

# پایان کیمیاگری

پول، بانکداری و آینده اقتصاد جهانی

مروین کینگ

رئیس سابق بانک مرکزی انگلیس

ترجمه

افشین خاکباز

فرهنگ نشر نو

با همکاری نشر آسیم

## خوب، بد، زشت

به نظر من اگر کاپیتالیسم را عاقلانه مدیریت کنند، احتمالاً می‌توانند آن را به کارآمدترین نظام قابل تصور برای دستیابی به اهداف اقتصادی تبدیل کنند.

جان مینارد کینز، پایان اقتصاد آزاد (۱۹۲۶)<sup>۱</sup>

تجربه اشتباه فاجعه‌بار، تجربه سودمندی است که هیچ اقتصاددانی نباید از آن بی‌بهره بماند و شمار اندکی از آن بی‌بهره مانده‌اند.

جان کینث گالبرایت<sup>۲</sup>، زندگی در زمانه ما (۱۹۸۲)<sup>۳</sup>

تاریخ چیزی است که قبل از تولد ما رخ داده و به همین دلیل است که درس گرفتن از آن این قدر دشوار است: اشتباهات را نسل گذشته مرتکب شده است. در دهه ۱۹۶۰ که دانشجوی بودم، می‌دانستم چرا دهه ۱۹۳۰ آن قدر بد بوده است. آن سال‌ها افکار کهنه اقتصادی راهنمای تصمیمات

1. *The End of Laissez-faire*

2. John Kenneth Galbraith

3. *A Life in Our Times*

دولت‌ها و بانک‌های مرکزی بود، در حالی که شخصیت‌های اصلی را در عکس‌های معاصر همچون آدم‌های متحجر و کهنه‌اندیش کلاه‌به‌سر، با ریش بلندی به تصویر می‌کشیدند که از اقتصاد مدرن بی‌خبرند. نسل جوان‌تری که در دانشگاه و دولت بود، در زمینه اقتصاد مدرن آموزش دیده بود و هرگز اجازه نمی‌داد رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ دوباره تکرار شود.

در دهه ۱۹۶۰، همه چیز ممکن به نظر می‌رسید. افکار و عرف‌های قدیمی را دور اندخته بودند و دنیای جدیدی ما را به سوی خود می‌خواند. در اقتصاد، هجوم ریاضیدانان و مهندسان و فیزیکدانان رویکرد علمی جدیدی را به حوزه‌ای آورد که توماس کارلایل<sup>۱</sup>، فیلسوف و نویسنده سده نوزدهمی «علم ملال‌انگیز»<sup>۲</sup> نامید.<sup>[۱]</sup> این علم نه تنها نویدبخش درک بهتر اقتصاد ما بود، بلکه بهبود عملکرد اقتصادی را نیز نوید می‌داد.

پنجاه سالی که پس از آن آمد، تجربه‌ای زشت و زیبا بود. در آن دوره، درآمد ملی کشورهای پیشرفته بیش از دو برابر شد و در کشورهای موسوم به در حال توسعه، صدها میلیون نفر از فقر شدید نجات یافتند. با این همه، بعد از تورم افسار گسیخته دهه ۱۹۷۰، نوبت به بزرگ‌ترین بحران مالی جهان در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ رسید. این رخدادها چه معنایی دارد؟ دوران بعد از جنگ، دوران موفقیت بود یا شکست؟

### سرچشمه‌های رشد اقتصادی

تاریخ کاپیتالیزم تاریخ رشد و افزایش سطح زندگی است که بحران‌های مالی - که اکثراً ناشی از سوء مدیریت پولی و بانکی بودند - در آن وقفه‌هایی ایجاد کرد. همکار چینی من به واقعیتی مهم و در واقع بسیار عمیق اشاره کرد. بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹ (که از این پس «بحران» می‌نامم)، تقصیر هیچ شخص یا سیاست اقتصادی خاصی نبود، بلکه فقط

آخرین تجلی ناکامی جمعی ما در مدیریت رابطه میان مالیه (یعنی ساختار پول و بانکداری) و نظام کاپیتالیستی بود. به خاطر ناکامی در درک این مسأله است که بیشتر شرح‌هایی که درباره بحران ارائه می‌شود، به جای دلایل اساسی مشکل، بر نشانه‌ها تمرکز می‌کنند. این واقعیت که هنوز این نکته را درک نکرده‌ایم بدان معنا نیست که اقتصاد کاپیتالیستی محکوم به بی‌ثباتی و شکست است. بلکه بدان معناست که باید درباره اینکه چگونه آن را به کار بیندازیم بیشتر فکر کنیم.

ظرف سالیان دراز، اقتصاد کاپیتالیستی نشان داده است که موفق‌ترین راه فرار از فقر و دستیابی به رفاه است. کاپیتالیسم، به معنایی که در این کتاب از آن یاد می‌کنم، نظامی اقتصادی است که در آن مالکان خصوصی سرمایه، مزدبگیران را برای اشتغال در کسب‌وکار خود اجیر می‌کنند و با تأمین منابع مالی از طریق بانک‌ها و بازارهای مالی، هزینه سرمایه‌گذاری را می‌پردازند.<sup>[۲]</sup> غرب برای حمایت از نظام کاپیتالیستی نهادهایی را ساخته است (حاکمیت قانون برای اجرای قراردادهای خصوصی و حمایت از حقوق مالکیت، آزادی اندیشه برای نوآوری و انتشار افکار و ایده‌های جدید، مقررات ضد تراست برای تشویق رقابت و در هم شکستن انحصارات، و سرویس‌ها و شبکه‌هایی همچون آموزش و پرورش، آب، برق و مخابرات که منابع مالی آن توسط همه افراد جامعه تأمین می‌شود و زیرساخت‌های لازم برای حمایت از اقتصاد بازار شکوفا را فراهم می‌سازد). این نهادها تعادلی را میان آزادی و محدودیت و رقابت آزاد و کنترل برقرار می‌کنند. این توازن ظریفی است که با گذشت زمان پدیدار شده و تکامل یافته<sup>[۳]</sup> و سطح زندگی ما را دگرگون کرده است. رشد اقتصادی سالیانه ۲/۵ درصدی، که تقریباً نزدیک به میانگین رشدی است که از زمان جنگ جهانی دوم به این سو در امریکای شمالی و اروپا شاهد بوده‌ایم، مجموع درآمد ملی واقعی را ظرف یک قرن دوازده برابر کرده که نتیجه‌ای واقعاً انقلابی است.

در دو سده گذشته، رشد اقتصادی را بدیهی انگاشته‌ایم. آدام اسمیت<sup>۱</sup> فیلسوف و اقتصاددان سیاسی اسکاتلندی که در بحبوحه آن دوران شگفت‌انگیز تغییر اقتصادی در میانه سده هجدهم می‌نوشت، منبع دور شدن از رکود نسبی اقتصاد (دورانی که در طول آن بهره‌وری، یعنی سرانه تولید ثابت و هرگونه افزایشی ناشی از کشف سرزمین‌های جدید یا سایر منابع طبیعی بود) و حرکت به سوی دوران طولانی‌تر رشد مستمر بهره‌وری را یافت: تخصصی‌سازی. افراد می‌توانستند در زمینه‌های مشخصی متخصص شوند (تقسیم کار) و با بهره‌گیری از تجهیزات سرمایه‌ای، بهره‌وری خود را به چندین برابر آدم‌های همه‌کاره برسانند. اسمیت برای توضیح استدلال خود از مثال کارخانه سوزن‌سازی استفاده کرده که اکنون مثال معروفیست:

یک کارگر... شاید بتواند با بیشترین مهارت، روزی یک سوزن بسازد، و مسلماً نمی‌تواند بیست سوزن بسازد. اما به شیوه کنونی، نه تنها کل این کار به کاری تخصصی بدل شده، بلکه به شاخه‌های متعددی تقسیم شده است. یک نفر سیم را بیرون می‌کشد، نفر بعدی آن را صاف می‌کند، نفر سوم آن را می‌برد، چهارمی سوراخش می‌کند، پنجمی نوکش را تیز می‌کند... بدین ترتیب، کسب‌وکار مهم ساختن یک سوزن اکنون به حدود هجده عملیات مجزا تقسیم می‌شود که هر کدام را یک نفر انجام می‌دهد.<sup>[۴]</sup>

کارخانه‌ای که اسمیت توصیف کرد ده نفر کارگر داشت و روزی ۴۸,۰۰۰ سوزن تولید می‌کرد.

