

درس‌هایی از بحران جهانی برای سیاست‌گذاری اقتصاد کلان^۱

مترجم:

الدار صداقت پرست*

چکیده

بحران‌های اقتصادی هرچند آثار زیانباری دارند و مشکلات شدیدی به وجود می‌آورند اما بهترین محل برای آزمون نظریات اقتصادی هستند. بحران اقتصادی این بحث را که آیا سیاست اقتصادی باید نگران رونق قیمت دارایی‌ها و افزایش در اهرم مالی^۲ باشد، دوباره مطرح کرده است. در این مقاله که توسط صندوق بین‌المللی پول تهیه شده و به تایید اولیور بلنچارد، استاد اقتصاد کلان و اقتصاددان ارشد این نهاد رسیده است، سیاست‌های پولی و مالی مناسب که برای پیشگیری از بحران‌های آینده لازم هستند و نیز می‌توانستند در تخفیف بحران اقتصادی اخیر موثر باشند، به بحث گذاشته می‌شوند. هرچند ممکن است به زعم برخی از اقتصاددانان در این اثر به ریشه‌های اصلی بحران چندان اشاره نشده باشد، ولی توصیه‌های ارزشمندی در آن به چشم می‌خورد که می‌تواند موضوع تفکر و پژوهش علاقمندان باشد.

واژگان کلیدی: بحران اقتصادی، سیاست‌های پولی و مالی، تورم، بیکاری.

طبقه‌بندی JEL: E31, E44, E6, H3

^۱. تهیه شده توسط بخش تحقیقات صندوق بین‌المللی پول، تأییدشده توسط اولیور بلنچارد. (فوریه ۲۰۰۹).

Lessons of Global Crisis for Macroeconomic Policy, IMF Research Department, approved by Oliver Blanchard. (February 2009).

eldar_sph@yahoo.com

* دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی

^۲. Leverage

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۱۲/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۵/۴

نکات کلیدی

بحران اقتصادی این بحث را که آیا سیاست‌گذاری اقتصادی باید نگران رونق قیمت دارایی‌ها و افزایش در اهرم مالی باشد، بار دیگر مطرح کرده است. آیا سیاست‌گذاری اقتصادی باید برای مهار^۱ رونق‌ها مورد استفاده قرار گیرد؟ و اگر این‌گونه است آیا این کاهش، به عهده سیاست پولی است؟ نقش سیاست مالی، البته اگر بتوان نقشی برای آن تعریف کرد، چیست؟ این بحث تا مدت‌ها اقتصاددانان و سیاست‌گذاران را مشغول خواهد ساخت، اما یک سری نتایج مقدماتی قابل دستیابی است:

- همه رونق‌ها مشابه هم نیستند. مسأله مورد توجه، رونق قیمت دارایی‌ها به خودی خود نیست، بلکه این است که چه کسی دارایی‌ها را در اختیار دارد و ریسک را قبول می‌کند، چگونه رونق تأمین مالی می‌شود و چگونه رکود اقتصادی احتمالی ممکن است مؤسسات مالی را تحت تأثیر قرار دهد. درجه اهرم بدهی مرتبط با تأمین مالی یک رونق و درجه مشارکت بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، میزان اثرات ترازنامه‌ای و خطرات عرضه اعتبار در زمان رکود اقتصادی را تعیین خواهد کرد.
- موضوع مداخله از طریق سیاست‌گذاری بستگی به این دارد که چگونه یک رونق اقتصادی، تأمین مالی شده و چگونه ریسک مدیریت می‌شود. رونق قیمت دارایی‌ها که از طریق تأمین مالی اهرم شده^۲ و مشارکت واسطه‌های مالی پشتیبانی می‌شوند، بایستی مورد توجه قرار گیرند، چرا که آنها عرضه اعتبار به اقتصاد را با ریسک مواجه می‌کنند؛ سایر رونق‌ها به احتمال زیاد به حال خود واگذار می‌شوند.
- دستورالعمل^۳ سیاست پولی باید ثبات مالی کلان^۴ را نیز شامل شود و نه اینکه تنها ثبات قیمت‌ها را مورد توجه قرار دهد. از آنجا که به‌وجود آمدن ریسک سیستمیک^۵ می‌تواند نشان‌دهنده چرخش تند اقتصاد به سمت پایین باشد و از آن جهت که مقررات به طور کامل

^۱ Dampen

^۲ Leveraged financing

^۳ Mandate

^۴ Macro financial

^۵ Systematic risk

نمی‌توانند مانع چنین مسأله‌ای شوند، بدیهی است که سیاستگذاران نمی‌توانند رونق قیمت‌های دارایی‌ها و اعتبار را نادیده بگیرند. بنابراین، اقدامات احتیاطی^۱ راه‌حل‌های سیاستی هدفمندتر و کم‌هزینه‌تری را به نسبت تغییرات نرخ بهره، فراهم می‌آورند در حقیقت، هسته مرکزی یک واکنش سیاست اقتصادی منسجم اقدامات احتیاطی است.

• **بحران اقتصادی همچنین دو درس مهم برای سیاست مالی در بردارد.** اول اینکه، در بسیاری از کشورها در طول سال‌های رونق، زمانی که درآمدها بالا بودند، کسری‌های بودجه به میزان کافی کاهش نیافتند، که این مسأله فضای مالی لازم برای جنگ با بحران را محدود می‌سازد. درس دوم به ساختار مالیات‌بندی مربوط می‌شود. در بسیاری از کشورها، نظام مالیاتی به سمت تأمین مالی بدهی‌ها^۲ از طریق کاهش‌پذیری پرداخت‌های بهره‌ای متمایل شده است. این تورش به سمت اهرم بالاتر، آسیب‌پذیری بخش خصوصی را در برابر شوک‌ها افزایش داده و باید حذف شود.

بخش نخست: پیش زمینه

۱. سال‌های قبل از بحران، سال‌های رشد بالای اقتصاد جهانی بود. تا حد زیادی این رشد سالم بود. رشد بهره‌وری بالا بود. تورم در بیشتر کشورها ثابت بود، و این بدان معنا بود که رشد فعالیت‌های اقتصادی با رشد بالقوه در اقتصاد سازگاری داشت. نرخ‌های (بهره) کوتاه‌مدت پایین بودند که انعکاسی از سیاست پولی هم‌ساز^۳ بود. نرخ‌های بهره بلندمدت هم پایین بودند که منعکس‌کننده پس‌انداز بالا در کشورهای آسیایی و برخوردار از مازاد نفت و پس‌انداز پایین در ایالات متحده بود (که نقطه مقابل آن جریان گسترده سرمایه خالص به ایالات متحده است).

۲. به هر حال با نگاهی به گذشته، مشخص می‌شود که این شرایط آرام و مساعد، ریسک سیستمیک را در پی داشت. نرخ‌های بهره پایین همراه با خوش‌بینی گسترده و فزاینده نسبت به آینده، قیمت دارایی‌ها، از سهام گرفته تا قیمت مسکن در ایالات متحده و همچنین سایر کشورهای پیشرفته و

^۱. Prudential Measures

^۲. Debt financing

^۳. Accommodative Monetary Policy

بازارهای نوظهور^۱ را افزایش داد. نرخ‌های بهره پایین و تغییرات محدود آن، جستجو برای کسب درآمد از آن را بر می‌انگیخت و برآورد کمتر از حد واقعی ریسک‌ها باعث ایجاد و خرید دارایی‌های با ریسک بیشتر شد.

۳. در بخش سیاست‌گذاری، دوره پیش از بحران دوره توجه ویژه از سوی سیاست‌گذاران و دانشگاهیان به هدف‌گذاری تورم بود. برخی از بانک‌های مرکزی برای دستیابی به ثبات تورم تنها به سیاست‌های پولی متکی شدند. سایر بانک‌های مرکزی فعالیت‌های کلان اقتصادی را مهم دانستند. عمده بانک‌های مرکزی به ریسک‌های ناشی از افزایش قیمت دارایی‌ها یا اهرم توجه کافی مبذول نداشتند. این رویکرد معروف به چشم‌پوشی بی‌خطر^۲ برای برخورد با رونق، منعکس‌کننده سه عامل بود: نخست، برآورد بسیار پایین از شکل‌گیری ریسک سیستمیک و بنابراین نیاز به یک واکنش مناسب. دوم، توجه به این که سیاست پولی باید به طور کامل بر تورم متمرکز شود و برقراری ثبات مالی بهتر است در حیطه مسئولیت نظارت احتیاطی^۳ قرار گیرد. سوم، باور به این مسأله که سیاست پولی یک ابزار بسیار کند^۴ برای مواجهه با رونق قیمت دارایی‌هاست و اگر رونق به رکود تبدیل شود، اثرات آن بر روی فعالیت‌های اقتصادی می‌تواند به طور گسترده از طریق نرخ‌های بهره پایین‌تر در آن زمان خنثی شود.

