

راهبردهای دولت‌ها در مقابله با حباب شدن قیمت دارایی‌ها

سینا عاشوری^۱

چکیده

در این پژوهش به چابستی، چرایی و چگونگی تشکیل حباب قیمتی دارایی‌های مالی و سیاست‌های تجربه‌شده در گروهی از کشورها می‌پردازیم. بررسی‌ها نشان می‌دهد تشکیل حباب قیمتی در دارایی‌ها اجتناب‌ناپذیر است، اما تشدید آن منبعث از بی‌ثباتی‌های اقتصاد کلان است. همچنین، انتقال حباب به نظام بانکی، عامل اصلی تبدیل این پدیده به بحران اقتصادی است. امکان فروش استقراضی سهام در بازار سرمایه، تنظیم بیانیه سیاستی توسط مقام اقتصادی برای هدایت انتظارات، پیشگیری از سرایت حباب به نظام بانکی، طراحی صحیح ابزارهای مالی، تسریع خروج دارایی‌های سمی از ترازنامه بانک‌ها، هدف‌گذاری صحیح سیاست پولی به‌عنوان راهکارهای پیشنهاد شده این تحقیق آورده شده‌اند.

واژگان کلیدی: حباب قیمت دارایی، بحران مالی، بحران بانکی.

مقدمه

قیمت‌گذاری اشتباه^۲، سیگنال اشتباهی درباره جریان‌های درآمدی آینده می‌دهد و از این مجرا منجر به تخصیص غیربهبینه سرمایه و تشکیل حباب در دارایی‌های مالی می‌شود. زمانی که قیمت‌گذاری مبتنی بر تنزیل جریان درآمدی آینده است، معادله قیمت از دو قسمت، یک بخش تحت تأثیر عوامل بنیادی و قسمت حبابی تشکیل می‌شود. فرض پذیرفته‌شده میان اقتصاددانان این است که بخش حبابی جواب با افزایش اطلاعات عوامل اقتصادی طی زمان کاهش می‌یابد و در بلندمدت قیمت تحت تأثیر عوامل بنیادی مشخص می‌شود. اتخاذ سیاست‌های اشتباه این پویایی طبیعی قیمت‌های مالی را مختل می‌کند و موجب گسترش حباب

در ادبیات اقتصاد مالی، انحراف پیوسته قیمت دارایی‌ها از ارزش بنیادی با عنوان حباب شناخته می‌شود. در این تعریف می‌توانیم حباب مثبت یا منفی داشته باشیم. ریشه دشواری کشف حباب‌ها در فهم ارزش بنیادی دارایی مالی قرار دارد؛ زیرا این ارزش باید به‌صورت درون‌زا در وضعیت تعادلی اقتصاد مورد ارزیابی قرارگیرد (Brunnermeier, 2001). از آنجاکه قیمت‌ها منعکس‌کننده کمیابی کالاهاست و نقش کلیدی را در نظام اقتصادی سالم ایفا می‌کند، اهمیت قیمت دارایی‌های مالی دوچندان است؛ زیرا متأثر از جریان درآمدهای آینده دارایی است. بنابراین، هر نوع

۱. دانشجوی دکترای اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

پایه ۲۰۱۳ رسید (Scherbina, 2013). درباره سیاست‌های صحیح در مواجهه با پیامدهای ناشی از شرایط حبابی، نظرات متفاوتی وجود دارد. مسئله کلیدی، تشخیص این است که چه میزان از قیمت دارایی با عوامل بنیادی توجیه‌پذیر است. پرواضح است سیاست‌گذار در این زمینه اطلاعات کامل ندارد؛ زیرا قیمت دارایی‌ها برگرفته از حالات آتی طبیعت است و این احتمال وجود دارد که جامعه شوک مثبت به کل اقتصاد را پیش‌بینی کرده است. در این شرایط، مداخله سیاستی این احتمال را با خود به همراه دارد که اقتصاد را از فرصت‌های رشد آینده محروم کند (Bernanke & Gertler, 1999). گروهی از اقتصاددانان اعتقاد دارند مادامی‌که تغییرات قیمت غیربنیادی دارایی‌ها تأثیرات تحریفی بر فعالیت‌های واقعی اقتصادی ایجاد کند، توجیه برای مداخله بانک مرکزی وجود دارد. دوپر^۲ (۲۰۰۵) به این گروه تعلق دارد؛ هرچند خود او نیز معتقد است که فقدان اطلاعات کامل بانک مرکزی درباره منشأ بنیادی یا غیربنیادی حرکت قیمت دارایی از شدت واکنش بهینه بانک مرکزی می‌کاهد. میشکین^۳ (۲۰۰۸) بیان می‌کند همه حباب‌های قیمتی به یک اندازه برای اقتصاد کلان مضر نیستند. حباب قیمت دارایی‌ها که با رشد شدید اعتبار مرتبط است، چالش‌های وخیمی ایجاد می‌کند؛ زیرا ترکیدن آن‌ها منجر به دوره‌هایی از بی‌ثباتی مالی می‌شود. میشکین اعتقاد دارد حتی

