

# بحران مالی جهانی؛ راهکارها و سیاست‌های پیشنهادی (تحلیلی از آنکتاد)

مترجمین: موسی موسوی زنوز

(دانشجوی دکتری حقوق بین‌الملل دانشگاه تهران)

حمیده یزدانی

(کارشناس بازرگانی دفتر امور بین‌الملل و سازمان‌های تخصصی وزارت بازرگانی)

شامل مدیریت مؤثر حساب‌های سرمایه، تقویت نقش حق برداشت ویژه و ایجاد یک چارچوب مورد توافق همگانی برای مدیریت نرخ برابری ارز را طرح می‌کند. اصلاحات مورد نظر متضمن بازنگری اساسی در نحوه اداره نظام مالی جهانی به منظور تثبیت روابط تجاری و مالی از طریق کاهش پتانسیل‌های انتفاع از جریان‌های سرمایه سفته‌بازی است. این اقدامات، احتمال وقوع بحران‌های مشابه را در آینده کاهش می‌دهند و به ایجاد فضای کلان-اقتصادی پایداری کمک می‌کند که به رشد و تغییرات ساختاری یکنواخت در کشورهای در حال توسعه می‌انجامد.

## چشم‌انداز تیره جهانی

رشد تولید ناخالص داخلی در بیشتر کشورهای توسعه یافته حتی قبل از تبدیل نابسامانی‌های مالی به بحرانی کامل در سپتامبر ۲۰۰۸، متوقف شده بود. این کاهش رشد متعاقباً به رکودی تمام عیار تبدیل شد و حتی انتظار می‌رود در سال ۲۰۰۹،

بحران مالی / نظام مالی بین‌المللی / نظام پولی بین‌المللی / مدیریت حساب‌های سرمایه / سفته‌بازی / وام‌های رهنی پرخطر

## چکیده

گزارش تجارت و توسعه ۲۰۰۹ چشم‌اندازی تیره از اقتصاد جهانی را در شرایط بحران کنونی مالی و اقتصادی جهانی ارائه می‌کند. این گزارش طرق مختلف انتقال این بحران عمیق از کشورهای توسعه‌یافته به کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال گذار شامل جریان‌های مالی، تجارت بین‌الملل و قیمت کالاهای اساسی، ارسال وجوه توسط مهاجران به کشورهای خود و بدهی‌های خارجی و همچنین سیاست‌های کوتاه مدت اتخاذ شده برای مقابله با آثار این بحران، شامل بسته‌های محرک مالی، سیاست کمک‌های پولی و حمایت از نهادهای مالی بیمار را بررسی کرده است.

آنکتاد، با توجه به نواقص عمده نظام‌های پولی و مالی بین‌المللی، برخی فاکتورهای اصلاح ساختار نظام مالی بین‌المللی

نقش سنتی‌شان به عنوان تأمین‌کنندگان اعتبار برای سرمایه‌گذاران با سرمایه ثابت عمل کنند، لازم است سرمایه بیشتری به بانک‌ها تزریق شود و ترازنامه‌هایشان از دارایی‌های مسموم پاک شود. تا زمان تحقق این هدف و به منظور توقف روند کاهش تولید ناخالص داخلی، حفظ یا حتی تقویت بیشتر رویکردهای انبساطی در سیاست‌های پولی و مالی ضروری است. با توجه به این پیش‌زمینه‌ها، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی جهانی در سال ۲۰۱۰ ممکن است مجدداً مثبت شود، اما بعید است که این رشد از ۱/۶ درصد فراتر رود.

### سرایت بحران به کشورهای در حال توسعه

از اواسط سال ۲۰۰۸ میلادی به این سو، تقریباً همه کشورهای در حال توسعه کاهش ناگهانی رشد اقتصادی را تجربه کردند و بسیاری از این کشورها نیز رفته رفته دچار رکود اقتصادی شدند. بسته به عواملی چون وضعیت اولیه حساب‌های جاری و دارایی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه، میزان بهره‌مندی آنها از جریان‌های خصوصی سرمایه بین‌المللی، ترکیب و جهت تجارت بین‌المللی محصولات صنعتی و خدمات آنها، اتکای آنها به صادرات کالاهای اساسی اولیه و میزان ارسال وجوه توسط مهاجران به این کشورها، بحران مالی و اقتصادی به طرق مختلف به این کشورها سرایت کرده است.

برای نمونه، برخی کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال ظهور که توانسته بودند طی چندین سال قبل از وقوع بحران کنونی از کسری‌های بزرگ حساب‌های جاری دوری کنند یا حتی مزاد حساب‌های جاری داشتند، در مقایسه با بحران‌های قبلی کمتر آسیب دیدند. این امر به ویژه در مورد چندین کشور در حال توسعه آسیایی و آمریکای لاتین که بین سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۱ در اثر بحران‌های پولی و مالی آسیب دیده‌اند، صدق می‌کند. این بار برخلاف گذشته، آنها در نتیجه مدیریت بهتر سیاست‌های نرخ ارز در سال‌های منتهی به بحران، نه تنها توانستند از قیمت‌گذاری بیش از حد پول خود جلوگیری کنند، بلکه بر ذخایر ارزی خود نیز افزودند. این امر، آنها را در موقعیت مالی پایداری قرار داد و به آنها کمک کرد تا از افت قیمت بیش از حد نرخ ارز در زمان

تولید ناخالص داخلی جهانی، بیش از ۲/۵ درصد کاهش یابد. با توجه به اینکه عملاً اقتصاد هیچ کشوری از این بحران در امان نمانده است، می‌توان گفت که بحران هم از نظر عمق و هم از نظر گستره بی سابقه بوده است. حتی اقتصاد کشورهایی چون چین و هند که انتظار می‌رفت در این سال رشد کنند، به طور قابل ملاحظه‌ای در مقایسه با سال‌های قبل در حال افول هستند. بحران مالی که ابتدا در بازار «وام‌های رهنی پرخطر» [۱] و اعتبارات مسکن ایالات متحده آغاز شد به سرعت گسترش یافت و به کل نظام مالی ایالات متحده و تقریباً به طور هم‌زمان به بازارهای مالی سایر کشورهای توسعه یافته سرایت کرد. بازار هیچ کشوری، از بازارهای سهام و بازارهای املاک تعداد زیادی از اقتصاد کشورهای توسعه یافته و اقتصادهای در حال ظهور گرفته تا بازارهای پولی و بازارهای کالاهای اساسی اولیه، از این بحران در امان نماند. به دنبال فروپاشی نهادهای مهم مالی یا به ورطه فروپاشی کشیده شدن آنها، کمبود شدید اعتبارات [۲] فعالیت در بخش‌های واقعی اقتصاد را تحت تأثیر قرار داد که این امر خود کاهش تقاضای بخش خصوصی را سرعت بخشید و به بزرگترین رکود پس از «بحران بزرگ» انجامید. بحران بیش از همه بر شرکت‌ها، درآمدها و اشتغال در خود بخش مالی تأثیر گذاشت، با این حال بخش‌های ساختمان، صنایع کالاهای سرمایه‌ای و کالاهای مصرفی بادوام که تقاضا عمدتاً بستگی به اعتبارات دارد نیز تحت تأثیر قرار گرفتند. در سه ماهه اول سال ۲۰۰۹، تشکیل سرمایه‌های ثابت ناخالص و تولیدات صنعتی در بیشتر کشورهای مهم جهان با نرخ‌های دورقمی کاهش یافت. در عین حال، مشکلات موجود در ارتباط با توانایی پرداخت بدهی‌ها در بخش غیرمالی بسیاری از کشورها موجب افزایش مشکلات در بخش مالی هم شد.

احتمال آن چنان بهبودی در وضعیت اقتصادی کشورهای توسعه یافته بزرگ که توان بازگرداندن اقتصاد جهان به مسیر قبل از بحران رشد را داشته باشد، در سال‌های آینده بسیار کم است، چرا که به خاطر استفاده بسیار پایین از ظرفیت‌ها و افزایش بیکاری نمی‌توان انتظار داشت رشد مصرف یا رشد سرمایه‌گذاری به طور قابل ملاحظه‌ای احیا شود. برای اینکه بانک‌ها بتوانند به

مهمتر و رو به رشدی را در تقاضای کل دارد، بیشتر از سایر کشورها در برابر تأثیرات رکودآور بحران مقاومت کرده‌اند. به علاوه، رونق دوباره در چین در سه ماهه دوم سال ۲۰۰۹ کارآیی استفاده از کسری بودجه دولت را به شرط سرعت و جدیت این کار، نشان می‌دهد.

### تحولات مثبت کنونی نشانه پایان بحران نیست

بهبود شاخص‌های مالی که در سه ماهه اول سال ۲۰۰۹ به پایین‌ترین سطح رسیده بود و کاهش نرخ بهره اوراق قرضه اقتصادهای در حال ظهور همراه با رونق دوباره اوراق بهادار، قیمت کالاهای اساسی و نرخ ارز چندین اقتصاد در حال ظهور تا اواسط سال ۲۰۰۹ میلادی، به سرعت به عنوان تحولات مثبت بهبود اقتصادی تلقی شد. اما بحران اقتصادی به هیچ وجه پایان نیافته است. کاهش سوددهی در اقتصاد واقعی، سرمایه‌گذاری بیش از حد قبلی در املاک و افزایش بیکاری همچنان مصرف و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را در آینده نزدیک محدود خواهد کرد. با توجه به اینکه بحران جهانی است، اتکا به صادرات راهی برای خروج از این بحران نیست، چرا که انتظار می‌رود تجارت بر اساس نرخ واقعی حدود ۱۱ درصد کاهش یابد و هرگونه توسعه مجدد تجارت نیازمند بهبود وضعیت مصرف و سرمایه‌گذاری در جایی از جهان است.