استفاده روزافزون از دانش فنی در کارها، تخصصی‌سازی را افزایش داد و بهره‌وری را بیشتر کرد. تخصصی‌سازی ارتباط تنگاتنگی داشت با نیاز بیشتر به ابزارهای مبادله ثمرات کار فرد با طیف وسیع‌تر کالاهای

سایر متخصصان (پول) و شیوه‌ای برای تأمین مالی خرید تجهیزات سرمایه‌ای که تخصصی‌سازی را میسر می‌ساخت (بانک‌ها). به موازات افزایش تخصصی‌شدن نیروی کار، برای پشتیبانی از آنها به ماشین‌آلات و سرمایه‌گذاری بیشتری نیاز بود و بنابراین، نقش پول و بانک افزایش یافت. بعد از هزار سال که تولید سرانه تقریباً ثابت مانده بود، از میانه سده هجدهم، افزایش آهسته ولی پیوسته بهره‌وری آغاز شد.<sup>[۵]</sup> کاپیتالیسم، به معنای واقعی کلمه کالا تولید می‌کرد. دلیل انقلاب صنعتی در بریتانیا (رشد جمعیت، منابع فراوان زغال سنگ و آهن، نهادهای حمایت‌گر، باورهای دینی و سایر عواملی که در شرح‌های اخیر آمده‌اند) همچنان موضوع بحث تاریخ‌نگاران خواهد بود. ولی تکامل پول و بانک‌داری، یکی از شرایط ضروری آغاز این انقلاب بود.

تقریباً صد سال بعد، با تجربه صنعتی‌سازی و چرخش عظیم نیروی کار از زمین به سوی کارخانه‌های شهری، نویسندگان سوسیالیست چیزها را جور دیگر می‌دیدند. به نظر کارل مارکس<sup>۱</sup> و فریدریش انگلس<sup>۲</sup>، آینده روشن بود. کاپیتالیسم مرحله‌ای گذرا در سفر از فئودالیسم به سوسیالیسم بود. آنها در مانیفست کمونیست<sup>۳</sup> خود در سال ۱۸۴۸، اندیشه‌های خود درباره «سوسیالیسم علمی» را همراه با این دیدگاه جبرگرایانه مطرح کردند که کاپیتالیسم در نهایت سقوط می‌کند و جای خود را به سوسیالیسم یا کمونیسم می‌دهد. بعدها مارکس در نخستین جلد کتاب سرمایه<sup>۴</sup> (۱۹۸۷) به تفصیل درباره این نظریه توضیح داد و پیش‌بینی کرد که مالکان سرمایه ثروتمندتر خواهند شد و در همان حال، انباشت بیش از حد سرمایه باعث سقوط نرخ سود می‌شود، انگیزه سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و طبقه کارگر را به شوربختی می‌کشاند. در سده نوزدهم، طبقه کارگر صنعتی بریتانیا واقعاً در شرایط کاری بسیار بدی به سر می‌برد

1. Karl Marx

2. Friedrich Engels

3. *The Communist Manifesto*

4. *Das Kapital*

که چارلز دیکنز در رمان‌هایش به‌خوبی به تصویر کشیده است. ولی هنوز جوهر نوشته‌های کتاب معروفِ مارکس خشک نشده بود که اقتصاد بریتانیا وارد دوره طولانی افزایش دستمزدهای واقعی شد (دستمزد پولی با احتساب هزینه زندگی). حتی دو جنگ جهانی بزرگ و رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ هم نتوانست افزایش بهره‌وری و دستمزدهای واقعی و ثبات نرخ‌های بهره را متوقف کند. رشد اقتصادی و بهبود سطح زندگی به روال عادی تبدیل شد.

ولی اگر کاپیتالیسم زیر وزن تعارضات داخلی خودش سقوط نکرد، امنیت اقتصادی نیز ایجاد نکرد. در طول سده بیستم، به‌ویژه در طول رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ که بیکاری گسترده، به‌ویژه در اروپا جرقه‌های علاقه دوباره به امکان‌هایی را زد که کمونیسم و برنامه‌ریزی متمرکز وعده می‌داد، تورم لجام‌گسیخته و رکود، سطح زندگی و ثروت انباشته شهروندان در بسیاری از اقتصادهای کاپیتالیستی را کاهش داد. جان مینارد کینز، اقتصاددان بریتانیایی مروج این ایده بود که دخالت دولت برای افزایش کل خرج‌کرد اقتصاد می‌تواند بدون نیاز به سوسیالیسم تمام‌عیار، اشتغال کامل را دوباره برقرار کند. بعد از جنگ جهانی دوم، بسیاری بر این باور بودند که دلیل پیروزی در جنگ، برنامه‌ریزی دولتی بوده است و با همین ابزار می‌توان در صلح نیز پیروز شد. در بریتانیا، در سال ۱۹۶۴، دولت جدید حزب کارگر «برنامه ملی» ارائه داد. این برنامه که از نسخه بسیار ساده‌انگارانه‌ای از اندیشه‌های کینزی الهام گرفته بود، به جای توانایی اقتصادی برای تولید کالا و خدمات بر سیاست‌های تقویت تقاضا برای کالاها و خدمات متمرکز بود. با پیشی گرفتن تقاضا از تولید، اجرای این برنامه باعث تورم شد. در آن سوی اقیانوس اطلس، هزینه‌های روزافزون جنگ ویتنام در اواخر دهه ۱۹۶۰ نیز به افزایش تورم منجر شد.