۴. بحران کنونی این بحث را که آیا سیاست اقتصادی باید نگران رونق قیمت دارایی‌ها (و رکود آنها) و افزایش اهرم باشد یا خیر را بار دیگر مطرح کرده است. هم‌اکنون سیاست پولی باید براساس چارچوبی پایه‌گذاری شود که تأثیرات بلندمدت رونق قیمت دارایی‌ها را بر روی تورم و رشد اقتصادی مد نظر قرار دهد. در حقیقت نشانه‌هایی از گسترش زیاد ریسک در بین بسیاری از بخش‌ها و نیز گسترش ریسک سیستمیک وجود داشت. شاید ابزار بهتر از منظر نظری، تدوین مقررات باشد. اما در عمل، ریسک‌های بزرگی در زیر رادار قانونگذاران، در بانک‌ها و در نظام بانکی سایه‌ای انباشته شده بودند. در نهایت، عمق بحران هر تصویری را که عنوان کند کسب سود و زیان

^۱ Emerging Markets

^۲ Benign neglect

^۳ Prudential Regulation

^۴ Blunt

در گذشته می‌تواند بدون هزینه و آسان باشد، رد می‌کند. تسهیل سیاست پولی و اعطای وام به عنوان راه‌حل نهایی، محدودیت‌های خود را با آسیب دیدن سیستمیک یا بروز شبهه جدی در توانایی پرداخت دیون در سیستم مالی نشان می‌دهد. حتی کاهش شدید در نرخ‌های سیاستی (بهره) از زمان شروع بحران برای متوقف کردن حرکت تند نزولی کافی نبوده است. بحران کنونی و نقشی که عدم تعادل‌های جهانی داشته‌اند، نیز بحث در مورد خطرات مرتبط با جریان‌های ورودی سرمایه را بار دیگر به جریان انداخته است.

۵. در این مقاله، نقش سیاست اقتصاد کلان در مدیریت اعتبار و رونق قیمت دارایی‌ها بار دیگر مورد بررسی قرار می‌گیرد. ابتدا، به طور خلاصه شرایط مالی کلان حاکم در حرکت به سمت بحران و نقش عدم تعادل‌های جهانی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد. سپس رابطه بین رونق‌ها و ثبات مالی و اقتصاد کلان مورد بحث قرار می‌گیرد. در انتها با توجه به مبانی یاد شده، نقش سیاست‌های پولی و مالی در محدود کردن اعتبارات و رونق دارایی‌ها مرور می‌شود. عامل بالقوه سیاست‌های احتیاطی ضد ادواری در راستای کنترل رونق‌های بورس‌بازی با جزئیات بیشتری در مقاله دیگری بحث می‌شود.^۱

بخش دوم: نرخ‌های پایین، قبول ریسک و عدم تعادل‌های جهانی

۶. نرخ‌های بهره به طور استثنایی در سال‌های پیش از بحران پایین بودند. بطور معمول نرخ‌های واقعی پایین در کوتاه‌مدت، منعکس‌کننده سیاست پولی تطبیق‌پذیر بوده‌اند. این مسأله به نوبه خود با درجه بالایی از اعتبار بانک مرکزی بود که مجاز شمرده می‌شد: بانک‌های مرکزی پی بردند که می‌توانند نرخ تورم را با اعمال نرخ‌های بهره واقعی پایین در بلندمدت، ثابت نگه‌داشته و از بالا رفتن آن جلوگیری کنند (در بیشتر کشورها تورم پایه^۲ در همان حدی که بطور ضمنی یا صریح هدفگذاری شده بود باقی ماند). نرخ‌های بهره واقعی پایین در بلندمدت، سطح بالای پس‌انداز جهانی را منعکس می‌نمود. به طور خاص، تقاضای بالا برای دارایی‌های مطمئن^۳ از جانب آسیا و چندین کشور

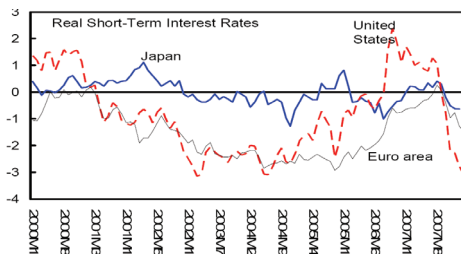
^۱ IMF. (2000).

^۲ Core Inflation

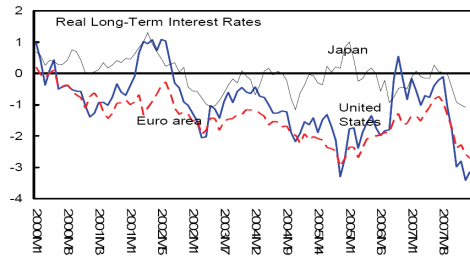
^۳ Safe Assets

صادرکننده نفت، به کاهش عایدی اوراق قرضه بلندمدت دولتی در اقتصادهای پیشرفته منجر شد. نرخ‌های بهره واقعی بلندمدت پایین باقی ماند، حتی پس از اعمال سیاست پولی انقباضی در سال ۲۰۰۳ در همان حد پایین خود باقی ماند (در ابتدا حتی کاهش بیشتری نیز پیدا کرد).

نمودار ۲. نرخ‌های بهره واقعی کوتاه‌مدت

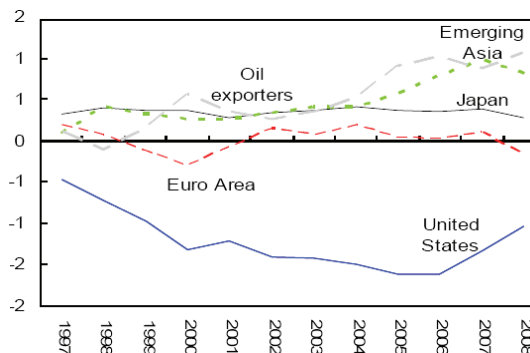


نمودار ۱. نرخ‌های بهره واقعی بلندمدت



۷. همچنین این دوره به عدم تعادل‌های بزرگ جهانی، یعنی کسری قابل توجه حساب جاری ایالات متحده همراه با مازاد قابل توجه حساب جاری در نقاط دیگر جهان مشهور بود. این عدم تعادل‌ها در دو مورد ریشه داشت: پس‌انداز بالا در آسیا (به ویژه در چین) و کشورهای صادرکننده نفت و پس‌انداز پایین در ایالات متحده؛ و دوم تمایل قوی سایر کشورهای جهان به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ایالات متحده، که به نظر می‌رسید ریسک کمتر و نقدپذیری بیشتری نسبت به سایر دارایی‌ها دارند. این توزیع جغرافیایی میزان تمایل برای پس‌انداز و پورتفولیو، جریان سرمایه وسیعی را از سوی کشورهای دارای مازاد به سمت ایالات متحده روانه کرد^۱.

نمودار ۳. تراز حساب جاری برحسب درصدی از تولید ناخالص داخلی جهانی



^۱ Calballeero, Farhi & Gourinchas.(2008).

۸. نگرانی اصلی پیش از بحران این بود که سرمایه‌گذاران تغییر نظر داده و جریان وسیع سرمایه به سمت امریکا ناگهان معکوس شود. این نگرانی به نوبه خود موجب تعدیل نامنظم شده و کاهش بسیار ارزش دلار را سبب می‌شد. وقتی بحران عملاً اتفاق افتاد، شکل متفاوتی داشت: کاهش شدید اطمینان در سیستم مالی جهان به جای تقاضای بی‌سابقه عمومی برای دارایی‌های دلاری. همچنین فرآیند تعدیل نه از کاهش ارزش دلار (همان طور که تاکنون ارزش آن بالا نیز رفته بود) بلکه از کاهش شدید در تقاضای کل ایالات متحده ناشی می‌شود که خود متأثر از فروکش کردن رونق بازار مسکن و قطع جریان اعتباری است.

۹. هنوز ممکن است این‌گونه استدلال شود که نرخ‌های بهره پایین و جریان‌های ورودی سرمایه به امریکا فضای مناسبی را برای تشکیل ریسک سیستمیک به وجود آورده است. گرچه متهم اصلی را باید مقررات ناکارا دانست. نرخ‌های بهره پایین قیمت دارایی‌ها را از سهام گرفته تا مسکن افزایش داد. جریان‌های ورودی سرمایه که از تقاضای نهادهای رسمی بزرگ با ترجیحات قوی برای اوراق بهادار دولتی ناشی می‌شود، عایدی دارایی‌های مطمئن را پایین نگاه داشت. سرمایه‌گذاران خصوصی به دنبال عایدی بودند. تا حدی در واکنش به شرایط تقاضای بالارونده، سیستم مالی ساختارهای جدیدی را فراهم کرد و ابزارهای جدیدی معرفی نمود که به نظر می‌رسید عایدی‌های تعدیل‌شده با ریسک بالاتری را ارائه می‌دهند، اما در حقیقت پریسک‌تر از آن چیزی بودند که به نظر می‌رسیدند. استفاده گسترده از ابزارهای خارج ترازنامه‌ای^۱ عدم تطابق سررسیدهای نظام بانکی و آسیب‌پذیری آن را در قبال شوک‌های نقدینگی پوشاند^۲. قوانین بایستی جلوی آن تحولات را می‌گرفت، اما این کار را انجام نداد.

۱۰. با فرض اینکه احتمالاً مقررات همیشه ناقص هستند، بحران باز هم به خطرات جریان‌های ورودی گسترده سرمایه اشاره دارد. جریان‌های وسیع سرمایه به داخل می‌تواند به ریسک بیش از اندازه منجر شود و مؤسسات مالی داخل، خانوارها و بنگاه‌ها را در معرض ریسک نرخ ارز قرار دهد. این

^۱. Off Balance Sheet Vehicles

^۲. این موضوعات با جزئیات بیشتر در IMF(2009a) مورد بحث قرار گرفته است.