با توجه به ضعف موجود در بنیان‌های اقتصاد کلان، تغییر مثبت در شاخص‌های مالی در نیمه اول سال ۲۰۰۹ به احتمال زیاد دال بر رونق موقت قیمت دارایی‌های مالی و کالاهای اساسی است که به طور غیرعادی بیش از حد کاهش یافته بود. واقعیت این است که اندازه این کاهش قیمت‌ها درست به اندازه سرخوشی ناشی از افزایش قیمت‌ها در دوران قبل از بحران غیرمنطقی بود. این تغییر شاخص‌ها، دلیل تقویت بنیان‌های اقتصاد کلان نیست، بلکه نشان از احیای آمادگی واسطه‌های مالی برای خطرپذیری دارد. در نتیجه، این شاخص‌ها هر لحظه ممکن است بسته به سرعت بهبود وضعیت اقتصادی و احساسات حاکم بر بازارهای مالی به وضعیت قبلی خود برگردند.

شروع بحران جلوگیری کنند. نظام‌های بانکداری داخلی این کشورها نیز در برابر بحران مقاوم ماندند، چرا که با استفاده از تجارب برگرفته از بحران‌های مالی قبلی، سیاست‌هایی را اعمال کردند که موجب شد بدهکاری بخش خصوصی و نسبت اعطای وام به کل دارایی بخش بانکداری را نسبتاً پایین نگه دارند.

از سوی، کشورهای دیگر از جمله تعداد زیادی از کشورهای اروپای شرقی به علت فقدان اعتماد عمومی در بازارهای مالی به توانایی آنها در فائق آمدن بر مسئله آسیب‌پذیری خاص در برابر بحران، تحت تأثیر بحران قرار گرفتند. این امر به آغاز روند سفته‌بازی و فرار سرمایه به سمت دارایی‌های امن منجر شد. در نتیجه، پول چند کشور با کاهش شدید ارزش روبه رو شد و تعداد زیادی از کشورها در به تعویق انداختن بدهی‌های کوتاه مدت خارجی‌شان با مشکلات جدی رو به رو شدند.

در قاره آفریقا، انتظار می‌رود رشد تولیدات در سال ۲۰۰۹ به شدت کاهش یابد، این در حالی است که در آفریقای سیاه سرانه تولید ناخالص داخلی عملاً کاهش خواهد یافت. این امر موجب می‌شود دستیابی به اهداف توسعه هزاره سازمان ملل متحد تقریباً غیرممکن شود. در آمریکای لاتین و کشورهای منطقه کارائیب، رشد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۹ احتمالاً حدود ۲ درصد کاهش می‌یابد که در این میان رکود عمیق در مکزیک قابل توجه خواهد بود. البته در مجموع کشورهای منطقه کارائیب از منفی شدن نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در امان خواهند بود. بیشتر کشورهای آمریکای لاتین در آغاز بحران جهانی از نظر اقتصاد کلان در آن چنان موقعیت پایداری بودند که توانستند در برابر تراز پرداخت‌ها یا بحران بانکداری بیشتر مقاومت کنند.

هر چند در کشورهای آسیای شرقی و جنوبی، انتظار می‌رود تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۹، ۳ تا ۴ درصد رشد کند، احتمالاً در کشورهای آسیای غربی که اکثراً در اثر کاهش قیمت دارایی‌های مالی، املاک و نفت آسیب دیده‌اند، تولید ناخالص داخلی کاهش خواهد یافت. رکود، همچنین برای بسیاری از کشورهای آسیای جنوب شرقی که به شدت متکی به صادرات محصولات صنعتی هستند، قابل پیش‌بینی است. در عین حال، کشورهایی چون چین، هند و اندونزی که بازار داخلی آنها نقش

بخش اعظم اعتبارات افزایش یافته در ایالات متحده و دیگر کشورهای توسعه یافته، به جای سرمایه‌گذاری در ظرفیت‌های تولیدی که می‌توانست اشتغال و درآمد واقعی بیشتری را به طریقی پایدار ایجاد کند، به تأمین مالی خرید املاک اختصاص یافت، موجب تورم قیمت دارایی‌ها شد و مصرف بخش خصوصی که از طریق دریافت وام تأمین مالی می‌شد، را تحریک کرد. بعد از سال ۲۰۰۰، بدهی خانوارها در بسیاری از کشورها به ویژه کشورهایی که کسری حساب‌های جاری آنها زیادت‌تر شده بود، به سرعت افزایش یافت و این امر به انباشت بدهی‌های خارجی منجر شد. آن چه که موجب شد این بحران به طور استثنائی وسیع و عمیق شود، این حقیقت است که مقررات‌زدایی مالی، نوآوری کالاهایی که ماهیت آنها تنها پس از خرید برای مشتری مشخص می‌شود و عملکرد نادرست کارگزاری‌های رتبه‌بندی اعتبارات، همگی موجب افزایش بی‌سابقه نسبت وام به کل دارایی‌ها شد. اعتماد کورکورانه مقامات به کارایی بازارهای مالی مقررات‌زدایی شده موجب شد آنها اجازه دهند سیستم مالی سایه و چندین «قمارخانه» جهانی بدون نظارت یا با حداقل نظارت و حداقل الزامات سرمایه‌ای شکل بگیرند.

## غلبه تمایلات سفته‌بازی بر فاکتورهای اساسی اقتصادی در تعیین خروجی‌های بازار

در جریان بحران، تنگناهای مالی در سرتاسر بازارهای اوراق قرضه و سهام و بازار کالاهای اساسی گسترش یافت و نرخ ارز برخی از اقتصادهای در حال ظهور را تحت تأثیر شدید قرار داد. این رفتار یکسان در بازارهای مختلفی که بر اساس فاکتورهای اقتصادی به هم مرتبط نیستند را می‌توان به یک عامل مشترک یعنی «حاکمیت تمایلات سفته‌بازی در همه این بازارها» نسبت داد.

با توجه به اینکه فعالان بازارهای مالی اغلب به دنبال سودجویی با پیشی گرفتن از دیگران از طریق سفته‌بازی هستند، این بازارها همیشه آماده رونق شدید هستند و سرانجام در این بازارها هر خبری از دیدگاه سودجویانه فعالان تفسیر می‌شود. واقعیت این است که در این بازارها معمولاً این وضعیت به اشتباه

## بحران قابل پیش‌بینی بود

بحران اقتصادی کنونی اصلاً ناگهانی نبود؛ بلکه در پی سال‌ها عدم توازن شدید در داخل اقتصاد کشورهای مهم و همچنین در میان آنها رخ داد. آشکارترین شواهد این عدم توازن، کسری‌های بزرگ حساب‌های جاری در ایالات متحده، بریتانیا، اسپانیا و چندین کشور اروپای شرقی از یک سو و مازاد شدید و رو به رشد حساب‌های جاری در چین، ژاپن، آلمان و کشورهای صادرکننده نفت از سوی دیگر بود. در ایالات متحده و سایر اقتصادهای در حال رونق، رشد اقتصادی تا حد زیادی ناشی از مصرف خانوارهایی بود که از طریق دریافت وام تأمین مالی می‌کردند. این نوع تأمین مالی با وام‌دهی بی‌محابا و رشد حسابی بازارهای مسکن و سهام امکان‌پذیر شده بود.

واضح بود که چنین عدم توازنی در بازار نمی‌توانست برای مدت زیادی ادامه یابد. بسیاری از ناظران و نهادها از جمله آنکتاد در چندین گزارش تجارت و توسعه‌اش، اقدام اصلاحی هماهنگ جهانی که از طریق آن کشورهای دارای مازاد حساب‌های جاری تقاضای داخلی خود را به منظور جبران رشد کندتر در کشورهای دارای کسری حساب‌های جاری گسترش دهند، توصیه کرده بودند. برای نمونه در سال ۲۰۰۴، آنکتاد در صفحه اول گزارش تجارت و توسعه چنین نوشت: «نابرابری‌های شدید در توان تقاضای داخلی میان کشورهای مهم صنعتی همچنان ادامه دارد؛ گسترش عدم توازن تجاری میان بلوک‌های اقتصادی عمده ممکن است بی‌ثباتی را در بازارهای پولی و مالی افزایش دهد». با این وصف، سیاست‌گذاران از قبول ضرورت مدیریت تقاضا در سطح اقتصاد کلان جهان و از نظر بین‌المللی متوازن سر باز زدند و در مقابل در بیشتر موارد بر خطر افزایش تورم در اثر این کار، بیش از حد تأکید می‌ورزیدند. بنابراین شوک شدیدی قابل پیش‌بینی بود.

به علاوه، سیاست‌گذاران از تجارب بحران‌های مالی پیشین نیز درس نگرفتند. بحران کنونی هم مانند بحران‌های قبلی، بر اساس همان الگوی قدیمی «گسترش، سرخوشی، فشارهای مالی و وحشت» شکل گرفت. از مقدمات بحران کنونی این بود که

کاهش یا ناپایداری ارزش دیگر دارایی‌ها اولین عامل کاهش قیمت‌های بین‌المللی کالاهای اساسی شد و تبعیت عمومی بسیاری از فعالان بازارها، این تأثیرات را شدت بخشید.