افزایش تورم، به چارچوب بین‌المللی مورد قبولی فشار آورد که کشورها از زمان موافقتنامه برتون وودز در سال ۱۹۴۴ (که نام خود را

از کنفرانسی گرفته بود که در ژوئیه همان سال در نیو همپشایر برگزار شده بود) در چارچوب آن با یکدیگر معامله می‌کردند. این موافقتنامه که طراحی شده بود تا به اروپای زخم‌خورده از جنگ این امکان را بدهد که به آرامی اقتصاد خود را بازسازی کند و دوباره به نظام تجاری جهان بپیوندد، نظام پولی بین‌المللی‌ای را ایجاد کرد که بر اساس آن کشورها نرخ بهره خود را تعیین می‌کردند ولی برای مبادله در میان خود نرخ تسعیر ثابتی را در نظر می‌گرفتند. چنین کاری نیازمند محدودیت شدید حرکت سرمایه بین این کشورها بود، چون در غیر این صورت سرمایه به جایی می‌رفت که بیشترین نرخ بهره را می‌داشت و حفظ تفاوت‌های میان این نرخ‌های بهره یا نرخ‌های تسعیر ثابت غیر ممکن می‌شد. یادم هست در دهه ۱۹۶۰ که دانشجوی بودم، هیچ مسافر بریتانیایی نمی‌توانست هر سال بیش از ۵۰ پوند برای خرج کردن با خود از کشور خارج کند.<sup>[۶]</sup>

نهادهای بین‌المللی جدید، یعنی صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی، از وجوهی که اعضایشان تأمین می‌کنند برای تأمین مالی کمبودهای موقت ارز خارجی و سرمایه مورد نیاز برای جایگزین کردن کارخانه‌ها و زیرساخت‌هایی استفاده می‌کردند که در طول جنگ جهانی دوم نابود شده بود. این چارچوب بر این باور استوار بود که کشورها نرخ‌های تورم مشابه و پایینی دارند. فرض بر این بود که هرگونه کاهش توانایی رقابتی یک کشور به دلیل تورم بالاتر از شرکای تجاری‌اش، موقتی است و برای جبران آن به سیاست تورم‌زدایی روی می‌آوردند و برای تأمین مالی کسری‌های تجاری کوتاه‌مدت از صندوق بین‌المللی پول وام می‌گرفتند. ولی در اواخر دهه ۱۹۶۰، به نظر می‌رسید تفاوت میان نرخ بهره کشورهای مختلف، به ویژه بین امریکا و آلمان، موقتی و گذرا نیست و به درهم شکستن نظام برتون وودز در سال ۱۹۷۱-۱۹۷۰ منتهی شد. تا اوایل دهه ۱۹۷۰، اقتصادهای عمده به سوی نظام نرخ‌های تسعیر «شناور» حرکت کرده بودند که ارزش



پول خارجی را با عرضهٔ بخش خصوصی و تقاضا در بازارهای ارز خارجی تعیین می‌کرد.

به‌ناچار، در روزهای نخستِ نرخ‌های ارز شناور، انضباطِ کشورها برای حفظ تورم اندک کاهش یافت. وقتی دو تکانهٔ نفتی دههٔ ۱۹۷۰ - یعنی تکانهٔ ناشی از تحریم کشورهای عربی در سال ۱۹۷۳ که به چهاربرابر شدنِ قیمت‌ها منجر شد، و تکانهٔ سال ۱۹۷۹ که بعد از اختلالی که به دنبال انقلاب ایران در عرضهٔ نفت به وجود آمد قیمتِ نفت را دو برابر کرد - به دنیای غرب ضربه زد، تورم بزرگ پدیدار شد که در طول آن نرخ تورم سالیانه در آمریکا به ۱۳ درصد و در بریتانیا به ۲۷ درصد رسید.<sup>[۷]</sup>

### آزمایش‌های اقتصادی

از اواخر دههٔ ۱۹۷۰، دنیای غرب بر چیزی متمرکز بود که اکنون سه تجربهٔ شجاعانه برای مدیریت بهتر پول و نرخ ارز و نظام بانکی می‌دانیم. نخستین تجربه، اعطای استقلال بسیار بیشتر به بانک‌های مرکزی برای کاهش و تثبیت تورم بود که بعدها به سیاستِ تعیین تورم هدف تبدیل شد که هدف ثبات قیمت‌ها در سطح ملی را دنبال می‌کرد. دومین تجربه این بود که به سرمایه اجازه دادند آزادانه بین کشورها حرکت کند و هم در داخل اروپا که در نهایت به خلق اتحاد پولی منجر شد و هم در بخش مهمی از اقتصاد جهانی که بیشترین سرعت رشد را داشت، به‌ویژه در چین که نرخ برابری ارز خود با دلار آمریکا را تثبیت کرد به سوی نرخ ارز ثابت حرکت کردند. و سومین تجربه، حذف مقرراتی که فعالیت‌های نظام بانکی و مالی را محدود می‌کرد به منظور تشویق رقابت بود که به بانک‌ها اجازه داد تا فعالیت‌های خود را در حوزهٔ محصولات و مناطق جدید توسعه دهند و بزرگ‌تر شوند، تا نظام بانکی که در گذشته اغلب با تهدیدِ ریسک‌هایی روبه‌رو بود که در مناطق جغرافیایی یا حوزه‌های کسب‌وکار خاصی متمرکز بودند، به ثبات برسد و ثبات مالی محقق شود.

اکنون شاید بهترین راه برای توصیف این سه تجربه همزمان این باشد که بگوییم این تجربه‌ها سه نوع پیامد داشته‌اند: خوب، بد، زشت. نتیجه خوب دوره ثبات بی سابقه تولید و تورم یا دوران ثبات بزرگ بود که از حدود سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ ادامه داشت. در این دوره، سیاست‌های مالی سرتاسر جهان به شدت تغییر کرد. تعیین نرخ تورم هدف و استقلال بانک مرکزی به بیش از سی کشور تسری یافت. همچنین با کاهش میانگین و نوسانات و ماندگاری تورم، حرکت تورم نیز دستخوش تغییرات چشمگیری شد.<sup>[۸]</sup>

پیامد بد افزایش میزان بدهی‌ها بود. حذف انعطاف نرخ ارز در اروپا و بازارهای نوظهور باعث مازاد و کسری تراز تجاری روزافزون شد. برخی کشورها بسیار پس‌انداز کردند ولی برخی دیگر مجبور شدند برای تأمین مالی کسری‌های خارجی خود وام بگیرند. تمایل کشورهای گروه نخست به پس‌انداز از تمایل کشورهای گروه دوم به خرج کردن بیشتر بود و بنابراین، کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت در بازار سرمایه یکپارچه جهانی آغاز شد. قیمت یک دارایی، اعم از خانه یا سهام شرکت یا هر نوع مطالبه آتی دیگر، ارزش فعلی عواید آتی موردانتظار است (اجاره‌بها، ارزش خدمات مسکن ناشی از سکونت در خانه خودتان، یا سود سهام). برای محاسبه این قیمت، باید با تنزیل ارزش آتی براساس نرخ بهره معینی، ارزش آتی را به ارزش فعلی تبدیل کرد. تأثیر فوری سقوط نرخ بهره، افزایش قیمت دارایی‌هاست. بنابراین، مادام که نرخ‌های بهره در جهان کاهش می‌یافت، ارزش دارایی‌ها (به‌ویژه مسکن) افزایش می‌یافت. از سال ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۶، در ایالات متحده آمریکا بدهی خانوار از کمتر از ۷۰ درصد کل درآمد خانوار به تقریباً ۱۲۰ درصد رسید و در بریتانیا، از ۹۰ درصد به ۱۴۰ درصد افزایش یافت.<sup>[۹]</sup>

پیامد زشت توسعه نظام بانکی بسیارشکننده بود. در آمریکا، تفسیر سهل‌گیرانه مراجع تنظیم‌گر بانکداری فدرال از ترتیبات تفکیک بانکداری تجاری و سرمایه‌ای که در قانون بانکداری سال ۱۹۳۳ اعلام شده بود (که