عوامل می‌توانند به افزایش سریع ارزش پول و قیمت دارایی‌ها منجر شوند که در بیشتر موارد به دنبال خود اثرات قوی ناگهانی و معکوس روی ترازنامه‌ها دارد. جریان‌های ورودی سرمایه همچنین می‌توانند بر تقاضا و تولید فشار وارد کنند. سیاست پولی ممکن است در این زمینه ضعیف عمل کند، زیرا تلاش برای کاهش فعالیت‌های اقتصادی از طریق افزایش نرخ‌های بهره ممکن است دارایی‌های داخلی را حتی جذاب‌تر نیز سازد.

۱۱. بنابراین بحران، دو موضوع سیاستی را در ارتباط با کسری حساب‌های جاری و جریان‌های ورودی سرمایه مطرح می‌سازد. موضوع اول عبارت است از نیاز به بررسی مجدد این مسأله که چه زمانی و چگونه به عدم تعادل‌های بزرگ، از طریق سیاست‌های ساختاری و سیاست‌های اقتصاد کلان که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند، واکنش نشان داده شود. به طور حتم درس (-ی که باید آموخته شود) این نیست که جریان‌های ورودی سرمایه باید به طور قوی قطع شوند. اما ثابت شده‌است که نگرش چشم‌پوشی خوشبینانه یک اشتباه است. موضوع دوم عبارت است از نقش بالقوه اقدامات احتیاطی برای کاهش ریسک سیستمیک مرتبط با جریان‌های گسترده ورودی سرمایه برای مثال از طریق محدود کردن ارزی مؤسسات مالی داخلی و سایر وام گیرندگان.

بخش سوم: رونق قیمت دارایی‌ها و ثبات اقتصاد کلان

۱۲. قیمت دارایی‌ها و چرخه‌های رونق و رکود اعتبارات یک خصلت معمول بحران‌های مالی است، اما همه رونق‌ها به فاجعه منجر نمی‌شوند. این درست است که رونق قیمت دارایی و گسترش سریع اعتبار با دوره‌های زمانی اضطراب مالی^۱ مرتبط است. گرچه این هم درست است که توسعه مالی (که بیشتر توسط نسبت اعتبار به GDP اندازه گرفته شده و برای اندازه‌گیری رونق‌های اعتباری نیز از آن استفاده می‌شود) برای مدت‌های طولانی به عنوان مشخصه رشد اقتصادی شناخته شده است. بنابراین موضوع سیاست‌گذاری اقتصادی تمایز قائل شدن بین رونق‌های خوب و بد و تدوین استراتژی‌هایی است که موارد خطرناک را کنترل کرده و ریسک‌های مرتبط را به حداقل برساند. مسأله این است که آیا یک رونق به شکل‌گیری ریسک سیستمیک منجر می‌شود یا آیا می‌تواند

^۱ Financial Distress

بدون اختلال مالی^۱ فروکش کند.

همه رونق‌ها یکسان نیستند.

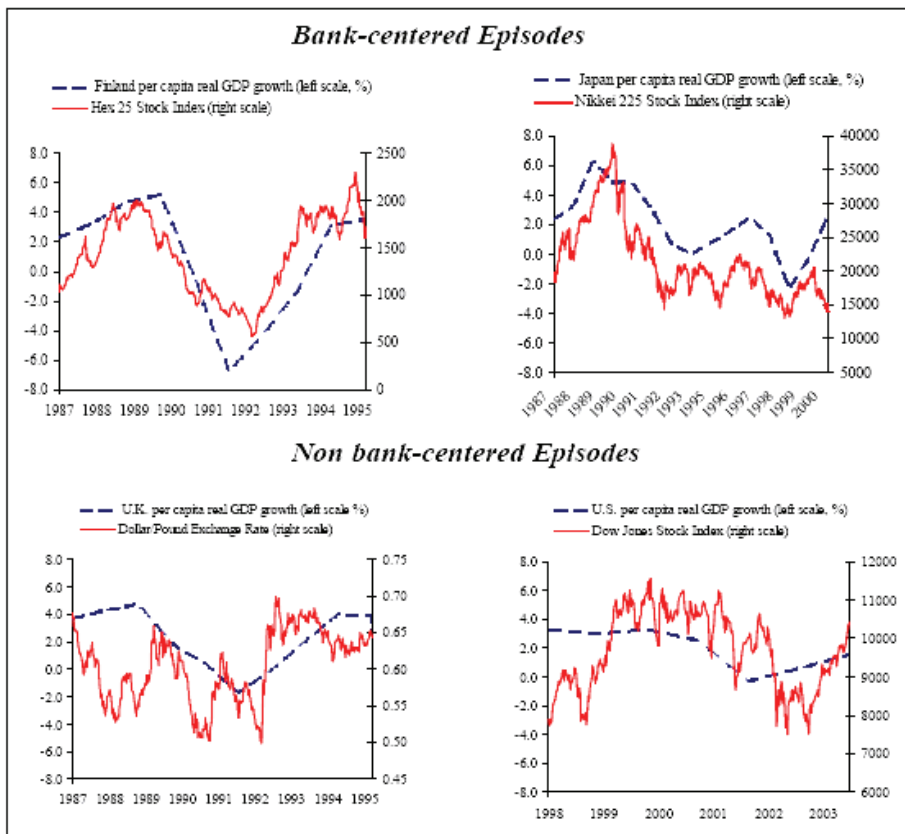
۱۳. آنچه اهمیت دارد مسأله رونق دارایی‌ها به خودی خود نیست، بلکه آنچه مورد توجه است این است که چه کسی دارایی‌ها را در دست دارد و چگونه یک رکود در نهایت ممکن است مؤسسات مالی را تحت تأثیر قرار دهد. درجه اهرم مرتبط با تأمین مالی یک رونق و درجه مشارکت بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، میزان اثرات ترازنامه‌ای^۲ و خطرات عرضه اعتبار در یک دوره رکود را تعیین خواهد کرد. قرار گرفتن بانک‌ها در معرض رکود بعدی قیمت دارایی می‌تواند به‌طور مستقیم از طریق دارایی‌های نگهداری شده در ترازنامه یا از طریق تعهدات غیرترازنامه‌ای باشد یا به‌طور غیرمستقیم از طریق ارزش وثیقه نگهداری شده در مقابل وام‌های بانکی باشد. برای گسترش این بحث مناسب است که بحران جاری را با رویدادهای گذشته مانند رکود بزرگ آمریکا، رونق و رکود قیمت دارایی‌ها در دهه ۱۹۸۰ در ژاپن، بحران اوایل دهه ۱۹۹۰ در اسکانداوی، رونق و رکود دات - کام در دهه ۱۹۹۰ و سایر رویدادهای مربوط به آشفتگی‌های مالی مانند بحران‌های ERM در اوایل دهه ۱۹۹۰، مقایسه کرد.

۱۴. دوره‌های رونقی که در آن‌ها اهرم و مشارکت واسطه‌های مالی محدود است، متمایل به فروکش کردن بدون ازهم‌گسیختگی‌های عمده اقتصادی هستند. پس از ترکیدن حباب دات-کام یک رکود ملایم اتفاق افتاد. در دوره رونق گذشته، بانک‌ها و اعتبارات نقش نسبتاً کمی داشتند. در حالی که برخی سهم‌ها در حاشیه نهایی (قیمت) خریداری شدند، افشاهای مالی نشان‌دهنده سهم کوچک دارایی و سرمایه نظام بانکی بود. سقوط بازار سهام اثرات پر اهمیتی بر ثروت داشت. با این وجود نبود تعامل بین ترازنامه‌های وام‌گیرنده‌ای که وضعش رو به وخامت است و وام‌دهنده‌ها، منجر به تضعیف واسطه‌گری مالی و قطع عرضه اعتبار منجر نشد. اثرات ترازنامه‌ای همچنین علت اصلی بحران ERM نبودند، که این بحران خود نتایج منفی چندانی بر رشد اقتصادی نداشت.

^۱ Financial Disruption

^۲ Balance Sheet Effects

نمودار ۴. رشد تولید ناخالص داخلی در برخی از بحران‌های مالی منتخب
(رویدادهای بانک محور، رویدادهای غیربانکی)



۱۵. زمانی که افزایش قیمت دارایی توسط اعتبارات بانکی تقویت می‌شود، ریسک سیستمیک تمایل به بالا رفتن دارد. در دوره رونق، چنین رویدادهایی از طریق یک افزایش تقویت‌کننده دو جانبه در قیمت دارایی‌ها، افزایش ارزش وثیقه‌ها و تقویت رشد اعتبارات و اهرم (برای وام‌گیرندگان و نیز واسطه‌های مالی) شناخته می‌شوند. اهرم به نوبه خود، ریسک زیان وام‌دهنده را از طریق بزرگنمایی اثر تعدیل قیمت روی ترازنامه وام‌گیرنده و بنابراین زیان‌ها و سرمایه بانک‌ها افزایش می‌دهد. گسترش وام‌دهی به پول خارجی به عاملان داخلی بدون پوشش ریسک نرخ ارز، همبستگی‌های ریسکی را از طریق قراردادن وام‌گیرندگان (و به طور غیرمستقیم وام‌دهندگان) در

معرض تغییرات نرخ ارز، افزایش می‌دهد.