می‌شود. فرایندی که در کشورهای مختلف مشاهده شده، عموماً به این صورت است که در پی تغییر ساختاری در اقتصاد یا تغییر غیرواقعیانه انتظارات، قیمت دارایی دچار رشد غیرعادی می‌شود. هم‌زمانی این اتفاق با رشد شدید اعتبارات^۱، تقاضا برای یک یا گروهی از دارایی‌های مالی را بیش‌ازپیش افزایش می‌دهد. به دنبال این افزایش تقاضا، قیمت حتی از قبل هم بالاتر می‌رود. در ادامه، افراد به پشتوانه این دارایی‌های متورم، دوباره تقاضای وام می‌کنند و این چرخه ادامه می‌یابد. زمانی بازی به انتها می‌رسد که افراد در بازپرداخت وام‌ها ناتوان شوند و وثایق نیز به دلیل افت ارزش، کفاف تعهدات را ندهند (Aliber & Kindleberger, 2015)؛ کمبود نقدینگی مشهود می‌شود و بانک‌ها به سمت ورشکستگی پیش می‌روند. در پی سرایت پیامدهای حباب به بخش پولی، بحران تمام‌عیاری در اقتصاد شکل می‌گیرد. حباب‌ها پدیده تازه‌ای در اقتصاد نیستند. شاید قدیم‌ترین مثال تاریخی آن، حباب گل لاله در هلند باشد که از سال ۱۶۳۴ آغاز شد و تا فوریه سال ۱۶۳۷ ادامه داشت. هنگامی که علاقه عمومی نسبت به پیازهای کمیاب گل لاله در میان هلندی‌ها وجود داشت، به دلیل محدودیت عرضه این کالا، فضا برای سوداگری مناسب و توجه دلالتان جلب شد. معاملات شدت گرفت و قیمت به سرعت افزایش یافت؛ به طوری که در اوج حباب قیمت، یک پیاز گل لاله به حدود ۶۰ هزار دلار آمریکا با سال

1. Credit Boom
2. Dupor
3. Mishkin

۱- تجارب کشورها

در این بخش، ابتدا به بررسی حباب قیمتی ایجادشده در تعدادی از کشورهای اسکاندیناوی در دهه ۱۹۸۰ می‌پردازیم. سپس بحران پدیدآمده در دهه گم‌شده ژاپن را بازگو می‌کنیم. در آخر، به بررسی بحران مالی سال ۲۰۰۸ آمریکا اشاره می‌شود.

۱-۱- نروژ، سوئد و فنلاند

بررسی‌های دریس^۱ و بازارباسی‌اوغلو^۲ (۱۹۹۸) نشان می‌دهد دوران رونق اقتصادی در این سه کشور، الگوی مشابه‌ای طی کرده است. در هر سه کشور، آغاز فرایند رونق با افزایش صادرات بود. به دنبال آن، اشتغال، درآمد و مصرف خصوصی به شدت افزایش یافت. هم‌زمانی این اتفاق با آزادسازی مالی و دسترسی وسیع‌تر به اعتبار، امکان تحقق قیمت‌های بالاتر برای دارایی‌های مالی را ایجاد کرد. سفته‌بازی در بازار سهام و املاک گسترش یافت و از مجرای افزایش سطح ثروت موجب گسترش دوباره تقاضا برای اعتبارات شد. این در حالی بود که به دلیل سیاست تثبیت نرخ ارز امکان اعمال سیاست پولی نبود و سیاست‌های مالی نیز سخت‌گیری لازم را نداشت. در اواخر دهه ۱۹۸۰، در فنلاند و سوئد چشم‌اندازهای امیدبخش از شرایط اقتصاد کلان جای خود را به یأس داد و روند صعودی قیمت‌ها شکسته شد. در نتیجه، رکود عمیقی پدیدار شد که خود، کاهش قیمت دارایی‌ها را تسریع کرد. در همین دوران، ارزش پول ملی در

زمانی که حباب از نوعی است که منجر به بی‌ثباتی مالی می‌شود، نباید سعی در تخلیه آن با سیاست پولی داشت. در عوض، سیاست پولی باید با توجه به آثار قیمت دارایی‌ها بر اشتغال و تورم، به حباب واکنش نشان دهد و سیاست‌های لازم برای دستیابی به بیشترین اشتغال پایدار و ثبات قیمت‌ها را تنظیم کند. جلوگیری از تقویت حلقه بازخورد بین حباب قیمت دارایی و تأمین اعتبار یکی از راه‌حل‌هایی است که در این زمینه شایان طرح است. اگر حباب دارایی‌ها به نظام بانکی منتقل نشود، ظرفیت خود را برای بحران‌سازی از دست می‌دهد.

در ادامه، به بررسی تجربه کشورهای منتخب در خصوص اقدامات دولت در شرایط حبابی شدن قیمت دارایی‌ها می‌پردازیم. در آخر پس از مطرح ساختن ملاحظات امنیت اقتصادی، راهکارهایی برای جلوگیری از بحران‌های مشابه در کشور پیشنهاد می‌شود.

ثبات در بازار سهام کشور و اجتناب از شکل‌گیری حباب در شاخص قیمت سهام، عمدتاً در گرو کنترل نرخ تورم و ایجاد ثبات در سطح عمومی قیمت‌هاست.