اغلب به قانون گلاس-استیگال<sup>۱</sup>، دو سناتور می‌گفتند که این قانون را از تصویب مجلس گذرانند معروف است) و هرچه می‌گذشت سهل‌گیرانه‌تر می‌شد، با تصویب قانون گرام-لیچ-بلیلی<sup>۲</sup> سال ۱۹۹۹ به نتیجه‌گیرناپذیر خود رسید و محدودیت‌های باقیمانده فعالیت‌های بانک‌ها را حذف کرد. در بریتانیا، آنچه به انفجار بزرگ سال ۱۹۸۶ معروف شد و ابتدا اقدامی برای ایجاد رقابت در بازار سهام بود، به تصرف بنگاه‌های کوچک کارگزاری سهام و ادغام بانک‌های تجاری و مراکز فروش اوراق بهادار منتهی شد.<sup>[۱۰]</sup> بعد از مقررات زدایی، بانک‌ها به سرعت فعالیت‌های خود را تنوع بخشیدند و گسترش دادند. در سایر کشورهای اروپایی، از مدت‌ها پیش بانک‌های موسوم به بانک‌های فراگیر به روالی عادی تبدیل شده بودند. دارایی‌های بانک‌های بین‌المللی بزرگ ظرف پنج سال منتهی به سال ۲۰۰۸ دوبرابر شد. معامله بین بانکی محصولات مالی جدید و بسیار پیچیده به معنای آن بود که ارتباط بانک‌ها با یکدیگر چنان درهم تنیده شده بود که اگر در یکی از آنها مشکلی ایجاد می‌شد به سرعت به دیگران نیز سرایت می‌کرد و به جای توزیع ریسک، آن را بزرگ‌تر می‌کرد.<sup>[۱۱]</sup> هرچه می‌گذشت اتکای بانک‌ها به منابع خویش برای تأمین مالی و ام‌ها کمتر، و وابستگی‌شان به استقراض بیشتر می‌شد.<sup>[۱۲]</sup> به تدریج سرمایه‌سهامی<sup>۳</sup> بانک‌ها، یعنی وجوهی که سهامداران بانک تأمین می‌کردند، نسبت کمتری از کل وجوه را تشکیل می‌داد. نسبت استقراض<sup>۴</sup>، یعنی نسبت کل دارایی‌ها یا تعهدات به سرمایه‌سهامی بانک، به سطوح شگفت‌انگیزی رسید. در آستانه بحران، نسبت استقراض برای بسیاری از بانک‌ها ۳۰ یا بیشتر، و برای برخی از بانک‌های سرمایه بین ۴۰ و ۵۰ بود.<sup>[۱۳]</sup> این نسبت‌ها برای چند بانک از این نیز بیشتر بود. حتی با نسبت استقراض ۲۵ نیز، فقط ۴ درصد کاهش در ارزش میانگین دارایی‌های یک بانک کافی بود تا کل سهام سهامداران از بین برود و بانک نتواند بدهی‌های خود را بپردازد.

1. Glass-Steagall Act  
3. equity capital

2. Gramm-Leach-Bliley Act of 1999  
4. leverage

تا سال ۲۰۰۸، این جنبه زشت باعث شد که جنبه بد بر جنبه خوب غالب شود. بحرانی که شاید بتوان آن را فاجعه نامید، یعنی رخدادهایی که در سال ۲۰۰۷ در برابر نگاه ناباورانه جهانیان رخ می داد، شکست هر سه تجربه بود. اگرچه افزایش ثبات تولید و تورم فی نفسه مطلوب بود، باعث شد که افزایش عدم تعادل در ترکیب مخارج پنهان شود. برخی کشورها بسیار کم پس انداز می کردند و بیش از حد وام می گرفتند تا بتوانند مسیر مخارج آتی خود را حفظ کنند، در حالی که برخی دیگر آن قدر پس انداز می کردند و وام می دادند که مصرف آنها به زیر سطح قابل تداوم کاهش می یافت. میزان کل پس انداز در جهان آن قدر زیاد بود که نرخ های بهره با احتساب تورم، به سطوحی کاهش یافت که در بلندمدت با رشد سودآور اقتصاد بازار همخوانی نداشت. کاهش نرخ بهره باعث افزایش ارزش دارایی ها و بدهی هایی شد که به اتکای این دارایی های ارزشمند ایجاد می شد. نرخ های بهره ثابت بار بدهی ها را بیشتر کرد و در اروپا، اتحاد پولی سال ۱۹۹۹ قدرت بسیاری از اقتصادهای این قاره را تحلیل برد، چون توانایی رقابت آنها را کاهش داد. بی ثباتی بانک های بزرگی که به میزان زیادی به استقراض متکی بودند، باعث شد حتی در برابر کاهش ناچیز اعتماد آسیب پذیر باشند و سرایت این مسأله به بانک های دیگر، به فروپاشی نظام بانکی در سال ۲۰۰۸ منتهی شد. در ابتدا ماهیت بدفردجام این سه تجربه هنوز معلوم نبود. ولی در طول دهه ۱۹۹۰، حذف تورم سنگین و پرنوسانی که در دهه ۱۹۷۰ اقتصادهای بازار را تضعیف کرده بود، به دوره خوشایند ثبات اقتصادی کلان انجامید. ثبات بزرگ، یعنی همان چیزی که در امریکا اعتدال بزرگ نام گرفته بود، موفقیت سیاست های پولی محسوب می شد و از جنبه های بسیار، چنین نیز بود. ولی این وضعیت دوام نداشت. سیاست گذاران از مشکلاتی که در ذات دو تجربه نخست وجود داشت آگاه بودند، ولی انگار کاری از دستشان بر نمی آمد. در گردهمایی های بین المللی، همچون گردهمایی های صندوق بین المللی پول، سیاست گذاران از «ناترازی های جهانی» گلایه می کردند،

ولی هیچ کشوری انگیزه‌ای نداشت که در این باره کاری انجام دهد. اگر هم کشوری چنین انگیزه‌ای داشت و سعی می‌کرد خلاف موج کاهش نرخ‌های بهره شنا کند، بدون اینکه بتواند اثر چندانی بر اقتصاد جهانی یا نظام بانکی بگذارد دچار کندی آهنگ حرکت اقتصاد و افزایش بیکاری می‌شد. حتی در آن صورت نیز معضل زندانی چهره زشت خود را نشان می‌داد.

از سوی دیگر، معلوم نبود که در نهایت وضعیت اقتصاد جهانی تا چه حد ناپایدار است. به خاطر دارم که در سال ۲۰۰۲، در سمیناری از اقتصاددانان و سیاست‌گذاران شرکت کردم که به اتفاق می‌گفتند در نهایت ارزش دلار امریکا به شدت سقوط خواهد کرد و این مسأله باعث تغییر الگوی مخارج خواهد شد. ولی مدت‌ها قبل از اینکه چنین چیزی رخ بدهد، تجربه سوم با بحران بانکی سپتامبر و اکتبر سال ۲۰۰۸ به پایان رسید. این تکانه که برخی از بزرگ‌ترین و موفق‌ترین بانک‌های تجاری امریکای شمالی و اروپا را ورشکست یا به شدت زمین‌گیر کرد، باعث کاهش شدید اعتماد شد و بزرگ‌ترین سقوط تجارت جهانی از دهه ۱۹۳۰ به این سو را در پی داشت. یک جای کار به شدت می‌لنگید.

