

در این سرفصل همچنین می خوانید:

۲۵ تهدیدات نفتی و ارزی

۲۶ نوار قلب ریال

۲۷ اقتصاد سیاسی ایران در بحران

۲۸ در آستانه بی تعادلی

۲۹ دفاع؟ حمله!



درآمدی بر بحران مالی اخیر جهان

ویروس جهانی

مدیریت نادرست منابع بانکی و عدم نظارت صحیح بر تسهیلات در آمریکا، جهان را در معرض ویروسی فراگیر به نام بحران قرار داده است.

در بازارهای توسعه یافته و کارآمد مالی، اعتبارات نقش بالایی را در سرمایه‌گذاری و خرید کالاهای بادوام ایفا می‌نمایند. به عنوان مثال، در ایالات متحد آمریکا، گاهی اوقات ارزش وام برای خرید مسکن تا ۹۵ درصد قیمت آن می‌رسد. لذا، برای خرید یک خانه ۴۰۰ هزار دلاری، داشتن تنها ۲۰ هزار دلار سرمایه کافی است؛ بقیه را می‌توان با وام بانکی یا اخذ اعتبار از دیگر مؤسسات مالی تأمین نمود. البته، سهم بالای اعتبارات در خرید مسکن، دارای یک پشتوانه منطقی برای مؤسسات اعتباری است یعنی چنانچه وام‌گیرنده نتواند وام خود را بازپرداخت نماید، بانک، ملک مزبور را تصاحب نموده و با فروش آن طلب خود را پس خواهد گرفت.

ناگفته نماند که تقاضا برای وام، تابعی از نرخ بهره یا هزینه اجاره پول می‌باشد. با افزایش نرخ بهره (هزینه بالاتر برای وام) از تقاضا برای اعتبارات کاسته شده و با کاهش نرخ بهره (هزینه پایین‌تر برای وام) بر تقاضای آن افزوده خواهد شد. در عین حال، در سیستم مالی پیشرفته آمریکا، نرخ بهره می‌تواند در وام‌های گوناگون، بسته به اعتبار افراد یا مؤسسات وام‌گیرنده متفاوت باشد. چنانچه وام‌گیرنده برخوردار از درآمد یا پشتوانه مالی کافی جهت تضمین بازپرداخت وام خود نباشد، در ازای پرداخت وام، بهره بالاتری از وی ستانده خواهد شد. در ادبیات اقتصاد مالی، به چنین اختلافی در هزینه اعتبارات، پاداش ریسک (Risk Premium)

گفته می‌شود. در عمل، پاداش ریسک (هزینه پرداختی جهت ریسک پروژه) از گسترش پروژه‌های پرریسک در سطح اقتصاد جلوگیری می‌نماید.

بحران مسکن در ایالات متحد، ارتباط تنگاتنگی با مفاهیم بالا یعنی اعتبار، بهره و ریسک دارد. از ابتدای قرن بیست و یکم - جهت جلوگیری از رکود اقتصادی و بهبود تراز پرداخت‌های ایالات متحد با خارج - مقامات پولی آن کشور سیاست پولی انبساطی گسترده‌ای را در پیش گرفتند. این سیاست منجر به کاهش شدید نرخ بهره در آمریکا از حدود ۶ درصد به کمتر از یک درصد در اواخر سال ۲۰۰۳ میلادی شد. البته، سیاست مزبور نه تنها منجر به کاهش شدید نرخ بهره گردید، بلکه ارزش دلار را در برابر ارزهای خارجی به شدت کاهش داد که به نوبه خود افزایش صادرات ایالات متحد و بهبود تراز پرداخت‌های این کشور را تشویق کرد. علاوه بر آن، سیاست‌های انبساطی فدرال رزرو به بانک‌ها اجازه می‌داد که ذخیره احتیاطی کمتری را جهت (بازپرداخت) سپرده‌های مشتریان نزد خود نگه دارند. این نکته به کاهش نسبت دارایی‌ها به بدهی‌ها نزد بانک‌های آمریکایی انجامید و احتمال ورشکستگی بانک‌ها در صورت به وجود آمدن یک بحران بانکی را افزایش داد.