سرمایه‌گذاران مالی در معاملات سلف کالاهای اساسی به منظور بهینه‌سازی وضعیت کلی بازده ریسک سبد دارایی‌هایشان، بیش از پیش کالاهای اساسی را به عنوان یک نوع دارایی جایگزین در نظر می‌گیرند. در این راستا، آنها به رابطه اساسی عرضه و تقاضای کالاهای اساسی خاص در بازارها توجه چندانی نکردند. نگرانی ویژه در مورد این گونه اتکای تجارت کالاهای اساسی به اعتبارات، عبارت است از نفوذ روزافزون «معامله‌گران سلف شاخص‌های سهام» [۳] که تنها در صورت انتظار افزایش قیمت‌ها در کوتاه مدت اقدام به خرید می‌کنند و این اقدامشان اساساً موجب افزایش بیشتر قیمت‌ها می‌شود. متوسط اندازه این گونه دارایی‌ها به قدری بزرگ شده است که می‌توانند به طور قابل توجهی بر قیمت‌ها تأثیر بگذارند و به شکل‌گیری حباب‌های ناشی از سفته‌بازی در بازار بینجامند و این امر آثار بسیار زیان‌باری بر معاملات عادی و کارآیی بازار دارد.

در این شرایط، مقابله با ریسک قیمت کالاهای اساسی برای مصرف‌کنندگان کشورهای در حال توسعه پیچیده‌تر، گران‌تر و شاید غیرقابل تحمل شود. به علاوه، قابلیت اتکا به سیگنال‌های مبادلات کالاهای اساسی به عنوان مبنایی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت عرضه و تقاضا توسط تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان رو به کاهش گذاشته است.

به منظور بهبود عملکرد معاملات سلف کالاهای اساسی در جهت منافع تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان و عقب‌نماندن از تأثیرات ورود گروه‌های جدید تاجران از قبیل معامله‌گران سلف، کنترل و نظارت دقیق‌تر و جدی‌تر این بازارها ضروری است. اتکای معاملات سلف کالاهای اساسی به اعتبارات، به علاوه جامعه بین‌المللی را با این مسئله روبه‌رو کرده است که چطور می‌توان از طریق اقدامات طرف عرضه با بی‌ثباتی بیش از حد قیمت کالاهای اساسی مقابله کرد. این مسئله برای محصولات غذایی اساسی اهمیت ویژه‌ای دارد، چرا که با وجود تحولات مثبت اخیر، موجودی کنونی غلات و دانه‌های روغنی همچنان

نتیجه فاکتورهای اساسی اقتصادی تعبیر می‌شود، در حالی که این وضعیت حاصل برداشتهای توهم‌آمیز فعالان این بازارها از قبیل تصور مشاهده نشانه‌های بهبود اقتصادی در کشورهای خاص و یا ترس از تورم‌های آتی است. تا زمانی که قیمت‌ها تا حد زیادی تحت تأثیر جریان‌های سفته‌بازی باشند که طی آن سفته‌بازان با توجه به خطرات موجود، دارایی‌های خود را از بازاری به بازار دیگر منتقل می‌کنند، بازارها نمی‌توانند عملکرد کارآمدی داشته باشند.

شناسایی فقدان منطق اقتصادی در این بازارها، کلید درک ریشه‌های بحران کنونی است و باید مبنای اصلاحات و سیاست‌های لازم به منظور تثبیت نظام مالی قرار گیرد. با این وصف، سیاست‌گذاران تاکنون ارزیابی درستی ارائه نکرده‌اند. گرچه رویکرد سیاست‌ها برای مقابله با بحران معطوف نظارت بیشتر فعالان اقتصادی و بازارها در سطح داخلی است، این رویکرد به آثار بحران بر بازارهای پولی و کالاهای اساسی و آینده یک نظام تجاری نمی‌پردازد.

## اتکای بیش از حد بازار کالاهای اساسی اولیه به اعتبارات

کاهش شدید قیمت بین‌المللی کالاهای اساسی اولیه در نیمه دوم سال ۲۰۰۸، آثار بحران مالی بر اقتصادهای در حال توسعه و در حال گذار را از طریق کاهش تجارت شدت بخشید که این امر خود تا حد زیادی نشانه‌ای از بحران مالی است. قیمت کالاهای اساسی، قیمت سهام و نرخ برابری ارزها ناشی از سفته‌بازی ارزی، در بیشتر دوره زمانی افزایش قیمت کالاهای اساسی طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۸، در دوره زمانی اصلاح سریع وضعیت اقتصادی در نیمه دوم سال ۲۰۰۸ و مجدداً طی دوره بازگشت رونق اقتصادی در سه ماهه دوم سال ۲۰۰۹ همگی به موازات هم تغییر کردند.

درست است که بدتر شدن چشم‌اندازهای جهانی اقتصادی بعد از سپتامبر ۲۰۰۸ موجب کاهش تقاضا برای کالاهای اساسی شد، اما واقعیت این است که سرمایه‌گذاری دارایی‌های نسبتاً ناپایدار سرمایه‌گذاران بخش مالی در کالاهای اساسی، به دنبال

قیمت کالاهای اساسی به این زودی به ارقام بی سابقه ثبت شده در نیمه اول سال ۲۰۰۸ بازگردد.

## پاسخ‌های سیاست پولی و طرح‌های نجات مالی در کشورهای توسعه یافته

برای بیشتر سیاست‌گذاران مدتی طول کشید تا به گستردگی بحران مالی و اقتصادی پی ببرند. مقامات ایالات متحده اولین کسانی بودند که به منظور مقابله با آثار بحران، اقداماتی را انجام دادند. این امر عمدتاً ناشی از ترکیدن حباب مسکن، مشکلات مالی بنگاه‌های بزرگ اقتصادی، همچنین ظهور نشانه‌های وقوع رکودی جدی در ایالات متحده پیش از کشورهای دیگر بود. اقدام کشورهای دیگر در جهت پیوستن به طرح‌های نجات اقتصادی نه اقدامی پیشگیرانه، بلکه در واقع نتیجه فشارهای حاصل از رکود بر آنها بود. در برخی موارد سیاست‌های اقتصاد کلان این کشورها حتی سیاست «موافق ادواری» [۴] و در واقع تکرار سیاست‌های اشتباهی بودند که در اواخر دهه ۱۹۹۰ و اوایل دهه ۲۰۰۹ بحران اقتصادی را در چندین کشور آسیایی و آمریکای لاتین شدت بخشید.

اولین اقدام برای مقابله با آثار بحران مالی، تزریق نقدینگی بیشتر به بانک‌ها در بازارهای بزرگ مالی بود. فدرال رزرو آمریکا به دنبال این اقدام به منظور کم کردن هزینه اعتبارات، نرخ بهره را هم کاهش داد. بانک‌های مرکزی کشورهای دیگر مدت قابل توجهی طول کشید تا این اقدامات را اتخاذ کنند. برای نمونه، بانک مرکزی اروپا در وهله اول مسیر مخالفی را در پیش گرفت و با این تصور اشتباه که خطر ایجاد تورم وجود دارد، تصمیم گرفت نرخ بهره خود را در جولای ۲۰۰۸ افزایش دهد. این اقدام بی تردید نتیجه عدم درک وخامت وضعیت پیش رو بود.

در ایالات متحده و دیگر کشورهای توسعه یافته، طولی نکشید تا روشن شود تلاش به منظور تغییر شرایط پولی و اعتباری و استفاده از روش‌های سنتی تأمین مالی نهادهای سپرده‌پذیر برای بازگرداندن اعتماد به بازارهای مالی و همچنین عادی‌سازی عملکرد در طرف عرضه اعتبارات کافی نخواهد بود. دولت‌ها و بانک‌های مرکزی به طور بی سابقه‌ای اقدام به اجرای

خیلی پایین است که در نتیجه هرگونه افزایش ناگهانی در تقاضا یا کسری عمده در تولید و یا هردوی اینها، به سرعت موجب افزایش قابل توجه قیمت‌ها خواهد شد. از این رو، ذخایر محصولات غذایی اساسی باید بلافاصله آن گونه احیا شود که برای جبران کمبودهای موقتی و مقابله با تغییرات شدید قیمت‌ها کافی باشد.

در سال ۲۰۰۹، وضعیت فوق‌العاده غذایی همچنان در ۳۱ کشور ادامه دارد و گفته می‌شود که بین ۱۰۹ تا ۱۲۶ میلیون نفر که بیشتر آنها در آفریقای سیاه و جنوب آسیا زندگی می‌کنند، از سال ۲۰۰۶ به این سو به علت افزایش قیمت‌های مواد غذایی زیر خط فقر قرار گرفته‌اند. با وجود کاهش قیمت‌های بین‌المللی مواد غذایی در نیمه دوم سال ۲۰۰۸، قیمت‌های داخلی مواد غذایی همچنان به طور کلی بسیار بالا و حتی در برخی موارد در حد بی سابقه بالاست. به نظر می‌رسد علی‌رغم اینکه در دوره افزایش قیمت‌ها، افزایش قیمت کالاهای اساسی در مبادلات بین‌المللی به افزایش قیمت‌ها برای مصرف‌کنندگان انجامید، در ماه‌های بعدی که قیمت‌ها کاهش یافت، کاهش قیمت‌ها از مبادلات بین‌المللی به بازارهای داخلی سرایت نکرد. این امر نشان می‌دهد که عملکرد بازارها نظم ندارد. طبق پیش‌بینی‌های نهادهای تخصصی، انتظار می‌رود قیمت محصولات غذایی همچنان در درازمدت بالا بماند که این امر عمدتاً ناشی از افزایش مداوم تقاضا برای سوخت‌های زیستی و عوامل ساختاری مرتبط با رشد جمعیت و درآمد است.