۱۶. اعطای وام به طور گسترده براساس (افزایش) ارزش‌های وثیقه می‌تواند هنگامی که قیمت‌ها سقوط می‌کنند برای وام دهندگان بسیار پرخطر باشد. در رکود، اهرم مالی باعث شرایط انقباضی برای اعطای وام به واسطه کاهش ارزش وثیقه‌ها می‌شود و ممکن است به فروش فوری دارایی‌های تحت نظر از جانب وام گیرنده‌هایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند، بینجامد. هرگونه تغییر وضعیت می‌تواند باعث کاهش شدید سرمایه بانک‌ها و وضعیت نقدینگی و در نتیجه، کاهش اعتبارات شود. در حقیقت رکودها زمانی که قیمت دارایی‌ها از طریق اعطای اعتبار از سوی مؤسسات دارای اهرم مالی بالا، پشتیبانی می‌شوند، بسیار پرهزینه می‌شوند.^۱ بحران جاری در این ویژگی با رکود بزرگ، رکود قیمت دارایی‌های ژاپن و بحران مالی شرق آسیا و تا حد کمتری با بحران‌های اسکاندیناوی مشترک است.

۱۷. به طور خاص، موضوع مهم این است که چه نهادهایی دارای ریسک اعتباری هستند و ساختار بدهی آنها با توجه به زمان سررسید، عدم تطابق واحد پول و اهرم مالی چگونه است. در نهایت، این ساختار بدهی دارندگان ریسک اعتباری (عدم تطبیق سررسید و اهرم مالی) است که انتقال شوک‌ها از اقتصاد واقعی به نظام مالی و برعکس را تعیین می‌کند. در این زمینه، پایان یک وضعیت رونق در شرایطی که ریسک‌های اعتباری در ابتدا در نظام بانکی و در میان واسطه‌گران برخوردار از اهرم مالی با عدم تطبیق‌های بزرگ در سررسیدها موجود باشند، اثرات سیستمیک بزرگتری دارد.

۱۸. در حالی که اهرم مالی می‌تواند ریسک‌هایی را به وجود آورد، همه رونق‌های اعتباری بد نیستند. برخلاف تصور رایج عمومی مبنی بر اینکه رونق اعتبارات در بهترین حالت خطرناک هستند و در بدترین حالت دستورالعملی برای فاجعه مالی بشمار می‌روند، برخی از رونق‌های اعتباری، نشانگر تعمیق مالی^۲ هستند (که به صورت نسبت اعتبارات به GDP اندازه گرفته می‌شود). در حالی که برخی از رونق‌های اعتباری به بحران‌های مالی و سقوط اعتبارات منجر می‌شوند، به طور متوسط و به‌ویژه در اقتصادهای پیشرفته رشد مالی در طول رونق اعتبارات به تعمیق مالی همیشگی تبدیل

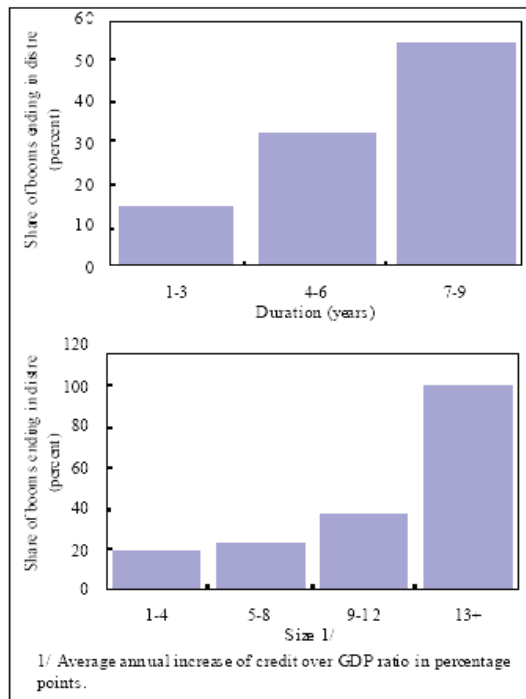
^۱ Claessens, et al. (2008).

^۲ Financial Deepening

شده‌اند (همبستگی مثبت بین رشد بلندمدت در نسبت اعتبار به GDP و رشد تجمعی در همان نسبت که در طول رونق اعتبارات رخ می‌دهد، نشان می‌دهد که بخش اصلی منافع حاصل از دوران رونق به افزایش دائمی تعمیق مالی تبدیل شده است).

۱۹. بنابراین مسأله پیش‌روی سیاست اقتصادی این است که بین رونق‌های اعتباری که ممکن است به افزایش‌های با ثبات در واسطه‌گری‌های مالی ختم شوند و آن‌هایی که ممکن است به رکود بیانجامند، تمایز قائل شود.

نمودار ۵. اندازه و طول مدت رونق اعتباری و اضطراب مالی



در حالی که تنها تعداد معدودی (۲۰ درصد) از رونق‌های اعتباری (که به‌صورت سناریوهای رشد اعتباری فراتر از یک آستانه معین از روند تاریخی تعریف می‌شوند) به بحران انجامیده است، احتمال وقوع یک بحران مالی به طور معناداری (بین ۵۰ تا ۷۵ درصد) با بروز رونق‌ها افزایش می‌یابد. افزون بر این، هر چه طول زمان و اندازه رونق بیشتر می‌شود، احتمال بروز بحران هم افزایش می‌یابد. رونق‌هایی

که بیشتر از ۷ سال طول می‌کشد، احتمال تبدیل به بحران شدن آنها به ۲ برابر افزایش می‌یابد. رونق‌های اعتباری که با تورم بالاتر، افزایش سریع‌تر قیمت مستغلات و تا حد کمتری با رشد اقتصادی کمتر و کسری‌های بزرگ حساب‌های جاری همزمان می‌شوند با احتمال زیاد به بحران منجر می‌شوند.^۱ گفته می‌شود که اغلب با استفاده از شاخص‌های هشداردهنده اولیه، توانایی مدل‌های تجربی موجود برای تشخیص رونق‌های خوب و بد نسبتاً کم می‌شود.

آیا رونق اخیر متفاوت بود؟

۲۰. در حالی که الگوهای زیادی مشابه بحران قبل بودند، اما چهار عامل به توضیح شدت و مقیاس جهانی رویداد جاری کمک می‌کنند. نخست آنکه عدم شفافیت فزاینده ترانزنامه و تکیه بر تأمین مالی عمده^۲، شکنندگی سیستمیک را افزایش داد. وقتی قیمت مسکن شروع به کاهش کرد و نکول‌ها افزایش یافت (بر ارزش مورد انتظار دارایی‌های موجود در MRS و CDOها تأثیر گذاشت)، پیچیدگی ابزارها، کشف قیمت را دچار اختلال کرد و به کمبود نقدینگی در بازار و عمل کردن به عنوان یک ضریب فزاینده شوک منجر شد. دوم، به هم پیوستگی فزاینده مؤسسات و بازارهای مالی، هبستگی بسیار زیاد ریسک‌های مالی و اندازه بسیار زیاد^۳ و مرکزیت بازارهای مالی امریکا، باعث گردید که آثار خارجی^۴ بین بازاری و بین مرزی نیز تشدید شود. سوم، به دلیل بالابودن درجه اهرم مالی بین بخش‌های متعدد، نگرانی‌های اولیه نقدینگی برای بسیاری از مؤسسات مالی تبدیل به نگرانی‌های ورشکستگی شد. در طرف وام‌گیرندگان، رهن‌های با پایه نسبت بالای وام به درآمد و وام به ارزش رهن، خانوارها را بیشتر در معرض شوک‌ها قرار داد. حتی کاهش‌های ملایم در قیمت‌های مسکن بسیاری از وام‌گیرندگان را به سمت دارایی‌های منفی^۵ سوق داد. در نهایت، نقش برجسته‌ای که توسط خانوارهای بدهکار ایفاء گردید حل و فصل بحران را پیچیده‌تر کرد.

^۱ Borio & Lowe.(2002).

^۲ Wholesale Funding

روشی است که بانک‌ها علاوه بر جمع‌آوری سپرده‌های جاری برای تأمین مالی عملیاتی و ریسک مدیریت خود استفاده می‌کنند که عمدتاً منابع آن شامل، وجوه فدرال، وجوه دولتی و سپرده‌های خارجی می‌شود.

^۳ Sheer Size

^۴ Spillovers

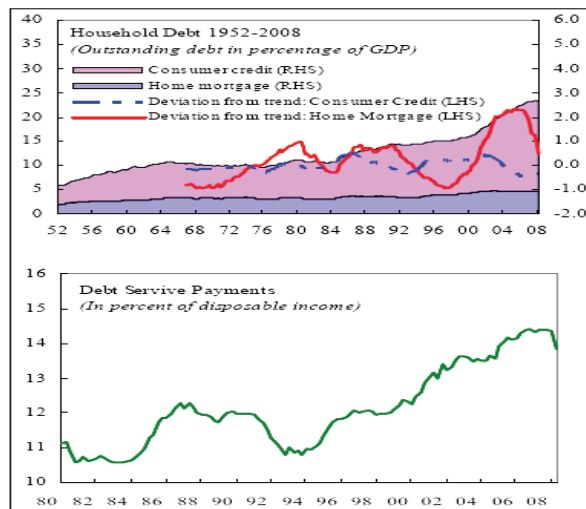
^۵ Negative Equity

مسائل مربوط به مخاطرات اخلاقی^۱، تعدد موارد، مسائل مربوط به دارایی و توزیع و حساسیت‌های سیاسی باعث می‌شود که تجدید ساختار بدهی خانوارها پیچیده و پرهزینه شده و سرعت واکنش‌های سیاستی را کاهش دهد.