سیاست‌های انبساطی فدرال رزرو و کاهش شدید نرخ بهره (هزینه وام) از یک سو و افزایش مداوم قیمت

مسکن از سوی دیگر، افراد زیادی را تشویق به خرید مسکن می‌نمود. اینک، حتی افرادی با درآمدهای پایین (و لذا ریسک بالا در بازپرداخت وام) امکان خرید مسکن رویایی خود را پیدا کرده بودند. در ضمن، بانک‌ها هزینه زیادی را بابت ریسک ناشی از اعتبار پایین وام‌گیرندگان خود درخواست نمی‌کردند، چراکه در مقابل دریافت وام، خانه مزبور در گروهی بانک قرار می‌گرفت. با توجه به افزایش مداوم قیمت در بازار مسکن، بانک‌ها خطری را از ناحیه عدم بازپرداخت اقساط وام خود احساس نمی‌کردند. زیرا در هر صورت، مشتری می‌توانست با فروش خانه خود به قیمت بالاتری (از قیمت خرید و بنابراین مبلغ کل وام) ضمن بازپرداخت بدهی خود به بانک، سودی ناشی از تفاوت قیمت خرید و فروش مسکن به دست آورد. در هر صورت، هم بانک و هم مشتری برنده قلمداد می‌شدند. بنابراین، هیچ نگرانی برای وام‌دادن و یا وام گرفتن جهت سرمایه‌گذاری در بازار مسکن وجود نداشت. ناگفته نماند که وام‌گیرندگان در بازار مزبور صرفاً متقاضیان مسکن نبودند. از آنجایی که سودهای سرشاری در این بازار شکل گرفته بود، دلالت و مسکن‌سازان نیز به جمع وام‌گیران پیوسته بودند. ایشان با گرو گذاردن خانه خود یا دیگران، از بانک‌ها وام دریافت کرده و آن را صرف ساخت و فروش مسکن می‌نمودند. بنابراین، حتی بسیاری از خرید و فروش‌هایی که به صورت نقدی صورت می‌پذیرفت، به طور غیرمستقیم عامل وام را در خود گنجانده بود. علاوه بر آن، جهت عقب‌نماندن از این سودهای سرشار بانک‌ها و مؤسسات مالی کوچکتر، وام‌های کلانی را از مؤسسات مالی بزرگتر یا دیگر بانک‌ها قرض کرده بودند. به عبارت ساده‌تر، کم و بیش کل سیستم مالی و بانکی ایالات متحد درگیر سرمایه‌گذاری در بازار مسکن شده بود.

اما فاجعه از آنجا آغاز شد که از اواخر سال ۲۰۰۶ ◀

میلاادی بازار مسکن آب و رنگ متفاوتی به خود گرفت. عرضه بیش از حد مسکن، زمزمه‌هایی را در بازار مبنی بر کاهش قیمت آن در آینده به راه انداخته بود. خریداران بالقوه که تا دیروز برای خرید مسکن از یکدیگر سبقت می‌گرفتند، اینک در انتظار کاهش قیمت، از خرید سر باز می‌زدند. همچنین، عده‌ای از ترس کاهش قیمت مسکن، خانه‌های خود را به فروش گذاشته بودند که این به معنای افزودن بر عرضه فراوان مسکن بود. با شدت یافتن این روند در سال ۲۰۰۷ میلادی، ناگهان حباب بازار مسکن ترکید و قیمت مسکن در سرازیری سقوط قرار گرفت. قیمت بیش از حد تعیین شده مسکن در سال‌های گذشته، انتظار کاهش مداوم قیمت را منطقی می‌نمود. لذا، صاحبان خانه سعی در فروش هر چه زودتر مسکن خود داشتند و خریداران در انتظار فرصت‌های بهتر برای خرید نشسته بودند. علیرغم عرضه فراوان مسکن، معامله‌ای صورت نمی‌پذیرفت و قیمت مسکن همچنان پایین می‌آمد. تا جایی که قیمت یک خانه از مثلاً ۴۰۰ هزار دلار به زیر ۲۰۰ هزار دلار سقوط کرد. معلوم است که در چنین شرایطی، فرد وام‌گیرنده دیگر توان باز پرداخت وام خود را که به ۳۸۰ هزار دلار می‌رسید نداشت و بنابراین ترجیح می‌داد از خیر ۲۰ هزار دلار سرمایه‌گذاری خود بگذرد و خانه را به بانک یا همان مؤسسه وام‌دهنده واگذار نماید. اینک، پرسش این است که چگونه بحران در بازار مسکن تبدیل به یک بحران بانکی گردید؟