درباره دلیل بحران نظرهای مختلفی ارائه شده است. برخی دلیل بحران را سراسیمگی مالی‌ای می‌دانند که همراه با کاهش ناگهانی اعتماد به اعتبار بانک‌ها که سبب شد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از وام دادن به آنها خودداری کنند، نهادهای مالی‌ای را که در اصل سالم بودند با کمبود نقدینگی روبه‌رو کرد و به بحران نقدینگی انجامید. برخی دیگر این بحران را محصول گریزناپذیر تصمیمات بد وام‌دهی بانک‌ها، یعنی بحران پرداخت دیون می‌دانستند که ارزش واقعی دارایی‌های بانک‌ها را آن‌قدر کاهش داد که بیشتر سرمایه سهامی آنها از بین رفت. این بدان معنا بود که بانک‌ها توانایی بازپرداخت بدهی‌های خود را نداشتند.<sup>[۱۴]</sup> ولی تقریباً همه شرح‌های بحران اخیر به نشانه‌ها پرداخته‌اند (فراز و فرود بازارهای مسکن، افزایش سرسام‌آور بدهی‌ها، افراط‌کاری‌های نظام بانکی) نه دلایل بنیادی رخدادهایی که در

سال ۲۰۰۸، اقتصادهای دنیای صنعت را در خود غرق کرد.<sup>[۱۵]</sup> برخی حتی تصور می‌کردند این بحران فقط با بخش مالی امریکا ارتباط دارد. ولی اگر رخدادهای سال ۲۰۰۸ را در متن اقتصاد جهانی در نظر بگیریم، به‌سختی می‌توانیم معنای آنچه را رخ داده و همچنین مشکل عمیق‌تر اقتصاد جهان را درک کنیم.

داستان آنچه رخ داده، یعنی هرآنچه لازم است درباره دلایل بحران اخیر بدانید ولی می‌توانید پرسید، را می‌توان در چند صفحه توضیح داد. و این هم آن داستان.

### داستان بحران

با آغاز سده بیست و یکم، به نظر می‌رسید رفاه اقتصادی و دموکراسی دست در دست یکدیگر حرکت می‌کنند. کاپیتالیسم مدرن، مبتنی بر رشد تجارت، بازارهای آزاد و رقابت و بانک‌های جهانی، بذره‌های رفاه روافزونی را کاشت. در سال ۲۰۰۸، این سیستم فروپاشید. برای درک اینکه چرا این بحران تا بدین پایه بزرگ بود و بدین‌سان همه را غافلگیر کرد، باید از نقطه عطف مهمی، یعنی فروریختن دیوار برلین در سال ۱۹۸۹ آغاز کنیم. در آن زمان، تصور بر این بود که این رخداد نمایانگر پایان کمونیسم، و در واقع پایان توسل به سوسیالیسم و برنامه‌ریزی متمرکز است. برخی این را پایان تاریخ<sup>[۱۶]</sup>، و اکثراً نشانه پیروزی اقتصاد بازار آزاد می‌دانستند. بر خلاف پیش‌بینی مارکس، کاپیتالیسم به جای کمونیسم نشسته بود. با این همه، چه کسی باور می‌کرد سقوط دیوار برلین نه فقط پایان کمونیسم، بلکه آغاز بزرگ‌ترین بحران از زمان رکود بزرگ به این سو نیز باشد؟

ظرف ربع قرن گذشته چه چیزی باعث این تغییر شگفت‌انگیز در موضع اقتصادهای کاپیتالیستی شده بود؟ بعد از زوال مدل‌های سوسیالیستی اقتصاد برنامه‌ریزی‌شده، چین، جمهوری‌های اتحاد جماهیر شوروی سابق و هند از نظام تجارت جهانی استقبال کردند و هر سال، میلیون‌ها کارگر را به

موجودی کارگرانِ سرتاسرِ جهان که کالاهای قابل معامله، به‌ویژه محصولات کارخانه‌ای تولید می‌کردند افزودند. فقط در چین، در سده بیست و یکم بیش از ۷۰ میلیون شغل تولید کارخانه‌ای ایجاد شد که بسیار بیشتر از ۴۲ میلیون نفری بود که در سال ۲۰۱۲ در آمریکا و اروپا در این حوزه فعالیت داشتند.<sup>[۱۷]</sup> مجموع نیروی کاری که به نظام تجارت جهانی عرضه می‌شد بیش از سه برابر شد. اقتصادهای پیشرفته از سیل ورود کالاهای مصرفی ارزان‌قیمت سود می‌بردند، ولی این مسأله به زیان اشتغال در بخش تولیدات کارخانه‌ای تمام شد.

هدف اقتصادهای نوظهور این بود که به پیروی از ژاپن و کره، راهبرد رشد صادرات محور را برگزینند. این کشورها برای تشویق صادرات، نرخ برابری ارزهای خود با دلار آمریکا را در سطح پایینی ثابت نگه داشتند. این راهبرد، به‌ویژه در مورد چین مؤثر بود و سهم این کشور از صادرات جهانی، از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۳ از ۲ درصد به ۱۲ درصد افزایش یافت.<sup>[۱۸]</sup> چین و سایر اقتصادهای آسیایی، مازاد تجاری عظیمی به دست آوردند. به عبارت دیگر، آنها بیش از آنچه مصرف می‌کردند تولید کردند و بیش از آنچه در داخل کشور سرمایه‌گذاری کنند پس‌انداز کردند. میل به پس‌انداز بسیار قدرتمند بود. در غیاب شبکه تأمین اجتماعی، خانوارهای چینی تصمیم گرفتند بخش بزرگی از درآمد خود را برای روزهای بیکاری و بیماری و مصرف در دوران بازنشستگی پس‌انداز کنند. سیاست محدودسازی بیشتر خانواده‌ها به یک فرزند که از سال ۱۹۸۰ به این سو اعمال شد و اتکا به فرزندان برای مراقبت از والدین در دوران بازنشستگی را دشوار کرد، به این میزان پس‌انداز دامن زد.<sup>[۱۹]</sup> به طور کلی، اقتصادهای آسیایی نیز بیشتر پس‌انداز می‌کردند تا در صورت رویارویی با همان شرایطی که در کره و سایر کشورها در بحران مالی دهه ۱۹۹۰ آسیا پدیدار شد و نظام بانکی آنها را با کمبود ارز روبه‌رو کرد ذخایر بزرگی از دلار داشته باشند.

در بیشتر اقتصادهای پیشرفته غرب، همان‌طور که کاهش نرخ پس‌انداز نشان می‌دهد، میل به مصرف دست بالا را داشت. شاید ناپلئون انگلیس را ملت مغازه‌داران توصیف کرده باشد (یا شاید هم چنین توصیفی نکرده باشد)، ولی دقیق‌تر آن است که بگوییم انگلیس ملتی است که دست از خرید برنمی‌دارد. اگرچه مصرف‌کنندگان غربی علاقه زیادی به خرج کردن داشتند، این میل آنها آن‌قدر قوی نبود که تمایل قوی‌تر اقتصادهای نوظهور به پس‌انداز را جبران کند. در نتیجه، در اقتصاد جهانی به عنوان یک کل، با افزایش پس‌انداز، یا آن‌طور که بن برنانکه<sup>۱</sup> - که از سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ ریاست فدرال رزرو (بانک مرکزی امریکا) را بر عهده داشت - به روشنی می‌گوید، با «پس‌انداز بیش از حد» در بازار سرمایه جهانی روبه‌رو بودیم که به تازگی گسترش یافته بود.<sup>[۲۰]</sup>

پس‌انداز بیش از حد، نرخ‌های بهره بلندمدت در سرتاسر جهان را کاهش داد. ما تصور می‌کنیم که نرخ‌های بهره را فدرال رزرو، بانک مرکزی انگلیس، بانک مرکزی اروپا و سایر بانک‌های مرکزی ملی تعیین می‌کنند. مسلماً این درباره نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، یعنی نرخ‌هایی که برای وام‌های یک‌ماهه یا کوتاه‌مدت‌تر اعمال می‌شود صدق می‌کند. در افق دورتر، نرخ‌های بهره بازار تا حد زیادی از انتظارات درباره اقدامات احتمالی بانک‌های مرکزی تأثیر می‌پذیرند. ولی در افق‌های طولانی‌تر، از قبیل یک دهه یا بیشتر، نرخ‌های بهره را تعادل میان خرج و پس‌انداز در کل جهان تعیین می‌کند و بانک‌های مرکزی، در هنگام تعیین نرخ‌های رسمی بهره کوتاه‌مدت، به آن واکنش نشان می‌دهند. دولت‌ها با فروش اوراق بهادار یا اوراق قرضه با سررسیدهای مختلف به بازار که از یک ماه گرفته تا سی سال یا گاهی بیشتر را در بر می‌گیرد، وام می‌گیرند. نرخ بهره چنین وام‌هایی در سررسیدهای مختلف، به منحنی بازده<sup>۲</sup> معروف است.



