

بررسی تجربیات جهانی مواجهه با بحران‌های بانکی (ژاپن - آمریکا)

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۶۳۹۰
شهریورماه ۱۳۹۷

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده.....
۳.....	بخش اول - گزارش تجربه بحران بانکی ژاپن.....
۳.....	مقدمه.....
۳.....	۱. ریشه‌های بحران بانکی در ژاپن (۱۹۸۰-۱۹۹۰).....
۶.....	۲. شروع بحران و سیاست مدارا (۱۹۹۰-۱۹۹۶).....
۱۰.....	۳. پیامدهای سیاست «مدارا».....
۱۱.....	۴. فراگیر شدن بحران (۱۹۹۷).....
۱۱.....	۵. حل و فصل بحران (۲۰۰۵-۱۹۹۸).....
۱۶.....	۶. هزینه حل و فصل بانک‌ها.....
۱۷.....	۷. جمع‌بندی بحران بانکی در ژاپن.....
۱۹.....	بخش دوم - بررسی تجربه بحران بانکی آمریکا.....
۱۹.....	مقدمه.....
۲۰.....	۱. اقتصاد آمریکا پیش از بحران.....
۲۱.....	۲. دلایل وقوع بحران مالی.....
۲۵.....	۳. تغییرات متغیرهای کلان اقتصاد در اثر بروز بحران.....
۲۷.....	۴. اقدامات عمده سیاستی فدرال رزرو برای مقابله با بحران.....
۳۰.....	۵. جزئیات اقدامات فدرال رزرو برای مقابله با بحران.....
۳۵.....	۶. اقدامات مجلس قبل از سپتامبر ۲۰۰۸.....
۳۶.....	۷. اقدامات خزانه‌داری قبل از سپتامبر ۲۰۰۸.....
۳۶.....	۸. اقدامات بعد از سپتامبر ۲۰۰۸.....
۴۰.....	۹. جمع‌بندی بحران مالی آمریکا (۲۰۰۷).....
۴۱.....	نتیجه‌گیری - نکاتی برای اقتصاد ایران.....
۴۳.....	پیوست - خط زمانی رویدادها در بحران ژاپن.....
۴۵.....	منابع و مأخذ.....



بررسی تجربیات جهانی مواجهه با بحران‌های بانکی (ژاپن - آمریکا)

چکیده

بحران‌های بانکی در دهه‌های اخیر به طور گسترده در کشورهای مختلف جهان به وقوع پیوسته و هزینه‌های قابل توجهی را به اقتصاد کشورها وارد کرده است. لاون و والنسیا (۲۰۱۳) در گزارشی که توسط صندوق بین‌المللی پول منتشر شده است، بیان کرده‌اند که ۱۴۷ بحران بانکی سیستمی طی چهار دهه اخیر (۱۹۷۰-۲۰۱۱) در کشورهای جهان اتفاق افتاده است. در همین گزارش بیان شده که در بحران مالی اخیر (سال ۲۰۰۷) بیش از ۲۵ کشور جهان دچار بحران بانکی سیستمی شده‌اند.^۱

کشورها برای کاهش تبعات بحران‌های بانکی - افت تولید، هزینه‌های مالی بحران، افزایش بدهی عمومی و هزینه‌های اعتباری از جمله رشد مطالبات غیرجاری - که کاهش تولید و فاصله گرفتن آن از روند بلندمدت، مهم‌ترین آنهاست، مجموعه اقدامات و مداخلاتی را اجرا می‌کنند. در این گزارش ضمن مرور مختصری بر علل وقوع بحران بانکی و پیامدهای آن در دو کشور ژاپن و آمریکا، اقداماتی که در این کشورها برای مواجهه و کاهش هزینه‌های این بحران‌ها صورت گرفته، به تفصیل بررسی شده است.

• بحران بانکی ژاپن

مقررات‌زدایی در بخش مالی ژاپن، ضعف بانک‌ها در مدیریت ریسک و انتظار عدم افزایش نرخ بهره در بلندمدت باعث شد که بانک‌های ژاپنی به صورت گسترده به سرمایه‌گذاری در بخش زمین و مسکن بپردازند که نتیجه آن شکل‌گیری حباب مسکن در این کشور بود. این حباب در اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی ترکید و افت شدید قیمت مسکن منجر به ایجاد مشکلاتی به صورت مستقیم (به واسطه سهم بالای زمین و مسکن در ترازنامه بانک‌ها) و غیرمستقیم (نکول شرکت‌ها و اشخاصی که تسهیلات مربوط به زمین و مسکن گرفته بودند) در بانک‌های ژاپن شد.

