

تجارب جهانی مقابله با بحران مالی و آموزه‌هایی برای اقتصاد ایران

دکتر اسدالله فرزین‌وش *

سجاد برخورداری **

سال هشتم، شماره صد و بیست و هفت

چکیده: بحران‌های مالی، یکی از پدیده‌های رایج در اقتصاد داخلی و جهانی به شمار می‌آیند. بروز بحران‌ها، هزینه‌های اقتصادی زیادی را برای کشورها به دنبال دارد. دولت‌ها در راستای کاهش هزینه‌های اقتصادی بحران‌های مالی و نیز جلوگیری از سرایت بحران و مقابله با آن، با توجه به شرایط اقتصادی خود، سیاست‌هایی به کار می‌گیرند. بحران‌های مالی گذشته، تجارب ارزنده‌ای را در مقابله با بحران‌ها از طریق به کارگیری سیاست‌های مختلف اقتصادی، برای کشورها به دنبال داشته است. کسب آموزه‌هایی از تجارب کشورها برای مقابله با بحران، می‌تواند سهم اساسی در کاهش هزینه مقابله با بحران‌ها داشته باشد.

در این مقاله، با هدف کسب آموزه‌های سیاستی برای مقابله با بحران در اقتصاد ایران، ابتدا ریشه‌های ظهور بحران مالی اخیر در اقتصاد ایالات متحده و سرایت آن به اقتصاد جهانی مورد بحث قرار گرفته است. در ادامه، سیاست‌های مختلف پولی و مالی، برای مقابله با بحران مالی در تجارب جهانی، از هر دو بُعد نظری و تجربی، بحث شده است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که کشورهای مختلف، با توجه به شرایط اقتصادی و میزان آسیب‌پذیری از بحران مالی اخیر، سیاست‌های اقتصادی مختلفی (نظیر کاهش نرخ‌های بهره سیاستی، حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط، گسترش اعتبارات، جذب کمک‌های خارجی، برنامه‌های تضمین سپرده‌ها، به کارگیری بسته‌های مالی با تمرکز بر سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، تأمین مالی بدهی‌ها از طریق کاهش پرداخت‌های بهره‌ای و کاهش مالیات بر درآمد خانوارها و بنگاه‌ها) را در راستای مقابله با بحران به کار گرفته‌اند. در ادامه، بررسی شرایط اقتصادی کشور، به ویژه سیاست‌های اقتصادی در بازار پولی، نشان می‌دهد که سیاست‌های مورد توجه در این بخش می‌تواند محرک بحران مالی در اقتصاد کشور باشد. از این رو، با توجه به تجارب جهانی، به کارگیری سیاست‌هایی نظیر تلاش جهت حفظ پایداری نقدینگی، تغییر در ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های سیستم بانکی، تعریف بسته‌های مالی برای حمایت از بخش‌های تولیدی، مصرفی و توزیعی، حمایت از خانوارهای کم درآمد، حمایت‌های مالی با تمرکز بر سرمایه‌گذاری مستقیم در زیرساخت‌ها، به ویژه در بخش مسکن و سایر بخش‌ها، می‌تواند هزینه‌های آسیب‌پذیری اقتصاد کشور از بحران مالی اخیر را کاهش دهد.

* دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

** پژوهشگر مرکز تحقیقات سیاست علمی کشور و پژوهشکده امور اقتصادی، دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه تهران.

بحران‌های مالی، یکی از پدیده‌های رایج در طول حیات اقتصادی کشورها بوده‌اند. نحوه مقابله با بحران و کاهش تبعات منفی آن، از مهمترین دغدغه‌های کشورهای درگیر بحران بوده است. سایر کشورها نیز، اقدامات پیشگیرانه از وقوع بحران و جلوگیری از سرایت آن به اقتصادشان را اساس تلاش‌های خود قرار داده‌اند.

بحران‌های مالی در کشورهای جنوب شرقی آسیا، آرژانتین، برزیل، مکزیک و غیره از جمله بزرگترین بحران‌های مالی در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بوده‌اند. کشورهای درگیر بحران، سیاست‌های مختلفی، نظیر کاهش یا افزایش نرخ بهره، اصلاح مقررات بازار سرمایه، تزریق پول به اقتصاد و غیره را به منظور پیشگیری و یا درمان بحران‌های مالی مورد توجه قرار داده‌اند. در این میان، ساختار اقتصادی کشورها در انتخاب سیاست‌های مقابله با بحران‌های مالی نقش اساسی داشته است. برای مثال، کشورهای با بازار سرمایه کمتر توسعه یافته، به منظور جلوگیری از وقوع رکود بعد از بحران، نرخ بهره را کاهش داده‌اند در حالی که در کشورهای با بازارهای سرمایه توسعه یافته، چنین سیاستی مردود شمرده شده است.

بحران اخیر مانند بحران‌های مالی دهه‌های اخیر است که با وسعت بیشتر، در اقتصاد جهانی روی داده است. کشورهای درگیر بحران، سیاست‌های مختلفی را برای مقابله با این بحران تدوین نموده و به اجرا می‌گذارند. کشورهای غیردرگیر در بحران نیز، سیاست‌های مختلفی را به منظور پیشگیری از سرایت بحران به اقتصادشان مورد توجه قرار می‌دهند. برخی از نموده‌های بحران مالی جهانی در اقتصاد ایران در اشکال مختلف، نظیر کاهش قیمت دارایی‌ها و افت شاخص‌های بازار سرمایه مشاهده می‌شود. با توجه به ویژگی توسعه‌یافتگی اندک بازار سرمایه ایران، پتانسیل تبدیل بحران اخیر به رکود شدید بیشتر محتمل است که نموده‌هایی از آن نیز در اقتصاد کشور مشاهده می‌شود. از این رو، توجه به تدوین و اجرای سیاست‌های مقابله با بحران برای اقتصاد کشور دارای اهمیت و ضرورت اساسی می‌باشد.

تجارب مقابله با بحران‌های مالی، آگاهی بیشتری برای مقابله با بحران‌ها در کشورهای مختلف، طی بحران‌های مختلف را موجب شده است. امروزه، یکی از اقدامات اساسی کشورها برای مقابله با بحران اخیر، بازنگری تجارب جهانی مقابله با بحران‌های مالی بوده است. با توجه به سهم اساسی تجارب دیگران در انتخاب آگاهانه سیاست‌های مقابله با بحران‌های مالی، در این مقاله به شناخت ریشه‌های بحران مالی اخیر و تجارب سیاستی مقابله با بحران و پیشگیری از وقوع آن پرداخته می‌شود. همچنین، آسیب‌پذیری اقتصاد ایران از آثار بحران مالی جهانی مورد بحث قرار گرفته و با توجه به تجارب جهانی به منظور کاهش اثرات منفی بحران اخیر بر اقتصاد ایران، پیشنهادهای سیاستی ارائه می‌شود.

۲. ریشه‌های بحران مالی

عملکرد ضعیف اقتصاد ایالات متحده در بازار مسکن و بازارهای مالی این کشور و وابستگی اقتصاد جهانی، به ویژه در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸، اقتصاد جهانی را در معرض رکود گسترده‌ای قرار داد. اعمال مداوم سیاست‌های پولی انبساطی و تسهیل جریان اعتباردهی به افراد برای خرید مسکن، به منظور ایجاد رونق اقتصادی، اگر چه به مدت چند سال، آثار اولیه مثبتی بر جای گذاشت اما در نهایت به دلایلی، اقتصاد ایالات متحده و به دنبال آن اقتصاد جهانی را در آستانه رکود اقتصادی بزرگ قرار داد. در این بخش، ریشه‌های وقوع بحران اخیر در ایالات متحده و سرایت آن به اقتصاد جهانی با

توجه به سیاست‌های اقتصادی به کار گرفته شده، مورد بحث قرار می‌گیرد.

۲-۱. کاهش نرخ بهره و سیاست پولی انبساطی

انبساط اقتصاد ایالات متحده در دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۰۷ با یک انفجار آغاز گردید. ترکیدن حباب قیمت سهام شرکت تکنولوژی جدید یا همان دات کام‌ها^۱ در آمریکا در سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ اثرات چشمگیری بر درآمد و پس‌انداز خانوارهای آمریکایی گذاشت. برای به حداقل رساندن گستره و عمق رکود پس از آن، فدرال رزرو^۲ بی‌درنگ سیاست‌های پولی انبساطی را مورد توجه قرار داد. فدرال رزرو تحت تأثیر عقاید و رفتار رئیس خود، نرخ بهره را در دوره زمانی ژانویه ۲۰۰۱ تا ژوئن ۲۰۰۳، ۲۷ بار کاهش داد به گونه‌ای که در طول این دوره، نرخ بهره از ۶/۵ درصد به ۱ درصد کاهش پیدا کرد. سیاست کاهش نرخ بهره، به افزایش قیمت مسکن کمک می‌کرد و به دلیل سهم بالای مسکن در دارایی خانوارهای آمریکایی، رشد قیمت مسکن توانست به راحتی، اثرات ناشی از کاهش ارزش بازار سهام را در دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۲ جبران نماید.

رشد قیمت در بخش مسکن به رشد مصرف نیز کمک می‌کرد و فدرال رزرو برای حفظ رشد اقتصادی ایالات متحده، سیاست پولی انبساطی را ادامه می‌داد. فدرال رزرو تا ژوئن ۲۰۰۴، یعنی همزمان با شروع آخرین مرحله حباب در بازار مسکن، نرخ بهره را در سطح ۱ درصد حفظ نمود. این سیاست پولی انبساطی، یک رکود عمیق را با استفاده از بازار مسکن دفع نمود اما این بازار، خود، خیلی زود دچار حباب قیمتی گردید.

در بسیاری دیگر از کشورهای پیشرفته صنعتی نیز وضع به همین منوال بود و پس از ترکیدن حباب سهام شرکت‌های اینترنتی، بانک‌های مرکزی نرخ بهره را کاهش دادند. این کاهش، اگر چه کمتر از کاهش نرخ بهره در اقتصاد ایالات متحده بود، اما موجبات رونق سریع در اقتصاد را فراهم نمود. در چندین اقتصاد پیشرفته، تورم حباب مسکن ظاهر شد که در برخی موارد، این حباب‌ها بزرگتر از حباب بخش مسکن ایالات متحده بودند.

در اقتصاد ایالات متحده، همزمان با کاهش نرخ‌های بهره توسط فدرال رزرو، در وال‌استریت^۳ ابزارهای مالی فراوانی وجود داشت که بسیاری از این ابزارها توسط شرکت‌هایی که فعالیت‌هایشان چندان قاعده‌مند نبوده، به کار گرفته می‌شد همچنان، برخی از ابزارهای مالی چندان پیچیده بودند که به راحتی، قاعده‌مند نمی‌شدند.

لذا سیاست‌ها، به سمت حمایت از «مقررات‌زدایی از بازارهای مالی» گرایش یافت و گاهی هم با سهل‌انگاری در نظارت‌های اضافی نیز همراه گشت.

در ابتدای این امر، این رویکردها، که به دلیل خوش‌بینی بیش از حد به توان خودتنظیمی بازار و ضعف نظارت فدرال رزرو بر بازارهای مالی، گزینش شده بودند، شرایط رشد اقتصادی کوتاه‌مدت را فراهم می‌آوردند. اما باید توجه داشت که در نهایت، افراط‌گرایی در انتخاب چنین رویکردهایی، بی‌هزینه نبودند و رکود اقتصادی برای ایالات متحده و اقتصاد جهانی را موجب شدند.

۲-۲. وام رهنی درجه دو مسکن و اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی

نظارت‌های ناکافی بر کارکرد وام‌های رهنی درجه دو مسکن در اقتصاد ایالات متحده یکی از دلایل اصلی در ایجاد بحران مالی در بازارهای مالی این کشور به شمار می‌آید. بحران وام رهنی درجه دو مسکن در آمریکا، منجر به سقوط ارزش دارایی‌ها، کاهش رشد اقتصادی این کشور و تحمیل

پیشرفت جهانی شدن
اقتصاد، به ویژه در حوزه
بازارهای مالی، اثرات ایجاد
بحران در اقتصاد یک کشور
را به طور متناوب به اقتصاد
سایر کشورها و بازارهای
بین‌المللی منتقل می‌کند

میلیاردها دلار زیان به بانک‌های ایالات متحده شد. این بحران، ناشی از تغییر روش اساسی در تأمین منابع وام رهنی درجه دو بوده است.

در مدل سنتی اعطای وام رهنی، بانک‌ها، وام‌های رهنی خود را از طریق سپرده‌هایی که از مشتریان بانک (سپرده‌گذاران) دریافت می‌کردند، تأمین می‌نمودند. این بانک‌ها، پس از بررسی وضعیت درآمدی متقاضی وام و ارزیابی مسکن مورد نظر، به اعطای وام رهنی مبادرت می‌ورزیدند و برای دریافت تضمین از متقاضی وام، سند ملک مورد معامله را در وثیقه بانک نگهداری می‌کردند. در مدل سنتی، گیرنده وام اقساط وام را به بانک پرداخت می‌کرد ولی اگر به هر دلیلی، از پرداخت این اقساط قصور می‌ورزید و وام نکول می‌شد، بانک هم ملک را تصاحب کرده و با فروش آن در بازار، وجه وام رهنی را دوباره به دست می‌آورد. در این روش، مبالغی که بانک می‌توانست در قالب وام رهنی مسکن قرض دهد، محدود و متناسب با میزان سپرده‌های جذب شده از طریق مشتریان بانک بود.