تمایز مهم دیگر میان نرخ بهره «پول» و نرخ‌های بهره «واقعی» است. نرخ‌های بهره پول نرخ‌های اعلام‌شده عادی هستند. اگر ۱۰۰ دلار قرض بدهید و بعد از یک سال، ۱۰۵ دلار پس بگیرید، نرخ بهره پول ۵ درصد است. اگر در طول همان سال، قیمت مورد انتظار چیزهایی که می‌خواهید بخرید ۵ درصد افزایش یابد، آنگاه نرخ بهره «واقعی» که به دست می‌آورد برابر با نرخ پول منهای نرخ پیش‌بینی شده تورم است (در این مثال، نرخ بهره واقعی صفر است). در سال‌های اخیر، نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در واقع منفی بوده است، چون نرخ‌های بهره رسمی کمتر از نرخ تورم بوده‌اند. و پس انداز بیش از حد، نرخ‌های بهره واقعی را به سطوح بی‌سابقه‌ای کاهش داد.<sup>[۲۱]</sup> در سده نوزدهم و بیشتر سال‌های سده بیستم، نرخ‌های واقعی مثبت بودند و در دامنه ۳ تا ۵ درصد تغییر می‌کردند. حدس من این است که میانگین ده‌ساله جهانی نرخ بهره به‌طور یکنواخت از حدود ۴ درصد در هنگام سقوط دیوار برلین به ۱/۵ درصد در هنگام وقوع بحران کاهش یافت، و از آن پس به حدود صفر رسید.<sup>[۲۲]</sup> با رشد روزافزون اقتصاد کشورهای آسیایی، حجم پس‌انداز سرمایه‌گذارانی همچون دولت چین در بازار سرمایه جهانی بیشتر و بیشتر شد. بنابراین، نه تنها این کشورها میلیون‌ها نفر را به مجموع کارگرانی که در بخش تولید کالا فعالیت داشتند افزودند و دستمزدهای واقعی در سایر کشورها را کاهش دادند، بلکه میلیاردها دلار به مجموع پس‌اندازهایی که به دنبال مفری بودند اضافه کردند و نرخ‌های واقعی بهره در بازار سرمایه جهانی را نیز کاهش دادند.

نرخ‌های بهره واقعی کمتر و قیمت‌های بازار بیشتر برای دارایی‌ها باعث افزایش سرمایه‌گذاری شد. از اوایل دهه ۱۹۹۰ به این سو، با کاهش نرخ بهره واقعی، سرمایه‌گذاری در زمینه پروژه‌هایی با نرخ‌های بازگشت کم سودآور شد. در بازدیدی که از شهرهای مختلف بریتانیا داشتم، همواره از سرمایه‌گذاری در زمینه مراکز خرید جدید تعجب می‌کردم، که توجیهش نرخ‌های پایین بهره و پیش‌بینی‌های نرخ‌های ناپایدار رشد خرید کالاها می‌مصرفی بود.

به مدت یک دهه یا بیشتر بعد از سقوط دیوار برلین، به نظر می‌رسید تأثیرات مازادهای تجاری و حرکت‌های سرمایه کاملاً خوب باشد. بازارهای نوظهور به سرعت رشد می‌کردند و سطح درآمد شهروندانشان به درآمد شهروندان اقتصادهای پیشرفته نزدیک شد. مصرف‌کنندگان در اقتصادهای آزاد، ابتدا از واردات کالاهای مصرفی ارزان‌تر اقتصادهای نوظهور سود بردند. امریکا و بریتانیا و برخی از کشورهای اروپایی که به خاطر این رشد واردات با کسری تراز تجاری مستمر روبه‌رو بودند، برای دستیابی به رشد مستمر و تورم اندک به بانک‌های مرکزی اتکا کردند.<sup>[۲۳]</sup> بانک‌های مرکزی این کشورها برای دستیابی به این هدف، نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت را کاهش دادند تا با کمک به رشد پول، اعتبارات و تقاضای داخلی، فشار کسری تراز تجاری بر تقاضای کل را خنثی کنند. بنابراین، نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت به کمترین میزان خود رسید. این نرخ بهره کم برای همه سررسیدهای مختلف، مصرف را تشویق کرد و اگر نگوئیم در بیشتر اقتصادها، در بسیاری از آنها مصرف را به سوی مسیرهای ناپایداری هدایت کرد.<sup>[۲۴]</sup> با سطوح بالای پس‌انداز در آسیا و افزایش بدهی‌ها در غرب، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در تعدادی از بزرگ‌ترین کشورها و در کل اقتصاد جهانی از کنترل خارج شد و عدم توازن یا عدم تعادل عمده‌ای را در اقتصاد کلان ایجاد کرد. بدین ترتیب، آنچه ابتدا عدم توازن میان کشورها بود به عدم تعادل در داخل اقتصادها تبدیل شد.

هنگامی که اقتصاد جهانی عملکرد خوبی دارد، سرمایه معمولاً از اقتصادهای بالغ به سوی اقتصادهای در حال توسعه‌ای حرکت می‌کند که فرصت‌های سودآور فراوانی دارد. این همان چیزی است که در اواخر سده نوزدهم، یعنی زمانی رخ داد که اروپا در امریکای لاتین سرمایه‌گذاری کرد. یکی از ویژگی‌های عجیب پس‌انداز بیش از حد این بود که به دلیل اینکه اقتصادهای نوظهور بیش از آنچه در داخل کشور سرمایه‌گذاری کنند پس‌انداز می‌کردند، در واقع به اقتصادهای پیشرفته‌ای سرمایه‌صادر

می‌کردند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در آنها محدودتر بود. در واقع، اقتصادهای پیشرفته مبالغ هنگفتی را از کشورهای کمتر توسعه یافته وام گرفتند. اکنون جهت طبیعی جریان‌های سرمایه برعکس شده بود و سرمایه در جهت معکوس شرایط عادی رانده می‌شد.<sup>[۲۵]</sup>

بخش بزرگی از این جریان‌های سرمایه از نظام بانکی غرب عبور می‌کرد، و این مسأله به دومین تحول مهم قبل از بحران، یعنی افزایش سریع ترازنامه‌های بانک‌ها یا به قول هیونگ سان شین<sup>۱</sup> اقتصاددان ارشد بانک تسویه بین‌الملل<sup>۲</sup>، به «مازاد بانکی» منتهی شد.<sup>[۲۶]</sup> ترازنامه بانک فهرستی از همه دارایی‌ها و تعهدات بانک است. دارایی‌ها، ارزش همه وام‌های اعطایی به مشتریان و سایر سرمایه‌گذاری‌های بانک است. تعهدات، ارزش پس‌اندازها و سایر قرض‌هایی است که بانک برای عملیات مالی خود به کار برده است. تفاوت میان دارایی‌ها و تعهدات، ارزش خالص بانک و ارزش بانک برای مالکان، یعنی سهامداران است. با افزایش وام‌هایی که بانک‌ها، به‌ویژه براساس ملک به خانواده‌ها و شرکت‌ها دادند، ترازنامه‌های آنها، یعنی هم دارایی‌ها و هم تعهداتشان به سرعت افزایش یافت.