1. Drees
2. Pazarbasioglu

ضمانت و بانک مرکزی به سرعت وارد عمل شدند و با ایجاد خط اعتباری، منابع را به بخش بانکی سرازیر کردند. دولت مسیرهای متنوعی برای انتقال منابع با سازوکارهای مختلف ایجاد کرد. در نتیجه این مداخله، دولت مالک بخش عمده تعدادی از مهم‌ترین بانک‌های تجاری شد. هدف نهایی این برنامه این بود که نسبت سرمایه^۴ دست‌کم به ۸ درصد برسد و بانک‌ها نیز دوباره در مسیر سودآوری قرار بگیرند. بعد از تحقق این هدف، دولت تلاش کرد سهام خود را دوباره عرضه کند که تا حدودی هم در این کار موفق بود، ولی همچنان به‌عنوان بزرگ‌ترین سهام‌دار نظام بانکی شناخته می‌شد. درحقیقت، راهبرد دولت که با مداخله حداکثری همراه بود، زمان بحران را کوتاه کرد، ولی در میان‌مدت، خروج کامل دولت از نظام بانکی را ناممکن ساخت. یکی از راه‌حل‌ها برای افزایش سودآوری، کاهش هزینه‌های عملیاتی بود؛ به‌طوری‌که حدود یک‌سوم از شعبات و کارمندان بانک‌های نیروژی تعدیل شدند. همچنین، بانک‌ها در سال‌های پیش از بحران، حساب ذخیره‌ای برای زیان وام در نظر گرفته بودند که از این محل هم توانستند بخشی از خسارات را جبران کنند. اقدامات سریع دولت باعث شد که دوره رکود ناشی از بحران در نیروژ نسبتاً کوتاه شود. اقتصاد به سرعت رشد خود را آغاز کرد و این مهم خود موجب تقویت بانک‌ها شد و چرخه بازخور مثبت شکل گرفت. تفاوت

این کشورها کاهش یافت. برای اینکه بخشی از شرکت‌ها وام به ارزهای خارجی گرفته بودند، بازپرداخت وام‌ها بسیار دشوار شد؛ به‌خصوص اگر این شرکت‌ها درآمد ارزی هم نداشتند. وثایق یکی پس از دیگری سوخت می‌شدند و نظام بانکی به سمت بحران در حرکت بود؛ زیرا هم ارزش وثایق دلیل تخلیه حساب رو به کاهش بود و هم حجم بالای اعمال وثایق به عمق مشکل می‌افزود.

بر اساس مطالعات براون^۱ و همکاران (۱۹۹۸) و آلن^۲ و گاله^۳ (۱۹۹۹)، اقتصاد نیروژ در سال ۱۹۸۶، به دنبال ریزش قیمت نفت دچار شوک منفی و انتظارات به سرعت اصلاح شد. نقطه پایان این اصلاحات تخلیه حساب بود. در مرحله بعد، نرخ ورشکستگی و تسهیلات غیرجاری افزایش زیادی یافت. در دو سال مالی بعد از آن، اغلب مؤسسات مالی دچار زیان عملیاتی شده بودند. ذهنیت عمومی بر این بود که جز چند مؤسسه مالی و بانک پس‌انداز، مشکل جدی برای کلیت نظام بانکی ایجاد نشود. تا آخر سال ۱۹۸۹، عمده بانک‌های تجاری سودآور شدند، اما دو مشکل باقی مانده بود. مشکل اول مربوط به برخی از بانک‌های پس‌انداز بود که همچنان آسیب‌پذیر بودند. دولت این مشکل را از طریق ادغام این بانک‌ها برطرف کرد. مشکل دوم مربوط به بزرگ‌ترین بانک تجاری نیروژ بود که در فاصله سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۳ به دلیل عدم بازپرداخت وام‌ها دچار بحران شده بود. صندوق

-
1. Brown
 2. Allen
 3. Gale
 4. Capital Ratio

۱-۲- ژاپن و دهه گم‌شده

بین ژانویه سال ۱۹۸۵ و دسامبر سال ۱۹۸۹، شاخص قیمتی سهام نیکی^۲، ۳ برابر شد. تا اواسط سال ۱۹۹۲، این حباب تخلیه شد؛ به طوری که در این تاریخ شاخص کمتر از ۲۰ درصد افزایش مقدار حقیقی را نسبت به شروع دوره زمانی یادشده نشان می‌داد. هم‌زمان با اوج‌گیری بازار سرمایه، شاخص قیمت زمین در ۶ شهر بزرگ ژاپن، در بازه ۵ ساله، ۳ برابر شد. فرایند تخلیه حباب قیمتی زمین تا سال ۱۹۹۸ نیز ادامه داشت. در این سال، قیمت حقیقی زمین بالاتر از ۲۰ درصد نسبت به سال ۱۹۸۵ نبود (Barsky, 2011). پیامدهای این حباب به شکل رکود در دهه ۱۹۹۰ دامن‌گیر اقتصاد ژاپن شد؛ رکودی که بعد از جنگ جهانی دوم، نمونه مشابهی در بین کشورهای صنعتی چه از نظر عمق و چه به لحاظ طول نداشت. این دوران بعدها به دهه گم‌شده^۳ معروف شد. ریشه بحران دست‌کم به داغ شدن اقتصاد ژاپن در دهه ۱۹۸۰ برمی‌گردد. رشد زیاد اقتصاد در این دوران با رشد توسعه حباب دارایی‌های مالی همراه بود. رشد اقتصادی از سال ۱۹۹۱ به‌طور شایان توجهی کند شد؛ زیرا سیاست پولی سخت‌گیرانه باعث سقوط قیمت سهام و زمین شد. تداوم افزایش ارزش این تا اوایل سال ۱۹۹۵، عامل دیگری بود که باعث کاهش فعالیت‌ها شد و به دوره رکودی کمک کرد که در