واکنش اولیه مقامات پولی ژاپن به بحران بانکی این کشور «مدارا»^۲ و «تضمین سپرده‌ها» بود. به این معنا که بانک‌ها را مجبور به شناسایی زیان و مقابله با آن نکردند و از طرف دیگر با تضمین کامل سپرده‌ها،

1. <https://link.springer.com/article/10.1057%2Fimfer.2013.12>

2. Forbearance

جلوی هجوم مردم به بانک‌ها گرفته شد. این سیاست در کوتاه‌مدت توانست رکود سال‌های ابتدایی دهه ۱۹۹۰ میلادی را بهبود بخشد، اما به دلیل اینکه مشکل ترازنامه بانک‌ها «حل» نشده بود، به تخصیص منابع و مدیریت ریسک بانک‌ها آسیب زد، عمق بحران را افزایش داد و هزینه اصلاح اساسی نظام بانکی را بالا برد و در نهایت در سال ۱۹۹۷ بحران فراگیر کل شبکه بانکی را فراگرفت. علت اتخاذ سیاست مدارا در قبال بانک‌های ورشکسته در ژاپن را می‌توان دست‌کم گرفتن ابعاد بحران، امید به بهبود وضعیت اقتصادی و در نهایت نبود سازوکار قانونی برای اقدامات اصلاحی فوری دانست.

بحران ژاپن هزینه بسیاری برای بانک‌ها ایجاد کرد؛ هزینه ذخیره‌گیری برای معوقات و هزینه معوقات سوخت شده بین سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۴ در حدود ۹۶ تریلیون ین (بیش از ۱۸ درصد GDP) برآورد می‌شود. البته زیان وارد به اقتصاد ژاپن بیشتر از اینهاست. مجموع هزینه کاهش رشد اقتصادی از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، معادل ۱۸ درصد GDP محاسبه شده است. علاوه بر این، اعتماد عمومی به نظام بانکی ژاپن آسیب دید. در مجموع به نظر می‌رسد ژاپنی‌ها واکنش‌های بهینه‌ای به بحران بانکی نداشتند و نتایج آن تداوم رکود اقتصادی در دو دهه اخیر بوده است. عدم بررسی دقیق ترازنامه بانک‌ها و به طور ویژه وضعیت دارایی‌های آنها در ابتدای وقوع بحران و اکتفا به افزایش سرمایه و عدم انحلال بانک‌های ضعیف و مخاطرات اخلاقی که این رویکرد مداراگونه به دنبال داشت، هزینه‌های بحران را برای بانک‌ها و کل اقتصاد ژاپن افزایش داد.

• بحران بانکی آمریکا

منشأ بحران در آمریکا نیز شکل‌گیری حباب مسکن طی سال‌های ۲۰۰۶-۱۹۹۸ بود که در آن شاخص قیمت املاک و مستغلات به بیش از دو برابر افزایش یافت. افزایش تقاضا برای ورود به بازار مسکن و مستغلات را می‌توان به نرخ بهره پایین و پایدار - که به واسطه کسری حساب‌های جاری آمریکا و خرید بسیار زیاد اوراق خزانه‌داری آمریکا توسط کشورهای چینی ایجاد شده بود - حمایت از اعطای وام‌های رهنی به افراد با رتبه اعتباری پایین (ریسک بالا)؛ و در نهایت گسترش سفته‌بازی در این بازار نسبت داد. این تحولات در یک فضای مقررات‌زدایی شده از طریق نوآوری‌های مالی همچون اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی^۱ یا تعهدات بدهی وثیقه‌دار^۲ و یا اوراق سواپ نکول اعتباری^۳ به کل بازار مالی گسترش یافت. در اثر بروز بحران در آمریکا طی دوره فصل چهارم ۲۰۰۷ تا فصل دوم سال ۲۰۰۹ متغیرهایی چون تولید ناخالص داخلی، مصرف و سرمایه‌گذاری به ترتیب ۵، ۳/۸۶ و ۴۰ درصد نسبت به روند خود کاهش یافتند.

