارد می‌پردازیم. اگر بخش دولتی و دولت و بانک‌های مرکزی را همچون یک واحد در نظر بگیریم، خرید اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی معادل تبدیل یک بدهی دولتی کم و بیش بلندمدت به بدهی خیلی کوتاه‌مدت است: بانک مرکزی برای خرید اوراق قرضه دولتی خود را بدهکار می‌کند. ضمانت این تعهدات معمولاً ذخایر مازاد است که در اختیار بانک‌ها قرار دارد. نرخ بهره برای این ذخایر همراه با نرخ بهره بانک مرکزی نوسان می‌کند. در نتیجه، اگر نرخ بهره این ذخایر مازاد افزایش یابد، آنوقت هزینه تامین مالی بدهی دولتی نیز بلافاصله افزایش خواهد یافت.

بعنوان مثال فرض کنیم که بانک مرکزی خرید بدهی‌های دولتی را متوقف کرده و تاریخ سررسید اوراق قرضه‌ای که در اختیار دارد نیز در این دوره نباشد. اگر در همین دوره، مثلاً در سال ۲۰۱۹، نرخ بهره بانک مرکزی تغییر کند چه اتفاقی خواهد افتاد؟ اگر ذخایر مازاد ۵۰ درصد بدهی‌های دولتی باشند، آنگاه افزایش ۲ درصدی نرخ بهره روی این ذخایر مازاد معادل ۱ درصد بدهی دولتی خواهد بود. اگر بدهی دولتی معادل ۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی باشد و هزینه تامین مالی بدهی دولتی در ابتدا ۲ درصد تولید ناخالص داخلی بود، حالا معادل ۳ درصد تولید ناخالص داخلی میشود - یعنی این هزینه ۵۰ درصد افزایش میابد (بانک توافقات بین‌المللی، ۲۰۱۷، ص. ۷۵).

هر چه حجم بدهی عمومی که اختیار بانک مرکزی است بیشتر باشد حجم ذخایر مازاد در اختیار آنها نیز بیشتر خواهد بود و در نتیجه گذار به سیاست پولی «عادی» نیز دشوارتر خواهد بود. بانک مرکزی ژاپن که ذخایر مازادش معادل ۲۸،۵ درصد بدهی دولتی این کشور است با بزرگترین مشکل مواجه است. ذخایر مازاد بانک مرکزی انگلستان معادل ۲۵ درصد بدهی دولتی بریتانیا است، و این نسبت برای بانک مرکزی اروپا ۱۶،۶ درصد بدهی عمومی حوزه یورو است. ذخایر مازاد فدرال رزرو نیز معادل ۱۱،۸ درصد بدهی دولتی ایالات متحده است.





نمودار ۵،۳: کسری مالی در ایالات متحده، اتحادیه اروپا (۱۵) و ژاپن، میان سالهای ۲۰۰۱-۲۰۱۸

*European Economy, Statistical Annex, Spring 2017*

جدای اثراتی که حذف تدریجی تسهیل کمی روی هزینه تامین مالی بدهیهای دولتی میگذارد، سیاست پولی باید با مشکلات ویژه دوره انتقال نیز مواجهه شود؛ دوره‌ای که طول آن بستگی دارد به زمان سررسید اوراق قرضه دولتی در اختیار بانکهای مرکزی: ۱۲،۵ سال در بریتانیا، ۸ سال در ایالات متحده و حوزه یورو و ۶،۹ سال در ژاپن (بانک توافقات بین‌المللی، ۲۰۱۷، ص. ۷۲).

سیاستهای پولی اجرا شده موقتاً سیستم مالی ورشکسته را نجات داد. اما نتیجه آن بازگشت به وضعیت اقتصادی «عادی»، یا حتی بازگشت به نرخهای رشد دوره پیش از بحران، نبود. حتی بانکهای مرکزی امروزه معترفند که «سیاست پولی نمی‌تواند همه کاری بکند».

بازگشت به وضعیت پولی «عادی»، که امروزه به دنبال آن هستند، حتی اگر بانکهای مرکزی به بهترین شکل ممکن آن را مدیریت کنند، اثرات مخربی بر فعالیت‌های مولد خواهد گذاشت. به محض آنکه بانکهای مرکزی نرخ بهره را بالا برده و از «تسهیل کمی» بکاهند، سیاستهای ریاضتی تشدید خواهد شد. و این به معنی کاهش بیشتر رشد تولید ناخالص داخلی است. امروز بودجه حوزه یورو چنان پایین است که دیگر برای کاهش بیشتر آن جایی نیست (نک. نمودار ۵.۳).

لازم به یادآوری است که نرخهای رشدی که تولید ناخالص داخلی از سال ۲۰۱۰ به اینطرف تجربه کرده، هرچند خیلی کمتر از دوره پیش از بحران بوده‌اند، اما همین نیز تا حد زیادی نتیجه سیاست مالی ایالات متحده و در ابعاد کمتری ژاپن بوده است. حوزه یورو از اثر مثبتی که کسری بودجه دیگر کشورها بر اقتصاد این حوزه دارد بهره میبرد، در عین حال که سیاست بودجه‌ای خیلی محدودکننده‌ای را اجرا میکند و کسری بودجه‌ای کمتر از ۳ درصد تعیین شده توسط معیار ماستریکت دارد. همین که ایالات متحده و ژاپن از کسری بودجه خود بکاهند از سرعت رشد تولید ناخالص داخلی در اروپا کاسته خواهد شد.