اساسی در رویکرد سوئد و فنلاند این بود که در این دو کشور، عمده دارایی‌های غیرجاری به شرکت‌های مدیریت سرمایه منتقل شد. این عمل چند مزیت جدی داشت. نخست اینکه، انتظار می‌رود بعد از خروج دارایی‌های مشکل‌دار از ترازنامه بانک‌ها، آن‌ها بتوانند بدون مداخله دولت و به‌سرعت به عملکرد مطلوب خود بازگردند. همچنین، انگیزه‌های پذیرش ریسک^۱ بانک‌ها اصلاح شود. فارغ از این استدلال‌ها، با تجمع این دارایی‌ها در شرکت‌های مدیریت سرمایه، صرفه‌های مقیاسی حداقل در بازاریابی ایجاد می‌شد و احتمالاً شانس ارزش‌آفرینی بیشتر بود. اگرچه ارزیابی تطبیقی دقیق از کیفیت سیاست‌ها دشوار است، به نظر می‌رسد رویکرد سوئد موفق‌ترین بوده است؛ زیرا در فنلاند، سیستم بانکی تنها در سال ۱۹۹۶ به سودآوری رسید و در نروژ، دولت همچنان سهام‌دار اصلی سیستم بانکی است. تصمیم برای اتخاذ استراتژی جامع، سوئد را قادر ساخت تا از بحران شدید عبور کند، رتبه اعتباری کشور را حفظ کند و هزینه‌های برنامه بازسازی را به کمترین برساند.

در ادبیات اقتصاد مالی، انحراف پیوسته قیمت دارایی‌ها از ارزش بنیادی با عنوان حباب شناخته می‌شود.

1. Risk Taking Incentives
2. Nikkei 225 Stock Price Index
3. Lost Decade

بیشتر اوایل دهه ۱۹۹۰ ادامه داشت و اقتصاد را به اندازه زیادی پایین تر از سطح تخمینی تولید بالقوه خود قرار داد. با ترکیبی از محرک های مالی، تسهیل پولی و ابتکارات مقررات زدایی، فعالیت ها در اواخر سال ۱۹۹۵ شروع به بهبود کرد و در سال ۱۹۹۶، اقتصاد ژاپن ۵ درصد رشد کرد. در اواخر سال ۱۹۹۷، تولید دوباره کاهش یافت و حتی با اعمال سیاست های محرک اقتصاد کلان، تا سال ۱۹۹۸ رکود ادامه داشت. تا اوایل سال ۱۹۹۹، نرخ های بهره کوتاه مدت تقریباً به صفر رسید و دوزهای مکرر محرک های مالی، کسری مالی عمومی دولت (به استثنای تأمین اجتماعی) را به حدود ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی رساند. با وجود اقدام مصمم دولت برای کاهش خطرات ناشی از اختلالات مالی بیشتر و رفع محدودیت های اعتباری، ضعف سرمایه گذاری تجاری همچنان مشهود بود. بهبود چشم انداز اقتصاد با افزایش مخارج سرمایه گذاری عمومی در اوایل سال و بهبود اعتماد مصرف کننده ناشی از اقدام قهرآمیز دولت برای مقابله با بانک های ضعیف و تزریق سرمایه عمومی به سیستم بانکی و کاهش ترس از بحران مالی آغاز شد. در این میان، مشکلات ساختاری مثل ایرادات حاکمیت شرکتی^۱ باعث شد که فرایند ترمیم اقتصاد بعد از رکود با آهستگی طی شود که نیاز به اصلاحات بیشتری را نشان می داد (Bayoumi & Collyns, 2000). گروهی از پژوهشگران اعتقاد دارند تجربه ژاپن از نیاز به اقدامات پیشگیرانه سیاست پولی برای تخلیه حساب پشتیبانی نمی کند. پوسن^۲ (۲۰۰۳) مطرح می کند که هدف گذاری قیمت دارایی ها به خودی خود نباید برای بانک های مرکزی موضوعیت داشته باشد، بلکه ضروری است به این مهم فکر کرد که چگونه می توان اقتصاد را به فرصت های رشد بالقوه رساند. وی همچنین، نقش سیاست پولی در تشکیل حساب را زیر سؤال می برد و در چهارچوب مطالعات خود نشان می دهد که وقوع این پدیده، فارغ از اینکه چه سیاست پولی انجام می شد، تصورپذیر بود. همچنین، نقش تخلیه حساب را در ایجاد رکود متأخر از آن نفی می کند؛ زیرا شواهد اندکی در سطح جهانی مبنی بر امکان ایجاد رکود طولانی مدت بعد از یک دوره رونق بازار دارایی وجود دارد. او همچنین، با قیاس حساب مشابه ایجاد شده در آمریکا و ژاپن و واکنش بسیار متفاوت این دو اقتصاد، بیان می کند که حساب شرط کافی برای ایجاد اختلال در بخش حقیقی اقتصاد نیست. اوکینا^۳ و همکاران (۲۰۰۱) با علم به اینکه حساب ها کاملاً قابل پیشگیری نیستند و با بررسی موشکافانه بحران ژاپن، پیشنهاد می دهد باید سازوکار خودکنترلی در بطن اقتصاد ایجاد کنیم. در ادامه، شالوده اصلی یافته های اوکینا به ترتیب اهمیت آمده است. مهم ترین آموزه در این