در سال‌های اخیر، بانک‌ها به سمت مدل جدیدی از تأمین مالی بخش مسکن حرکت نمودند و اوراق رهنی مسکن را در بازار اوراق قرضه به فروش رساندند. به منظور قرض دادن وجوه بیشتر، این

روش تأمین مالی در مقابل روش سنتی، آسان‌تر بود. بانک‌ها ارزیابی مشتریان در اعطای وام مسکن را بر عهده «ارزیاب مسکن» می‌نهادند و همانند گذشته، خود بانک‌ها به طور مستقیم این کار را انجام نمی‌دادند. خریداران مسکن (همان متقاضیان وام مسکن) نیز وام را به طور غیرمستقیم از طریق یک واسطه دیگر که «واسطه‌گر وام رهنی» محسوب می‌شد، از بانک دریافت می‌کردند. اعتبارسنجی بانک‌ها نیز برای انتشار اوراق قرضه رهنی و توانایی مشتریان در بازپرداخت این اوراق، توسط «آژانس‌های اعتبارسنجی» انجام می‌شد. در این روش، بانک‌ها اقساط وام را از گیرندگان وام‌های

**تداوم به کارگیری
سیاست‌های پولی انبساطی،
از طریق کاهش نرخ بهره،
نقطه آغاز بحران مالی اخیر
بوده و ارتباط تنگاتنگ
بازارهای پولی و مالی
جهانی، دلیل سرایت بحران
به اقتصاد جهانی می‌باشد**

رهنی مسکن دریافت کرده و پرداخت‌ها را به دارندگان اوراق قرضه صورت می‌دادند. در این فرآیند جدید، واسطه‌ها نقش مهمی بر عهده داشتند. اگر به هر دلیلی، گیرنده وام رهنی، بازپرداخت اقساط را متوقف می‌کرد، بانک نیز از پرداخت اوراق قرضه رهنی ناتوان می‌گردید و در نتیجه، اوراق قرضه رهنی بانک نکول می‌شدند. در این روش، بانک‌ها انگیزه زیادی برای نظارت دقیق بر فرآیند انتشار اوراق قرضه رهنی و اعطای وام رهنی مسکن نداشتند؛ زیرا در صورت ورشکستگی وام‌گیرنده، خطری متوجه بانک اعطاکننده وام نبود. در این فرآیند، هدف اصلی انتشار اوراق قرضه بیشتر و اعطای وام بیشتر به متقاضیان، به منظور افزایش درآمد برای بانک‌ها بود. به طوری که افراد کم‌اعتبار نیز به راحتی، موفق به گرفتن وام رهنی مسکن می‌شدند. این افراد، کسانی بودند که موفق به دریافت وام مسکن معمولی نشده بودند. بانک‌ها از واسطه‌گران وام رهنی می‌خواستند که هر چه بیشتر به فروش وام‌های رهنی مسکن به متقاضیان مبادرت ورزند. فروش وام رهنی بیشتر، دریافتی کارمزد کاری واسطه‌گران و درآمد بانک‌ها را به طور چشمگیری افزایش می‌داد.^۴

استدلالی که در پس رشد سریع وام‌های رهنی وجود داشت، این بود که با توجه به افزایش سریع قیمت مسکن، حتی اگر وام‌گیرنده به هر دلیلی، قادر به پرداخت اقساط اصل و فرع وام نمی‌بود، مؤسسه وام‌دهنده می‌توانست طلب خود را از طریق تصرف و فروش ملک مورد معامله، وصول نماید. وام رهنی درجه دو نسبت به وام رهنی سنتی نرخ بالاتری داشت. چرا که این دسته از وام‌ها، از جمله وام‌های رهنی با «نرخ تعدیل پذیر»^۵ بودند. اقساط این وام‌ها ثابت بود اما پس از دو سال، اقساط

افزایش می‌یافتند. همچنین بهره آنها به نرخ‌های بهره فدرال رزرو، که به طرز قابل توجهی افزایش می‌یافتند، وابسته بودند. در سال ۲۰۰۷، یعنی دو سال پس از آنکه وام‌های رهنی درجه دو مسکن در ایالات متحده به شدت رونق گرفته بود، این وام‌ها وارد دومین سال خود، یعنی سال افزایش نرخ بهره شده بود که در نتیجه آن، موج تملک خانه‌ها به دلیل نکول وام‌های بانکی اتفاق افتاد.

۲-۳. رشد حبابی قیمت مسکن در اقتصاد ایالات متحده

عواملی از قبیل کاهش مداوم نرخ بهره، مقررات زدایی از بازارهای مالی، نقش واسطه‌ای بانک‌ها و گریز از پذیرش ریسک در اعطای وام‌های رهنی مسکن، نسبت پایین آورده نقدی خریداران مسکن به قیمت آن، امکان اخذ وام مسکن توسط مشتریان کم اعتبار بانک‌ها و افزایش معافیت مالیات سود حاصل از فروش مسکن، همگی باعث شده بودند که بازار اعتبارات مسکن در ایالات متحده، رونق بی‌سابقه و البته همراه با ریسک‌هایی جدایی‌ناپذیر را تجربه نماید. برآوردها نشان می‌دهد که در فاصله سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۷، بانک‌ها در ایالات متحده، حدود ۱۵ میلیون مورد، اعتبار خرید مسکن (که ریسک آنها بالا برآورد می‌شده است) اعطا کرده‌اند. مزیت‌های موجود در کاهش نرخ بهره، حتی میلیون‌ها نفر در ایالات متحده را که صاحب مسکن بودند، تشویق می‌کرد که وام رهنی مسکن خود را تأمین مالی مجدد نمایند.

با افزایش تقاضا برای وام مسکن و محدودیت‌های عرضه مسکن در کوتاه‌مدت، قیمت مسکن در ایالت متحده افزایش یافت. افزایش قیمت مسکن، بسیاری از مؤسسات اعتباری از جمله بانک‌ها و صندوق‌های وام مسکن را ترغیب می‌کرد که تسهیلات گسترده‌ای را در اختیار متقاضیان وام قرار دهند. زمانی که قیمت مسکن در حال افزایش است، بانک اعتباردهنده نگران بازپرداخت اقساط وام توسط خریدار مسکن نیست؛ زیرا اگر خریدار مسکن، به هر دلیل، قادر به پرداخت اقساط وام مسکن نباشد، خود خریدار، مسکن را به قیمت بالاتر می‌فروشد و یا بانک وام‌دهنده، آن را تصاحب می‌کند. در این صورت، زیانی متوجه بانک و مشتری نمی‌شود.

زمانی که قیمت مسکن شروع به افزایش می‌کند، علاوه بر تقاضای معمولی مسکن، تقاضای واسطه‌گری مسکن نیز افزایش می‌یابد. در سال‌های اخیر، خریدارانی از بیشتر کشورهای جهان، به امید فروش مسکن به قیمت‌های بالاتر، اقدام به خرید مسکن در ایالات متحده می‌کردند که همین مسئله افزایش بیشتر تقاضا و افزایش بیشتر قیمت مسکن را موجب می‌شد. در فاصله سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۶، قیمت مسکن در ایالات متحده حدود ۱۲۴ درصد افزایش یافت و رفته‌رفته حباب قیمت‌ها، خود را در بخش مسکن ایالات متحده نشان داد.

۲-۴. ناتوانی وام‌گیرندگان در بازپرداخت اعتبارات بانکی

رشد فزاینده قیمت مسکن در ایالات متحده، موجب افزایش مبلغ وام مسکن، میزان نرخ بهره پرداختی و اقساط گردید. به گونه‌ای که به تدریج، تعداد زیادی از دریافت‌کنندگان وام مسکن، امکان پرداخت اقساط وام را، حتی با شرایط سهل اعتباری، نداشتند. همزمان با افزایش قیمت مسکن، بهای برخی کالاهای اساسی، نظیر سوخت و مواد غذایی، افراد کم‌درآمد را تحت فشار قرار داده بود. افرادی که تعداد زیادی از آنها، با اعتبار اندکی که داشتند، وام‌های رهنی درجه دو مسکن با نرخ بهره‌های بالاتری

در شرایط بروز بحران، به ویژه بحران‌های مالی، سیاست‌های پولی و مالی شرایط محیطی لازم برای اثرگذاری را ندارند. کسری‌های مالی قابل توجه ایالات متحده یکی از دو عامل اصلی عدم توازن‌های جهانی به شمار می‌آید



دریافت کرده بودند. در سال ۲۰۰۶ رشد سریع قیمت مسکن متوقف شد و کاملاً واضح بود کسانی که وام درجه دو مسکن گرفته بودند برای بازپرداخت آن با مشکل مواجه شوند. این افراد، به ویژه در بازپرداخت آن بخش از وام‌های رهنی با نرخ تعدیل‌پذیر که بایستی در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ نرخ‌های بهره بالاتری را می‌پرداختند، با مشکل مواجه شده بودند.

توقف رشد تقاضا و افزایش عرضه واحدهای مسکونی، به کاهش قیمت مسکن در ایالات متحده انجامید و در پی آن، حتی افرادی که توانایی بازپرداخت وام مسکن خود را داشتند، با مشاهده کاهش قیمت مسکن، از پرداخت اقساط وام خودداری می‌کردند تا شاید بتوانند، تنها با پرداخت مبلغی به عنوان جریمه عدم بازپرداخت وام، از اثرات مخرب سقوط مسکن در امان بمانند.

بی‌توجهی بانک‌ها و مؤسسات اعطاکنده وام رهنی نسبت به اعتبارسنجی مشتریان و توانایی مالی وام‌گیرندگان، مطالبات غیرقابل وصول بانک‌ها را افزایش داد و با نکول وام‌گیرندگان در بازپرداخت اقساط وام، این وضعیت به شکل بحرانی در آمد. آمارها حاکی از آن است که در جریان بحران مالی در ایالات متحده، بیش از ۷/۵ میلیون وام رهنی وصول نشده وجود داشته و چندین میلیون واحد مسکونی، به دلیل خودداری وام‌گیرندگان از پرداخت، توسط بانک‌ها ضبط شده‌اند.

۲-۵. بحران مالی در پی عرضه مسکن و سقوط قیمت آن

موج تملک املاک، اثر شدیدی بر قیمت مسکن گذاشت و رشد چند ساله آن را وارونه نمود. این امر منجر به اولین سقوط قیمت مسکن بعد از دهه ۱۹۶۰ گردید. نکول وام‌گیرندگان از بازپرداخت اقساط، منجر به سلب مالکیت آنها از سوی بانک‌ها و حراج واحدهای مسکونی گردید و در پی عرضه شدید مسکن از سوی بانک‌ها و سایر افرادی که انتظار کاهش قیمت مسکن را داشتند، سقوط قیمت مسکن تشدید شد.

به این ترتیب، مؤسسات مالی بسیاری در آمریکا از سقوط قیمت مسکن و عدم بازپرداخت اقساط وام رهنی متأثر شدند و حتی تعداد زیادی از این مؤسسات، که به طور مستقیم در بازار وام رهنی درجه دو فعال نبودند، زیان‌های هنگفتی متحمل شدند. بسیاری از این مؤسسات مالی، نظیر لمن برادرز^۷ ورشکست و برخی دیگر، نظیر بیر استرنز^۸ و مریل لینچ^۹ در یکدیگر ادغام شدند. مؤسساتی

نظیر گلدمن ساکس^{۱۰} و مورگان استنلی^{۱۱} نیز، به بانک‌های تجاری دارنده سهام سایر شرکت‌ها واگذار شدند. به این شکل، قیمت سهام بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها عملکرد بسیار بدتری نسبت به کل بازار از خود بروز دادند به طوری که در فاصله ژانویه ۲۰۰۷ تا اکتبر ۲۰۰۸، سهام آنها بیش از ۵۰ درصد ارزش خود را از دست دادند.

اولین سقوط، در ژوئن ۲۰۰۷ برای بیر استرنز اتفاق افتاد که سرمایه‌گذاری‌های سنگینی را در بازار وام رهنی انجام داده بود. با نزدیک شدن به پایان سال، بانک‌های زیادی که فکر می‌کردند دارایی‌های آنها قابل اطمینان هستند، با «وام‌های رهنی سمی»^{۱۲} و یا وام‌های رهنی مشکل‌دار مواجه شدند. به طور همزمان، تعداد تملک مسکن به سقوط قیمت آن کمک نمود و تعداد وام‌های رهنی نکول شده افزایش یافتند.

مجموعه اقدامات انجام شده برای مقابله با بحران مؤثر واقع نشد. در مارس ۲۰۰۸، فدرال رزرو با تقبل ۳۰ میلیارد دلار از بدهی‌های بیر استرنز، از ورشکستگی آن جلوگیری نمود و این بانک را با ارزشی بسیار پایین به «جی. پی. مورگان»^{۱۳} واگذار نمود.

در ماه آگوست، مقامات دولتی از کاهش شدید ارزش سهام دو مؤسسه فانی می^{۱۴} و فردی مک^{۱۵}، که به طور ذاتی تحت حمایت دولت قرار داشته و نقش مهمی نیز در بازار مسکن داشتند، نگران شدند. در ۷ سپتامبر، خزانه‌داری ایالات متحده اعلام نمود که این دو مؤسسه را به طور کامل تحت کنترل خود درآورده است.

با گذشت زمان، حوادث، با شدت بیشتری اتفاق می‌افتادند. در ۱۲ سپتامبر، مقامات ارشد مالی و دولتی گرد هم آمدند تا در مورد جلوگیری از ورشکستگی لمن برادرز بحث نمایند. این مذاکرات، به شکست انجامید و دولت نپذیرفت آنچه‌ان که در مورد بیر استرنز عمل کرده بود، برای نجات لمن برادرز دخالت کند. مریل لینچ که پیش از این به نظر نمی‌رسید با خطر ورشکستگی مواجه شود، به «بانک آمریکا»^{۱۶} فروخته شده تا به سرنوشتی شبیه لمن برادرز دچار نشود.