در نیمه اول سال ۲۰۰۹، قیمت کالاهای اساسی به دلیل بازگشت سفته‌بازان مالی به بازار کالاهای اساسی مجدداً افزایش یافت که ظاهراً این امر تأثیر تغییرات کوچک در فاکتورهای اساسی بازار را شدت بخشیده است. به علاوه، تقاضای چین برای رفع نیازهای مصرف کنونی و ذخیره‌سازی مواد ضروری، همچنان بر قیمت کالاهای اساسی تأثیر خواهد گذاشت. با توجه به پویایی رشد چین و تعداد زیادی از اقتصادهای در حال ظهور، می‌توان انتظار داشت که قیمت کالاهای اساسی با تثبیت بهبود وضعیت اقتصاد جهانی، حتی بیشتر افزایش یابد. با این وصف، با توجه به چشم‌اندازهای سیر تحول فاکتورهای اساسی بازار، انتظار نمی‌رود

گروه‌های کم درآمد شود در مقایسه با کاهش مالیات‌ها در گروه‌های پردرآمد، تقاضای بیشتری را ایجاد می‌کند. به علاوه، بیشتر این مداخلات به ویژه وقتی که شامل سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها شوند، اثرات توزیعی و نتایج پایداری دارند. در نتیجه، یک طرح محرک مالی باید بیشینه‌سازی تأثیرگذاری بر اقتصاد و همراه با آن تحقق اهداف بلندمدت ساختاری را دنبال کند.

## پاسخ‌های سیاستی در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال گذار

در کشورهای در حال توسعه، عمدتاً بسته به موقعیت اولیه حساب‌های جاری آنها و میزان باز بودن حساب‌های سرمایه‌شان دامنه سیاست‌های کمک‌های پولی بسیار متنوع بود. بسیاری از کشورهای آسیایی از جمله چین، هند و جمهوری کره بعد از سپتامبر ۲۰۰۸، به اعمال یک سیاست انبساطی تر پولی روی آوردند. در نقطه مقابل، در دیگر کشورها که پولشان در سه ماهه سوم سال ۲۰۰۸، تحت فشار (بعضاً شدید) قرار گرفت، مقامات مسئول سیاست‌های پولی حتی ناچار شدند پیش از رویکرد به سمت کمک‌های پولی در ماه‌های اول سال ۲۰۰۹، موقتاً سیاست‌های سخت‌گیرانه اتخاذ کنند.

برخی کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال گذار نیز بسته‌های نسبتاً بزرگ محرک مالی را به کار گرفتند. اندازه این بسته‌ها در این کشورها به طور متوسط حتی بیشتر از کشورهای توسعه یافته بود: این بسته‌ها ۴/۷ درصد تولید ناخالص داخلی کشورهای در حال توسعه و ۵/۸ درصد تولید ناخالص داخلی اقتصادهای در حال گذار را تشکیل می‌دهد و اجرای آنها یک تا سه سال به طول می‌انجامد. مقامات چینی به سرعت مشخصاً یک طرح بزرگ محرک مالی را ارائه کردند که به بیش از ۱۳ درصد تولید ناخالص داخلی بالغ می‌شد. برخی کشورها در آسیا و آمریکای لاتین نیز با استفاده از انعطاف‌پذیری مالی بیشتر و فضای سیاستی بازتری که با توجه به حساب‌های جاری و ذخایر سالم‌ترشان در اختیار داشتند، با سیاست‌های کلان-اقتصادی بسیار انبساطی به بحران پاسخ دادند.

از سوی دیگر، برخی کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای

طرح‌های نجات شرکت‌ها، عمدتاً در بخش مالی کردند که از اهمیت سیستماتیک برخوردار بودند. آنها به بانک‌ها سرمایه تزریق کردند، ضمانت دادند و کمک کردند تا با انتقال دارایی‌های مسموم به بانک‌های تسویه‌کننده‌ای که از پشتوانه دولتی برخوردار بودند، کسری ترازنامه‌هایشان را از بین ببرند. با این وجود مداخلات سیاستی برای نجات بانک‌ها توسط مقادیر زیادی از دارایی‌های با ارزش ناپایدار، چندان خالی از مشکل هم نیست، چرا که این امر متضمن سوبسید دادن به سهامداران و فراهم کردن نوعی بیمه برای بانک‌ها بدون دریافت عوض مناسبی از ذینفعان است. کمک‌های پولی قابل توجه و طرح‌های عظیم کمک مالی ممکن است از فروپاشی نظام اقتصادی جلوگیری کرده باشد، اما این طرح‌ها برای احیای تقاضای کلی و توقف افزایش بیکاری کافی نبودند.

## ارائه بی‌سابقه بسته‌های محرک مالی

همراه با سرایت بحران به بخش‌های واقعی اقتصاد، دولت‌های بسیاری از کشورهای توسعه یافته از طریق افزایش هزینه‌های عمومی و تقلیل مالیات که از طریق بدهی تأمین مالی می‌شدند، به این امر واکنش نشان دادند. هدف این اقدامات، مقابله با کاهش شدید و روزافزون تقاضای نهایی، تولیدات و اشتغال بود. ارائه بسته‌های محرک مالی که در اوایل سال ۲۰۰۸ آغاز شد، بعد از تبدیل روند نزولی در ایالات متحده به رکودی کامل در سه ماهه آخر همان سال، با جدیت بیشتری دنبال گردید.

منابع عمومی به کار گرفته شده در این بسته‌های مالی، به طور متوسط ۳/۷ درصد تولید ناخالص داخلی کشورهای توسعه‌یافته را تشکیل می‌داد. در بیشتر کشورها، اجرای این بسته‌ها حدوداً دو سال به طول می‌انجامد. اما غیر از اندازه این بسته‌های مالی، مسایل دیگری هم حائز اهمیت هستند، واقعیت این است که شکل‌های مختلف کاهش هزینه‌ها و عواید دولتی، اثرات متفاوتی بر تقاضا و درآمد دارد. برای نمونه، افزایش اثرگذاری سرمایه‌گذاری‌های عمومی نوعاً بیشتر از تخفیف‌های مالیاتی است و اقداماتی که موجب افزایش درآمد قابل تصرف

تعهداتی جدی باشد، بیشتر منعکس کننده تمایلات این کشورها است.

به علاوه، اگر حمایت‌های بین‌المللی حمایت شده به اصلاح خود صندوق بین‌المللی پول از جمله اعمال تغییراتی در ساختار نظارتی آن، نظام تخصیص حق برداشت ویژه و اصولی که مبنای شرایط بی شمار اعطای وام هستند، پیوند داده می‌شد، تأثیرگذاری این کمک‌ها می‌توانست بسیار افزایش یابد. چندین برنامه حمایتی اعلام شده مستلزم آن بود که صندوق بین‌المللی پول سیاست‌های «ضد ادواری» [۶] و بسته‌های بزرگ محرک مالی را به عنوان مؤثرترین ابزار جبران کاهش تقاضای کل که در اثر انقباض بدهی‌ها ایجاد شد، شناسایی کند. با این وجود، واقعیت این است که شرایط مربوط به برنامه‌های اخیر اعطای وام همچنان مانند گذشته است. در واقع، صندوق بین‌المللی پول در همه ترتیبات اخیر اعطای وامش به اتخاذ سیاست‌های سخت‌گیرانه موافق ادواری اقتصاد کلان از جمله اعمال الزاماتی برای کاهش هزینه‌های عمومی و افزایش نرخ‌های بهره ادامه داد.

### ضرورت حمایت مالی از کشورهای کم درآمد

بازپرداخت بدهی‌های کنونی و قابلیت بازپرداخت بدهی نه تنها برای کشورهایی که بدهی‌هایشان به وام‌دهندگان تجاری به سرعت در سال‌های اخیر افزایش یافت، دشوارتر شده است بلکه برخی کشورهای در حال توسعه کم درآمد از جمله کشورهای فقیر به شدت بدهکاری که متکی به قرض گرفتن از منابع رسمی بودند نیز در این رابطه با مشکل روبرو شدند. علی‌رغم بخشودگی بدهی این کشورها، قابلیت بازپرداخت بدهی‌های خارجی آنها همچنان در برابر شوک‌ها به شدت آسیب‌پذیر است و تبعات بحران جهانی اقتصادی توانایی آنها را برای بازپرداخت بدهی‌های خارجی بدون لطمه زدن به وارداتشان تضعیف می‌کند. کشورهای کم درآمد که با مشکلات تراز پرداخت‌ها و محدودیت در انعطاف‌پذیری‌های مالی روبرو هستند، نیازمند کمک‌های بیشتری هستند و این کمک‌ها را می‌توان به بهترین نحو از طریق یک تلاش هماهنگ چندجانبه بسیج کرد. افزایش

در حال گذار مجبور بوده‌اند به منظور تثبیت نرخ‌های ارزشان و جلوگیری از فروپاشی نظام‌های بانکداری‌شان برای حمایت مالی به صندوق بین‌المللی پول متوسل شوند. صندوق بین‌المللی پول از زمان بروز بحران کنونی به این سو، وام‌دهی خود را به شدت افزایش داد و تا پایان می ۲۰۰۹ تقریباً به ۵۰ کشور وام اعطا کرد. با این وجود، شرایط بی شمار منظور شده در وام‌های صندوق بین‌المللی پول، دامنه سیاست‌های انبساطی را به منظور مقابله با آثار بحران بر تقاضای داخلی و اشتغال به شدت محدود کرد.

### ابعاد مربوط به سیاست‌های بین‌المللی

نهادهای تصمیم‌گیری بین‌المللی تنها پس از اکتبر ۲۰۰۸ که بانک‌های مرکزی کشورهای مهم وارد برنامه‌های هماهنگ کمک‌های پولی شدند، گسترش بحران جهانی را مورد توجه قرار دادند. اتفاق بی‌سابقه دیگر این بود که فدرال رزرو ایالات متحده برای اولین بار پس از پایان نظام پولی برتون وودز به منظور حمایت از پول‌های چهار اقتصاد در حال ظهور، امکان معامله پایاپای این کشور با آنها را فراهم کرد. از نوامبر ۲۰۰۸ به این سو، گروه ۲۰ به منظور مقابله با بحران مالی و اقتصادی در اتخاذ و هماهنگ‌سازی اقدامات بین‌المللی نقش اصلی را به عهده گرفت، هر چند جامعیت این گروه با تردیدهایی روبه رو شده است.