بیشتر اوایل دهه ۱۹۹۰ ادامه داشت و اقتصاد را به اندازه زیادی پایین تر از سطح تخمینی تولید بالقوه خود قرار داد. با ترکیبی از محرک های مالی، تسهیل پولی و ابتکارات مقررات زدایی، فعالیت ها در اواخر سال ۱۹۹۵ شروع به بهبود کرد و در سال ۱۹۹۶، اقتصاد ژاپن ۵ درصد رشد کرد. در اواخر سال ۱۹۹۷، تولید دوباره کاهش یافت و حتی با اعمال سیاست های محرک اقتصاد کلان، تا سال ۱۹۹۸ رکود ادامه داشت. تا اوایل سال ۱۹۹۹، نرخ های بهره کوتاه مدت تقریباً به صفر رسید و دوزهای مکرر محرک های مالی، کسری مالی عمومی دولت (به استثنای تأمین اجتماعی) را به حدود ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی رساند. با وجود اقدام مصمم دولت برای کاهش خطرات ناشی از اختلالات مالی بیشتر و رفع محدودیت های اعتباری، ضعف سرمایه گذاری تجاری همچنان مشهود بود. بهبود چشم انداز اقتصاد با افزایش مخارج سرمایه گذاری عمومی در اوایل سال و بهبود اعتماد مصرف کننده ناشی از اقدام قهرآمیز دولت برای مقابله با بانک های ضعیف و تزریق سرمایه عمومی به سیستم بانکی و کاهش ترس از بحران مالی آغاز شد. در این میان، مشکلات ساختاری مثل ایرادات حاکمیت شرکتی^۱ باعث شد که فرایند ترمیم اقتصاد بعد از رکود با آهستگی طی شود که نیاز به اصلاحات بیشتری را نشان می داد (Bayoumi & Collyns, 2000).

1. Corporate Governance
2. Posen
3. Okina

کذب این سخنان معلوم شود، سیاست‌گذار یکی از مهم‌ترین ابزارهای خود برای ایجاد هماهنگی اقتصادی را از دست می‌دهد و دشوار بتواند آب رفته را به جوی بازگرداند. آخرین آموزه از دوران حباب ژاپن، طراحی چهارچوب نهادی مناسب است. میزان نفوذ سیاست اقتصادی بستگی به چهارچوب نهادی مانند نظارت بر مؤسسات مالی، مالیات، چهارچوب تنظیم‌گری، نظام حسابداری و زیرساخت‌های قانونی دارد. تا قواعد بازی به درستی تعیین نشوند، سیاست‌های کلان تأثیر کامل خود بر اقتصاد را نشان نمی‌دهند.

۳-۱- حباب بازار مسکن و بحران مالی آمریکا

آشفته‌گی بازار مالی در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ به شدیدترین بحران مالی از زمان رکود بزرگ منجر شده است. پیش از بحران، اقتصاد ایالات متحده محیطی با نرخ بهره پایین را تجربه می‌کرد. این شرایط دو دلیل عمده داشت. نخست، سرمایه زیادی به‌ویژه از کشورهای آسیایی وارد ایالات متحده شده بود. این ورود سرمایه از طریق خرید اوراق بهادار با این هدف صورت می‌گرفت که هم نرخ ارز را در سطحی مناسب صادرات تثبیت کنند و هم از ارزش پول ملی خود در برابر دلار آمریکا محافظت کنند. دلیل دوم هم این بود که بانک مرکزی آمریکا سیاست نرخ بهره ضعیفی را اتخاذ کرده بود. این اتمسفر اقتصاد کلان با تحول مهمی در نظام بانکی هم‌زمان شد؛ بانک‌ها از مدل بانکداری سنتی به مدل