هنگامی که اخبار مربوط به ضرر و زیان بانک‌ها در اعطای وام به بازار مسکن فاش گردید، سپرده‌گذاران از ترس آن که مبادا بانک آنها نیز درگیر این ماجرا شده باشد و به دلیل ورشکستگی نتواند سپرده‌های آنها را بازگرداند، به بانک‌ها مراجعه کرده تا سپرده‌های خود را برداشت نمایند. همان طور که در بالا اشاره شد، حتی در شرایط عادی دارایی‌های جاری بانک کمتر از کل سپرده‌های مردم (بدهی‌های بانک) نزد وی می‌باشد. به عبارت دیگر، شاخص بدهی به دارایی جاری آن که نوعی اهرم مالی (Leverage) نامیده می‌شود، بزرگتر از یک است. بدیهی است که کاهش ذخایر بانک‌ها (به دلیل سیاست پولی انبساطی فدرال رزرو) و حضور آنها در بازار مسکن باعث افزایش بیش از حد این شاخص اهرم مالی آنها شده بود. به همین دلیل بانک‌ها توان بازپرداخت سپرده‌های مشتریان خود را نداشتند و لذا، ورشکستگی زنجیره‌ای بانک‌ها آغاز گردید. با توجه به ارتباطات بین بانکی، بحران مزبور به سرعت به کل سیستم بانکی کشور سرایت نمود. بسیاری از بانک‌ها توان بازپرداخت وام‌های خود را به بانک‌های دیگر نداشتند. در ضمن، هیچ بانکی حاضر به قرض دادن به بانک‌های مشکل‌دار نبود، چرا که از بازپرداخت نشدن وام خود هراس داشت. اما، چگونه بحران به بازار سهام سرایت نمود؟

شرایط جدید در بازار مالی به معنای افزایش تقاضا برای پول و لذا افزایش نرخ بهره بود. از سوی دیگر، رکود بازار مسکن (به علاوه افزایش نرخ بهره) نویدگر رکود محتمل اقتصادی بود که به زودی ایالات

متحد را در هم می‌نوردید. این شرایط به نوبه خود به معنای کاهش سود نسبی سهام در کوتاه‌مدت (در مقابل نرخ بهره) و بازدهی مورد انتظار سهام در درازمدت (به دلیل رکود اقتصادی) بود. لذا، اتفاق مشابهی نیز در بازار سهام روی داد. سهام‌داران از ترس کاهش قیمت سهام خود، به بازار سهام هجوم آورده تا آنها را به فروش برسانند. عرضه فراوان سهام و



بی‌اعتمادی سهام‌داران به شرایط اقتصادی در آینده (مشابه بازار مسکن) قیمت کاهنده‌ای را برای شاخص‌های سهام در بازارهای بورس رقم زد. بدین ترتیب، ظرف مدت کوتاهی بحران بازار مسکن در ایالات متحد، بازارهای مالی و سرمایه‌ای این کشور را نیز در هم نوردید.

علل شیوع بحران

با وجود این، پرسش دیگری که پیش می‌آید این است که چگونه بحران در یک کشور (ایالات متحد آمریکا) تبدیل به بحرانی جهانی گردید؟ فراموش نکنیم که با ۱۴ هزار میلیارد دلار درآمد، سهم ایالات متحد آمریکا از تولید ناخالص داخلی جهان در سال ۲۰۰۷ حدود ۲۲ درصد بوده است. به عبارت دیگر، بیش از یک پنجم درآمد جهانی متعلق به آمریکا است. با چنین وزن بالایی، طبیعی است که کارکرد اقتصاد آمریکا بر اقتصاد دنیا اثرگذار باشد. به علاوه، بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری ایالات متحد ارتباط تنگاتنگی را با بازارهای سرمایه در دیگر بلوک‌های اقتصادی به خصوص بازارهای سرمایه در اروپا و آسیا دارند. بنابراین، امواج پرتلاطم اقتصاد آمریکا در ماه‌های اخیر به سادگی توانست بر ساحل اقتصادهای دیگر کشورها فرود آید. در این میان، اروپا در نوبت نخست قرار گرفت. علاوه بر وابستگی متقابل بین بازارهای مالی دو بلوک اقتصادی، آمریکا شریک عمده تجاری اروپا محسوب می‌شود. بنابراین، دروازه‌های نیست که ادوار تجاری در ایالات متحد به سرعت، اروپا را نیز فتح نمایند. چشم‌انداز رکود اقتصادی در آمریکا، هشداردهنده رکود مشابهی در سطح اروپا بود و لذا، منجر به نتایج مشابهی در بازارهای سرمایه اروپا گردید. نه تنها قیمت سهام در بورس‌های اروپایی روند کاهنده‌ای را در پیش گرفت (که تاکنون نیز ادامه دارد) بلکه بحران مالی آمریکا تا حدودی به بانک‌ها و مؤسسات مالی اروپا سرایت نمود. البته، تأثیرپذیری اروپا از آمریکا بیشتر در