۲۱. در نظام‌های مالی پیشرفته ممکن است، شناسایی رشد اعتباری مازاد مشکل باشد. طولانی‌شدن افزایش اعتبارات در امریکا در مرحله خیز بحران، برخی ویژگی‌های مشترک با سایر رونق‌ها که به فشارهای مالی ختم شدند، دارد، اما این موضوع بلافاصله از کل اعتبارات مشخص نبود. به‌طور خاص معیارهای استاندارد نسبت اعتبار به GDP به طور ملایم رشد کرد و اهرم‌های بخش مالی در ابزارهای پیچیده غیر ترازنامه‌ای پنهان ماند^۲. هر چند وقتی که به سوی وام‌گیرندگان توجه کنیم، افزایش ریسک اعتباری واضح‌تر بود.

۲۲. در حالی که رشد اعتبارات کل در امریکا کمتر از دوره‌های قبل اعلام شده بود، بدهی خانوارها به شدت افزایش یافت. اعطای اعتبار به خانوارها پس از سال ۲۰۰۰ به طور سریع افزایش یافت، این خود تا حد زیادی متأثر از رشد وام‌های رهنی بود.

نمودار ۶. بدهی خانوارها و اهرم مالی



^۱. Moral Hazard

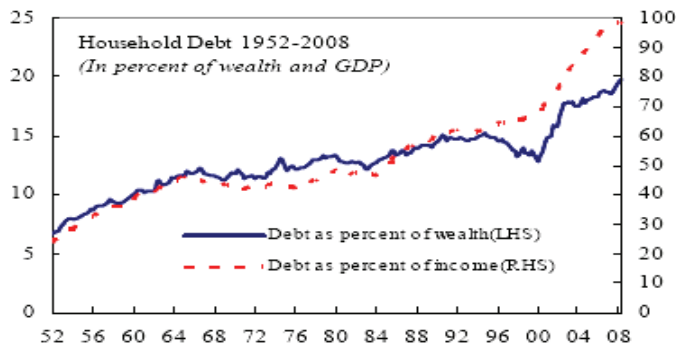
^۲. نگاه کنید به IMF.(2009b).

نرخ‌های بهره کمتر از حد متوسط تاریخی بودند و نوآوری مالی به افزایش مانده در بدهی‌های خانوارها منجر شد. اما برخلاف نرخ‌های بهره پایین، تسویه بدهی‌ها نسبت به درآمد قابل تصرف به حد بالای تاریخی خود رسید. همراه با چشم‌انداز کاهش سهام (دارایی‌های مالی) خانوارها، اهرم مالی فزاینده، خانوارها را در مقابل کاهش قیمت مسکن آسیب‌پذیر و شرایط اعتباری را انقباضی کرد و باعث کاهش فعالیت‌های اقتصادی شد. گسترش اعتبارات با سرعت کمتر برای بخش بنگاه‌ها، در شرایطی که شرکت‌های سهامی درآمدهای داخلی بالایی داشتند و بازارهای سرمایه را قبضه کرده بودند رشد کل اعتبارات را محدود کرد.

۲۳. مشابه سناریوهای قبل، قیمت‌های مسکن در مرحله خیز بحران به طور سریع افزایش یافت. قیمت‌ها شش فصل قبل از شروع بحران بانکی، بعد از افزایش بیش از ۳۰ درصدی در ۵ سال قبل، به حداکثر خود رسید. ارزش کل این رونق مسکن و پویایی‌های آن به طور قابل ملاحظه‌ای مشابه با افزایش قیمت‌های مسکن در ۵ بحران بانکداری اصلی قبلی (پنج بحران بزرگ) در اقتصادهای پیشرفته (فنلاند (۱۹۹۱)، ژاپن (۱۹۹۲)، نروژ (۱۹۸۷)، اسپانیا (۱۹۷۷) و سوئد (۱۹۹۱)) بود^۱.

نمودار ۷. بدهی خانوارها در دوره ۱۹۵۲-۲۰۰۸

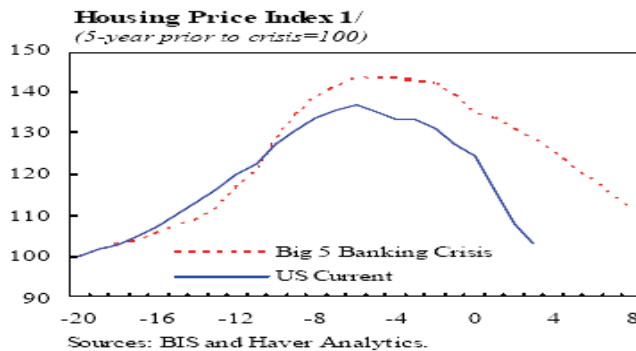
(برحسب درصدی از ثروت و تولید ناخالص داخلی ملی)



Source: Federal Reserve Board.

^۱. Rogoff & Reinhart.(2008).

نمودار ۸. شاخص قیمت مسکن (۱۰۰=پنج سال قبل از بحران)



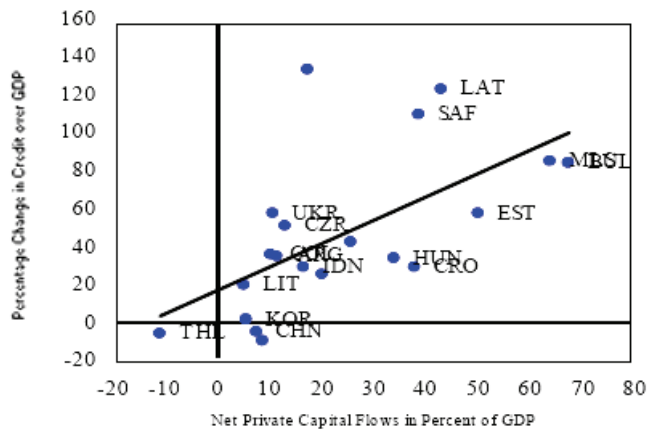
۲۴. با این وجود، نوآوری مالی و پیچیدگی صرف این سیستم به برآورد کمتر از حد ریسک سیستمی منجر شد. همان‌طور که در بالا بحث شد، مسأله این است که چه کسی ریسک اعتباری را متحمل می‌شود. در آمریکا، رونق مسکن اخیر از طریق افزایش در وام‌های رهنی بانک‌ها و غیر بانک‌ها تأمین مالی شده بود. قسمت عمده این وام‌های رهنی، تبدیل به اوراق بهادار شده بودند. در دوره افزایش، درک عمومی این بود که ریسک به‌طور کامل به سرمایه‌گذارانی منتقل شده است که می‌توانند به دلیل بلندمدت‌تر بودن و ساختار بدهی مبتنی بر اهرم مالی کمتر، با اطمینان بیشتری آن را تحمل کنند. در شرایط رونق، مسأله عجیب این بود که بانک‌ها (و معامله‌گران - دلان با اهرم مالی بالا) بیش از حدی که SIVها، شبکه‌های تلویزیونی و کتاب‌های بازرگانی‌شان پیش‌بینی کرده بودند در مقابل بخش مسکن در معرض خطر قرار داشتند. با معلوم بودن ساختار بدهی (عدم تطابق زمان سررسید و اهرم مالی) این دارندگان نهایی ریسک اعتباری، رکود مسکن تهدیدی برای ثبات مالی و اقتصاد کلان به‌شمار می‌رفت. اگر بانک‌ها به‌درستی قسمت عمده‌ای از ریسک‌های اعتباری را تسویه می‌کردند، این رکود می‌توانست پیامدهای سیستمی ملایم‌تری داشته باشد.

۲۵. براساس تجربیات گذشته، به نظر می‌رسد افزایش انبساطی سریع اعتبارات در بحران جاری نیز، نقشی مشابه با بحران‌های گذشته، ایفا نموده است. در آمریکا آن نواحی که رشد سریع‌تری را در ایجاد وام‌های رهنی و افزایش‌های شدیدتری را در قیمت مسکن تجربه کردند، در حال حاضر شاهد افزایش‌های بیشتری در نرخ‌های معوق هستند. سازوکاری که رونق‌های اعتباری را به بحران

مرتبط می‌سازد، از طریق افزایش در اهرم مالی وام‌گیرندگان (و وام‌دهندگان) و از طریق کاهش در استانداردهای اعطای وام عمل می‌کند.^۱ در مورد امریکا، هر دو طریق کار می‌کردند. علاوه بر افزایش شدید اهرم مالی خانوار و کسب و کار غیربنگاه‌ها، شواهد نشان می‌دهد که کاهش در استانداردهای اعطای وام (که توسط افزایش معنادار در نسبت وام به درآمد و کاهش در نرخ‌های عدم‌پذیرش رهن اندازه گرفته می‌شوند) و از طریق بهبود در عوامل بنیادی اقتصادی قابل توضیح نمی‌باشند نقش معنی‌داری را ایفاء می‌کنند.^۲

۲۶. برخی از این الگوها با درجات متفاوتی به سایر کشورها که درگیر بحران جاری بودند گسترش یافتند. در آغاز بحران، کل اعتبارات در انگلستان، اسپانیا، ایسلند و بسیاری از کشورهای اروپای شرقی با سرعت زیادی رشد کردند. برای مثال در امریکا این افزایش انبساطی اعتبارات موجب رونق در بخش مستغلات شد.