در آوریل ۲۰۰۹، گروه ۲۰ بر ضرورت هماهنگی برنامه‌های محرک مالی کشورهای مختلف برای افزایش تأثیرگذاری کلی آنها بر تقاضای جهانی و کاهش خطر اقدامات واکنشی حمایت‌گرایی علیه «سواری مجانی گیران» [۵] تأکید کرد. با این وصف، همه کشورها فضای مالی یکسانی ندارند؛ برای سیاست‌های ضدادواری، بسیاری از کشورهای در حال توسعه به کمک‌های بین‌المللی نیاز دارند. گروه ۲۰ نیز با تصویب «برنامه جهانی برای بهبود و اصلاح» این امر را تصدیق کرد. به این منظور، به ویژه تصمیم گرفته شد منابع صندوق بین‌المللی پول افزایش یابد، اعطای وام توسط بانک‌های توسعه‌ای چندجانبه افزایش یابد و از تأمین مالی تجارت حمایت شود. بعضی از اقدامات پیشنهادی گروه ۲۰ چندان جدید نیست و برخی دیگر به جای اینکه شامل

با نرخ‌های مالیاتی موجود، عواید عمومی را بهبود خواهد بخشید. با این حال، بدهی‌های عمومی داخلی می‌تواند موجب نگرانی باشد، چرا که ممکن است به انعطاف‌پذیری بودجه در آینده لطمه بزند. به همین دلیل، اگر قرار باشد سیاست‌های انبساطی مالی در دوران رکود به درستی ضدادواری باشند، باید با سیاست‌های تثبیت مالی وقتی که بهبود ماندگار می‌شود و رشد تولیدات شدت می‌یابد، همراه گردند.

همچنین در سطح گسترده نگرانی‌هایی وجود دارد که تزریق مقادیر زیادی از پول بانک‌های مرکزی و افزایش سریع کسری بودجه در بسیاری از کشورها دیر یا زود منجر به تورم خواهد شد، مگر اینکه دولت‌ها و بانک‌های مرکزی برای کنترل این خطر به موقع واکنش نشان دهند. «مبنای این هراس، دیدگاه پول‌مدارانه‌ای است که بر اساس آن وجود پول بیش از حد زیاد برای خرید کالاهای بیش از حد محدود، بی شک تورم ایجاد می‌کند». با این وجود، پول بیش از حد زیاد برای تزریق و ویروس تورم به نظام اقتصادی نیاز به کانالی دارد و برای این اتفاق تنها دو کانال وجود دارد؛ اگر رشد تقاضا از رشد بالقوه عرضه فراتر رود (تورم ناشی از فشار تقاضا)، یا اگر افزایش هزینه‌های تولید، به ویژه هزینه نیروی کار از رشد بهره‌وری فراتر رود (تورم ناشی از فشار هزینه). در شرایط کنونی که بهره‌برداری از ظرفیت‌ها به طور بی‌سابقه‌ای کاهش و نرخ بیکاری به طور چشمگیری افزایش یافته است، داغ شدن بیش از حد بازار (افزایش شدید تقاضا) یا تورم دستمزد طی چندین سال آینده، چندان محتمل نیست. اینکه اقتصادهایی که اکنون در بحران شدید هستند را بتوان به طوری به وضعیت قبلی برگرداند که علی‌رغم افزایش بهره‌برداری از ظرفیت‌ها، عرضه از تقاضا عقب بماند یا سطح اشتغال تا حدی افزایش یابد که بتواند عامل تقاضا برای دستمزدهای بالاتر باشد، مستلزم گذشت چندین سال است، نه چند ماه و طی این چند سال، بانک‌های مرکزی این امکان را خواهند داشت که به تدریج از طریق فروش دارایی‌های دوباره ارزش‌گذاری شده و جذب پول اضافی عرضه شده، نقدینگی اضافی را جمع‌آوری کنند.

واقعیت این است که خطر واقعی، انقباض پولی است نه تورم.

جریان کمک‌های دوجانبه گنجانده شده در بسته‌های محرک مالی اگر در سطح بین‌المللی هماهنگ باشد، در خود کشورهای اعطاکننده این کمک‌ها هم آثار انبساطی بر جای خواهد گذاشت. به علاوه، یک اعطای فرصت موقت در بازپرداخت بدهی‌های رسمی کشورهای کم درآمد می‌تواند به این کشورها امکان دهد تا حدی با تأثیر کاهش درآمدهای صادراتی‌شان بر ظرفیت وارداتی و بودجه دولتی‌شان مقابله کنند. اعطای این فرصت‌ها در راستای سیاست‌های ضد ادواری صورت گرفته در اکثر کشورهای توسعه یافته و اقتصادهای در حال ظهور نیز خواهد بود. این کار نه تنها بخش مهمی از تلاش‌ها به منظور کاهش آثار بحران جهانی بر رشد، کاهش فقر و سرمایه‌گذاری در کشورهای بدهکار را تشکیل می‌دهد، بلکه به تثبیت تقاضای جهانی نیز کمک خواهد کرد. در مقایسه با اندازه بسته‌های محرک مالی در کشورهای توسعه یافته، ارزش مالی کل این‌گونه اعطای فرصت‌های موقت ناچیز خواهد بود و طی سال‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰ برای ۴۹ کشور کم درآمد به ۲۶ میلیارد دلار بالغ خواهد شد.

### مشکل تورم نیست، بلکه انقباض پولی است.

رشد کسری‌های بودجه در نتیجه ارائه بسته‌های محرک مالی نگرانی‌هایی را پدید آورده است که اگر دولت‌ها نرخ‌های مالیاتی‌شان را به محض پایان بحران افزایش ندهند، باری سنگین بر دوش نسل‌های آینده تحمیل خواهند کرد. با این وجود، در یک اقتصاد رو به رشد، اگر هزینه‌های دولت به طور دائم رشد نیابند، عواید دولتی بدون تغییر در نرخ‌های مالیاتی هم به قدر کافی افزایش خواهد یافت تا این کسری‌ها را جبران کند. اگر دولت‌ها همچنان در شرایط بحران شدید منفعلانه عمل می‌کردند و منحصرأ بر ابزارهای تثبیت‌کننده خودکار تکیه می‌کردند وضعیت تراز مالی در نتیجه کاهش عواید مالیاتی وخیم‌تر می‌شد. از سوی دیگر، افزایش اختیاری هزینه‌های عمومی، به ویژه وقتی که موجب تقویت سرمایه‌گذاری شود، می‌تواند ظرفیت‌های تولید و ایجاد اشتغال را افزایش دهد که این امر موجب افزایش مآخذ مالیاتی در آینده خواهد شد و بدین ترتیب

جنبه‌های اصلاح سیاست‌های مالی پذیرفته شده است. برای اینکه بتوانیم از بحران کنونی برای اصلاح کنترل مالی به خوبی درس بگیریم، باید به این نکته توجه کنیم که هر چند فروپاشی بازارهای رهن درجه دو در ایالات متحده آغازگر بحران بود، ولی علت اساسی آن نبود. علت بحران کنونی غلبه بخش مالی بر آن دسته از بخشهای تولیدی اقتصاد می‌باشد که ثروت واقعی در آنجا ایجاد می‌شود، غلبه‌ای که نتیجه اعتماد بیش از حد به کارایی بازارهای آزاد بود. این اعتماد افراطی به مقررات‌زدایی بیش از حد، دست کم گرفتن خطرات و وام‌دهی بیش از حد در سال‌های قبل از بحران انجامید. اگر سیاست‌های بخش مالی به جای تکیه بر تفکرات ایده‌آلیستی، بیشتر به طور عمل‌گرایانه هدایت می‌شدند، خطرات این بازار به این شدت افزایش نمی‌یافت.

اکنون بسیاری طمع‌کاری را دلیل اصلی بحران می‌دانند، اما طمع‌کاری همیشه وجود داشته و وجود خواهد داشت. از این رو، طمع‌کاری باید هنگام برآورد خطرات مقررات‌زدایی مالی در نظر گرفته می‌شود، چرا که بحران امروز نتیجه نوآوری‌های مالی در فضایی با کنترل و نظارت ناکافی است. در ایالات متحده، سهم بخش مالی در تولید ناخالص داخلی بین سال‌های ۱۹۸۳ و ۲۰۰۷ از ۵ درصد به ۸ درصد رسید، علی‌رغم اینکه سهم این بخش در کل سود شرکت‌ها از ۷/۵ درصد تا ۴۰ درصد افزایش یافت. سیاست‌گذاران باید در قبال صنعتی که دائماً به دنبال کسب سودهای دورقمی در اقتصادی است که نرخ رشد بسیار پایین‌تری دارد، محتاطانه رفتار می‌کردند؛ به خصوص که این صنعت هر چند سال یک بار نیاز به طرح‌های نجات مالی هم داشته باشد. از آنجا که رفتار گله‌ای می‌تواند در بازارهای مالی نسبت به بازارهای کالایی آسیب بیشتری وارد کند، بازارهای مالی باید تحت نظارت جدی‌تر باشند.