1. Mortgage Backed Securities (MBS)
2. Collateralized Debt Obligations (CDO)
3. Credit Default Swap (CDS)



سه نهاد مهم آمریکا یعنی فدرال رزرو، خزانه‌داری و مجلس نمایندگان پس از آنکه در اثر ورشکستگی بانک سرمایه‌گذاری «لمن برادرز»^۱ ابعاد بحران گسترش یافت، اقدامات مناسبی برای جلوگیری از شیوع بحران و بازیابی اقتصاد انجام دادند. در این راستا از طریق منابع عمومی بخشی از دارایی‌های سمی و منجمد موجود در ترازنامه بانک‌ها خریداری شد. سیاست‌های اتخاذ شده در عین حال که با هدف بازسازی نظام مالی تدوین و اجرا می‌شد، بخش واقعی اقتصاد همچون شرکت‌های تولیدی را نیز دربرمی‌گرفت. نکته مهمی که در مواجهه نهادهای تصمیم‌گیر آمریکا با بحران صورت گرفت، عدم اصرار بر اجرای برنامه‌های متعارف بود. اتخاذ سیاست‌های تسهیل مقداری، دسترسی سایر نهادهای مالی به پنجره تنزیل بانک مرکزی و در نهایت مداخله در بازارهایی غیر از بازار بین بانکی از مصادیق مهم این رویکرد اثرگذار بود.