ترازنامه بانک‌ها به دو دلیل رشدی انفجاری داشت. نخست اینکه نرخ‌های بهره اندک به معنای افزایش قیمت دارایی‌ها در سرتاسر جهان بود و افزایش قیمت دارایی‌ها باعث افزایش منطقی میزان بدهی‌ها شد. برای درک این شرایط، مسکن مثال خوبی است. خانه‌های موجود به تدریج از سالخوردگان به نسل‌های جوان منتقل می‌شود. با فروش خانه‌ها، نسل پیرتر عواید حاصل از فروش را به صورت دارایی‌های مالی دیگر سرمایه‌گذاری می‌کند و نسل جوان‌تر برای خرید همان خانه‌ها وام می‌گیرد. هنگامی که به دنبال کاهش شدید نرخ بهره، قیمت خانه به شدت افزایش می‌یابد، جوانان مجبورند در مقایسه با والدینشان، برای خرید خانه بیشتر وام بگیرند و

درنهایت، جوانان بدهی بیشتر و پیرها دارایی‌های مالی بیشتری خواهند داشت. بخش مسکن در مجموع نسبت بدهی به درآمد و دارایی به درآمد بیشتری دارد. در طول دوران ثبات بزرگ، با انتقال مسکن به نسل‌های جدیدتر، بانک‌ها بخش بزرگی از وام‌های جوان‌ها را تأمین کردند و ترازنامه آنها به سرعت افزایش یافت. در این کار هیچ نکته نامعقولی نبود، البته به شرط اینکه این باور که نرخ‌های بهره واقعی در همین سطح پایین باقی می‌ماند نیز منطقی می‌بود. بازار آشکارا چنین باوری داشت، و هنوز هم دارد. در میانه سال ۲۰۱۵، نرخ بهره واقعی ده‌ساله در کشورهای صنعتی نزدیک به صفر بود.

با این همه، گسترش ترازنامه‌های بانک‌ها دلیل دومی نیز داشت که به این اندازه بی‌خطر نبود. با چنین نرخ‌های بهره اندکی، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاران، در تلاش بسیار برای دستیابی به سود بیشتر، بدون اینکه شیوه‌های جبرانی مناسبی را در نظر بگیرند به تدریج ریسک بیشتر و بیشتری را پذیرفتند. سرمایه‌گذاران برای سازگاری با این شرایط جدید به کندی عمل کردند و نمی‌خواستند بپذیرند که در دنیای نرخ‌های بهره و تورم اندک، سود دارایی‌های مالی نیز در پایین‌ترین سطح تاریخی خواهد بود. طمع و غرور همچنین باعث شد که آنها خواستار سودهای بیشتر باشند (چنین رفتاری «شکار بازدهی» نام گرفته بود). بانک‌های مرکزی درباره عواقب نرخ‌های بهره اندک هشدار دادند، ولی مانع افزایش سریع میزان پول موجود در اقتصاد نشدند و بنابراین برای مهار شکار بازده و خطرپذیری روزافزون کاری نکردند.<sup>[۲۷]</sup> افزون بر این، نهادهای مالی همچون صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، برای یافتن راهی برای جذاب‌تر کردن محصولات پس‌انداز خود و کاهش هزینه‌های فزاینده تأمین مستمری بازنشستگی در برابر کاهش نرخ‌های بهره واقعی تحت فشار بودند.

بانک‌ها نقش خود را در پاسخگویی به تقاضای شکار بازده ایفا کردند و زیرساخت‌های ابزارهای مالی‌ای را فراهم آوردند که هر روز پیچیده‌تر از

قبل می‌شد. این ابزارها آمیزه‌هایی از قراردادهای ابتدایی‌تر از قبیل رهن و سایر انواع بدهی و بنابراین مبتنی بر چنین قراردادهایی بودند و از این رو، «مشتقات»<sup>۱</sup> نام گرفتند. بانک‌ها برای افزایش بازده، ابزارهایی ساختند که از ساختارهای بسیار پرخطر و اغلب غیرشفافی تشکیل می‌شد که نام‌های مبهمی همچون «تعهدات بدهی‌های با پشتوانه»<sup>۲</sup> داشتند. میانگین نرخ بازگشت یک دارایی پرخطر، بیشتر از دارایی امنی همچون اوراق قرضه دولتی امریکا یا بریتانیاست، تا خطرپذیری اضافی سرمایه‌گذار جبران شود (این سود اضافی را پاداش خطرپذیری<sup>۳</sup> می‌نامند). اگرچه برخی از معاملاتی که به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شد شبیه کلاهبرداری بود، میل به سود بیشتر به معنای این بود که خریدار مشتاق فراوان است. تنها یک آدم خوشبین می‌توانست باور داشته باشد که پاداش خطرپذیری در بازار، برای جبران خطرپذیری چنین معاملاتی کافی است. این کار بسیار شبیه کیمیاگری بود.

پیچیدگی و ابعاد دارایی‌های مالی افزایش چشمگیری یافت. مجموع دارایی‌های بانک‌های امریکایی، که مدت‌ها حدود یک‌چهارم تولید ناخالص داخلی (یعنی ارزش کل کالاها و خدماتی که در اقتصاد کشور تولید می‌شود) را تشکیل می‌داد، تا زمان بحران به نزدیک ۱۰۰٪ تولید ناخالص داخلی رسید. در بریتانیا که مرکز مالی اصلی اروپاست، دارایی‌های بانکی از ۵۰٪ از تولید ناخالص داخلی فراتر رفت و در ایرلند و سوئیس و ایسلند از این نیز بیشتر شد. نسبت استقراض بانک‌ها به رقم‌های نجومی رسید و در برخی موارد حتی به بیش از ۵۰ به ۱ رسید؛ یعنی اینکه بانک به ازای هر دلار سرمایه‌ای که سهامدارانش تأمین می‌کردند، بیش از ۵۰ دلار قرض می‌گرفت. نظام بانکی بسیار شکننده شده بود. مراجع نظارتی درباره گسترش بخش بانکی دیدگاه بسیار خوشبینانه‌ای داشتند، چون در حالی که نرخ‌های بهره واقعی همچنان کاهش می‌یافت، قیمت دارایی‌ها بیشتر می‌شد

1. derivatives

2. collateralised debt obligations

3. risk premium

و سرمایه‌گذاران، از جمله بانک‌ها سود کلانی می‌برند. فضای سیاسی از ایجاد بانک‌های جهانی که عمدتاً با استقراض سنگین فعالیت می‌کردند حمایت می‌کرد و مراجع نظارتی تحت فشار بودند تا مانع از گسترش این بخش نشوند.