توسعه یک نظام مالی پیچیده‌تر نباید به خودی خود به یک هدف تبدیل شود؛ افزایش تأمین مالی و ابزارهای ارائه آن همیشه مطلوب نیستند. بخش‌های عظیمی از بازارهای مالی به تدریج کلاً از فعالیت‌های بخش‌های واقعی جدا شدند. تبدیل وام‌ها به اوراق قرضه و دیگر نوآوری‌های مالی رابطه سنتی میان

امروزه، انقباض دستمزدها قریب‌الوقوع‌ترین و خطرناک‌ترین تهدید در بسیاری از کشورها است، چرا که برای دولت‌ها تثبیت اقتصاد ناپایدار در هنگام کاهش گسترده دستمزد و مصرف، بسیار مشکل است. با این وجود، انقباض خود به خود از بین نمی‌رود. بنابراین، مهم‌ترین اقدام در این زمینه عبارت است از: متوقف کردن روند کاهش مستمر دستمزدها، قیمت‌ها و تقاضا در اسرع وقت و احیای توانایی بخشی مالی برای تأمین اعتبار سرمایه‌گذاری تولیدی به منظور تحریک رشد واقعی اقتصاد. از این رو، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی باید به منظور تقویت تقاضا و رفع خطر انقباض، فعالانه و به سرعت اقدامات جدی را به عمل آورند.

## بازنگری در سیاست‌های پولی و مالی

در بسیاری از کشورها، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی برای حمایت از نهادهای مالی بیمار که به دلیل سوء مدیریت با مشکل روبرو شدند، به روش‌های جدیدی روی آوردند. ضرورت چنین طرح‌های نجاتی آشکار کرده است که سودها و درآمدهای عظیم حاصل از فعالیت‌های مالی برخی فعالان و مدیران بازار طی چندین سال گذشته با منافع اجتماعی و کلان - اقتصادی بخش مالی متناسب نبوده است. این دخالت گسترده دولت‌ها و بانک‌های مرکزی بازنگری دقیق در عملکرد بخش مالی و تعریف مجدد نقش بانک‌ها و نهادهای مالی عمومی در حمایت از فعالیت‌های اقتصادی واقعی را توجیه می‌کند. اگر به فعالان عمده در بخش مالی اجازه داده شود که مانند قمارخانه‌های بزرگ عمل کنند، به بخش واقعی اقتصاد آسیب جدی وارد خواهند کرد. به عنوان نتیجه منطقی اقدامات مختلف صورت گرفته برای نجات نهادهای مالی شخصی و در جهت ثبات و قابلیت اعتماد بیشتر به نظام مالی، به نظر می‌رسد پس از بحران، توازن وضعیت موجود میان فعالیت‌های بخش خصوصی و دخالت‌های دولتی در بخش مالی باید مورد بازنگری اساسی قرار گیرد.

## ضرورت کنترل مالی جدی‌تر

ضرورت افزایش کنترل و نظارت مالی به عنوان یکی از

عمل می‌کنند که کاملاً با منابع ناهمگون اطلاعات در بازارهای کالایی عادی تفاوت دارند. اکثریت قابل توجه آنها با الگوهایی مشابه در قبول یا اجتناب از ریسک بر مبنای مجموعه‌ای یکسان از اطلاعات یا اخبار عمل می‌کنند. این گونه سفته‌بازی به کاهش و افزایش شدید قیمت‌ها یا حتی به تغییر قیمت‌ها در جهتی که فاکتورهای اساسی بازار آن را توجیه نمی‌کند، می‌انجامد. این امر، آسیب‌هایی دیرپا به اقتصاد واقعی و نظام تجارت بین‌الملل وارد می‌کند.

درک این نکته که در دنیای جهانی شده، شوک‌های ایجاد شده در قسمتی از بخش مالی یک کشور ممکن است به سرعت به بخشهای دیگر این نظام درهم تنیده انتقال یابد، عاقلانه بودن کلیت ادغام کشورهای در حال توسعه در نظام مالی جهانی را با تردیدهای اساسی روبرو می‌کند. تجربه بحران کنونی، این باور مرسوم را به چالش می‌کشد که برچیدن همه موانع فراراه جریان‌های فرامرزی سرمایه خصوصی بهترین دستورالعمل برای کشورها به منظور پیش‌برد توسعه اقتصادی‌شان است. تعجب‌آور این است که علی‌رغم پذیرش نقش نظام مالی جهانی در ایجاد بحران کنونی، مدیریت نظام مالی جهانی و به ویژه جریان‌های سرمایه سفته‌بازی چندان مورد توجه قرار نگرفته است. مباحثات مربوط به اصلاحات عمدتاً معطوف ارتقای مقررات و نظارت ملی بر فعالان بخش مالی است که در نظام مالی از اهمیت بسیاری برخوردارند. شکی نیست که این موضوعات مهم هستند. اما تجربه این بحران مالی، ضرورت بازنگری اساسی‌تر نحوه اداره نظام مالی جهانی به منظور تثبیت روابط تجاری و مالی از طریق کاهش پتانسیل‌های انتفاع از جریان‌های سرمایه سفته‌بازی را نیز تأیید می‌کند.

### کاهش آسیب‌پذیری در مقابل شوک‌های مالی خارجی در سطح کشوری

ارتقای مدیریت فعالانه حساب‌های سرمایه می‌تواند یکی از عناصر بازنگری ساختار اداری باشد که به کشورها برای مدیریت سیاست‌های کلان - اقتصادی داخلی‌شان و بهبود چشم‌اندازهای ثبات اقتصادی‌شان انعطاف‌پذیری لازم را می‌دهد. مدیریت کارآمد حساب‌های سرمایه نه تنها مانع آن می‌شود که

وام‌دهندگان به ویژه بانک‌ها و وام‌گیرندگان را از بین برد. این نوآوری‌ها ظرفیت و تمایل نهادهای مالی را برای مدیریت ریسک تضعیف کرد و به توسعه یک نظام مالی سایه غیرشفاف، فاقد نظارت و بدون سرمایه‌گذاری کافی کمک کرد. نقش مثبت این گونه بازارهای مالی در رفاه اجتماعی بسیار مورد تردید است. واقعیت این است که بسیاری از روش‌های نوآورانه تأمین مالی تبعات اجتماعی منفی دارند. از این رو، هدف مقررات مالی باید جلوگیری از گسترش این گونه ابزارها باشد.

در ابزارهای نظارتی مبتنی بر این فرض که حمایت از تک تک نهادها به طور خودکار به حمایت از کل نظام خواهد انجامید، یک اشتباه اساسی وجود دارد. اقداماتی که برای یک نهاد مالی مناسب و سنجیده هستند، ممکن است برای کل آن نظام پیامدهای منفی به دنبال داشته باشند. بنابراین، توسعه یک نظام جدید قانون‌مند که به طور سیستماتیک میان خدمات مالی برای سرمایه‌گذاری تولیدی و شرط‌بندی یا قماربازی در بازی‌های برد و باخت تمایز قائل شود، ضروری است.

بحران برای کشورهای در حال توسعه‌ای که به دنبال محدود کردن آثار منفی احتمالی شوک‌های مالی خارجی بر نظام‌های مالی خود هستند، درس‌های مهمی به همراه دارد. این کشورها باید سعی کنند در صورت لزوم با مدیریت جامع و ضد ادواری حساب‌های سرمایه خود، از ناهماهنگی بیش از حد ارزها و سررسید موعد پرداخت‌ها در ترازنامه‌هایشان و افزایش واقعی نرخ ارزش‌شان جلوگیری کنند. بحران همچنین نشان داد که گسترش بیشتر نظام‌های مالی هر چند می‌تواند منافع اساسی به دنبال داشته باشد، می‌تواند به شدت زیان‌بار هم باشد. بنابراین، فرآیند توسعه مالی باید با افزایش و گسترش مقررات و نظارت مالی همراه باشد. از آنجایی که اصلاحات نظارتی یک شبه قابل اجرا نیستند، کشورهای در حال توسعه باید محتاطانه عمل کنند و از فرآیندهای ناگهانی اصلاح مالی دوری کنند.

### ضرورت جدی اصلاح نظام‌های پولی و مالی بین‌المللی

فعالان بازارهای مالی بر مبنای اطلاعات متمرکز شده‌ای

شرایط بی‌ثباتی مالی و پولی جهانی بیش از پیش دارایی‌های اندوخته‌شان را به ارزهای دیگر به ویژه یورو تبدیل می‌کنند. بر این اساس، پیشنهادی که قبلاً در اواخر دهه ۱۹۷۰ مورد بحث قرار گرفته بود، اخیراً بار دیگر مطرح شده است. هدف پیشنهاد مذکور، تسهیل متنوع‌سازی اندوخته‌های دلاری بدون ایجاد ریسک بحران جدی دلاری از طریق فراهم آوردن امکان سپرده‌گذاری اندوخته‌های دلاری برای بانک‌های مرکزی در یک حساب جایگزین ویژه نزد صندوق بین‌المللی پول بر اساس تخصیص حق برداشت ویژه بود. این حق برداشت‌های ویژه را می‌توان برای تسویه حساب‌های بین‌المللی به کار گرفت. از آنجایی که حق برداشت ویژه با معدل‌گیری از ارزهای عمده ارزش‌گذاری می‌شود، ارزش آن از هر یک از ارزهای مزبور باثبات‌تر است. با این وجود، مشکل تعیین نرخ ارز مبادله پول‌های کشورهای عضو همچنان به قوت خود باقی خواهد ماند. ریسک نرخ ارز اگر نگوئیم کاملاً، حداقل به طور جزئی به صندوق بین‌المللی پول منتقل خواهد شد، چرا که این شیوه متضمن ناهماهنگی ارزی میان دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق است. این ریسک باید یا از طریق درآمدزایی بیشتر به وسیله صندوق بین‌المللی پول یا ضمانت‌هایی از کشورهای عضو پوشش داده شود.