در ۱۶ سپتامبر «گروه بین‌المللی آمریکایی»^{۱۷} که یک شرکت بیمه غول پیکر است، به خاطر افشای وجود دارایی‌های مشکل‌دار^{۱۸} با عنوان مبادلات وام‌های اعتباری نکول شده، در آستانه ورشکستگی قرار گرفت اما با کمک ۸۵ میلیارد دلاری فدرال رزرو، از این آشفتگی نجات یافت. اما پس از آن، شاخص سهام این شرکت در حدود ۵۰۰ واحد سقوط کرد.

۲-۶. سرایت بحران مالی به بازارهای بین‌المللی

منفی شدن تراز حساب بانک‌هایی نظیر لمن برادرز که اوراق رهنی مسکن زیادی خریداری کرده بودند، باعث هجوم سپرده‌گذاران این بانک‌ها برای دریافت سپرده‌هایشان گردید. بسیاری از سپرده‌گذاران، بانک‌ها و مؤسسات مالی دیگری بودند که شکست آنها در گرفتن مطالبات خود از بانک‌ها به معنای منفی شدن تراز حساب‌های آنها بود. به این ترتیب، بحران مالی از یک بانک به بانک دیگر سرایت نمود و در نهایت، اثرات بحران در کل بازارهای مالی مشاهده شد. شرکت‌های بیمه تضمین‌کننده وام‌ها، سپرده‌ها و اوراق بهادار، به دلیل ناتوانی در پرداخت تسهیلات مالی هنگفت، دچار ورشکستگی شدند.

بانک‌ها و مؤسسات مالی بین‌المللی نظیر بانک‌های انگلیسی و اروپایی، ارقام بالایی را در دارایی‌های مبتنی بر وام رهنی (که از سوی وال استریت پیشنهاد شده بود) سرمایه‌گذاری کرده بودند. این موضوع، بسیاری از مؤسسات مالی در اروپا را با تهدید جدی مواجه نمود. بدین ترتیب بحران مالی، که از بازارهای وام رهنی در ایالات متحده شروع شده بود به بازارهای پولی ایالات متحده و سپس به بازارهای پولی و مالی سایر کشورهای پیشرفته تسری نمود و پس از آن وارد بخش حقیقی

اقتصاد جهان گردید.

پیشرفت جهانی شدن اقتصاد، به ویژه در حوزه بازارهای مالی، اثرات ایجاد بحران در اقتصاد یک کشور را به طور متناوب به اقتصاد سایر کشورها و بازارهای بین‌المللی منتقل می‌کند. در حالی که ابزارها و راه‌حل‌ها به طور همزمان و منسجم، از سوی تمام کشورها به کار گرفته نمی‌شوند. فقدان واکنش منسجم به بحران مالی، به ویژه از جانب دولت‌های اروپایی و اینکه کشورهایی نظیر آلمان به طور جداگانه در صدد مقابله با بی‌ثباتی جاری برآمدند، موجب نگرانی بیشتر در بازارهای مالی گردید. آلمان و ایرلند، مستقل از نهادهای اقتصادی اتحادیه اروپا، سیاست‌های خود را برای تضمین سپرده‌های بانکی در این کشورها اعلام کردند تا مانع از هجوم احتمالی سپرده‌گذاران برای بیرون کشیدن سپرده‌ها از بانک‌ها شوند. کشورهای دیگر اروپایی، بررسی اتخاذ سیاست‌های مشابه را اعلام نمودند. این تحولات موجب شد که ماهیت بین‌المللی بحران بیش از پیش آشکار شده و دولت‌های کشورهای صنعتی، اقدامات هماهنگ شده‌ای را مورد توجه قرار دهند.

مقامات اقتصادی کشورهای بزرگ صنعتی، ابتدا در واشنگتن و دولت‌های عضو جامعه اروپا در پاریس، مجدداً حمایت خود را از سیستم‌های اعتباری و مالی، و اتخاذ تمهیدات هماهنگ برای رفع بحران اعلام نمودند. همچنین در این مرحله، صندوق بین‌المللی پول وارد عمل شده و آمادگی خود را برای کمک به کشورهای گرفتار در بحران مالی و اعتباری اعلام نمود. در مراحل ابتدایی بحران مالی، صندوق بین‌المللی پول، ۲۵۰ میلیارد دلار برای اعطای وام به کشورهایی که دچار پیامدهای این بحران شدند در نظر گرفته بود. برای مثال، در مرحله اول اعطای حدود ۲۰ میلیارد دلار به اوکراین و ۲۵ میلیارد دلار به مجارستان اعلام شد. اوکراین به دلیل کاهش قیمت‌های جهانی کالاها، از جمله فولاد، دچار مشکلات تراز پرداخت‌ها گردید.

با هماهنگی‌های به عمل آمده، دولت بریتانیا برنامه حمایتی خود را با خرید بخش قابل توجهی از سهام بانک‌های بزرگ خود نظیر «آر. بی. اس»^{۱۹}، «اچ. بی. او. اس»^{۲۰}، و «لویدز تی. اس. بی»^{۲۱} با تزریق ۳۷ میلیارد پوند انگلیس (بیش از ۵۵ میلیارد دلار) آغاز نمود. سایر کشورها نیز از این خط مشی پیروی نمودند. ایالات متحده اعلام نمود که ۲۵۰ میلیارد دلار از ۷۰۰ میلیارد دلار منابع مالی بسته کمکی خود را صرف خرید سهام بانک‌های عمده خواهد کرد. سوئیس، بانک «یو. بی. اس»^{۲۲} خود را با پرداخت بیش از ۵ میلیارد دلار در مقابل ۹/۳ درصد از سهام آن تقویت کرد. همچنین، این بانک اجازه یافت تا ۶۰ میلیارد دلار از اوراق وام‌های مشکوک‌الوصول خود را به بانک مرکزی سوئیس منتقل نماید. آلمان با ۸۰ میلیارد دلار، فرانسه با ۴۰ میلیارد،

هلند با ۳۵ میلیارد، بلژیک با ۲۵ میلیارد، اتریش با ۱۵ میلیارد و یونان با ۱۰ میلیارد یورو، برنامه‌های مشابهی را دنبال کردند.

علاوه بر کمک به افزایش کفایت سرمایه بانک‌ها، بسیاری از دولت‌های این کشورها تضمین‌های مشخصی به سپرده‌گذاران دادند. در ایالات متحده، سقف سپرده‌های تضمین شده توسط دولت از ۱۰۰ هزار دلار به ۲۵۰ هزار دلار افزایش داده شد و علاوه بر آن، ۱۰۰ درصد سپرده‌ها را تضمین کردند و سیاست‌های مشابهی از سوی دیگر دولت‌ها اعلام گردید. سقف سپرده‌های تضمین شده نیز توسط وزرای اقتصاد و دارایی اتحادیه اروپا به ۵۰ هزار یورو افزایش یافت. این سیاست‌ها برای جلوگیری از هجوم سپرده‌گذاران جهت بیرون کشیدن سپرده‌هایشان اعلام شد. قابل ذکر است که در هفته‌های آغازین وقوع بحران مالی، حداقل دو بانک، یکی در مجارستان و دیگری در ایسلند، به

بیشتر کشورها در سراسر جهان، به منظور تقویت درآمد خانوارها، توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش تقاضای کل، مالیات‌ها را کاهش دادند

ترتیب، با خروج بیش از ۵ میلیارد دلار، و ۹ درصد کل ارزش سپرده‌های خود در یک روز مواجه شدند و دولت ایسلند، در عمل از ایفای نقش خود در تضمین سپرده‌ها ناتوان گردید.

علاوه بر این اقدامات، برای کاهش نگرانی‌ها در میان‌مدت، دولت ایالات متحده اوراق قرضه سه ساله برخی از بانک‌ها را نیز تضمین نمود. در همین راستا در اروپا نیز، اقداماتی انجام شد. برای مثال، آلمان و فرانسه به ترتیب ۴۰۰ و ۳۲۰ میلیارد یورو و بریتانیا ۲۵۰ میلیارد پوند برای تضمین بدهی‌های بانک‌ها تخصیص دادند. سیاست‌های دیگری نظیر خرید دارایی‌های مشکل‌دار بانک‌ها، تغییر مقررات حسابداری و خرید بدهی‌های کوتاه‌مدت تجاری با اعمال هزینه‌های بالا نیز در این کشورها اتخاذ گردید.

در نهایت، ادامه سقوط بازارهای سهام در ایالات متحده، اروپا و آسیا موجب شد که در اکتبر ۲۰۰۸، رهبران بانک‌های مرکزی، سیاست کاهش هماهنگ نرخ‌های بهره را اتخاذ نمایند. اگر چه این اقدامات تا اندازه‌ای از شدت سقوط بازارهای سهام کاست، اما پیدایش چشم‌انداز رکود اقتصادی شدید باعث شد که ایجاد شرایط باثبات در بخش مالی و اعتباری ناممکن گردد. تنها دو روز پس از

اینکه رئیس فدرال رزرو اعلام نمود که حتی با وجود مداخلات دولت‌ها نباید انتظار چرخش سریعی در شرایط اقتصادی را داشته باشیم، شاخص بازار سهام داو جونز^{۲۳} به میزان ۷۳۳ واحد سقوط کرد.

بنابراین مشاهده می‌شود که تداوم به کارگیری سیاست‌های پولی انبساطی از طریق کاهش نرخ بهره، نقطه آغاز بحران مالی اخیر و ارتباط تنگاتنگ بازارهای پولی و مالی جهانی، دلیل سرایت بحران به اقتصاد جهانی بوده است. به طور خلاصه می‌توان، مکانیسم ظهور بحران مالی در اقتصاد ایالات متحده و سرایت آن به اقتصاد جهانی را در شکل ۱ مشاهده نمود.

در آینده، یکی از مهمترین اقدامات در سطح جهان، تقویت و گسترش چهارچوب مقرراتی همراه با تقویت نظارت کلان خواهد بود. صندوق بین‌المللی پول بر این اعتقاد است که باید در بلندمدت در سایر کشورها، برنامه‌هایی برای بازسازی ترازهای مالی و تضمین مسیرهای بدهی پایدار مورد توجه قرار گیرد

۳. سیاست‌های پولی و مالی در مقابله با بحران‌های مالی

در شرایط عادی اقتصادی، سیاست‌های پولی و مالی در راستای دستیابی به اهداف مختلف اقتصادی نظیر کنترل تورم، افزایش اشتغال، رشد اقتصادی، بهبود تکنولوژیکی و غیره مورد توجه قرار می‌گیرند. همچنین، ابزارهای مختلف پولی و مالی برای دستیابی به این اهداف به کار گرفته می‌شوند. اما در شرایط بروز بحران، به ویژه بحران‌های مالی، سیاست‌های پولی و مالی، شرایط محیطی لازم برای اثرگذاری را ندارند. در این شرایط، به تعریف سیاست‌های جدید پولی و مالی و به کارگیری ابزارهای متناسب با این شرایط نیاز است. در این بخش، سیاست‌های پولی و مالی در مقابله با بحران‌های مالی به لحاظ نظری و تجربی مورد بحث قرار می‌گیرد.

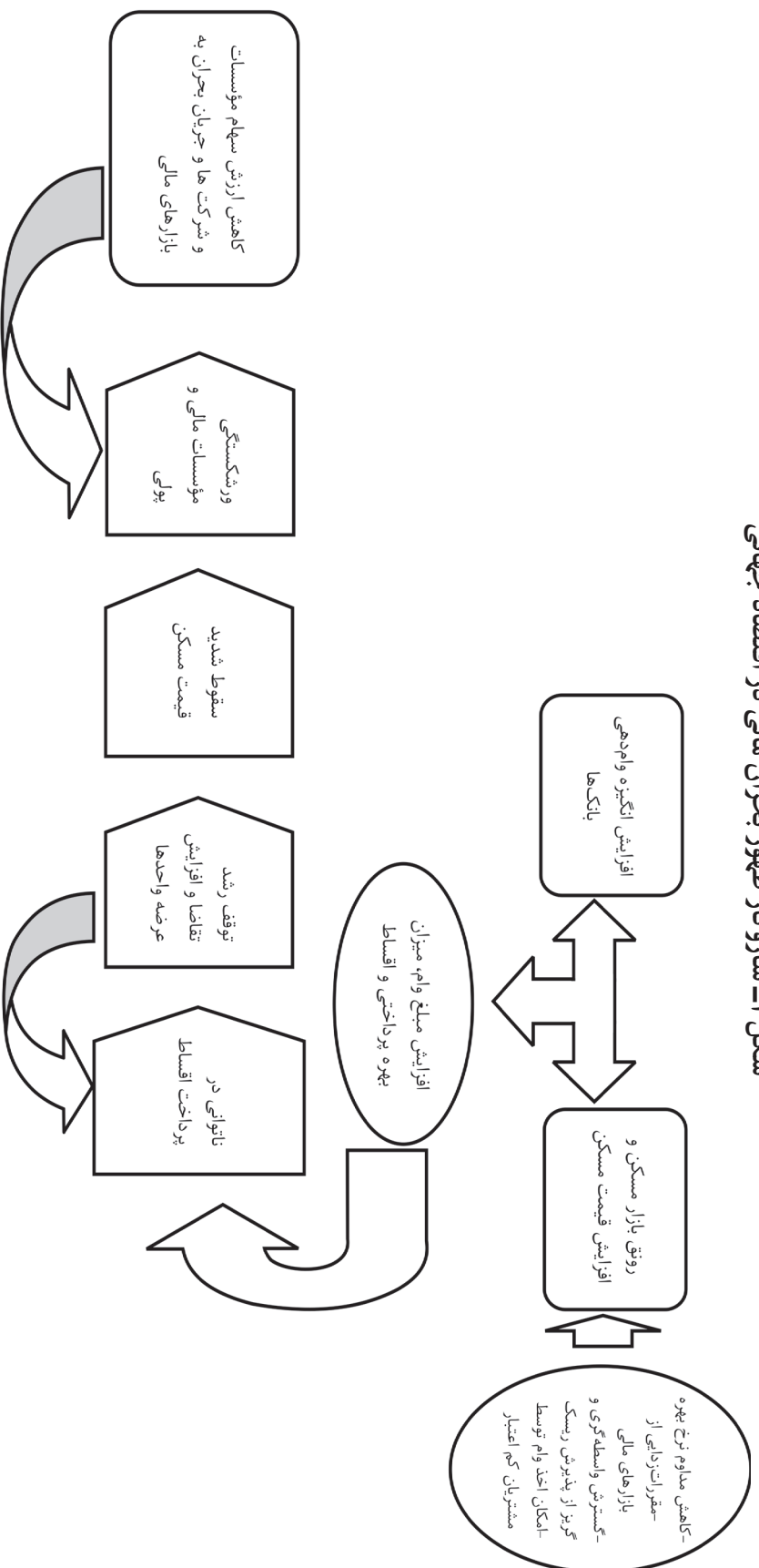
۳-۱. سیاست‌های پولی و مقابله با بحران مالی

سیاست‌های پولی در قالب دو دسته سیاست‌های پولی متعارف و سیاست‌های پولی نامتعارف، به لحاظ نظری و تجربی، مورد بحث قرار می‌گیرند.