نمودار ۹. جریان ورود سرمایه به داخل و رشد اعتبارات در دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۷



قیمت مسکن در بیشتر کشورهای اروپای شرقی و غربی از جمله انگلستان و ایسلند که الان گرفتار بحران مالی شده‌اند، به طور سریع افزایش یافت.^۳ همانند ایالات متحده، این رونق‌های مسکن عموماً توسط افزایش سریع در اهرم مالی خانوار تقویت شد. ادغام فزاینده مالی بین‌المللی به توسعه

^۱ Dell' Ariccia & Marquez.(2006).

^۲ Dell' Ariccia, et al.(2008).

^۳ WEO.(April 2008).

این الگوها کمک کرد. برای اروپای شرقی و برخی بازارهای نوظهور یک رابطه آشکار بین رشد اعتبارات و جریان‌های ورودی سرمایه می‌توان اثبات کرد. در بسیاری از این کشورها ریسک‌ها، به دلیل استقرار برحسب پول خارجی بدون پوشش ریسک توسط خانوارها افزایش قابل توجهی پیدا کردند.

بخش چهارم: دلالت‌هایی برای سیاست اقتصاد کلان

۲۷. درس‌هایی از این بحران و بحران‌های گذشته برای اجرای سیاست‌گذاری‌های اقتصادی (پولی و مالی) وجود دارد. اینکه دارایی‌ها چگونه نگهداری می‌شوند و چه کسی در معرض ورشکستگی احتمالی قرار دارد، از این جهت حائز اهمیت است که مشخص سازد، چرا و چگونه سیاست اقتصادی باید به یک رونق واکنش نشان دهد؟ رونق قیمت دارایی که از طریق تأمین مالی اهرمی و مشارکت واسطه‌های مالی حمایت شده بود، باید مورد توجه قرار گیرند، چرا که آنها ریسک‌های عرضه اعتبارات به اقتصاد را در بر می‌گیرند؛ سایر رونق‌ها را می‌توان با احتمال زیاد به حال خود واگذار نمود. سیاست پولی و سیاست‌های مدیرانه ادواری می‌توانند برای جلوگیری از بروز رونق‌های خطرناک مفید باشند. فضای مالی مناسب برای برخورد با یک بحران بالقوه باید در طول دوره رونق ایجاد شده و اختلالات مالیاتی در جهت حمایت از بدهکاری و اهرم مالی باید حذف شوند.

الف) سیاست پولی

۲۸. پرسش نخست این است که آیا واکنش به رونق وظیفه سیاست پولی است. نگرش مبتنی بر یک غفلت سودمند فرض می‌کند که بانک‌های مرکزی روی اهداف اولیه تورم و رشد تمرکز می‌کنند. قیمت دارایی‌ها تاجایی که نشان‌دهنده اطلاعات مربوط به وضعیت اقتصادی هستند می‌توانند به طور مفیدی مورد نظارت قرار گیرند، اما خود آنها (قیمت دارایی‌ها) نباید هدف قرار داده شوند. این نگرش بر سه بحث اصلی استوار است: ۱) تشخیص تفاوت رونق‌های ناشی از سفته بازی از موارد «فراوانی و رفاه عقلایی»^۱ دشوار است، ۲) نقش سیاست پولی، کنترل تورم است و ۳) سیاست پولی ممکن است برای متوقف کردن رونق بسیار کند عمل کند و سیاست‌های مداخله‌جویانه در این شرایط به جای اینکه مفید باشد، می‌تواند مضر شود. بنابراین، بجای پیشگیری از شکل‌گیری

^۱ Rational Exuberance

آتی عدم توازن‌های مازاد «به سختی قابل اکتشاف» بهتر است که از پیش به انتخاب شفاف آنها پردازیم. این سه موضوع در ادامه مورد بحث قرار می‌گیرد.

چه زمانی عکس‌العمل نشان داده شود: نظارت بر ریسک سیستمی

۲۹. رونق‌های بورس‌بازی در واقع به سختی با اطمینان تشخیص داده می‌شوند. همچنان این کار می‌تواند با محدود کردن تمرکز بر روی رویدادهای نظام بانکی و اعتباری آسان‌تر شود. به علاوه، حتی اگر تشخیص رونق‌های بد سخت باشد، شاید بهترین راهکار، در شرایطی که عدم سیاست‌گذاری به بروز موارد فاجعه‌آمیزی منجر شود، اتخاذ سیاست‌های مبتنی بر وقوع احتمالی تورم باشد. مقام پولی همچنین می‌تواند تأثیر مهمی بر رفتار بازار از طریق اظهارات و تجزیه و تحلیل‌های عمومی خود از روند بازار بگذارد.

۳۰. تجزیه و تحلیل رشد بالقوه ناپایدار اعتبارات و اهرم مالی، به دلیل نیاز به در نظر گرفتن خانوارها، شرکت‌ها و واسطه‌های مالی، پیچیده است. نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد آن زنگ خطر خوبی برای کل اهرم مالی به وجود می‌آورد تا با سایر ابزارهای اهرم مالی تکمیل شود که شامل کاربرد داده‌های وام‌گیرندگان و تجزیه و تحلیل ریسک‌های ترازنامه است. در اقتصادهای باز، وضعیت سرمایه‌گذاری بین‌المللی و حساب سرمایه می‌تواند اطلاعات مکمل در خصوص افزایش‌های بالقوه ناپایدار در اهرم مالی را فراهم آورد. گرچه معمولاً عدم توازن‌های مالی در مدت زمان زیادی شکل می‌گیرند، پژوهش‌ها نشان می‌دهد که برخی از این متغیرها می‌توانند در تشخیص رونق‌های «خوب» از «بد» و در پیش‌بینی تولید و تورم حتی در طی سه تا پنج سال آتی، مفید باشند. علاوه بر این‌ها، توجه خاصی باید به رونق‌هایی که در بخش مستغلات به وجود می‌آید، صورت گیرد، چراکه آنها معمولاً درجه بالایی از اهرم مالی وام‌گیرندگان را شامل می‌شوند.

۳۱. در حالت عمومی‌تر، این بحران نیاز به توسعه ابزارهای جدید ریسک سیستمی را ضروری می‌سازد. این ابزارها می‌توانند متغیرهای نظارتی بنگاه - محورتر را تکمیل نموده و بر اهرم مالی کل سیستم، مجموع ریسک‌های ناشی از ارزش‌های خارجی و غیره تمرکز کنند. اگر این ابزارها، به خوبی ساخته شوند، می‌توانند به تشخیص رونق‌های دارایی‌های خطرناک و مطمئن کمک کنند و

همچنین باید جزء چند متغیر مهمی باشند که بانک‌های مرکزی باید در نظر بگیرند.

آیا نیاز به واکنش وجود دارد: نقش و محدودیت‌های سیاست پولی

۳۲. سیاست پولی باید ثبات مالی کلان را در نظر گرفته و تنها به ثبات قیمت‌ها توجه نکند.

شکست‌های نگرش مبتنی بر غفلت سودمند نیاز به اینکه تصمیم‌گیری‌های سیاستی باید مبتنی بر چارچوبی که در برگیرنده آثار بلندمدت رونق‌های قیمت - دارایی بر تورم و رشد اقتصادی باشند، را مورد تأکید قرار داده‌اند. محدود کردن تورم همچنان هدف اولیه سیاست پولی است، اما سیاست‌گذاران باید به تحركات قیمت دارایی‌ها و به رونق‌های اعتباری، اهرم مالی و ساختار ریسک سیستمی توجه زیادتری داشته باشند. تا زمانی که شکل‌گیری ریسک سیستمی می‌تواند بدیمنی رکود شدید اقتصادی را پیش‌گویی کند و در شرایطی که نظارت‌های بانکی نمی‌توانند به طور کامل جلوی چنین ریسکی را بگیرند، سیاست پولی باید نقش فعال‌تری را در محدود کردن رونق‌ها ایفاء نماید. به بیان دیگر، در شرایط معینی، ممکن است مزایای بلندمدت برای رشد و تورم از طریق "تکیه بر باد دادن"^۱ در دوران رونق قیمت دارایی‌ها، وجود داشته باشد. در آن وضعیت، اجرای سیاست پولی انقباضی حتی در شرایطی که تورم کوتاه‌مدت به نظر تحت کنترل می‌آید می‌تواند قابل توجه باشد.

۳۳. همان طور که گفته شد، ثبات مالی (یا به طور صریح‌تر ثبات قیمت دارایی) لازم نیست که هدف

آشکار سیاست پولی باشد. می‌توان یک تابع هدف سیاست پولی در نظر گرفت که در آن متغیر هدف ثبات مالی یا ثبات قیمت دارایی‌ها، در کنار تورم و شکاف تولید قرار گیرد و در شرایط مشخصی نشان داده می‌شود که این روش بهتر از به طور مثال قاعده کلاسیک تیلور عمل می‌کند.^۲ لحاظ آشکار متغیرهای هدف ثبات مالی یا قیمت دارایی‌ها در تابع ممکن است به تعهد کمتر معتبری^۳ در قبال مبارزه با تورم منجر شود؛ بحث مشابهی که بیشتر برای حمایت از جداسازی مقامات پولی و نظارتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. افزون بر این، ارتباطات موجود بین

^۱. Leaning against the wind

^۲. IMF. (2008).