ضعف دیگر این‌گونه نظام اندوخته بین‌المللی که از یک یا چندین پول ملی به عنوان یک اندوخته و ابزار پرداخت‌های بین‌المللی استفاده می‌کند، وابستگی به سیاست‌های پولی بانک‌های مرکزی منتشرکننده این ارزها است. این در حالی است که بانک‌های مزبور سیاست‌هایشان را نه با توجه به نیازهای نظام پرداخت‌های بین‌المللی و اقتصاد جهانی، بلکه در پاسخ به اولویت‌ها و نیازهای سیاستی ملی اتخاذ می‌کنند. به علاوه، کشوری که پولش به عنوان مبنای اندوخته مورد استفاده قرار می‌گیرد، مثل دیگران ملزم نیست که برای جلوگیری از کسری‌های مداوم بودجه، اصلاحات لازم را در سطح اقتصاد کلان یا نرخ ارز خود اعمال کند. سلطه دلار به عنوان ابزار اصلی پرداخت‌های بین‌المللی همچنین نقش مهمی را در شیوع عدم توازن جهانی قبل از بحران مالی ایفا کرد.

جریان‌های ناپایدار سرمایه خصوصی موجب انحرافات و نوسانات نرخ ارز و در نتیجه بی‌ثباتی نظام مالی داخلی شود، بلکه به بهبود قابلیت اعتماد به سیگنال‌های قیمت در بازارهای داخلی و شرایط تخصیص کارآمد منابع و سرمایه‌گذاری پویا نیز کمک می‌کند.

تجارب عملی اقتصادهای در حال ظهور، این ادعا که کنترل‌های سرمایه‌ناکارآمد یا زیان‌بار است را رد می‌کند. این تجربیات نشان می‌دهد که انواع مختلفی از ابزارهای مالی می‌توانند در محدود کردن انواع مختلف جریان‌های سرمایه به طور کارآمد به کار گرفته شوند. این ابزارها از ممنوعیت‌های مطلق یا الزامات مربوط به حداقل ماندگاری گرفته تا ابزارهای مالیاتی مانند الزامات مربوط به اندوخته اجباری یا مالیات بر وام‌های خارجی که هدفشان تعدیل اختلافات نرخ بهره است را شامل می‌شوند. برای انطباق با الزامات خاص محلی، می‌توان چندین ابزار را با هم ترکیب کرد و به طور انعطاف‌پذیری به کار گرفت. در بسیاری موارد، ابزارهایی را که مستقیماً جریان‌های سرمایه خصوصی را هدف می‌گیرند، می‌توان به نحو مناسبی با مقررات مالی داخلی سنجیده ترکیب و تکمیل کرد. همچنین حساب‌های سرمایه را می‌توان با محدود کردن گسترش بدهی‌های بیش از حد خارجی در شرایط عادی و کنترل فرار سرمایه طی بحران به طریقی ضدادواری مدیریت کرد. به هر حال، درک این نکته خود قدمی به پیش است که افزایش شدید جریان‌های ورودی سرمایه نه نشانه قدرت، بلکه منشأ بالقوه‌ای برای عدم توازن با تبعات سنگینی برای ثبات اقتصاد کلان و تجارت است. بنابراین صندوق بین‌المللی پول در اجرای نقش نظارتی‌اش باید فعالانه‌تر کشورها را در مواقع ضروری به اعمال کنترل بر سرمایه‌ها، طبق اساسنامه‌اش تشویق کند.

## نظام اندوخته‌های دلاری با چالش‌های روزافزون روبرو است.

مسئله استفاده از دلار آمریکا به عنوان مبنای عمده اندوخته‌های بین‌المللی در مباحثات مربوط به اصلاحات لازم برای نظام‌های پولی و مالی بین‌المللی بار دیگر مورد توجه قرار گرفت. بانک‌های مرکزی با انگیزه کاهش ریسک نرخ ارز در

بین‌المللی از این پیشنهاد حمایت کرد.

با این وجود، حق برداشت ویژه جدید بر اساس سهمیه کشورهای عضو در صندوق بین‌المللی پول توزیع خواهد شد. به این ترتیب کشورهای گروه هفت که واقعاً نیازی به حق برداشت ویژه ندارند چرا که پول خودشان مبنای ارز اندوخته است یا دسترسی آسان به بازارهای بین‌المللی سرمایه دارند، بیش از ۴۵ درصد حق برداشت ویژه تخصیص یافته جدید را دریافت می‌کنند. کمتر از ۳۷ درصد به اقتصادهای در حال توسعه و کشورهای دارای اقتصاد در حال گذار و کمتر از ۸ درصد به کشورهای کم درآمد اختصاص خواهد یافت. بنابراین کشورهای کمترین سهم را دریافت می‌کنند که بیشترین نیاز به نقدینگی بین‌المللی را از منابع رسمی دارند. این امر مسئله کلی‌تر ابعاد مکانی و زمانی تخصیص حق برداشت ویژه را به دنبال خواهد داشت.

در ارتباط با معیار توزیع مکانی، پیشنهاد شده است برای اینکه حق برداشت ویژه ابزار اصلی نقدینگی بین‌المللی و دارایی‌های اندوخته شود، تخصیص جدید حق برداشت ویژه باید مطابق با نیازهای کشورهای انجام شود. طراحی معیار مناسب تعیین نیازهای مزبور ضروری خواهد بود، اما بدون تردید تخصیص مبتنی بر ساختار کنونی سهمیه‌های صندوق بین‌المللی پول کاملاً با نیازها مغایر است. یکی از رویکردها برای حل این مشکل می‌تواند فراهم آوردن دسترسی بی قید و شرط همه کشورها به منابع صندوق بین‌المللی پول به میزان لازم برای تثبیت نرخ‌های ارزشان باشد که همگان بر آن توافق کنند. رویکرد دیگر می‌تواند پیوند دادن صدور حق برداشت ویژه با نیازهای کشورهای در حال توسعه برای تأمین مالی توسعه باشد که این کار از طریق اجازه دادن به صندوق بین‌المللی پول جهت سرمایه‌گذاری برخی از سرمایه‌هایشان در اوراق قرضه بانک‌های توسعه چندجانبه صورت خواهد گرفت. این پیشنهاد را در دهه ۱۹۶۰ قبل از آغاز آزادسازی بین‌المللی بازارهای مالی و زمانی که دسترسی کشورهای در حال توسعه وام‌گیرنده به منابع تأمین مالی بازار سرمایه خیلی محدود بود، هیأتی از کارشناسان آنکتاد مطرح کرد. در ارتباط با بعد زمانی، سؤال اصلی تواتر و دوره‌ای بودن

ضعف دیگر نظام اندوخته بین‌المللی کنونی این است که بار اصلاح بیشتری را بر کشورهای دارای کسری بودجه نسبت به کشورهای مازاد بودجه تحمیل می‌کند (مگر اینکه پول کشور مورد نظر مبنای اندوخته‌های بین‌المللی باشد). علت این است که کشورهای دارای کسری بودجه وقتی که تا حداکثر توان خود تأمین مالی خارجی جذب کردند ناچار به کاهش وارداتشان می‌شوند، حال آنکه کشورهای دارای مازاد بودجه مجبور نیستند که وارداتشان را برای متوازن ساختن سیستم پرداخت‌هایشان افزایش دهند. به همین ترتیب، بانک‌های مرکزی می‌توانند با خرید ارزهای خارجی در مقابل ارزهای خودشان با فشارهای موجود برای ترقی نرخ پولشان مقابله کنند. اما میزان اندوخته ارزهای خارجی آنها ممکن است توان آنها را برای مقابله با فشار برای کاهش ارزش پول‌هایشان تضعیف کند. صندوق بین‌المللی پول به جای فشار آوردن بر کشورهای دارای مازاد بودجه برای اعمال سیاست‌های انبساطی‌تر به عنوان بخشی از فعالیت‌های نظارتی‌اش، با تحمیل سیاست‌های محدودکننده بر کشورهای دارای کسری بودجه به عنوان بخشی از شرایط اعطای وام‌هایش از این جانب‌داری حمایت می‌کند. تا زمانی که قاعده مورد توافق جمعی برای کشورها وجود نداشته باشد که کشورها بر اساس آن از طریق مدیریت هماهنگ تقاضا و مداخله متوازن در بازار ارزهای خارجی از اقتصادهای یکدیگر حمایت کنند، جهت‌گیری این نظام انقباضی است.

### تقویت نقش حق برداشت ویژه

برخی نیز پیشنهاد کرده‌اند که با تقویت نقش حق برداشت ویژه الزام حفظ دارایی‌های اندوخته به عنوان ابزاری برای مقابله با نوسانات بازارهای مالی را کاهش دهیم. به طور مشخص اجلاس سران گروه ۲۰ در لندن در آوریل ۲۰۰۹ در پاسخ به افزایش نیاز به نقدینگی بین‌المللی در بحران کنونی مالی و اقتصادی از تخصیص یک حق برداشت ویژه جدید عمومی برای تزریق ۲۵۰ میلیارد دلار به اقتصاد جهان و افزایش نقدینگی جهانی حمایت کرد. کمیسیون کارشناسان رییس مجمع عمومی سازمان ملل در خصوص اصلاحات نظام‌های پولی و مالی