۳-۱-۱. سیاست‌های پولی متعارف

در دوره‌های زمانی عادی (یعنی زمانی که بازارهای مالی به طور کامل عمل می‌کنند) در سراسر

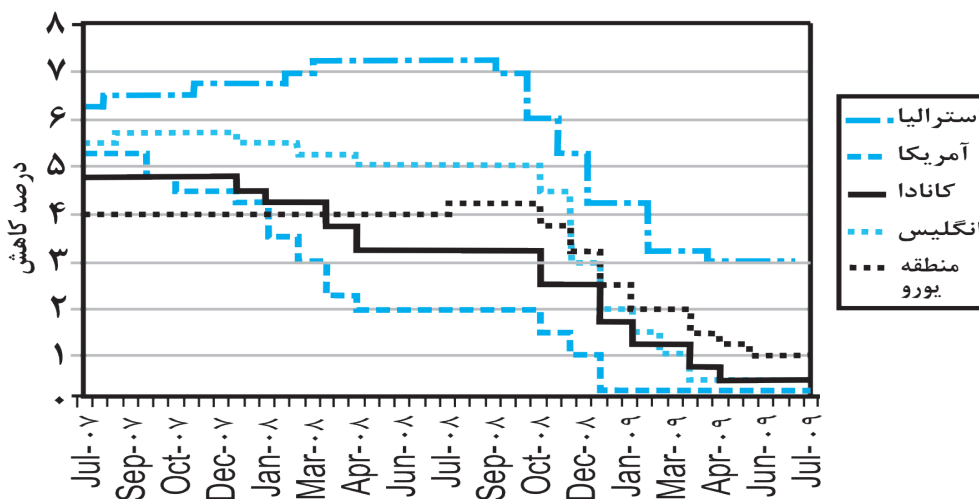
شکل ۱- سازو کار ظهور بحران مالی در اقتصاد جهانی



جهان به طور معمول، تصمیم‌گیری‌های سیاست پولی از طریق دستیابی به اهداف تورمی و تمرکز بر تقاضای کل کوتاه‌مدت، مدیریت می‌شوند. اما در شرایط بحران مالی جهانی، سیاست‌های پولی مرسوم، در واکنش به انقباض در تقاضای کل و انحراف در شرایط بازار مالی جهانی به کار گرفته می‌شوند.

در بحران مالی اخیر، بانک‌های مرکزی در سراسر جهان، سیاست‌های پولی متعارف را به سرعت مورد توجه قرار داده‌اند. در ایالات متحده، نرخ اوراق قرضه هدف فدرال، به سرعت از نقاط پایه ۲۵-۵۰ در سپتامبر ۲۰۰۷، به نقاط پایه ۰-۲۵ تا دسامبر ۲۰۰۸ کاهش یافت. سایر کشورهای توسعه یافته نیز تقریباً همین مسیر را دنبال کردند. در بحران اخیر، کاهش نرخ‌های بهره، به طور متوسط از نقاط پایه ۳۳۰ در کشورهای توسعه یافته و نقاط پایه ۳۰۰ در اقتصادهای نوظهور مورد توجه قرار گرفت. این روند در سال ۲۰۰۹ نیز در بیشتر کشورهای جهان تداوم داشته است (نمودار ۱).

نمودار ۱- کاهش نرخ‌های سیاستی در کشورهای توسعه یافته



منبع: فدرال رزرو بانک آمریکا، بانک کانادا، بانک انگلیس، بانک‌های ECB و RBA.

کاهش در نرخ‌های بهره، بر خانوارها و بنگاه‌ها چندان اثرگذار نبوده و از این رو، آزادسازی پولی اساسی مورد نیاز است. این امر، به خاطر تفاوت حاشیه سود اعتبار گسترده و استانداردهای وام‌دهی محدود بوده که تمایل و توانایی بانک‌ها را برای وام‌دهی کاهش می‌داد. در کل، می‌توان اشاره نمود که یک شکست سازوکار پولی اتفاق افتاده و این امر منجر به نرخ‌های بهره پایین‌تر نیز شده است.

۲-۱-۳. سیاست‌های پولی نامتعارف

در بیشتر کشورها، نرخ‌های بهره به سطح صفر و یا پایین‌تر از مرز در حدود نقاط پایه ۲۵-۵۰ رسیده‌اند. علاوه بر نرخ‌های بهره پایین، ابزارهای سیاستی دیگری نیز، که از آنها به عنوان «ابزارهای سیاستی پولی نامتعارف» یاد می‌شود، به کار گرفته شدند. این سیاست‌ها به طور مستقیم، هزینه و قابلیت تأمین مالی بیرونی را مورد هدف قرار می‌دهند. ۲۴ سه نوع رایج این دسته از سیاست‌ها شامل آزادسازی مقداری، آزادسازی اعتباری و الزامات در نرخ‌های بهره آتی بوده‌اند. انتخاب هر یک از این دسته سیاست‌ها، به طور قابل توجهی به مشخصه‌های نهادی بستگی دارد. همچنین، اثرات این دسته از سیاست‌ها بر سیستم‌های مالی و فعالیت اقتصادی، برخلاف سیاست‌های پولی متعارف، متغیر خواهد بود.

بانک انگلیس و بانک مرکزی اروپا، هر دو، آزادسازی مقداری را در سال ۲۰۰۹ دنبال کرده‌اند. آزادسازی مقداری، به افزایش میزان ذخایر بانک مرکزی از طریق خرید اوراق، به ویژه اوراق بلندمدت، در مقادیر بالا برمی‌گردد. این امر، منجر به فشار بر افزایش قیمت اوراق و کاهش فشار بر عایدی آنها می‌شود و سرمایه‌گذاری در اوراق بلندمدت را تحریک می‌کند. به علاوه بانک‌ها، به نقدینگی کافی دسترسی می‌یابند که می‌تواند برای ایجاد اعتبار جدید به کار گرفته شود.^{۲۵}

یکی از نمونه‌های تجدید شده آزادسازی مقداری در فاصله سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۶ در ژاپن به کار گرفته شد. شواهد نشان می‌دهد که افزایش در پایه پولی، کمتر منجر به تحریک وام‌دهی بانک‌ها می‌شود، یا گسترش پول، هر چند که به کاهش نرخ‌های بهره در بلندمدت منجر می‌شود، منحنی عایدی را مسطح می‌کند.^{۲۶} بانک ژاپن به این نتیجه رسیده است که در کل، تنها یک اثر جزئی بر تقاضای کل و قیمت‌ها وجود دارد. به محض اینکه شرایط بین کشورها و در طول زمان تغییر می‌کند، محدودیتی ایجاد می‌شود، که یک مورد آن شرایط فعلی است. در اوج دوره بحران، زمانی که بازارهای اعتبار در وضعیت تنگی قرار دارند، آزادسازی مقداری یک شکل مطلوب سیاستی است که به دنبال اثرگذاری بر عرضه اعتبار می‌باشد و اثرگذاری بر تقاضا برای اعتبار، که در سیاست پولی سنتی دنبال می‌شود، هدف چنین سیاستی نیست.

شکل دیگر سیاست پولی نامتعارف، شبیه آزادسازی مقداری است که معمولاً دربرگیرنده گسترشی در ترازنامه بانک مرکزی است که در آن، تمرکز بر ترکیب وام‌ها و اوراق در بخش دارایی به جای مقادیر ذخایر است. قابل توجه است که این سیاست، در شرایط عدم سترون‌سازی مؤثر است.^{۲۷} در روش آزادسازی اعتبار، بر شرایط آزادسازی اعتبار، از طریق تحریک بیشتر تجارت فعال در دارایی‌های معین و از طریق پروسه جایگزینی سبد دارایی تمرکز می‌شود. بهبود نتیجه حاصل در شرایط اعتبار و کاهش در حاشیه سود اعتبار، بر تقاضای کل اثر محرک دارد.

این سیاست، در ایالات متحده، از دسامبر ۲۰۰۷ مورد توجه قرار گرفته است. بانک مرکزی ایالات متحده، برنامه‌های وام‌دهی اساسی برای فراهم نمودن نقدینگی و بهبود بازارهای اعتبار را به اجرا گذاشته است. تسهیل حراج تأمین مالی^{۲۸} به تضمین دسترسی نهادها و مالی به اعتبار کوتاه‌مدت کمک می‌کند. همچنین، تسهیل تأمین مالی اوراق تجاری^{۲۹} به بنگاه‌های مالی و غیرمالی اجازه می‌دهد که اوراق تجاری خودشان را جایگزین نمایند، در حالی که کشش‌ها در بازار اعتبار، توانایی آنها را تهدید می‌کند.^{۳۰} شواهدی از ایالات متحده نشان می‌دهد که این ابتکارات در کاهش نرخ‌های بهره، بهبود عملکرد بازارهای اعتباری، فراهم نمودن نقدینگی و جلوگیری از فشار بر کاهش قیمت‌ها، مؤثر بوده‌اند.^{۳۱}

در شرایط خاص، همانند شرایط بحرانی فعلی، بانک‌های مرکزی می‌توانند حذف نرخ‌های بهره در سطح پایین را برای دوره طولانی مدت به کار گیرند. این اقدام از طریق پایین آوردن انتظارات نرخ بهره پسین، منجر به کاهش در عایدات بلندمدت شده و سرمایه‌گذاری را تحریک می‌کند. موفقیت این سیاست، به شدت، به اعتبار بانک مرکزی بستگی دارد. اعتبار بالای بانک مرکزی، شانس موفقیت این سیاست را افزایش می‌دهد. همچنین مهم است که انتظارات تورمی به خوبی مهار شده باشند.

کانادا، هیچ یک از سیاست‌های آزادسازی اعتبار و یا آزادسازی مقداری را مورد توجه قرار نداده است، اما در آوریل ۲۰۰۹، بانک مرکزی کانادا حفظ نرخ بهره در نقاط پایه ۲۵ تا پایان فصل دوم ۲۰۱۰، مشروط بر چشم‌انداز تورم، به کار گرفته است. نتیجه این سیاست به کار گرفته شده توسط بانک کانادا، به صورت معنادار و طولانی مدت به شکل یک کاهش نقطه پایه ۱۰-۲۰ در عایدات اعلام شده اوراق قرضه دولتی در طول یک سال، برآورد شده است. سایر کشورها نظیر ایالات متحده، بریتانیا، نیوزلند و سوئد نیز این سیاست را به کار گرفته‌اند.^{۳۲}

۲-۳. سیاست‌های مالی و مقابله با بحران مالی

سیاست‌های مالی، در رسیدن به بحران مالی نقش مهمی بازی نمی‌کنند. کسری‌های مالی قابل توجه ایالات متحده یکی از دو عامل اصلی پشت عدم توازن‌های جهانی به شمار می‌آید. اما عدم توازن‌های جهانی، یک شکل خلق غیرمستقیم ریسک سیستمی بوده است و به عنوان یک تناقض، اگر کسی بر این باور باشد که نرخ‌های بهره جهانی خیلی پایین بود، کسری‌های مالی ایالات متحده یک عامل تثبیت‌کننده و نه تخریب‌کننده بود. ممکن است این نگرانی وجود داشته باشد که ممکن است کسری‌های قابل توجه، منجر به کناره‌گیری سرمایه‌گذاری از اوراق قرضه دولتی گردد. اما این ریسک، صورت خارجی نداشته و بحران، توسط سایر عوامل آغاز شده است.

با این وجود، بحران، دو آموزه اساسی را به دنبال داشته است. نخست اینکه، در بیشتر کشورها نظیر ایالات متحده، کسری بودجه در طول سال‌های افزایش سریع قیمت‌ها، زمانی که درآمدها بالا بوده است، در سطح مطلوبی کاهش نیافته است و این امر در شرایط فعلی، فضای مالی مورد نیاز برای مقابله با بحران را محدود می‌کند. دوم اینکه، در بیشتر کشورها، سیستم مالی به سمت تأمین مالی بدهی از طریق کاهش پرداخت‌های بهره‌ای تورش‌دار شده است. این تورش به سمت نسبت بدهی به دارایی، آسیب‌پذیری بخش خصوصی به شوک‌ها را بیشتر افزایش می‌دهد و باید حذف شود.