زمینه، اهمیت اجرای سیاست‌های پولی به‌گونه‌ای آینده‌نگر است که امکان درک ریسک بالقوه برای اقتصاد در اسرع وقت وجود داشته باشد. مهم است که با حباب احتمالی به شکلی پیشگیرانه با در نظر گرفتن خطر تورم آینده برخورد کنیم نه اینکه تنها پس از تحقق مشهود تورم یا وجود حباب، واکنشی دیرهنگام انجام دهیم. کمترین فایده این کار، کاهش نوسانات اقتصادی است؛ البته باید توجه داشت در اعمال سیاست‌های انقباضی باید بسیار محتاط بود. دومین آموزه، شناخت ویژگی‌های عواملی است که تمامیت نظام اقتصادی را در میان‌مدت و بلندمدت مورد مخاطره قرار می‌دهد و بر ثبات قیمت‌ها و نظام مالی اثر منفی دارد. بر اساس تجربه ژاپن، رصد شکاف تولید^۱، عرضه پول و اعتبار، قیمت دارایی‌ها، رفتار مؤسسات مالی و برهم‌کنش عوامل ریسک می‌تواند مفید باشد. سومین آموزه، اهمیت کار بر بیانیه سیاستی^۲ بانک مرکزی است. این بسیار مهم است که بانک مرکزی سیاست‌های خود را برای عوامل اقتصادی شرح دهد و در صورت تغییر مهم در محیط، نقطه‌نظرات خود را بیان کند و بیانیه خود را مورد بازنگری قرار دهد؛ البته این را باید در نظر داشت که بازیگران اقتصادی نه به حرف‌ها و گفته‌ها، بلکه به عملکرد مقامات نگاه می‌کنند. اگر بیانیه، پیام‌های غیرواقع‌بینانه‌ای به اقتصاد مخابره کند و بعدها

۱. در دوران حباب، گرم شدن بیش از حد اقتصاد از طریق داده‌های بازار کار و بهره‌برداری از ظرفیت قابل مشاهده است. از آنجاکه در کوتاه‌مدت امکان گسترش تشکیلات تولیدی وجود ندارد، کم شدن این فاصله نشان‌دهنده افزایش دستمزد و قیمت‌ها در آینده نزدیک است.

2. Policy Agenda

معینی از سرمایه تجاوز نکند. بنابراین، اقتصاد ایالات متحده با خطر انقباض شدید در اعتبارات مواجه شد. کمترین پیامد این وضعیت، رکودی عمیق بود. در چنین شرایطی، برای جلوگیری از عمیق‌تر شدن بحران، بانک‌های مرکزی وظیفه را دارند تا از وجود نقدینگی کافی در مؤسسات مالی برای پرداخت به موقع مبادلات اطمینان حاصل کنند (Cecchetti, 2009, pp. 51-75). واکنش‌های سیاستی به این بحران در چهار گروه ارائه نقدینگی کوتاه‌مدت به مؤسسات مالی، ارائه نقدینگی مستقیم به وام‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران، گسترش عملیات بازار باز و ابتکارات طراحی شده برای اصلاح رفتار ریسک‌پذیری عوامل اقتصادی تقسیم‌پذیر است. در هر گروه، برنامه‌های متعددی در بازه‌های زمانی مختلف اجرا شد. در ارزیابی سیاست‌های اجرا شده، بسیاری بر این باورند که حمایت نقدینگی بانک مرکزی در آرام‌سازی بازارها در مراحل اولیه بحران مؤثر بوده است. با این حال، هیچ اتفاق‌نظری درباره اینکه آیا این اقدامات برای بلندمدت درست بوده یا اینکه حتی مشکل به درستی تشخیص داده شده است، وجود ندارد (Thakor, 2015, pp. 155-205).

۲- ملاحظات امنیت اقتصادی

حباب در قیمت دارایی‌های مالی، ذاتی است، اما بزرگ شدن آن در نتیجه اشتباهات سیاستی رخ می‌دهد. دو رویکرد کلی در مواجهه با حباب وجود دارد. نخست، جلوگیری از گسترش بیشتر آن و

«ایجاد و توزیع»^۱ تحول یافتند. در ساختار سنتی، بانک ایجادکننده وام تا زمان اتمام مراحل بازپرداخت، این مطالبه را نزد خود نگه می‌داشت، اما در مدل جدید، وام‌های مختلف ادغام می‌شدند و در نهایت، به شکل اوراق بهادار درمی‌آمدند و به فروش می‌رسیدند. این اوراق بهادار جدید باعث تسهیل ورود سرمایه و سیل اعتبار ارزان به بازار مسکن روانه شد. از آنجاکه بانک‌ها این توانایی را پیدا کرده بودند که بخش عمده ریسک را به طرف دیگری منتقل کنند، انگیزه کمی برای نظارت بر فرایند وام‌دهی داشتند. در نتیجه، کیفیت اعتبار کاهش یافت. در فضای حبابی بازار مسکن، انواعی از وام‌ها با این فرض اعطا شد که بررسی پیشینه وام‌گیرنده غیرضروری است؛ زیرا قیمت خانه تنها می‌تواند افزایش یابد. بنابراین، وام‌گیرنده همیشه می‌تواند با استفاده از افزایش ارزش خانه، وام را بازپرداخت کند، اما در نهایت، حباب تخلیه شد. اضمحلال حباب مسکن، بانک‌ها را مجبور کرد تا چند صد میلیارد دلار معوقات وام مسکن را در صورت‌های مالی خود کاهش ارزش بدهند. در همان زمان، ارزش بازاری سهام بانک‌های بزرگ بیش از ۲ برابر کاهش یافت. این اتفاقات محرک بحران نقدینگی تمام‌عیاری بود (برونر مایر، ۲۰۰۹). بانک‌ها در معرض زیان بزرگی قرار گرفتند. توان وام‌دهی بانک‌ها در ارتباط نزدیک با سرمایه آنهاست. نهاد تنظیم‌گر نظام بانکی عموماً به این صورت تعیین می‌کند که مبلغ کل وام‌ها از مضرب

دارد. برای همین، ضرورت دارد بانک‌ها برای ارزش‌گذاری دارایی، مدل مستقل خود را توسعه دهند؛ مدلی که بتواند پورتفوی وثایق بانک را در برابر ریسک‌های یادشده ایمن نگه دارد.