بخش سهام بود تا سیستم بانکی. توان مقاومت بالاتر بانک‌های اروپایی در رویارویی با بحران، به بوروکراسی بیشتر بانک‌های اروپایی در اعطای وام برمی‌گشت. در واقع این بانک‌ها از اعطای وام‌هایی با ریسک بالا (Subprime Market) خودداری نموده بودند و ذخایر احتیاطی بالاتری را نیز در اختیار داشتند. بنابراین، ورشکستگی مؤسسات مالی به آن شکلی که در آمریکا روی داد، اروپا را تهدید نمی‌کرد. البته، همان طور که قبلاً بیان شد همسویی سیکل‌های تجاری در این دو بلوک اقتصادی منجر به سقوط مشابهی در قیمت سهام در سطح اروپا گردید. ناگفته نماند که علاوه بر اثرات جریان‌های مالی بر بازار سرمایه، این بازار به شدت و به سرعت از انتظارات تأثیر می‌پذیرد. رکود اقتصادی در سطح ایالات متحد که بزرگترین کشور مصرف‌کننده جهان می‌باشد، عاملی بازدارنده برای رونق اقتصادی در سطح دنیا محسوب می‌شود. چنین چشم‌اندازی موجب رخت بستن انتظارات خوش‌بینانه از بازار سرمایه شده و سهام‌داران را تشویق به تبدیل سرمایه‌های خود به دیگر اشکال دارایی می‌نماید. بنابراین، سقوط بورس‌های مهم جهان، نتیجه‌ای مورد انتظار در ادامه بحران مالی ایالات متحد یا در واقع، همان بحران آمریکایی مسکن می‌باشد.

بحران مالی و اقتصاد دیگران

همان طور که قبلاً اشاره شد، در سال‌های پیش از بحران، سیاست پولی انبساطی فدرال رزرو، موجب کاهش شدید نرخ بهره و افزایش نرخ ارز (کاهش ارزش دلار) در ایالات متحد شده بود. رونق اقتصادی، افزایش تقاضا و بهبود تراز پرداخت‌ها از مهمترین نتایج این سیاست محسوب می‌شدند. این در حالی است که افزایش زیاد تقاضا برای پول در ماه‌های اخیر (ناشی از بحران) موجب افزایش ارزش دلار از یک سو و کاهش شاخص‌های سهام و قیمت طلا (به عنوان آلترناتیو دیگر نگهداری دارایی) از سوی دیگر شده است. جهت رونق بخشیدن به بازارهای سرمایه و حل بحران بانکی اخیر، دولت‌های اروپایی و آمریکا قول تزریق مقادیر قابل ملاحظه‌ای پول را به سیستم بانکی یا بازارهای سهام داده‌اند. حتی، در برخی کشورها، همچون ایرلند و اسپانیا، سپرده‌های مردم و یا مبادلات بین بانکی توسط دولت تضمین شده‌اند. در نهایت، تلاش بر این است که نرخ بهره به سطح پایین تری کاهش یافته و تقاضا برای پول به نفع دیگر اشکال دارایی (به ویژه سهام) کاهش یابد. علیرغم دخالت دولت در بازارهای مالی و پولی، انتظارات بدبینانه و نگرانی سپرده‌گذاران و یا سهام‌داران مانع از آن شده است که تغییری جدی و پایدار در روند شاخص‌ها دیده شود. بنابراین در حال حاضر، نرخ بهره روند معکوسی را با نرخ ارزی می‌نماید. نرخ بهره تمایل به افزایش دارد در حالی که سایر اسعار کاهش می‌یابند و دلار تقویت می‌شود. ■