سیاست مالی می‌تواند به تحت کنترل قرار دادن رخدادهای سفته بازی کمک نموده و مقابله با اثرات آتی آن را تسهیل نماید. از آنجایی که افزایش قیمت دارایی‌ها می‌تواند تقویت اندکی را تحت موقعیت مالی، از طریق افزایش موقتی درآمدهای مالیاتی پوشش دهد، باید اقدامات مالی در دوره‌های زمانی مطلوب، تصویب شده و به کار گرفته شوند. به علاوه، در سطح کلان، سیاست مالی به افزایش‌های سریع قیمت کمک می‌کند و از طریق پایین آوردن فشارهای تقاضا، شرایط آسیب‌پذیری را کاهش می‌دهد.

انحرافات مالیاتی دلیل تقریبی برای بحران نبوده است اما می‌تواند نسبت بدهی به دارایی را تحریک نماید. در حالی که تغییرات مشخصی در مقررات مالیاتی در رخدادهای اخیر وجود ندارد، مقررات مالیاتی در بیشتر کشورها با سطوح بالای بدهکاری خانوارها و شرکت‌ها همراه بوده است. کاهش بهره وثیقه یا حمایت‌های مالیاتی شبیه به آن، در حمایت از استقراض‌های مسکن، انباشت بدهی مسکن را تحریک می‌کند. این یارانه‌ها قابل توجه هستند. برای مثال، برآوردی برای ایالات متحده نشان می‌دهد که به طور متوسط، یارانه

به دلیل وجود تحریم‌های اقتصادی و ارتباط اندک بانک‌های ایرانی با بانک‌های بین‌المللی، بحران مالی جهانی (حداقل در کوتاه‌مدت) اثرات مستقیمی بر بانک‌های داخلی و بخش پولی ایران ندارد

مالیاتی به صاحبان مشاغل، در حدود ۱۹ درصد هزینه‌های استفاده‌کننده و در حدود ۸ درصد برای خانوارهای با سطح درآمد پایین بوده است. کاهش مالیات پرداخت‌های بهره‌ای شرکت‌ها، در جهت استفاده از تأمین مالی بدهی، یک تورش را موجب می‌شود.

محرك‌های مالی جهانی در کنار سیاست‌های پولی، اثرات فزاینده معناداری بر اقتصاد جهانی داشته‌اند. صندوق بین‌المللی پول، محرك مالی را در بیشتر کشورها به عنوان محرك مستقیم مخارج و فعالیت اقتصادی، از طریق قرار دادن بخش مالی در اثرات اولین دور آن می‌داند.^{۳۳} هر نوع سیاست پولی، یک اثر متغیر بر فعالیت اقتصادی و ترازهای مالی دارد که در شکل کاهش‌های مالیاتی، حمایت از صنعت خاص، سرمایه‌گذاری مستقیم، کمک‌های نقدی و تضمین‌های اعتباری به کار گرفته می‌شوند.

بیشتر کشورها در سراسر جهان، به منظور تقویت درآمد خانوارها، توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش تقاضای کل، مالیات‌ها را کاهش دادند. در ایالات متحده، بخش کسب‌وکار، انگیزه لازم به منظور ایجاد شغل‌های جدید را با کاهش ۵۰ درصدی مالیات بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۰۸ به دست آوردند.^{۳۴} به علاوه، در ایالات متحده، حمایت مالی، بیشتر به صنایع خاص، به ویژه صنعت اتومبیل متمرکز شده است. اعتقاد بر این است که نقص در صنعت اتومبیل‌سازی می‌تواند اثرات معکوس ساختاری بر اقتصاد داشته باشد از این رو، تسهیلات لازم برای بازگرداندن وضعیت مطلوب و ثبات به این صنعت الزامی است.^{۳۵} کمک به این صنایع در ایالات متحده منجر به حفظ ۳۵۵ هزار شغل در خود صنعت و بالغ بر ۴/۵ میلیون شغل در صنایع مرتبط می‌شود.

در استرالیا، دولت یک سری از بسته‌های محرک را مورد توجه قرار داده است. اخیراً به ۴۲ میلیارد دلار طرح ساخت ملی با تمرکز شدید بر سرمایه‌گذاری مستقیم در زیرساخت‌ها، توجه شده است. هر چند که این طرح‌ها اثر اندکی در کوتاه‌مدت دارند، اما انتظار بر این است که سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها گسترش قابل توجهی در تولید ایجاد نموده و ظرفیت بهره‌وری اقتصاد در بلندمدت را بهبود بخشد.^{۳۶} همچنین، این بسته‌های محرک، انگیزه‌هایی جهت حمایت از ساخت مسکن و کمک‌های نقدی برای افراد جامعه را شامل می‌شود که از این طریق از مصرف در کوتاه‌مدت حمایت می‌شود.^{۳۷} دولت بر این اعتقاد است که این انگیزه مالی، اثرات مطلوب، طولانی‌مدت، موقت و مورد

هدف را نتیجه خواهد داد. علائمی از اثر مثبت انگیزه‌های مالی بر فعالیت اقتصادی، به ویژه در بخش مسکن، تجارت خرده فروشی و اعتماد مصرف‌کننده مشاهده شده است.

در نگاه بین‌المللی، دولت‌ها از اعتماد در بازارهای مالی از طریق تضمین اعتبار حمایت کرده‌اند. در اکتبر ۲۰۰۸، دولت استرالیا، سپرده‌ها و کل وجوه نهادهای نگهدارنده سپرده استرالیایی‌ها را تضمین نمود. این اقدام در پاسخ به گسترش در محدودیت‌های بانک‌ها در دستیابی به منابع مالی در بازارهای تأمین مالی از سوی دولت مورد توجه قرار گرفت.^{۳۸} برنامه‌های تأمین اعتبار به منظور فراهم نمودن

نقدینگی کافی برای حفظ وام‌دهی در کوتاه‌مدت و تقویت بازارهای سالم و قوی در بلندمدت مورد تأکید بوده‌اند.^{۳۹}

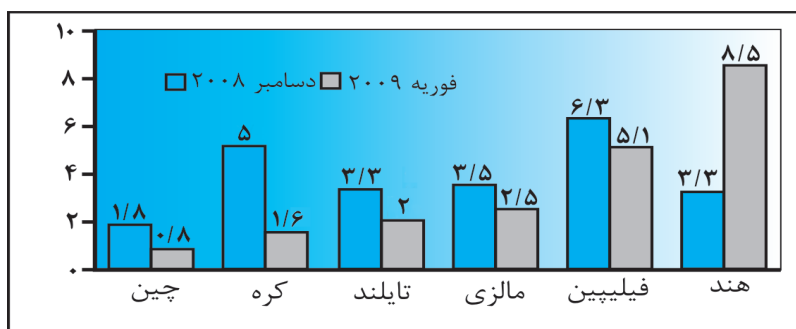
بعد منفی محرک‌های مالی در کوتاه‌مدت اتفاق می‌افتد. محرک‌های مالی در کوتاه‌مدت موجب شده‌اند که کشورها در تراز بودجه خود انحرافی را تجربه نمایند. با وجود این، دولت‌ها به تأکید بر سیاست‌های محرک مالی تمایل دارند زیرا بر این اعتقاد هستند که ذات موقتی این اقدامات موجب می‌شود به محض اینکه حمایت از تقاضای کل کنار گذاشته شود، تراز بودجه در طول دوره میان‌مدت و بلندمدت بهبود یابد. قابل ذکر است که در بیشتر محرک‌های مالی، اقدامی مناسب نیز در جهت تقویت تقاضای کل و تضمین ثبات سیستم مالی مورد توجه قرار گرفته است.

۴. سیاست‌های پولی و مالی در مقابله با بحران در تجربه کشورهای شرق آسیا

مقامات پولی در بیشتر کشورهای این منطقه در راستای کاهش تورم و واکنش به تضعیف فعالیت‌های اقتصادی و کاهش آسیب‌پذیری از بحران مالی جهانی، نرخ‌های سیاستی کلیدی خود را متوقف نموده و اقدامات دیگری جهت کمک به پایداری نقدینگی داخلی و قابلیت دسترسی اعتبار به کار گرفتند. با شرایط مطلوب در سیستم بانکداری در بیشتر این کشورها، این اقدامات موجب

گردید نقدینگی بر حسب پول محلی در سطح مطلوبی باقی بماند و در بیشتر کشورها بجز اندونزی، نرخهای بین بانکی کاهش یابند و یا ثابت بمانند (نمودار ۲). سیاستهای پولی مورد توجه در این منطقه شامل کاهش در نرخهای سیاستی بانک مرکزی در همه کشورهای با درآمد متوسط نظیر ویتنام و اقتصادهای تازه صنعتی شده بجز سنگاپور، کاهش در نرخهای حداقل ذخایر قانونی در کشورهایی نظیر چین، اندونزی برای سپردههای دلاری، مالزی، فیلیپین، تایوان و ویتنام، افزایش در نرخهای پرداختی ذخایر مورد نیاز در اندونزی و ویتنام، و گسترش پشتیبانی و عملیات بانک مرکزی بودند. بانک مرکزی چین نقدینگی را از طریق بازخرید حسابهای قبلی خود بیشتر افزایش داد. همچنین، برنامههای تضمین سپرده به منظور پوشش بیشتر همه سپردهها در اغلب کشورها به اجرا گذاشته شد.

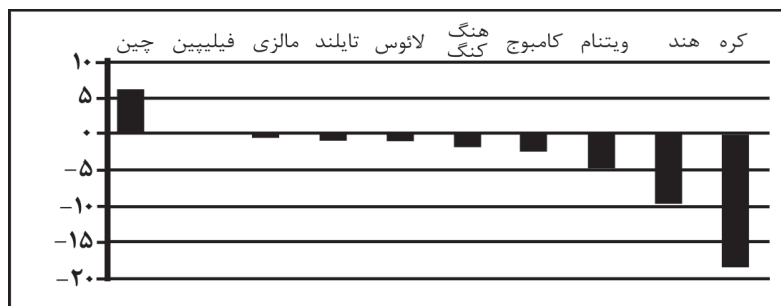
نمودار ۲- کاهش نرخهای بین بانکی به دلیل آزادسازی پولی



منبع: بانک جهانی.

از آغاز سال ۲۰۰۸، آزادسازی پولی، علی‌رغم افت در فعالیت اقتصادی، به رشد اعتبار در همه کشورهای با درآمد متوسط منطقه کمک کرده است. برای مثال، در چین، افزایش اعتبار از طریق وام‌های جدید، در حدود ۴ درصد کل تولید ناخالص داخلی^{۴۰} سالانه در ژانویه و فوریه ۲۰۰۹، واکنش غیرمستقیم به برنامه محرک دولت است. ارزش پول محلی در این منطقه (بجز چین و فیلیپین) تا بعد از ۲۰۰۸ تضعیف شده است. ارزش پول محلی چین در سال ۲۰۰۸، ۶ درصد افزایش یافت در حالی که پول محلی فیلیپین همچنان بدون تغییر باقی ماند. بیشتر کاهش در پول محلی کره و اندونزی اتفاق افتاده است (نمودار ۳). کاهش ارزش پول محلی در این کشورها، منعکس‌کننده تجارب مقامات پولی این کشورها از بحران مالی ۱۹۹۷-۱۹۹۸ آسیا است. بدین معنی که مقامات پولی این کشورها تلاش می‌کنند ذخایر ارز خارجی را، به منظور جبران فشارهای سنگین بازار، حفظ نمایند.

نمودار ۳- تضعیف پول محلی در کشورهای منطقه طی سال ۲۰۰۸



منبع: بانک جهانی.

کشورهای با درآمد متوسط شرق آسیا به منظور گسترش تقاضای داخلی، به طور فعال سیاست پولی را مورد توجه قرار دادند. بسته‌های محرک منطقه برابر با ۳/۶ درصد تولید ناخالص داخلی منطقه است و با اقداماتی که در سال ۲۰۰۹ به کار گرفته شد به ۱/۷ درصد تولید ناخالص داخلی منطقه رسید و برای سال ۲۰۱۰ نیز همچنان ادامه دارد. بسته‌های محرک مالی سال ۲۰۰۹، این منطقه، نسبت به بسته‌های محرک ایالات متحده، آلمان و ژاپن بیشتر بوده است. نقش تثبیت‌کننده‌های خودکار در شرق آسیا اندک است. انحراف ترازهای مالی عمومی بیشتر کشورهای منطقه همسو با بیشتر کشورهای توسعه یافته است. با وجود این، کشورهای شرق آسیا در مقایسه با سایر کشورها، در گسترش فعالیت‌های اقتصادی، بسیار جدی هستند.

همه کشورهای با درآمد متوسط، بسته‌های محرک مالی احتیاطی را مورد توجه قرار داده‌اند. کشورهای با درآمد پایین، به دلیل محدودیت در فضای مالی و یا ظرفیت مدیریتی و جذب محدود، تلاش گسترده‌ای جهت جذب کمک‌های بیرونی، به منظور گسترش محصول، نموده‌اند. کاهش‌های احتیاطی در نرخ‌های مالیاتی و افزایش در هزینه، با درآمدهای پایین ترکیب و با رشد پایین همسو شده است و کاهش قیمت‌های کالاها، منجر به افزایش کسری‌های مالی در سراسر منطقه شده است (جدول ۱). افزایش‌های قابل توجه در تایلند و چین تجربه شده و کشورها، بیشتر، گسترش فضای مالی قابل دسترس را مورد ملاحظه قرار داده‌اند. تفاوت‌های اساسی در بسته‌های مورد توجه کشورها به لحاظ حجم، سهم کاهش مالیات‌ها در برابر افزایش هزینه و یا سایر اقدامات و پیشنهادهای مورد هدف مشاهده می‌شود. بسته‌های مالی در چین و فیلیپین اقداماتی مشارکتی با هدف تأمین مالی از سوی بخش‌های خصوصی و دولتی را دربرمی‌گیرد. بسته مالی در مالزی دربرگیرنده تضمین‌های اعتباری و سرمایه‌گذاری‌های اوراق است که تأثیری بر کسری مالی ندارد.