^۳. Credible Commitment

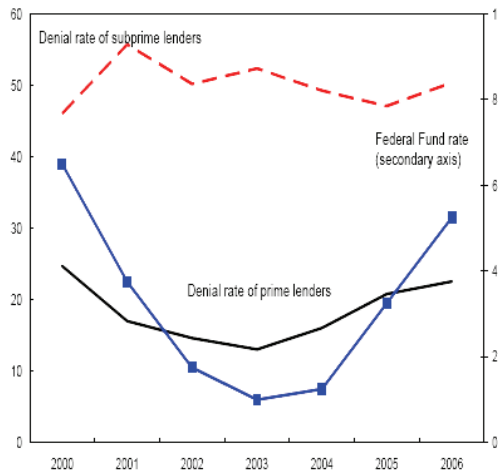
شرایط پولی، قیمت دارایی‌ها و ثبات مالی احتمالاً در وقفه‌های طولانی‌تری به نسبت وقفه‌هایی که معمولاً در بسیاری از رژیم‌های هدف‌گذاری تورمی در نظر گرفته می‌شوند عمل می‌کنند. سیاست‌گذاران پولی، در مقابل می‌توانند اثر تصمیمات خود را بر قیمت دارایی‌ها و ثبات مالی مشاهده کنند (و احتمالاً تابع عکس‌العمل مقام مسئول نظارت مالی و بانکی)، تنها در شرایطی که بر تورم و رشد در بلندمدت تأثیر می‌گذارند را ملاحظه نمایند. این رویه مشابه با چگونگی در نظر گرفتن اثر تغییرات نرخ بهره بر ترازهای مالی و تابع عکس‌العمل مقامات مالی است.

۳۴. به هر ترتیب سیاست پولی به تنهایی ابزاری گُند برای مقابله مؤثر با رونق‌های سفته بازی باقی می‌ماند. در دوران رونق، بازدهی انتظاری دارایی‌ها می‌تواند آنقدر زیاد باشد که تغییرات نهایی نرخ بهره ممکن است اثر اندکی بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاران داشته باشد. چه آنها که به شرایط وابسته بوده و یا نباشند. شواهدی وجود دارد مبنی بر اینکه سیاست پولی انقباضی می‌توانست رونق مسکن را در شروع بحران تعدیل نماید^۱. نرخ‌های بهره بالا می‌توانند باعث کاهش تقاضا و عرضه وام‌های بانکی شوند. برای مثال نرخ امتناع^۲ برای درخواست رهن ممتاز به طور آشکار با نرخ بهره سیاست پولی همبستگی داشت.

^۱ Taylor.(2008), IMF.(2008).

^۲ Denial Rate

نمودار ۱۰. نرخ‌های امتناع و نرخ‌های وجوه فدرال



در حقیقت، سهم رهن‌های تأییدشده ممتاز از کل وام‌های با منشأ رهنی بعد از سال ۲۰۰۳ (شروع چرخه انقباضی) به شدت کاهش یافت. با این حال، نرخ‌های امتناع در بازار رهن فرعی با نرخ وجوه فدرال^۱ همبستگی نداشتند، که نشان می‌داد هر قدر جزء سوداگران وام مسکن بیشتر بوده به تغییرات سیاست پولی کمتر حساسیت داشته است. به طور مشابه، شرایط پولی انقباضی‌تر در حوزه یورو نتوانست بانک‌های اروپایی غربی را از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار رهنی پرخطر امریکا باز دارد و از اعطای تسهیلات ارزی بسیار زیاد به خانوارهای اروپای شرقی، پیشگیری نماید.

۳۵. اثربخشی سیاست پولی اغلب به دلیل باز بودن حساب سرمایه محدود می‌شود. این موضوع به‌ویژه در اقتصادهای باز کوچک و در کشورهایی با بخش‌های مالی پیشرفته که بانک‌ها دسترسی آسان به اعتبارات خارجی، و مؤسسات اصلی و مادر دارند، صادق است. ذخایر قانونی گاهی می‌توانند در محدود کردن رشد اعتبارات - حداقل برحسب پول داخلی، مؤثرتر باشند. در بسیاری از کشورها جانشینی پول رایج نیز یک نگرانی محسوب می‌شود. برای مثال شواهدی که از اروپای شرقی در دست است، نشان می‌دهد که سیاست پولی محدودکننده، به کاهش وام‌دهی برحسب

^۱. نرخ بهره بین‌بانکی کوتاه‌مدت در امریکا

پول داخلی و به طور همزمان افزایش تسهیلات با منشأ پول خارجی منجر می‌شود بنابراین، ریسک‌های مربوط به رونق را نه تنها کاهش نمی‌دهد بلکه افزایش خواهد داد. افزون بر این، شرایط پولی انقباضی‌تر می‌تواند انتظارات افزایش ارزش پول رایج، که به جریان ورودی بیشتر سرمایه منجر می‌شود، را حمایت کند. این سیاست به نوبه خود باعث افزایش رونق دارایی‌ها خواهد شد.

چگونه واکنش نشان دهیم: سیاست پولی در مقابل نظارت

۳۶. با توجه به محدودیت‌های سیاست پولی، بار فرو نشانیدن رونق‌های اعتباری باید نخست بر سیاست‌های نظارتی و احتیاطی منعطف گذارده شود که هدف آنها کاهش محرک‌های ادواری واسطه‌گری مالی است. مشکل اصلی در رونق‌های سفته‌بازی بی‌ثباتی بخش مالی مرتبط با رکود بالقوه است. اقدامات احتیاطی و اجرایی ممکن است راه‌حل‌های سیاستی هدفمندتر و کم‌هزینه‌تری را نسبت به تغییر نرخ بهره ارائه دهند و باید عنصر اصلی از یک واکنش سیاستی یکپارچه باشند. برای مثال، حداقل ذخایر قانونی سرمایه‌ای باید در دوران رونق افزایش و در دوران رکود کاهش یابند و نگهداری ذخایر احتیاطی بیشتر در دوران رشد سریع اعتباری تشویق شود.^۱ چنین سیاست‌هایی باید در ورای سیاست‌های جاری تمرکز بر ریسک‌های که متوجه بانک‌های منفرد، اعمال شده و بهتر است که مبتنی بر اقداماتی در سطح سیستم بانکی باشند.

۳۷. سیاست‌های نظارتی و احتیاطی نیز در کاهش ریسک‌های ویژه مرتبط به یک دوره رونق مؤثرتر خواهند بود. این سیاست‌ها شامل یک‌سری اقدامات عمومی است تا تجهیز بانک‌ها و ارگان‌های نظارتی را برای مقابله با چنین ریسک‌هایی تضمین نماید. (به‌طور مثال، الزامات نگهداری ذخایر قانونی و سرمایه بیشتر، نظارت شدیدتر بر بانک‌های بالقوه مشکل‌دار و نیاز به افشای سیاست‌های مدیریت ریسک بانک‌ها به طور مناسب). همچنین ممکن است آنها منابع خاصی از ریسک‌ها را هدف قرار دهند (مانند اعمال محدودیت‌هایی بر تمرکز، اعطای تسهیلات به صورت بخشی سختگیری بیشتر نسبت به مقتضیات واجد شرایط بودن جهت دریافت وام و وثایق برای گروه

^۱ این ابزارها در IMF(2009 a) با جزئیات بیشتری مورد بحث قرار گرفته‌اند.

خاصی از وام‌ها، اعمال محدودیت‌هایی بر ریسک ارزهای خارجی و مقررات مربوط به عدم تطابق تاریخ سررسیدها). سایر اقدامات ممکن است که هدف خود را بر کاهش اختلالات موجود و محدود کردن انگیزه‌های وام‌گیری و وام‌دهی بیش از اندازه قرار دهند (برای مثال حذف تضمین‌های مجازی برای ارزهای خارجی و متعهد شدن برای مبارزات آگاه‌سازی عمومی نسبت به ریسک). همانند سیاست پولی، جهانی‌سازی مالی، اثربخشی این ابزارهای احتیاطی را از طریق اعمال تلاش‌ها برای دور زدن محدودیت‌ها، انتقال فعالیت‌ها به مراکز برون مرزی و بانک‌های خارجی یا مؤسساتی که نظارت‌های کمتری در آنها صورت می‌گیرد، محدود می‌سازد و نیاز به هماهنگی بین‌المللی بیشتری را طلب می‌کند.