ایزدی و همکاران (۱۴۰۰)، با مدل تعادل عمومی پویای تصادفی، موضوع حباب در شاخص قیمت بازار سهام در ایران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آن‌ها این پیشنهاد را به دنبال دارد که ثبات در بازار سهام کشور و اجتناب از شکل‌گیری حباب در شاخص قیمت سهام، عمدتاً در گرو کنترل نرخ تورم و ایجاد ثبات در سطح عمومی قیمت‌هاست.

حباب در قیمت دارایی‌های مالی، ذاتی است، اما بزرگ شدن آن در نتیجه اشتباهات سیاستی رخ می‌دهد.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد راهکارها

در این تحقیق، ادبیات نظری درباره چرایی تشکیل حباب قیمتی در دارایی‌های مالی و سیاست‌های ممکن در مواجهه با آن مورد بررسی قرار گرفته است. در ادامه، به سیاست‌های تجربه‌شده در کشورهای مختلف پرداخته شده است. از بحران کشورهای اسکاندیناوی آموختیم که برنامه آشفته آزادسازی مالی منجر به تشکیل حباب قیمتی در دارایی‌های مالی می‌شود. همچنین، زمانی که

دوم، پیشگیری از سرایت بحران به بخش‌های دیگر اقتصاد. در رویکرد نخست، ابزارهای سیاستی محدودی وجود دارند؛ زیرا اولاً، تشخیص حباب برای سیاست‌گذار دشوار است و این احتمال وجود دارد که با تشخیص اشتباه و اعمال سیاست انقباضی، فرصت رشد بالقوه از اقتصاد گرفته شود. ثانیاً، حباب‌ها عموماً در یک بخش تشکیل می‌شوند، ولی سیاست‌های اقتصاد کلان تمام اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به نظر می‌رسد که همچنان امکان مداخله وجود دارد. کمترین نقش دولت در این چهارچوب، فراهم کردن اطلاعات صحیح و به‌موقع برای عموم مردم است. دولت می‌تواند با انتشار پیش‌بینی‌های خود از روند متغیرها، جلوی ایجاد انتظارات غیرواقع‌بینانه را بگیرد. در رویکرد دوم، فهم این نکته ضروری است که حباب‌هایی توانسته‌اند به بحران تمام‌عیار اقتصادی تبدیل شوند که چرخه‌ای میان رشد قیمت دارایی و رشد اعتبار ایجاد کرده باشند؛ زیرا رشد اعتبار به رشد بیشتر قیمت دارایی کمک می‌کند. از این دارایی‌ها به‌عنوان وثیقه وام‌های جدید استفاده می‌شود. این روند تا اضمحلال حباب ادامه می‌یابد. بعد از تخلیه حباب، وثایق دچار افت ارزش می‌شوند و کفاف بازپرداخت دیون را نمی‌دهند. بانک‌ها و مؤسسات مالی دچار زیان گسترده می‌شوند. از این مجرا بحران به تمام اقتصاد گسترش می‌یابد. بنابراین، اگر نظام اعتباری بتواند با رویکردی پیشگیرانه از ورود به این چرخه جلوگیری کند، شانس جلوگیری از بحران وجود

- بیانیه سیاستی: تنظیم بیانیه سیاستی واقع‌بینانه، صادقانه و عامه‌فهم توسط دولت که درک مقامات اقتصادی از روندهای آینده را برای مردم روشن کند، نقش کلیدی در ایجاد هماهنگی بین عوامل اقتصادی دارد. باید در نظر داشت که فرایند اثرگذاری بر انتظارات مردم، بازی تکرارشونده‌ای است. بنابراین، دولت زمانی می‌تواند از این ابزار استفاده مطلوب ببرد که سابقه روشنی در اذهان داشته باشد. این سابقه نوعی سرمایه اجتماعی است و مثل هر سرمایه دیگری، نیاز به صرف وقت و برنامه برای تشکیل دارد.

- پیشگیری از سرایت حباب به نظام بانکی: نظام بانکی باید برنامه‌ای پیشگیرانه برای جلوگیری از سرایت حباب به چرخه تأمین اعتبار داشته باشد. ضرورت دارد بانک‌ها مدل مستقل خود را برای ارزشیابی دارایی‌ها داشته باشند. همچنین، باید به سبد وثایق نیز توجه شود؛ بدین معنی که نه تنها ارزش و نقدشوندگی هر وثیقه باید به‌تنهایی در نظر گرفته شود، بلکه بر مشخصه‌های ریسک مجموع وثایق نیز به‌عنوان کل تأکید شود.

- طراحی صحیح ابزارهای مالی: بحران مالی سال ۲۰۰۸ آمریکا به ما آموخت در اقتصاد خرد باید در طراحی ابزارهای مالی دقت و آفری شود. باید مشخص شود طرف پذیرنده ریسک چه کسی است و آیا هزینه این ریسک را به گردن گرفته است؟ اگر نهادهای مالی با هزینه دیگران ریسک می‌کنند، بدیهی است که مهارت بر رفتارشان نیست.