جدول ۱- کسری‌های مالی به دلیل بسته‌های محرک مالی و اثر خودکار رشد پایین‌تر بر درآمدها ۲۰۰۶-۲۰۰۹

(درصد از GDP)

کشور	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵
چین	-۳/۲	-۰/۴	۰/۶	-۰/۷	-۳/۳
اندونزی	-۲/۵	-۰/۱	-۱/۳	-۰/۹	-۱/۸
مالزی	-۷/۶	-۵/۲	-۳/۲	-۳/۳	-۵/۵
فیلیپین	-۲/۷	-۱/۵	-۱/۷	-۱/۴
تایلند	-۵/۱	-۱/۱	-۱/۷	۱/۱	-۲/۲
کره	-۲/۴	۱/۲	۸/۳	-۱/۳	۱/۱
ویتنام	-۴	-۱/۶	-۲/۲	۲/۱	-۲/۸

منبع: آمار کشورها (۲۰۰۹).

بسته محرک چین با ارزشی برابر با ۵۸۶ میلیارد دلار از سه ماه چهارم ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۰ (۱۲) درصد تولید ناخالص داخلی (۲۰۰۹) بزرگترین بسته محرک مالی در بین کشورهای منطقه بوده است. در حدود نصف بسته برای ساخت شبکه‌های حمل‌ونقل و بازسازی‌های بعد از زلزله است؛ پروژه‌هایی که همیشه در طرح‌های بلندمدت دولت مورد نظر قرار می‌گرفت. تنها در حدود یک سوم بسته مالی از طریق بودجه دولت تأمین مالی شده است و بقیه آن، از طریق سایر منابع، به ویژه وام بانک‌ها

در شرایطی که تورم رو به افزایش است، سیاست کاهش نرخ سود بانکی هیچ کمکی به ایجاد شفافیت و رقابت در بازار پول ایران نمی کند

تأمین مالی شده است. به عنوان بخشی از بسته مالی، دولت بر اقدامات ویژه بخشی مرتبط با صنایع اتومبیل، صنایع فلزی، صنایع منسوجات، الکترونیک، و صنعت داروسازی متمرکز شده است.

بیشتر بسته های محرک در حمایت از اقدامات مصرف، تورش دار بوده اند و تنها یک ششم کل محرک مالی منطقه به کاهش های مالیاتی اختصاص دارد. اندونزی و فیلیپین کشورهایی هستند که کاهش های مالیاتی در آنها غالب

است، کاهش در مالیات بر درآمد شرکت ها حجم قابل توجهی از کاهش های مالیاتی در این منطقه را تشکیل می دهد. در کنار کاهش های مالیات بر درآمد شرکت ها، کاهش نرخ های مالیات بر درآمد افراد در اندونزی و تایلند، کاهش در نرخ های مالیات بر مالکیت در اندونزی و تایلند، کاهش در سایر مالیات های مقرر در سنگاپور و تسریع بازپرداخت مالیات بر ارزش افزوده در اکثر کشورها مورد توجه بوده است.

حجم اقدامات هزینه ای با تمرکز بر هزینه های زیرساختی، با انتقالات اجتماعی اندک نیز همراه بوده است. تمرکز بر زیرساخت ها به ویژه شبکه های حمل و نقل، نشان می دهد که این تلاش ها، در نهایت، به رشد بالا منتهی خواهند شد و هزینه بالای فعلی مؤثر خواهد شد. تمرکز بر زیرساخت ها، همچنین ریسک حمایت از گسترش همسو با سیکل را، نسبت به محرک ضدسیکلی، بیشتر مورد توجه قرار می دهد. بحث های حکمرانی مرتبط با هزینه زیرساخت ها بسیار مهم و اساسی هستند.

حمایت از بخش های فقیر و آسیب پذیر در برخی کشورها مورد توجه قرار گرفته است. اقداماتی نظیر انتقالات اجتماعی مورد هدف گذاری شده و یا نشده در چین، اندونزی، کره و فیلیپین، یارانه های مصرف موقت شامل ارائه کوپن به خانوارهای روستایی و کم درآمد در چین و اندونزی، تغذیه مدارس و سایر برنامه های مرتبط و تداوم توجه به کنترل های قیمتی و یارانه های سوخت و غذا در بیشتر کشورها و حمایت از بخش مسکن، به ویژه ساخت مسکن برای خانوارهای با درآمد پایین، در چین، اندونزی و تایلند در کنار سایر اقدامات در بخش محرک های مالی مورد توجه قرار گرفته اند.

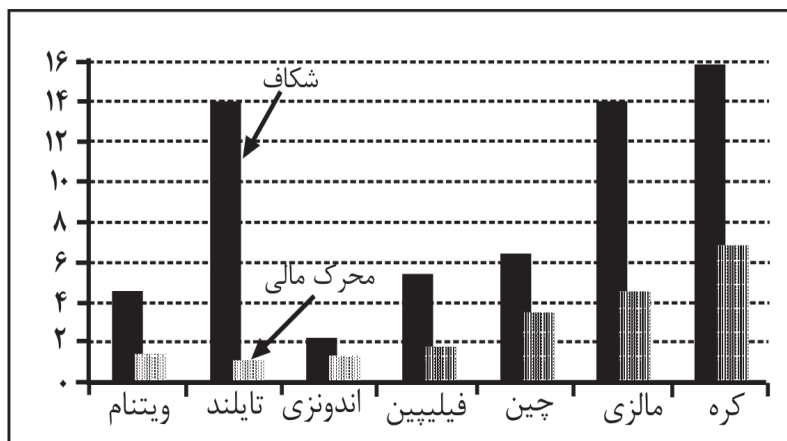
حمایت از بنگاه های کوچک - متوسط، بانک ها و اعتبار تجاری، بخش مهمی از بسته های محرک مالی منطقه را شامل می شود. حمایت از بنگاه های کوچک - متوسط در بسته محرک تایلند، کره و سنگاپور، حمایت از بانک ها در چین، تایلند، و سنگاپور و تلاش برای گسترش اعتبار تجاری در سنگاپور از جمله این حمایت ها بوده اند. سایر اقدامات حمایتی، دربرگیرنده انتقالات به دولت های محلی در چین و اندونزی، و افزایش اشتغال عمومی در بخش های آموزش و بهداشت در سنگاپور هستند.

کشورهایی با توان مالی محدود، اقداماتی جهت کمک به گسترش تقاضای داخلی و فعالیت اقتصادی تا جایی که کمک های خارجی ممکن بوده، تعریف نموده اند. در لائوس، دولت، نرخ مالیات بر درآمد شرکت های دارای مالکیت داخلی در بخش پوشاک را در مقایسه با مالیاتی که از سوی شرکت های خارجی پرداخت می شود، کاهش داده است. همچنین دولت، تلاش هایی در جهت حمایت از تولیدکنندگان کشاورزی و حمایت از تأمین مالی تجارت برای صادرکنندگان را مورد تأکید قرار داده است.

در بیشتر کشورها، بسته های محرک مالی، تنها بخشی از اثر منفی بحران مالی بر رشد اقتصادی را جبران نموده است. انباشت شکاف تولید برای کشورهای با درآمد متوسط، در سال های ۲۰۰۹-۲۰۱۰ در نمودار ۴ نشان داده شده است. کشورهای کره، مالزی و تایلند دارای بیشترین شکاف

هستند. در چین و ویتنام، اندازه بسته‌های محرک در حدود نصف شکاف و در تایلند یک دهم شکاف بوده است. این محاسبات نشان می‌دهد کشورهای با فضای مالی مناسب، به ویژه چین، کره و تایلند، توانسته‌اند بسته‌های محرک مالی خود را گسترش داده و هزینه کارا، زمان‌بندی شده و هدف‌داری را به اجرا بگذارند.

نمودار ۴- اندازه بسته‌های محرک و شکاف تولید



منبع: بانک جهانی.

برآورد اثر بسته‌های محرک مالی بر تولید ناخالص داخلی کشورها نشان می‌دهد که اثر مورد انتظار محرک‌های مالی در چین و کره در مقایسه با سایر کشورها بیشتر است. اثر بسته‌های محرک در اندونزی و تایلند در مقایسه با سایر کشورها اندک است. همچنین دامنه اثرات در کشورهای اندونزی، مالزی و تایلند در مقایسه با سایر کشورها اندک است (جدول ۲).

جدول ۲- اثر بسته‌های محرک بر تولید ناخالص داخلی

(درصد از GDP)

کشور	دامنه اثرات	
چین	۰/۸	۴/۳
اندونزی	۰/۲	۱/۶
کره	۱/۵	۰/۸
مالزی	۰/۳	۴/۳
تایلند	۰/۵	۱/۳
سنگاپور	۰/۸	۱/۷

منبع: برآوردهای بانک جهانی بر اساس برخی شبیه‌سازی‌ها و تجارب کشورهای توسعه یافته.

۵. چالش‌های آتی برای واکنش‌های سیاستی در بحران‌های مالی

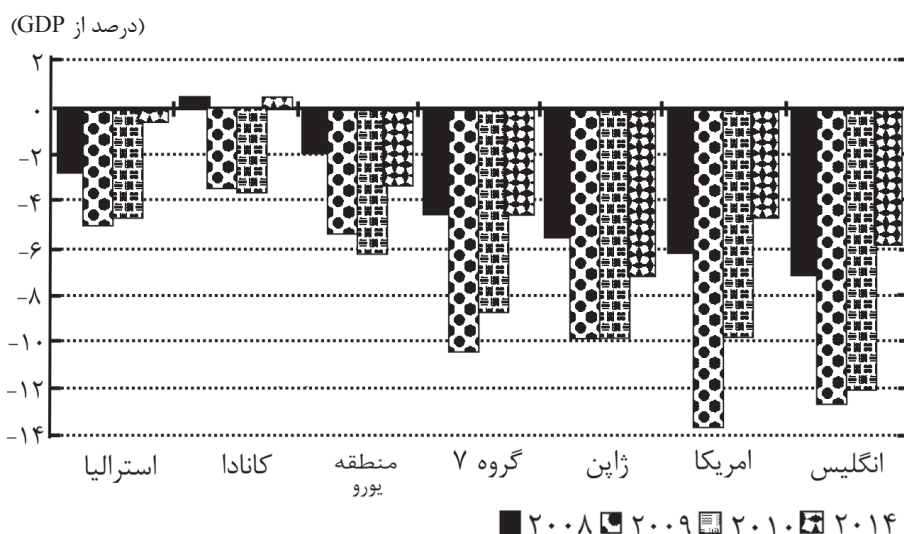
طی دو سال گذشته، ضعف‌های فراوانی در سیستم مالی و نارسایی‌های کلیدی در چهارچوب مقرراتی مشاهده شده است. در آینده، یکی از مهمترین اقدامات در سطح جهان، تقویت و گسترش

چهارچوب مقرراتی همراه با تقویت نظارت کلان خواهد بود.^{۴۱} همچنین، با توجه به گسترش فزاینده ارتباط بین کشورها، برای تمام کشورها ضروری است که در سیاست‌های اقتصادی، مالی و مقرراتی با یکدیگر همکاری نمایند.

در به کارگیری سیاست‌هایی که ذکر گردید، باید استراتژی مطلوبی برای خروج بلندمدت مورد توجه قرار گیرد. برای سیاست پولی، اولین هدف، تضمین ثبات قیمت‌ها و کنترل شدید انتظارات تورمی است. دومین هدف، کاهش وابستگی به سازوکارهای حمایت موقت در بخش مالی و فراهم نمودن شرایط برای عملکردهای نرمال بازارهاست.^{۴۲} زمان‌بندی به کارگیری این سیاست‌ها، به مرحله بهبود و برگشت به وضعیت نرمال بازارهای مالی بستگی دارد.

در سراسر جهان، توجهات در مورد پایداری مالی به طور قابل توجهی افزایش یافته است. بر اساس پیش‌بینی‌های سازمان همکاری اقتصادی و توسعه^{۴۳} نسبت بدهی ناخالص دولت به تولید ناخالص داخلی، در بریتانیا، برای سال ۲۰۱۰، به ۹۰ درصد افزایش خواهد یافت. انتظار بر این است که کسری دولت به ۱۴ درصد تولید ناخالص داخلی افزایش یابد و برای کل کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه به ۹ درصد تولید ناخالص داخلی برسد.^{۴۴} در استرالیا، کسری دولت در حدود ۴/۵ درصد تولید ناخالص داخلی است (نمودار ۵). در بیشتر این دسته از کشورها، اعتقاد بر این است که استراتژی خروج طراحی شده، باید به منظور برگرداندن بودجه به وضعیت مزاد در میان مدت مورد توجه قرار گیرد.^{۴۵} صندوق بین‌المللی پول بر این اعتقاد است که باید در بلندمدت در سایر کشورها، برنامه‌هایی برای بازسازی ترازهای مالی و تضمین مسیرهای بدهی پایدار در بلندمدت مورد توجه قرار گیرد.^{۴۶}

نمودار ۵- وضعیت تراز بودجه در کشورهای منتخب



در نتیجه، واکنش‌های سیاستی بانک‌های مرکزی جهان به بحران مالی «فوق‌العاده» است. بانک‌های مرکزی کاهش نرخ‌های بهره و به کارگیری سیاست‌های پولی نامتعارف را مورد توجه قرار داده‌اند. آنها باید به سیاست‌های نامتعارف توجه اساسی نموده و سیاست‌های پولی نامتعارف مناسبی را مورد توجه قرار دهند. به علاوه، دولت‌ها باید فعالیت اقتصادی را از طریق سیاست مالی تحریک نمایند. باید واکنش‌ها با توجه به ذات بحران تعریف شوند. همچنین باید استراتژی‌های خروج، در راستای توازن مجدد مالی مورد توجه دولت‌ها قرار گیرد. بهبود پایدار نیز برای تثبیت سیستم مالی جهانی ضروری است.