«مازاد پس‌انداز» و «مازاد بانک‌ها»، همراه یکدیگر، آمیزه‌ای زیانبار از عدم تعادل جدی را در اقتصاد جهان از یک سو و رشد سرسام‌آور ترازنامه‌های بانک را از سوی دیگر سبب شدند. اثر متقابل این دو بود که بحران را تا بدین پایه شدید کرد. در ظاهر، به نظر می‌رسید شرایطی که پدیدار شده ماندگار باشد. کسری تراز تجاری سهم نسبتاً ثابتی از تولید ناخالص ملی را تشکیل می‌داد. ولی مقیاس استقراض بدان معنا بود که مجموع بدهی‌ها، هم بدهی‌های خارجی و هم داخلی، نسبت به درآمدها و تولید ناخالص داخلی همچنان افزایش می‌یابد. مخارج داخلی در کشورهایی که تراز تجاری آنان با کسری مواجه بود عامدانه به سطحی رسید که نمی‌توانست در بلندمدت ادامه یابد. نرخ‌های اندک بهره خانواده‌ها را تشویق می‌کرد تا هزینه‌های آتی را به حال منتقل کنند. این شرایط نیز نمی‌توانست تا ابد ادامه یابد، و چنین نیز نشد. دیر یا زود، تعدیل ضروری می‌شد و به تأخیر افتادن آن، به معنای بزرگ‌تر شدنش بود.

کدام یک از این دو زودتر ترک برداشت: اعتماد سرمایه‌گذاران به سلامت بانک‌ها، یا ادامه مخارج در سطحی که نمی‌توانست ادامه یابد؟ بیشتر سیاست‌گذاران بر این باور بودند که الگوی ناپایدار مخارج و پس‌انداز، هنگامی که وام‌دهندگان به تدریج درباره توانایی آمریکا و بریتانیا و سایر قرض‌گیرندگان برای بازپرداخت بدهی‌های خود دچار بی‌اطمینانی شوند، در نهایت تصویر آینه‌ای الگوی مازادها و کسری‌های خارجی، به سقوط دلار آمریکا منجر می‌شود. ولی پایبندی سیاسی اقتصادهای نوظهور به راهبرد رشد صادرات محور بسیار قدرتمند بود. و دلار آمریکا، به‌عنوان ارز ذخیره جهان، ارزی بود که چین و سایر بازارهای نوظهور به سرمایه‌گذاری

با آن علاقه بسیاری داشتند. چون واحد پول کشور چین، یعنی رنمینبی<sup>۱</sup>، قابل تبدیل به سایر ارزها نبود، به نظر می‌رسید میل چین به انباشت دلار امریکا تمامی ندارد. و این روند بدون هیچ‌کاهشی تا پایان سال ۲۰۱۴ ادامه یافت و ذخایر ارزی چین از ۴ هزار میلیارد دلار فراتر رفت.<sup>[۲۸]</sup> بنابراین، دلار همچنان قدرتمند ماند و آنچه نخستین بار، ترک‌ها را نمایان کرد آسیب‌پذیریِ ترازنامه‌های بانک‌ها بود.

در پس صحنه، مجموع بدهکاری و بستانکاری، همچون آجرهایی که روی یکدیگر چیده باشند به شیوه‌ای ناپایدار افزایش می‌یافت. همیشه اینکه چه تعداد آجر را می‌توان بی‌اینکه بیفتند روی یکدیگر چید ما را شگفت‌زده می‌کند. این واقعیت در نخستین قانون بحران‌های مالی تجسم یافته است: یک وضعیت ناپایدار می‌تواند برای مدتی بسیار طولانی‌تر از آنچه فکر می‌کنید ادامه یابد.<sup>[۲۹]</sup> این قاعده در دوران ثبات بزرگ صادق بود. آنچه در سال ۲۰۰۸ رخ داد دومین قانون بحران مالی است: پایان یک وضعیت ناپایدار سریع‌تر از آنچه تصور می‌کنید فرا می‌رسد.

حادثه «کوچکی» که به سقوط ستون‌های آجر شتاب بخشید، روز ۹ اوت سال ۲۰۰۷ رخ داد: بانک ملی پاریس (بانک بی‌ان پی پاریس فرانسه) اعلام کرد به دلیل توقف کامل نقدشوندگی در برخی از بخش‌های بازار اوراق بهادار امریکا، موقتاً بازپرداخت وجوه سه صندوق خود را که در زمینه اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>۲</sup> (ابزارهای مالی‌ای که مطالبه از محل دیونی همچون پرداخت‌های رهن بودند) فعالیت می‌کنند متوقف کرده است (این بدان معنا بود که سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها نمی‌توانستند پول خود را پس بگیرند).<sup>[۳۰]</sup> طولی نکشید که نقدشوندگی بازار در طیف بسیار گسترده‌تری از ابزارهای مالی متوقف شد. نگاه‌ها به سمت وام‌های رهنی پرخطر و غیر مسئولانه و حتی غیر قانونی در امریکا معطوف شد. ولی

۱. renminbi: پول رسمی چین که یوان یکی از واحدهای آن است. - م.

2. asset-backed securities

مشکل مالی اصلی، آسیب‌پذیری نظام بانکی در برابر وام‌های رهنی ثانویه آمریکا، یعنی وام‌هایی بود که به خانوارهای کم‌درآمد پرداخت می‌شد که احتمال نکول آنها بسیار بالا بود.

در آغاز ماه سپتامبر، رؤسای بانک‌های مرکزی سرتاسر جهان در اجلاسی که هر دو ماه یک بار برگزار می‌شد در باسل جمع شدند. اگرچه گزارشگران جوان بیرون از ساختمان اجلاس منتظر بودند تا یک رئیس بانک‌بی‌احتیاط یا شهرت‌طلب افکار خود را با آنها در میان بگذارد، خود جلسات همواره بسیار خصوصی بود. رسم بر این بود که هر ماه دسامبر، رؤسای مراجع نظارتی بانک‌های سرتاسر جهان با رؤسای بانک‌های مرکزی دیدار می‌کردند. در سال ۲۰۰۷، از مراجع نظارتی بانک‌ها پرسیدند که آیا بازار رهن ثانویه آمریکا آن‌قدر بزرگ هست که بتواند بانک‌های بزرگ را به زیر بکشد یا خیر. پاسخ به این پرسش، یک «خیر» قاطع بود. اگرچه مجموع چنین رهن‌هایی حدود یک هزار میلیارد دلار بود، زیان‌های بالقوه آن‌قدر نبود که برای کل سیستم مشکلی ایجاد کند. هر چه باشد، ثروتی که در سال‌های قبلی همان دهه در ماجرای سقوط سهام دات کام از دست رفت، هشت برابر این مقدار بود.

ولی این بار، بانک‌ها در زمینه وام‌های ثانویه به صورت قراردادهای مشتقات قمار سنگینی کرده بودند. اگرچه این قمارها در کل نظام بانکی یکدیگر را خنثی می‌کردند، برخی بانک‌ها سود برده بودند و برخی دیگر غرق شده بودند. مشکل این بود که سرمایه‌گذاران، و در برخی موارد حتی خود بانک‌ها، نمی‌توانستند این دو را از یکدیگر تشخیص دهند. بنابراین همه بانک‌ها مظنون بودند. بانک‌ها به دست آوردن پولی را که فقط چند هفته قبل به راحتی در دسترس بود، دشوار یا حتی غیر ممکن یافتند و قرض دادن به یکدیگر را متوقف کردند. در شرایط عادی لیبور (نرخ پیشنهادی وام‌های بین‌بانکی لندن)<sup>۱</sup> نرخ بهره‌ای بود که بانک‌ها می‌توانستند بر اساس آن از

1. LIBOR (London Inter-Bank Offer Rate)