چرخه‌ای بین خلق اعتبار و رشد حباب شکل بگیرد، این امکان وجود دارد که بعد از ورود حباب به روند رو به اضمحلال، نظام بانکی دچار ورشکستگی شود و از این مجرا بخش حقیقی اقتصاد تحت تأثیر قرار بگیرد. نحوه مواجهه این کشورها با بحران به ما نشان داد سرعت عمل دولت و طراحی برنامه‌ای تخصصی در کنار اجماع سیاسی مسیر حل مشکل را کوتاه می‌کند. تجربه ژاپن به ما نشان داد شرط تأثیرگذاری سیاست اقتصادی، توانایی تأثیرگذاری بر انتظارات آینده‌نگر افراد است. همچنین، این نهادها هستند که دامنه تأثیرگذاری سیاست را مشخص می‌کنند. برای مثال، ایرادات حاکمیت شرکتی در ژاپن، خروج ژاپن از رکود را با دشواری مواجه کرده بود. درس بحران مالی سال ۲۰۰۸ آمریکا برای ما در اهمیت تنظیم‌گری رفتار نهادهای مالی نهفته است. در پایان، پیشنهادات تحقیق برای اقتصاد ایران به‌صورت زیر ارائه شده است.

- امکان فروش استقراضی^۱: دوطرفه شدن بازارهای مالی در مهار انتظارات غیرعقلایی راهگشاست. با بزرگ شدن تدریجی حباب، به تعداد افرادی که انحراف قیمت از ارزش‌های بنیادی را تشخیص می‌دهند، افزوده می‌شود، اما در شرایط کنونی این افراد صدایی در بازار نخواهند داشت و از این رو تأثیری هم نخواهند داشت. بازار زمانی عملکرد مطلوب دارد که تمام نظرات را دربرگیرد.

- Barsky, R. (2011). The Japanese asset price bubble: A heterogeneous approach. Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation, 17 .
- Bayoumi, M. T., & Collyns, M. C. (2000). Post-bubble blues: how Japan responded to asset price collapse. International Monetary Fund .
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. New Challenges for Monetary Policy, proceedings of the 1999 Jackson Hole Conference, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Brown, S., Koliadina, N., Samiei, H., & Thomas, A. (1998). Norway Country Report. Washington, DC: International Monetary Fund .
- Brunnermeier, M. K. (2001). Asset pricing under asymmetric information: Bubbles, crashes, technical analysis, and herding. Oxford University Press on Demand .
- Cecchetti, S. G. (2009). Crisis and responses: the Federal Reserve in the early stages of the financial crisis.
- تسریع خروج دارایی‌های سمی از ترازنامه بانک‌ها: در زمان انباشت دارایی‌های غیرجاری در ترازنامه بانک‌ها، رویکرد سوئد آموزنده است. از این رو که با انتقال دفعی این دارایی‌ها به شرکت‌های مدیریت سرمایه، بانک‌ها با سرعت بیشتری به وضعیت مطلوب خود بازمی‌گردند.
- هدف‌گذاری صحیح سیاست پولی: از سیاست پولی برای هدف‌گذاری قیمت دارایی‌ها پرهیز شود. بانک مرکزی باید همواره دو هدف اشتغال حداکثری و تورم حداقلی را در سایه ایجاد فضای اقتصاد کلان با ثبات دنبال کند. مطالعات نشان می‌دهد کنترل تورم به‌عنوان پیش‌درآمدی برای کنترل حباب قیمت دارایی‌های مالی شمرده می‌شود.

منابع

- مریم ایزدی، عباس شاکری حسین‌آباد، مهنوش عبدالله میلانی و تیمور محمدی (۱۴۰۰). «نقش انتظارات در شکل‌گیری حباب قیمتی در بازار سهام ایران»، بررسی مسائل اقتصاد ایران. سال ۸، شماره ۱ (پیاپی ۱۵)، صص ۲۸-۱.
- Aliber, R. Z., & Kindleberger, C. P. (2015). Manias, panics, and crashes: A history of financial crises. Springer .
- Allen, F., & Gale, D. (1999). Bubbles, crises, and policy. Oxford review of economic policy, 15(3), 9-18 .

- Thakor, A. V. (2015). The financial crisis of 2007–2009: Why did it happen and what did we learn? *The Review of Corporate Finance Studies*, 4(2), 155-205.
- Journal of Economic Perspectives, 23(1), 51-75 .
- Drees, M. B., & Pazarbasioglu, C. (1998). The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization: Pitfalls in Financial Liberalization. *International monetary fund* .
- Dupor, B. (2005). Stabilizing non-fundamental asset price movements under discretion and limited information. *Journal of Monetary Economics*, 52(4), 727-747 .
- Mishkin, F. S. (2008). How should we respond to asset price bubbles. *Financial Stability Review*, 12(1), 65-74 .
- Okina, K., Shirakawa, M., & Shiratsuka, S. (2001). The asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons. *Monetary and Economic Studies (special edition)*, 19(2), 395-450 .
- Posen, A. S. (2003). It takes more than a bubble to become Japan. Available at SSRN 472962 .
- Scherbina, M. A. (2013). Asset price bubbles: A selective survey. *International Monetary Fund* .