۶. بحران مالی و سیاست‌های اقتصادی در ایران

به دلیل وجود تحریم‌های اقتصادی و ارتباط اندک بانک‌های ایرانی با بانک‌های بین‌المللی، بحران مالی جهانی (حداقل در کوتاه‌مدت) اثرات مستقیمی بر بانک‌های داخلی و بخش پولی ایران ندارد. اما شرایط فعلی در سیستم بانکی کشور و پیامدهای غیرقابل اجتناب بحران مالی جهانی بر این شرایط باعث می‌شود سیاست‌هایی که دولت از طریق آنها به مداخله در بازار پول می‌پردازد، دارای اثرات و تبعات عمیق‌تری باشند. سیاست کاهش دستوری نرخ سود بانکی یکی از سیاست‌های رایج طی چند سال اخیر به شمار می‌آید. هر چند که بررسی تجارب جهانی نشان می‌دهد کاهش نرخ بهره یکی از سیاست‌های رایج در دوره بحران بوده است، اما شرایط اقتصادی ایران، از اجرای این سیاست نتایج متفاوتی را به بار خواهد آورد.

در راستای اجرای سیاست کاهش دستوری نرخ سود بانکی، ممکن است مدافعان این سیاست، چنین استدلال نمایند که سرایت کسادی ناشی از بحران مالی به اقتصاد ایران می‌تواند تقاضای تسهیلات بانکی را کاهش دهد و بر این اساس باید نرخ سود بانکی کاهش یابد. همچنین اگر از یک سو، با افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی، جذب بیشتری از سپرده‌ها توسط بانک‌ها صورت گیرد و از سوی دیگر، شرایط نامطمئن اقتصادی و ترس از نکول وام‌های بانکی توسط وام‌گیرندگان، از تمایل بانک‌ها به اعطای تسهیلات بانکی بکاهد، آنگاه شاهد رسوب منابع بانکی در بانک‌ها و کاهش سود آنها خواهیم بود.

اگر چه این استدلال اصولاً درست است اما در شرایط تورمی اقتصاد ایران، مادامی که نرخ سود بانکی کمتر از نرخ تورم باشد، منافع حاصل از قرض گرفتن و هزینه‌هایی که قرض دادن در پی دارد، تقاضا برای تسهیلات را فراتر از منابع موجود بانک‌ها قرار می‌دهد. در این صورت نباید در مورد رسوب منابع بانکی نگرانی وجود داشته باشد.

نکته مورد اشاره در طرفداری از افزایش نرخ سود بانکی در شرایط تورمی اقتصاد ایران آن است که بایستی نرخ سود واقعی بر اساس سازوکار واقعی بازار پول تعیین شود تا بازار بتواند به دور از مداخلات دولت، شفافیت و کارایی خود را باز یابد. از این رو، مسئله اصلی، کاهش یا افزایش نرخ سود بانکی نیست، بلکه بحث اصلی آن است که در شرایطی که تورم رو به افزایش است، سیاست کاهش نرخ سود بانکی هیچ کمکی به ایجاد شفافیت و رقابت در بازار پول ایران نمی‌کند. در شرایط تورمی اقتصاد، افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی می‌تواند به عنوان سیاست پولی انقباضی عمل کرده و از شدت تورم بکاهد و با کاهش نرخ تورم، شرایط مناسبی برای کاهش نرخ سود بانکی فراهم خواهد شد. این رویکرد اگر چه می‌تواند به ایجاد شرایط کسادی در اقتصاد بیانجامد اما این شرایط، پایدار نخواهد بود. زیرا ثبات اقتصادی به وجود آمده در اثر کنترل تورم و منافع حاصل از شفافیت و کارایی بازار پول، در تحریک رشد اقتصادی نقش بسزایی خواهد داشت.

حال، سؤال این است که آیا افزایش نرخ سود بانکی به افزایش نکول وام‌های بانکی منجر نمی‌شود؟ پاسخ به این سؤال کاملاً روشن است. به نظر می‌رسد در شرایط تورمی، نکول بخش زیادی از وام‌های بانکی به صورت نکول اختیاری باشد تا نکول اجباری. در واقع، کاهش نرخ سود تسهیلات، زمانی که به نرخ سود واقعی منفی بیشتری منجر می‌شود، تمایل به پس ندادن وام را افزایش می‌دهد. از این رو، بایستی توجه نمود که نکول وام‌های بانکی، تنها به دلیل افزایش نرخ سود بانکی نیست، بلکه کاهش نرخ سود بانکی هم می‌تواند دلیلی برای نکول باشد.

کاهش نرخ بهره در شرایط تورمی اقتصاد، میل به پس‌انداز کردن را کاهش می‌دهد. چرا که در مجموع، منافع آتی وجوه نقد کاهش یافته و افراد ترجیح می‌دهند که درآمدهای خود را در زمان حال

مصرف نمایند به جای آنکه مصرف خود را به تأخیر انداخته و در نتیجه تورم، از منافع آتی درآمدهای حال خود بکاهند. از این رو، منابع کمتری در بانکها، برای گرفتن وام، وجود خواهد داشت که همین مسئله، رقابت برای دستیابی به این منابع را افزایش می‌دهد. همچنین، به دلیل شرایط تورمی و کاهش ارزش پول در طول زمان، تقاضا برای وجوه نقد و وام، افزایش می‌یابد و در این شرایط، افراد و بنگاهها ترجیح می‌دهند وام‌گیرنده و بدهکار باشند. در واقع، آنها منافع حال بیشتر را، با منافع آتی کمتر، مبادله می‌کنند. بنابراین، در شرایط تورمی و در حالی که با نرخ بهره واقعی منفی مواجه هستیم، مبالغ کمتری بر وام دادن و در مقابل، تقاضای بیشتری برای وام گرفتن وجود دارد. در این شرایط، کسانی که به وام بانکی ارزان قیمت دسترسی دارند، حاضر نیستند به راحتی آن را از دست بدهند.

اگر چه ممکن است از نظر مقامات اقتصادی کشور، در پی کاهش نرخ تورم جهانی و اثرات آن بر اقتصاد داخلی و نیز افزایش احتمال اتخاذ یک سیاست انقباضی در تدوین بودجه سال ۱۳۸۸، به دلیل کاهش درآمدهای نفتی و در نهایت، کل درآمدهای دولتی، نگرانی‌های تورمی کاهش یافته باشد، به گونه‌ای که سیاستگذاران اقتصادی به سمت کاهش زودتر از موعد نرخ سود بانکی تحریک شوند و به خود اطمینان دهند که نباید در شرایط حاضر چندان هم نگران اثرات تورمی این سیاست بود، اما بایستی توجه نمود مادامی که شرایط تورمی گذشته پاکسازی نشده باشد و نرخ تورم به طور اطمینان بخشی مهار نشود، سیاست کاهش نرخ سود بانکی باعث بازگشت نرخ تورم از نرخهای کاهش یافته مورد انتظار به سمت بالا می‌شود. در این شرایط، احتمال بروز و تشدید تورم رکودی، افزایش می‌یابد.

گذشته از اینکه نکول وام‌های بانکی ناشی از عوامل تورمی و کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی یا سرایت کساد به اقتصاد ایران باشد، انتظار می‌رود که پس از بحران مالی، به طور کلی، نکول وام‌های بانکی افزایش یابد. برای مثال، پس از بحران مالی، به دلیل رکود جهانی و آسیب‌های آن بر اقتصاد ایران، صنعتگران و تجار با رکود فعالیت‌های اقتصادی و زیان‌های هنگفتی مواجه شده و از توانایی پیشین آنها برای پس دادن وام‌هایی که در زمان رونق کسب‌وکار دریافت کرده‌اند، به شدت کاسته شده است. البته این نگرانی می‌تواند با توجه به رویکرد انقباضی بانکها در اعطای اعتبارات، تخفیف یابد.

اگر بحران مالی در جهان به گونه‌ای شدت یابد که کساد عمیقی را بر اقتصاد ایران حکفرما نماید و در پی آن با کاهش شدید فعالیت‌های اقتصادی، حجم وسیعی از نقدینگی افراد در بانکها سپرده‌گذاری شود و احتمالاً سیاست‌های شدید انقباضی پولی و مالی از سوی دولت اعمال شود و در اثر آن، تا حدودی از شدت تورم کاسته شود، آنگاه ممکن است حجم تقاضا برای وام‌های بانکی اندکی فروکش کرده و بانکها با پذیرش ریسک بالاتر، به کیفیت اعتبار وام‌گیرندگان توجه کمتری نشان دهند. در این صورت، خطر نکول وام‌های بانکی بیشتر خواهد شد. قابل ذکر است که اعمال سیاست‌های پولی انقباضی نیازمند کنترل شدید رشد نقدینگی در اقتصاد کشور است و در این صورت، نرخ رشد جذب سپرده نیز در بانکهای کشور کاهش می‌یابد و ممکن است بدین ترتیب، باز هم حجم تقاضای تسهیلات بانکی بسیار بیشتر از حجم سپرده‌های بانکی باشد. در صورت وقوع موارد مذکور، اجرای سیاست تعیین نرخ سود بانکی بر اساس نرخ تورم می‌تواند در اقتصاد کشور راهگشا باشد و سلامت بازار پول کشور را تضمین نماید.

در نهایت، قابل ذکر است که در اقتصاد ایران، حجم بزرگ دولت و مداخلات بیش از حد آن در سازوکار اقتصاد و اعمال دستوری سیاست‌هایی که سازوکار بازارهای مختلف، از جمله بازار پول را، بر هم می‌زند و به وضعیتی منجر شده که هر نوع مداخله دیگری برای اعمال یک سیاست اقتصادی

اصلاحی را به عاملی برای آشفتنی بیشتر بازارها، به جای هدایت آن در مسیر تعادل، تبدیل نموده است.

۷. مداخله دولت در بازار پول و خطر ایجاد بحران مالی در اقتصاد ایران

طی سال‌های اخیر، تأسیس بانک‌های خصوصی و شروع به فعالیت آنها در کنار بانک‌های دولتی، باعث ایجاد نوعی دوگانگی در سیستم بانکداری کشور شده است. ویژگی‌های منحصر به فرد هر یک از این دو گروه و نحوه تعامل دولت با آنها، شرایط جدیدی را در سیستم بانکداری و کل اقتصاد به وجود آورده است.

بانک‌های دولتی، با توجه به ماهیتشان تأثیر بیشتری از سیاست‌های اقتصادی دولت می‌پذیرند. چرا که بیشتر فعالیت‌های آنها بر اساس دستورالعمل‌ها و مصوبات دولتی انجام می‌گیرد. این مسئله باعث شده بانک‌های دولتی با وجود دارایی‌های قابل توجه و سابقه دیرینه در فعالیت‌های بانکداری، با مشکلاتی از قبیل انباشت نیروی انسانی، کاهش سودآوری، تضعیف توان رقابت‌پذیری و در نهایت، عدم کارآیی مواجه شوند. اجرای مصوبات و مقررات خاص دولتی که می‌توان مهمترین آنها را، طی سال‌های اخیر، در اعطای تسهیلات تکلیفی و اعتبارات گسترده به بنگاه‌های زودبازده یا سایر عقود جستجو کرد، باعث شده است که بانک‌های تخصصی و تجاری دولتی در اثر فشار مقامات دولتی با رشد بیش از حد وام‌دهی مواجه شوند و برای تأمین منابع مورد نیاز، به استقراض از بانک مرکزی روی آورند.

در مقابل، بانک‌های نوپای خصوصی کشور با به خدمت گرفتن نیروهای جوان و تحصیلکرده، و به کارگیری روش‌های نوین بانکداری و مشتری‌مداری در رقابت با بانک‌های دولتی موفق‌تر عمل کرده‌اند. برای مثال، در سه ماهه اول سال ۱۳۸۷، بانک‌های خصوصی با حدود ۹۰۰ شعبه در کشور، موفق شدند به میزان ۳۱۵ هزار میلیارد ریال، معادل ۲۰ درصد از جذب منابع را، به خود اختصاص دهند. در حالی که طی سه ماهه یاد شده، بانک‌های دولتی، با حدود ۱۷ هزار شعبه در سراسر کشور، ۱۲۳۹ هزار میلیارد ریال از جذب منابع را به خود اختصاص داده‌اند. بر اساس آمار بانک مرکزی، میزان سپرده‌های بخش خصوصی در بانک‌های خصوصی و مؤسسات اعتباری غیربانکی به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یافته است. این امر نشان می‌دهد طی مدت کوتاه فعالیت بانک‌های خصوصی، بخش خصوصی بخشی از سپرده‌های خود را از بانک‌های دولتی به بانک‌های خصوصی منتقل کرده است. بدین ترتیب، بانک‌های خصوصی توانسته‌اند با ارائه عملکرد بهتر، منابع پولی بیشتری را جذب نمایند.