باید نگرانی‌های بانک توافقات بین‌المللی را خیلی جدی گرفت:

«عادی‌سازی سیاست‌های پولی در اقتصادهای بزرگ پیامدهایی فراتر از مرزهای این کشورها خواهد داشت. دهه گذشته نشان داد که پیامدهای مسری سیاست پولی می‌تواند مشکلات بزرگی برای بانک‌های مرکزی ایجاد کرده و کارکرد اقتصاد جهانی را مختل سازد... این سخت‌تر شدن شرایط مالی همراه با ناپایدار بودن بازارهای مالی می‌تواند پیامدهای کلان قابل توجهی داشته باشد... این خطر را دارد که فعالیت اقتصادی را دچار رکود سازد (بانک توافقات بین‌المللی، ۲۰۱۷، صص. ۷۲ و ۷۴).

#### منابع:

- Bank for International Settlements. (2017). *87th Annual Report, 1st April 2016–31st March 2017*. Basel. Retrieved from: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e.pdf>
- Brenner, R. (2016). *The Economics of Global Turbulence: The Advanced Capitalist Economies from long Boom to long Downturn, 1945–2005*. London, New York: Verso.
- Dossier de Presse. (2015, May 18). *L'usine du futur: Réunir la nouvelle France Industrielle*. Retrieved from: [https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/industrie-du-futur\\_dp.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/industrie-du-futur_dp.pdf)
- European Commission. (2017, Spring). *European Economy, Statistical Annex*. Retrieved from: [https://ec.europa.eu/info/files/statistical-annex-europeaneconomy-spring-2017\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/statistical-annex-europeaneconomy-spring-2017_en)
- European Parliament. (2016). *Unemployment and Poverty: Greece and Other (Post-) Programme Countries*. Retrieved from: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/578991/IPOL\\_BRI\(2016\)578991\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/578991/IPOL_BRI(2016)578991_EN.pdf)
- Forschungsunion & AKATECH. (2013, April). *Deutschlands Zukünftals Produktionsstandortsichern. Umsetzungsempfehlungen für das Zukunftsprojekt Industrie 4.0. Abschlussbericht des Arbeitskreises Industrie 4.0*. Retrieved from: [https://www.bmbf.de/files/Umsetzungsempfehlungen\\_Industrie4\\_0.pdf](https://www.bmbf.de/files/Umsetzungsempfehlungen_Industrie4_0.pdf)
- Gechert, S., & Rannenberg, A. (2015). The Costs of Greece's Fiscal Consolidation. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, Vol. 84 (*The Greek Crisis: A Greek Tragedy?*), pp. 47–59. Retrieved from: <https://doi.org/10.3790/vjh.84.3.47>
- Husson, M. (2013). Economie Politique du "système-euro", *Social Sciences: Trilingual Revue of Social Research*, 2–3, 163–182.
- IMF. (2013, June). *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 13/156. Retrieved from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>
- Khalfa, P. (2014, September 11). Super Mario au secours de l'économie européenne? *Mediapart*. Retrieved from: <https://blogs.mediapart.fr/pierre-khalifa/blog/110914/super-mario-au-secours-de-l-economie-europeenne>
- Krugman, P. (2012). *End This Depression Now!*. New York, London: W.W. Norton & Company.
- OECD. (2013). *OECD Economic Surveys: Greece 2013*. Retrieved from: [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-greece-2013\\_eco\\_surveys-grc-2013-en](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-greece-2013_eco_surveys-grc-2013-en)
- Orange, M. (2016, August 25). Les Banquiers centraux face "la plus grande expérimentation monétaire". Retrieved from: <https://www.mediapart.fr/journal/economie/250816/les-banquiers-centraux-face-la-plus-grande-experimentation-monetaire?onglet=full>
- Piketty T., & Saez E. (2008, March). The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective. Retrieved from: <http://elsa.berkeley.edu/~saez/>
- Roberts, M. (2016). *The Long Depression: How it Happened, what it Happened and What Happens Next*. Chicago: Haymarket Books.
- Sims, T. (2017, September, 6). Deutsche Bank demande à la BCE d'en finir avec l'argent trop facile. Retrieved from: <https://fr.reuters.com/article/business-News/idFRKCN1BH16C-OFRBS>
- Spath, D. (Ed), Ganschar, O., Gerlach, S., Hämmerle, M., Krause, T., & Schlund, S. (2013). *Produktion Arbeit der Zukunft—Industrie 4.0*. Stuttgart: Fraunhofer Verlag.
- Tombazos, S. (2011). Centrifugal Tendencies in the Euro Area. *Journal of Contemporary European Studies*, Volume 19, Issue 1, 33–46.
- Tombazos, S. (2017). The Vicious Cycle of Cyprus's Economic Crisis. In Hannapi, H., Katsikides, S., & Scholz-Wäckerle, M. (Eds), *Evolutionary Political Economy in Action: A Cyprus Symposium*. Abington: Routledge.

Truth Committee on Public Debt. (2015). *Preliminary Report*, Athens: Greek Parliament. Retrieved from: <https://auditoriacidada.org.br/wp-content/uploads/2014/06/Report-Greek-Truth-Committee.pdf>

Varoufakis, Y. (2017). *Adults in the Room: My Battle with Europe's Deep Establishment*. New York: Vintage.

Varoufakis, Y. (2018, August 26). Greece was never bailed out—it remains locked in an EU debtor's prison. *The Guardian*. Retrieved from: <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/aug/26/greece-was-never-bailedout%2D%2D-it-remains-a-debtors-prison-and-the-eu-still-holds-the-keys>