۳۸. این بحران نیاز به هماهنگی سیاستی بیشتر داخلی و چند جانبه را مورد تأکید قرار می‌دهد. در سطح داخلی، ثبات مالی و اقتصاد کلان معمولاً دو مقوله جدا از هم تلقی می‌شدند. اقتصاد کلان بیشتر بر حفظ تورم سطح پایین و با ثبات و نیز رشد اقتصادی و ثبات مالی بر نظارت در سطح بنگاه‌ها از طریق نظام بانکداری رسمی تمرکز داشت. هیچ مجموعه‌ای از سیاستگذاران آثار گسترده ریسک‌های فزاینده را در بخش مالی سایه مورد توجه قرار نداده و حتی درک نکردند که روندهایی در سطح کل اقتصاد در رشد اعتبارات، اهرم مالی، و قیمت مسکن موجب ریسک‌های بسیار پرهزینه سیستماتیک شده‌اند. در ورای مرزها تأثیرگذاری چندین ابزار احتیاطی می‌تواند توسعه یافته [و گاهی بستگی به] همکاری نظارتی کافی بین کشورها برای اجتناب از راه‌های گریز چون جان‌شینی پول، یا انتقال از اعطای تسهیلات داخلی به ارز به اعتبار مستقیم خارجی، ارتقاء یابد. این همکاری با ادغام بیشتر نظام‌های بانکی به شدت اهمیت خواهد یافت. هماهنگی بین ناظران و مقامات پولی کشور میزبان و میهمان، در هنگام رکود و دوران ورشکستگی که نیاز به حمایت نقدی و پرداخت دیون است، امری ضروری خواهد بود.

(ب) سیاست مالی

۳۹. سیاست مالی نقش مهمی را در حل و فصل بحران بازی نکرد. کسری‌های مالی بزرگ امریکا در واقع یکی از دو عامل مهم اثرگذار بر عدم توازن جهانی بود. اما پیشتر استدلال کردیم که عدم

توازن‌های جهانی در بهترین حالت، یک عامل غیرمستقیم در ایجاد ریسک سیستمی بودند و به‌طور متناقض‌گونه، اگر باور داشته باشیم که نرخ‌های بهره جهانی بسیار پایین بودند، بدین ترتیب کسری‌های مالی امریکا، عاملی تثبیت‌کننده بودند تا آنکه بر هم زنده ثبات تلقی شوند. ممکن است اگر کسی به درستی نگران این موضوع باشد که در واقع بسیاری از ناظران چنین باوری داشتند، کسری‌های بزرگ می‌تواند سرمایه‌گذاران را از خرید قرضه‌های دولت امریکا باز دارد. اما این ریسک تحقق نیافت و بحران از عوامل دیگری نشأت گرفت.

۴۰. به‌رغم همه این موارد، بحران دو درس مهم به همراه داشت. درس اول اینکه در بسیاری از کشورها، از جمله امریکا کسری‌های بودجه در طول دوران رونق که درآمدها بالا بودند به میزان کافی کاهش نیافت، که در حال حاضر فضای مالی لازم برای مبارزه با بحران را تنگ‌تر کرده است. درس دوم مربوط به ساختار نظام مالیاتی می‌شود. در بسیاری از کشورها نظام مالیاتی به سمت تأمین مالی بدهی‌ها از طریق کاهش پرداخت‌های بهره‌ای جهت اخذ مالیات بر درآمد تورش دارد. این تورش به اهرم مالی بالاتر، آسیب‌پذیری بخش خصوصی را در قبال شوک‌ها افزایش می‌دهد و باید حذف شود.

۴۱. سیاست مالی می‌تواند به جلوگیری از موارد سفته‌بازی کمک کند و حل و فصل عواقب آنها را آسان‌تر نماید. ضربه‌گیرهای مالی باید در زمان‌های مناسبی برقرار شده باشند و یک چارچوب قاعده محور می‌تواند به این رویه کمک کند، به خصوص از آنجا که افزایش قیمت دارایی‌ها می‌تواند یک وضعیت مالی نه چندان قوی را به طور موقت با افزایش درآمدهای مالیاتی پنهان نماید. به‌علاوه در سطح کل، سیاست مالی می‌تواند به تعدیل رونق مالی کمک کند و بروز آسیب‌پذیری‌ها را با کاستن از فشارهای تقاضا کاهش دهد.

۴۲. اختلالات مالیاتی علت احتمالی بحران نبودند، بلکه می‌توانند اهرم‌های مالی بالایی را به وجود آورند. در حالی که هیچ تغییر آشکاری در قوانین مالیاتی وجود نداشت که حوادث اخیر را موجب شود، قوانین مالیاتی در بسیاری از کشورها موجب پیدایش سطوح بالایی از بدهی‌های خانوارها و شرکت‌ها (از جمله در بخش مالی) شدند. کاهش نرخ بهره رهنی برای اخذ مالیات بر

درآمد خانوارها^۱ یا ابزارهای مالیاتی مشابه برای حمایت از اخذ وام مسکن، انباشت بدهی ناخالص مسکن را تشویق می‌کند. این یارانه‌ها بسیار زیاد هستند. برای مثال یک برآورد برای ایالات متحده به‌طور متوسط یارانه مالیاتی ۱۹ درصدی از هزینه‌ها را برای شاغلان و حدود ۸ درصدی را برای خانوارهای کم درآمد نشان می‌دهد. مالیات‌پذیری در مقابل مالیات بر شرکت‌ها از محل پرداخت‌های بهره‌ای و نه از محل بازدهی دارایی، انحرافی را به سمت استفاده از تأمین مالی بدهی‌ها (شامل مؤسسات مالی می‌شود، گرچه مقررات بازدارنده ممکن است این اثر را محدود سازد) به وجود می‌آورد. به لحاظ تکنیکی این اختلالات مالیاتی قابل رفع هستند. راه حل‌ها شناخته شده و نیز به کار رفته‌اند. مشکلات سیاسی می‌توانند مورد چشم‌پوشی قرار گیرند. درحالی که انقباضی کردن قواعد مالیاتی مسکن در شرایط جاری نامعقول به نظر می‌رسد، به عنوان مثال تجربه انگلستان نشان می‌دهد که معافیت مالیاتی بهره رهنی می‌تواند بدون هزینه عمده سیاسی به تدریج کنار گذاشته شود. افزون بر این، کشورهای اندکی نظام‌های مالیات شرکتی را به کار گرفته‌اند که حوزه عملکرد بین تأمین مالی دارایی و بدهی را هموار می‌سازد.

۴۳. نظام مالیاتی ممکن است که سطح، رشد و نوسان قیمت دارایی‌های کلیدی را متأثر نماید. اما تغییرات مالیاتی ویژه بهترین راه برای کنترل رونق‌های سفته‌بازی نیستند. برای مثال کاهش مالیات بر سود تقسیم شده در امریکا ممکن است که قیمت سهام را افزایش دهد، و برخی استدلال می‌کنند که رونق مسکن نتیجه تغییر قوانین مالیات بر عایدی سرمایه در سال ۱۹۹۷ بوده است. با این حال، آثار اخذ مالیات بر روی پویایی‌های قیمت دارایی‌ها به طور بالقوه پیچیده است و ابزارهای ویژه، ریسک ایجاد فرصت‌های فرار مالیاتی را به وجود می‌آورند. ابزارهای نظارت مالی احتمالاً بهتر هدف‌گذاری می‌شوند، به طوری که خنثی‌سازی انواع دارایی‌ها و درآمدها به‌عنوان بهترین راهنمای سیاست مالیاتی به شمار رفته و در کنار ابزارهای مالیاتی ضد ادواری به بهترین شکل به‌طور یکسان برای همه آنها به کار روند.

^۱ Mortgage Interest Deductibility

۴۴. موضوعات مالیاتی مختلفی که حائز اهمیت‌اند و تاکنون کمتر مورد مطالعه قرار گرفته باید مورد توجه قرار گیرند. این موضوعات شامل نقش بالقوه برنامه‌ریزی مالیاتی سخت‌گیرانه (نه در سطح حداقلی برای مرزهای ملی) در ایجاد اختلال در ترتیبات مالی، اثرات مالیاتی بر ریسک‌پذیری و برخورد مناسب با زیان‌های مالیاتی می‌شود.

منابع

1. Borio, C, and Lowe, P.(2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Paper No. 114.
2. Caballero, R., Farhi, E. and Gourinchas, P.O.(2008). Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances. Unpublished Manuscript, MIT.
3. Claessens, S., Kose, A. and Terrones, M.(2008).What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?. IMF Working Paper No. 08/274.
4. Dell'Ariccia, G. and Marquez, R.(2006). Lending Booms and Lending Standards. Journal of Finance, Vol. 51, pp 2511-546.
5. Dell'Ariccia, G., Igan, D. and Laeven, L.(2008). Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. IMF Working Paper No. 08/106.
6. IMF.(2008). World Economic Outlook, Housing and the Business Cycle; Chapter 3: The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. April.(Washington: International Monetary Fund).
7. IMF.(2009a). Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management.(Washington: International Monetary) Fund.
8. IMF.(2009b). Initial Lessons of the Global Crisis for the Global Architecture and the IMF. (Washington: International Monetary Fund).
9. Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A. and Vig, V.(2007). Securitization and Screening: Evidence from Subprime Mortgage Backed Securities. Mimeo, London Business School.
10. Kiff, J. and Mills, P.(2007). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper No. 07/188.
11. Mendoza, E. and Terrones, M.(2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data. IMF Working Paper No. 08/226.
12. Mian, A. and Sufi, A.(2007). The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis. Mimeo, University of Chicago.

13. Rogoff, K. and Reinhart, C.(2008). Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 98, pp 339-44.
14. Taylor, J.(2008). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. Unpublished Manuscript, Stanford University.