پیامد اصلی اعمال خواسته‌های مقامات دولتی در بانک‌های دولتی، ایجاد عدم تعادل در منابع و مصارف این بانک‌ها بوده است. احتمالاً تلاش برای یافتن راه‌هایی به منظور ایجاد توازن در منابع و مصارف به نتایجی همچون فروش دارایی‌های مازاد بانک‌های دولتی، فروش مانده اوراق مشارکت به بانک مرکزی و تقدیم لایحه برای افزایش سرمایه بانک‌ها و پرداخت بخشی از بدهی‌های دولت به سیستم بانکی منجر می‌شود. اما در کنار آن، به نظر می‌رسد دولت برای اینکه بتواند بانک‌های دولتی را در رقابت با بانک‌های خصوصی احیا نماید، اقدام به اجرای سیاست یکسان‌سازی نرخ سود بانکی نموده است تا بتواند با دخالت مجدد در بازار پول، شرایط را تا حدودی به نفع بانک‌های دولتی تغییر دهد.

گذشته از هدف اصلی کاهش نرخ سود بانکی، انتظار نمی‌رود این سیاست بتواند بدون افزایش واقعی توان رقابت‌پذیری بانک‌های دولتی، قدرت آنها را در جذب بیشتر سپرده‌های بانکی افزایش دهد، بلکه چنین سیاستی در شرایط تورمی اقتصاد باعث بروز عدم تعادل در مجموعه بازار پولی و

کل اقتصاد کشور می شود.

فشار بر بانک های دولتی برای افزایش اعتبارات و تسهیلات اعطایی و به دنبال آن، کاهش نرخ سود بانکی، مطالبات سررسید گذشته و معوق بانک ها را افزایش می دهد. در سال ۱۳۸۷، مقامات مختلف اقتصادی کشور حجم مطالبات سررسید گذشته و معوق بانک ها را ارقام مختلفی از ۲۰۰ تا ۴۰۰ هزار میلیارد ریال ذکر کرده اند. در حالی که مطالبات سررسید گذشته و معوق سیستم بانکی تا پایان اسفند ۱۳۸۳، تنها ۴۰ هزار میلیارد ریال بوده است.

دخالت دولت در بازار پول از طریق کاهش نرخ سود بانکی می تواند باعث از دست رفتن جذابیت بازار پول و ایجاد آشفتگی در کل سیستم بانکی و در نهایت، خروج منابع از بانک ها شود که در این صورت، با توجه به شرایط خاص اقتصاد کشور پس از بحران مالی، می توان انتظار داشت که نکول وام های بانکی افزایش یافته، فشارهای تورمی کنترل نشده و ریسک بازار ارز در جهت نوسان زدایی، افزایش یابد.

اگر چه بانک های دولتی در بازار پول ایران، دارای سطح پایین بهره وری و سودآوری اندک هستند ولی به دلیل اینکه در معرض رقابت شدید با بانک های خارجی نیستند و در رقابت داخلی با بانک های خصوصی نیز از حمایت دولت برخوردارند، همچنین با توجه به اینکه دارایی های زیادی دارند، در آستانه ورشکستگی قرار نمی گیرند. اما تداوم مداخلات دولت در فعالیت های جاری این بانک ها می تواند در بلندمدت آنها را تا مرز بحران پیش ببرد. اگر چه دولت با مداخلات خود در سازوکار بازار پول، فعالیت بانک های خصوصی را نیز تحت تأثیر قرار می دهد، اما بانک های خصوصی به اندازه بانک های دولتی از سیاست های اقتصادی دولت متأثر نیستند و از منافع حاصل از کارایی و مدیریت خصوصی خود بهره می برند و در فضای نه چندان رقابتی بانکداری داخلی به اندازه ای قدرتمند ظاهر می شوند که صدمات جبران ناپذیری بر آنها وارد نشود.

بنابراین مشاهده می شود که سیاست های تعیین دستوری نرخ بهره بدون توجه به شرایط اقتصادی کشور و دخالت های دولت در اقتصاد کشور، به ویژه در بازار پولی، می تواند آثار منفی بحران مالی بر اقتصاد کشور را بیش از پیش افزایش دهد. از این رو، در راستای کاهش آثار منفی بحران مالی بر اقتصاد کشور، که از کانال بازار پول به بخش اقتصاد واقعی سرایت می کند، در گام نخست، دولت باید از سیاست تعیین دستوری نرخ سود بانکی و دخالت در بازار پولی کشور خودداری نماید.

۸. نتایج و پیشنهادهای سیاستی

بررسی ریشه های بحران مالی اخیر در ایالات متحده و سرایت آن به اقتصاد جهان در این مقاله نشان می دهد که به کارگیری سیاست های اقتصادی اشتباه در جهت رفع معضلات اقتصادی و عدم توجه به مشخصه های رونق اقتصادی، دلیل اصلی بروز بحران و سرایت آن به اقتصاد جهانی بوده است. بررسی کارایی سیاست های پولی و مالی، در هر دو بعد نظری و کاربردی، نشان می دهد که مقامات دولتی و پولی برای جلوگیری از بحران مالی و مقابله با آن، اهداف سیاستی خود را کنار گذاشته و با توجه به شرایط اقتصادی کشور، سیاست های مناسبی از جمله کاهش نرخ های بهره، آزادسازی های مقداری و اعتباری، کاهش ارزش پول ملی، کمک های مالی به نهادهای پولی و مالی، کاهش نرخ های مالیات بر مصرف و مالیات بر درآمد شرکت ها، کمک های مالی برای تضمین سپرده های بانکی، توسعه سرمایه گذاری بلندمدت و غیره را مورد توجه قرار می دهند. یکی از اساسی ترین آموزه ها از بررسی تجارب کشورهای مختلف در مقابله با بحران آن است که مشخصه های اقتصادی کشورها نقش اساسی در تنوع به کارگیری سیاست های اقتصادی مقابله با بحران در آنها داشته است. با تحلیل سیاست های

اقتصادی دولت در بخش پولی و بانکی و همچنین، بررسی تجارب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در مقابله با جریان بحران مالی جهانی، توجه به پیشنهادات زیر برای مقابله با بحران مالی در راستای کاهش هزینه‌های آن بر اقتصاد کشور ضروری است:

- ❖ با توجه به سیاست‌های دولت در بخش پولی و بانکی و آسیب‌پذیری این بخش از بحران، تحریک سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت از طریق اوراق بهادار می‌تواند در دسترسی بانک‌ها به نقدینگی و اثرگذاری بر بخش عرضه اعتبار در کشور نقش اساسی داشته باشد؛
- ❖ تغییر در ترکیب ترانزنامه بانک مرکزی، به ویژه تغییر در ترکیب وام‌ها، اوراق و تغییر در بخش دارایی‌ها می‌تواند نقش اساسی در تحریک بخش تقاضای کل اقتصاد و خروج اقتصاد از وضعیت رکودی، بدون ایجاد هزینه‌های توری در اقتصاد کشور، داشته باشد؛
- ❖ کاهش نرخ‌های مالیات بر درآمد خانوارها و بنگاه‌ها می‌تواند در راستای افزایش توان آنها در بازپرداخت تسهیلات دریافتی و نیز تقویت توان درآمدی، توسعه سرمایه‌گذاری و تحریک بخش تقاضای اقتصاد مفید باشد؛
- ❖ کمک‌های مالی در قالب بسته‌های تعریف شده برای بخش‌های مختلف اقتصادی، با تمرکز بر سرمایه‌گذاری مستقیم در زیرساخت‌ها با توجه به اهداف بلندمدت، می‌تواند در کاهش آسیب‌پذیری بخش‌های مختلف اقتصادی و بهبود وضعیت رشد اقتصادی در بلندمدت، نقش اساسی داشته باشد؛
- ❖ تلاش‌های دولت و مقامات پولی در جهت کمک به پایداری نقدینگی در سیستم پولی و مالی و افزایش قابلیت دسترسی به اعتبارات، با استفاده از ابزارهای پولی نظیر تغییر در نرخ ذخیره قانونی، برنامه‌های تضمین سپرده‌ها و غیره برای کاهش آسیب‌پذیری از بحران، ضروری است؛
- ❖ تلاش دولت و مقامات پولی در جذب سرمایه‌های خارجی به منظور رفع مشکلات تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی در کشور و رفع محدودیت‌های موجود در فضای مالی کشور، با توجه به شرایط خروج از بحران در سایر کشورها، می‌تواند در کاهش بار مالی مقابله با بحران و تسریع در دستیابی به اهداف بلندمدت اقتصادی مفید باشد؛
- ❖ حمایت از بخش‌های آسیب‌پذیر جامعه از طریق انتقالات اجتماعی، اقدام به کنترل قیمت‌ها به صورت موقت، اعطای یارانه‌ها به سوخت و غذا، حمایت از تأمین مسکن برای خانوارهای با درآمد پایین و حمایت از اشتغال در تولید خدمات عمومی (نظیر آموزش و بهداشت) می‌تواند در کاهش تبعات منفی بحران بر رفاه اقتصادی جامعه نقش اساسی داشته باشد؛
- ❖ کمک‌های مالی در قالب بسته‌های حمایتی در سه حوزه اصلی شامل حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط، حمایت از خانوارها و مصرف‌کنندگان، و حمایت از کالاها و خدمات می‌تواند در کاهش اثرات منفی بحران مالی بر بخش‌های تولید، مصرف و توزیع نقش اساسی داشته باشد و نیز فرصتی برای جهش‌های اقتصادی آتی فراهم نماید.

پانوشته‌ها:

- 1- dot.com tech.
- 2- Federal Reserve
- 3- Wall Street
- 4- ایزی (۱۳۸۷).
- 5 - Adjustable Rate Mortgages.
- 6 - Refinance.
- 7 - Leman Brothers

Archive of SID

- 8 - Bear Stearns
 - 9 - Merrill Lynch
 - 10 - Goldman Sachs
 - 11 - Morgan Stanly
 - 12 - Toxic Mortgages.
 - 13 - J.P .Morgan
 - 14 - Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).
 - 15 - Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).
 - 16 - Bank of America.
 - 17 - American International Group (AIG).
 - 18 - Heterogeneous Sterelize.
 - 19 - R.B.S.
 - 20 - H.B.O.S.
 - 21 - Loyds T.S.B.
 - 22 - U.B.S.
 - 23 - Dow Jones.
 - 24 - Smaghi (2009).
 - 25 - Murray (2009).
 - 26 - Battellino (2009).
 - 27 - Smaghi (2009).
 - 28 - Term Auction Facility.
 - 29 - Commercial Paper Funding Facility (CPFF).
 - 30 - Kohn (2009).
 - 31 - Kohn (2009).
 - 32 - Batterllino (2009).
 - 33 - Freedman (2009).
 - 34 - Godfrey (2008).
 - 35 - Auto Industry Financing & Restructuring Act (2008).
 - 36 - Australian Government (2009).
 - 37 - Shery (2009).
 - 38 - Australian Government (2008).
 - 39 - UK Debt Management Office (2008).
 - 40 - Gross Domestic Product (GDP).
 - 41 - Padademos (2009).
- ۴۲- همان.
- 43 - Organizaion for Economic Cooperation and Development (OECD).
 - 44 - Blundell- Wignall (2009).
 - 45 - Sherry (2009).
 - 46 - IMF (2009).

منابع و مأخذ

- فارسی:

۱- ایزی، محسن. (۱۳۸۷). پیدایش و گسترش بحران مالی در جهان و اثرات آن بر اقتصاد ایران. تهران: مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد.

- انگلیسی:

1- Parliament of Australia.(2009). *Guarantee Scheme for Large Deposits and Wholesale*

- Funding*, From www.aph.gov.au/library/Pubs/bd/2008-09/09bdo70.pdf.
- 2- Battellino, R.(2009). Global Monetary Developments. *Securities & Derivative Industry Association Conference*, 28 May.
 - 3- Blundell, Wingel, et.al. (2009). Dealing with Financial Crisis and Thinking about the Exit Strategy. *OECD Financial Market Trends*, from www.oecd.org/dataoecd/3/7/43002511.pdf.
 - 4- International Monetary Fund. (2008). *Fiscal Policy for Crisis*. Fiscal Affairs and Research Department, SPN/08/01.
 - 5- International Monetary Fund. (2009). *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*. Washington. D.C: IMF Research Department.
 - 6- International Monetary Fund. (2009). *Asia and Pacific, Global Crisis: The Asian Context, Regional Economic Outlook*. Washington.D.C. IMF.
 - 7- International Monetary Fund. (2009). *World Economic Outlook*.from [http:// www.imf.org](http://www.imf.org).
 - 8- Kohn, D. (2009). Policies to Bring Us out of Financial Crisis and Recession, *Speech at Forum on Great Decisions in the Economics Crisis*, 3 April, Ohio.
 - 9- Lothian, R., James. (2008). US Monetary Policy and the Financial Crisis. London: *Fordham University*.
 - 10-Murray, J. (2009). When the Unconventional Becomes to Conventional- Monetry Policy in Extraordinary Times. *Speech to Global Interdependence Center*, 19 May.
 - 11- Papademos, L. (2009). Monetary Policy and the Great Crisis: Lessons and Challenges, *The 37th Economic Conference*, 14 May, Vienna: Osterreichische National bank.
 - 12- Sherry, N. (2009). The Road to Recovery- Australia, the Global Financial Crisis and the International Path to Economic Recovery. *The Australian American Leadership Convention*, 13 July, New York.
 - 13- Smaghi, Losen. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy, *Speech at International Center for Monetary and Banking Studies*. 28 April, Geneva.
 - 14- *UK Debt Management Office*. (2008). *Credit Guarantee Scheme*. London: UK Debt Management Office.
 - 15- World Bank. (2009). Batting the Forces of Global Recession, *World Bank Economic Update for the East Asia and Pacific Region*, from:www.worldbank.org.