روبرو هستند. اقتصادهای دارای حساب سرمایه باز نمی‌توانند با اتخاذ نرخ‌های ارز کاملاً انعطاف‌پذیر یا تثبیت انعطاف‌ناپذیر (استفاده از نظام ارزی ثابت) آنها شوک‌های خارجی را به طور مؤثر جذب کنند. در یک سیستم نرخ‌های شناور آزاد ارز که بر این فرضیه بنا شده است که نیروهای بازار نرخ‌های صحیح ارز را می‌توانند تعیین کنند، امکان نوسانات عظیم وجود دارد، چرا که سفته‌بازی ارزی نرخ‌های ارز را به طور سیستماتیک از بنیان‌های اساسی بازار دور می‌کند و می‌تواند به ارزش‌گذاری بیش از حد و کسری حساب جاری بینجامد. تثبیت انعطاف‌ناپذیر نرخ ارز (مثلاً از طریق سپردن اختیار تعیین قیمت ارز به یک شورای خاص) در صورتی که کشور تثبیت‌کننده نتواند با توجه به نرخ تورم حاکم در کشور صاحب پول لنگر ارز تمهیدات لازم را در نرخ ارز اعمال کند، تعدیلات قیمتی تجارت را تضعیف می‌کند و سفته‌بازی در مورد ارز مبنای تثبیت را بر می‌انگیزد. به همین ترتیب افزایش واقعی نرخ ارز و کاهش رقابت‌مندی ناشی از افزایش تورم در کشور تثبیت‌کننده - که در کسری‌های عظیم حساب‌های جاری منعکس می‌شود - سفته‌بازی را ترغیب می‌کند، چرا که این دو امر می‌توانند موجب کاهش اعتماد بازارها به قابلیت تداوم رژیم ارزی شوند. یک راه حل عملی برای حل مشکل نرخ ارز می‌تواند ایجاد یک سیستم نرخ ارز مدیریت شده انعطاف‌پذیر باشد که هدفش دستیابی به نرخ ارزی است که به حفظ وضعیت پایدار حساب‌های جاری کمک کند. این روش نسبت به هر «راه حل گوشه‌ای» [۷] مرجح است. اما از آنجایی که نرخ ارز متغیری است که بیشتر از یک ارز در آن تأثیر دارند، در یک چارچوب مورد توافق همگانی برای مدیریت نرخ ارز، شانس بیشتری برای دستیابی به الگوی پایدار نرخ ارز وجود دارد.

### مزایای چندگانه اصلاح یک نظام نرخ ارز بین‌المللی

با توجه به آنچه گفته شد، این سؤال مطرح می‌شود که چه نوع نظامی می‌تواند برای آینده اقتصاد جهانی شده و برای کشورهای بحران زده مناسب باشد؟

یک نظام نرخ ارز مورد توافق بین‌المللی مبتنی بر اصل ثبات و پایداری نرخ‌های واقعی ارز همه کشورها می‌تواند در کاهش

کمک‌ها است. اگر هدف تخصیص حق برداشت ویژه ثابت رشد جهانی تولیدات باشد، مناسب خواهد بود زمانی که رشد جهانی زیر حد مورد انتظار است یا طی دوران بحران، حق برداشت ویژه بیشتری توزیع شود و در زمان رشد سریع تولیدات جهانی هم مبالغ کمتر صادر یا حتی حق برداشت ویژه جمع‌آوری شود. یکی از مزایای استفاده از حق برداشت ویژه در چنین روش ضداواری، این است که اصولاً به جلوگیری از کاهش ارزش بیش از حد پول کشورها طی بحران کمک می‌کند. با این وجود، قواعد و شرایط دسترسی کشورها به حق برداشت ویژه در این روش شامل سطح تثبیت نرخ ارزها باید با دقت تبیین شوند. بنابراین، نه در نظر گرفتن یک حساب جایگزین و نه دادن یک نقش محوری به حق برداشت ویژه در تزریق نقدینگی‌های بین‌المللی نمی‌تواند مسئله بی‌ثباتی نرخ ارز و امکان شوک‌های ارزی که دلیل اصلی ضرورت انباشت ذخایر عظیم است را حل کند.

یک طرح منسجم تخصیص حق برداشت ویژه هر شکلی داشته باشد، تنها در صورتی برای همه کشورها قابل قبول خواهد بود که شرایط کاربرد حق برداشت ویژه به عنوان نقدینگی بین‌المللی به ویژه نرخ برابری حق برداشت ویژه در مقابل همه پول‌های ملی به دقت مشخص شده باشد. نظام برتون وودز و نظام پولی اروپا سال‌ها است روش‌هایی برای آنچه می‌تواند راه حلی مناسب برای تعیین نرخ‌های ارز در چارچوبی چندجانبه باشد، ارائه کرده‌اند. در این نظام‌ها، قاعده ضمنی این بوده است که نرخ مبادله پول‌های ملی با پول بین‌المللی بر مبنای قدرت خرید ارز مورد نظر بر اساس همه ارزهای دیگر تعیین گردد. به کارگیری این قاعده ممکن است در ابتدای کار نظام به علت دشواری تعیین نرخ برابری قدرت خرید اولیه هر ارز سخت باشد، اما با ادامه کار به امری ساده و شفاف تبدیل خواهد شد. به علاوه، ممکن است لازم باشد معیارهای دیگری را به کار گیریم که ویژگی‌های ساختاری مرتبط با سطوح توسعه کشورهای مختلف را منعکس کند.

در نظام پولی جهانی کنونی (که واقعاً نمی‌توان آن را نظام نامید)، بسیاری از کشورها به ویژه اقتصادهای در حال ظهور دارای حساب‌های سرمایه باز با مشکلات جدی مدیریت نرخ ارز

تنها برای جبران بی ثباتی درآمدهای صادراتی ضرورت خواهند داشت.

چنین سیستم چندجانبه‌ای می‌تواند ریشه مشکل بی‌ثباتی جریان‌های سرمایه را حل کند. این سیستم می‌تواند یکی از مهم‌ترین محرک‌های سفته‌بازی را از میان بردارد و تضمین کند که عوامل پولی مانع ایجاد شرایط مساعد برای تجارت بین‌الملل نشوند. این سیستم همچنین می‌تواند از گرفتار شدن کشورها در دام‌های بدهی و تحمیل شرط و شروط ضدتولیدی جلوگیری کند. اما آخرین و شاید مهم‌ترین نکته این‌که: کشورهایی که تحت فشار شدید برای کاهش ارزش پولی‌شان هستند، می‌توانند زمانی که نرخ ارزش‌شان به سطح پایداری برسد، به طور خودکار کمک‌های لازم را به شکل معاملات پایاپای یا مداخلات مستقیم طرف‌های متقابل دریافت کنند.

با این حال، ایجاد چنین سیستمی مدتی طول خواهد کشید، خصوصاً که این امر نیازمند اجماع‌سازی بین‌المللی و نهادسازی چندجانبه است. در عین حال، در سطح ملی مدیریت فعال حساب‌های سرمایه می‌تواند مانع آسیب‌های ناشی از جریان‌های بی‌ثبات کننده سرمایه شود و در سطح منطقه‌ای، افزایش همکاری‌های پولی و مالی از جمله ایجاد صندوق مشترک ذخایر، سازوکارهای تسویه پرداخت‌های منطقه‌ای که بدون استفاده از دلار عمل می‌کنند و نظام‌های نرخ ارز منطقه‌ای می‌تواند به کشورهای منطقه کمک کند که از بحران‌های پولی و مالی جلوگیری کنند یا در صورت وقوع، آنها را بهتر مدیریت کنند.

### پی‌نوشت

1. Subprime Mortgage.
2. Credit Crunch.
3. Index Traders.
4. pro-cyclical policy.
5. منظور کشورهایی است که در برنامه‌های محرک مالی مشارکت نداشته‌اند.
6. counter-cyclical policies.
7. corner solution.

دامنه جریان‌های سفته‌بازانه سرمایه موفق باشد که باعث ناپایداری نظام مالی بین‌المللی و اختلال الگوهای نرخ ارز می‌شوند. از آنجایی که نرخ‌های واقعی ارز را بر مبنای نرخ‌های اسمی ارز که با تفاوت تورم‌ها میان کشورها تعدیل می‌شود، محاسبه کرده‌اند یک نرخ واقعی ارز ثابت از نرخ اسمی ارز که دقیقاً بر پایه تفاوت تورم‌هاست، حاصل می‌شود. یک نرخ واقعی ارز ثابت در سطحی رقابتی می‌تواند منافع زیر را به دنبال داشته باشد:

- از سفته‌بازی جلوگیری کند، چرا که تورم و تفاوت‌های نرخ بهره، عامل اصلی سفته‌بازی ارزی است. کاهش ارزش نرخ‌های اسمی ارز می‌تواند افزایش تورم و نرخ بهره را جبران کند و به این ترتیب دامنه سودهای حاصل از سفته‌بازی ارزی را کاهش دهد.

- مانع بحران‌های ارزی شود، چرا که محرک اصلی سفته‌بازی در مورد ارزهای کشورهای دارای تورم بالا از بین خواهد رفت و ارزش‌گذاری بیش از حد که یکی از عوامل اصلی بی‌ثباتی برای کشورهای در حال توسعه در ۲۰ سال گذشته بوده است، رخ نخواهد داد.

- از عدم توازن‌های اساسی و دیرپای جهانی جلوگیری کند، چرا که سطح رقابت‌مندی همه کشورهای دارای اقتصاد نسبتاً متنوع در روابط تجارت جهانی حفظ خواهد شد.

- از افتادن کشورهای در حال توسعه در دام‌های بدهی جلوگیری کند، چرا که کسری‌های حساب جاری ناشی از عدم رقابت‌مندی بین‌المللی به آن گونه انباشته نخواهند شد که کشور قابلیت تحمل آن را نداشته باشد.

- از تحمیل شرط و شروط ضدادواری در صورت وقوع بحران جلوگیری کند، چرا که اگر قرار باشد تعهدات این سیستم در ارتباط با مداخله متقارن باشد، کمک‌های لازم برای کشورهایی که تحت فشار کاهش ارزش پول‌هایشان قرار دارند به طور خودکار توسط شرکایی تأمین خواهد شد که ارزش پولشان به همان نسبت بالا می‌رود.

- ضرورت حفظ ذخایر بین‌المللی را کاهش دهد، چرا که با توجه به متقارن بودن تعهدات مربوط به مداخله بر اساس قاعده نرخ واقعی ارز ثابت، ذخایر دیگر نه برای حمایت از نرخ ارز، بلکه