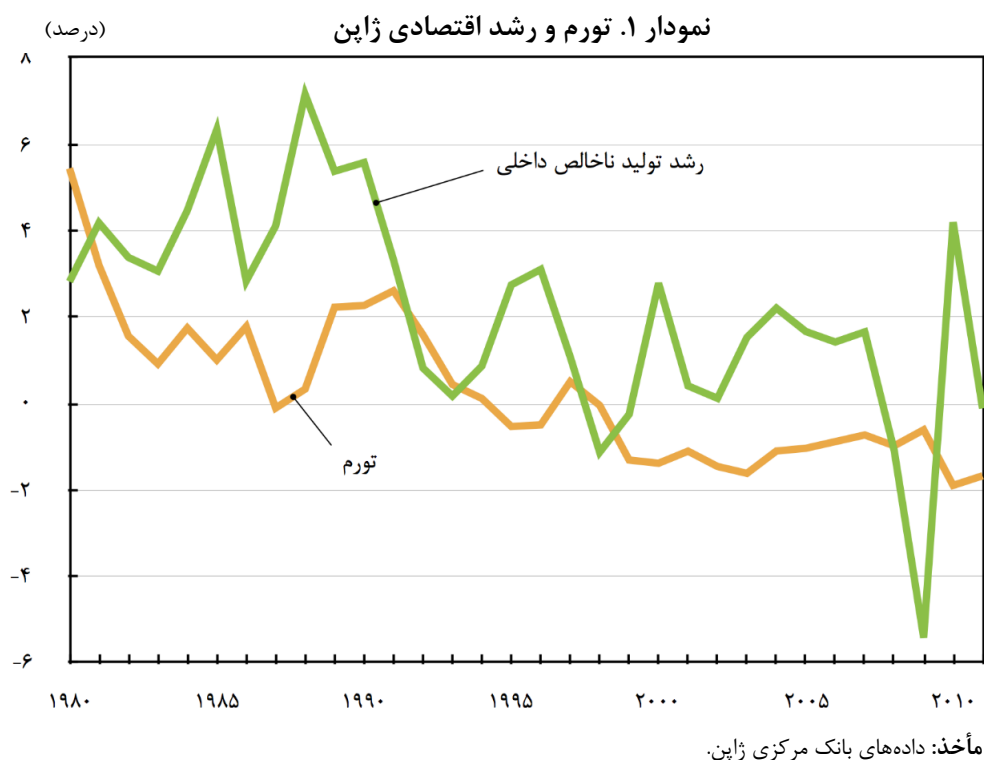
بخش اول – گزارش تجربه بحران بانکی ژاپن

مقدمه

به‌رغم رشد بالای اقتصادی ژاپن در دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۰ میلادی به واسطه بروز بحران بانکی در ابتدای دهه ۱۹۹۰ میلادی وارد رکود مزمی شد که دو دهه به طول انجامید. علل وقوع این بحران گسترده و واکنش مقامات اقتصادی این کشور، حاوی درس‌ها و تجربیات مفیدی برای سایر کشورهاست. یکی از ویژگی‌های مهم روندی که ژاپن در این بحران تجربه کرد، ناتوانی مقامات اقتصادی این کشور در حل‌وفصل بحران و بازگرداندن اقتصاد به روند رو به رشد گذشته بود. اقتصاد ژاپن به حدی از این اتفاق لطمه خورد که در تمام سال‌های پس از ۱۹۹۰ تاکنون نتوانسته است به رشد اقتصادی ۵ درصدی دست پیدا کند. در این بخش تجربه مواجهه ژاپن با بحران را به طور اجمالی مرور می‌کنیم.

۱. ریشه‌های بحران بانکی در ژاپن (۱۹۹۰-۱۹۸۰)

اقتصاد ژاپن در نیمه دوم دهه ۸۰ میلادی، رشد بالا و تورم نزدیک به صفر را تجربه می‌کرد. بخش زمین و مسکن از جمله بخش‌هایی بود که توجه بانک‌ها و سرمایه‌گذاران زیادی را به خود جلب کرد. علت رونق این بخش را می‌توان به عوامل زیر نسبت داد: (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)



۱-۱. مقررات‌زدایی^۱ در بخش مالی

در اواخر دهه ۷۰ میلادی، ژاپن به مقررات‌زدایی در بخش مالی دست زد.^۲ کاهش کنترل بر نرخ‌های بهره، کاهش محدودیت‌های بازار سرمایه و برداشتن محدودیت‌های تسهیلات‌دهی مانند سقف تسهیلات از جمله این اقدامات بودند. به دنبال ساده‌تر شدن مقررات بخش مالی، شرکت‌های بزرگ ژاپنی به تأمین مالی مستقیم از طریق انتشار اوراق رو آوردند. در نتیجه بانک‌ها بخشی از مشتریان خود را از دست دادند و به جای آن در بخش زمین و مسکن سرمایه‌گذاری کردند.

اما مقررات‌زدایی صورت گرفته، جامع نبود؛ همچنان بانک‌های ژاپنی از بسیاری از ابزارهای مالی مدرن که در دهه ۸۰ میلادی در دنیا توسعه پیدا کرده بود، نمی‌توانستند استفاده کنند. با تأخیری ۱۰ ساله محدودیت‌های این بخش هم برداشته شد، اما تأثیر آن عمدتاً بر سفته‌بازی در بازار زمین و مسکن نمود پیدا کرد (اودا، ۲۰۰۰).

1. Deregulation

۲. علل مختلفی برای مقررات‌زدایی ذکر شده است که از جمله آن می‌توان به کُند شدن رشد اقتصادی ژاپن در اواسط دهه ۷۰ پس از دو دهه رشد بالا، انتشار بالای اوراق دولتی، فشار ایالات متحده برای باز کردن بازارهای مالی ژاپن و ... اشاره کرد.



موضوع دیگر مدیریت ضعیف ریسک در بانک‌های ژاپنی بود. به دلیل دانش پایین مدیریت ریسک بانک‌های ژاپنی، مقررات‌زدایی در این کشور باعث شد بانک‌ها بدون توجه به ریسک‌های احتمالی به صورت بی‌رویه در زمین و مسکن سرمایه‌گذاری کنند (همان).

۲-۱. انتظار عدم افزایش نرخ بهره در بلندمدت

در سال ۱۹۸۵ کشورهای G5^۱ تصمیم گرفتند تا نرخ برابری ین نسبت به دلار را افزایش دهند. بانک مرکزی ژاپن (BoJ) برای تعدیل آثار ضد صادراتی این اقدام و تحریک اقتصاد داخل، نرخ بهره سیاستی^۲ را در بازه ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۷، ۲/۵ درصد کاهش داد. این سیاست در سال ۱۹۸۷ تغییر کرد و بانک مرکزی ژاپن به افزایش تدریجی نرخ بهره پرداخت. اما با سقوط بازارهای جهانی سهام در اکتبر ۱۹۸۷،^۳ فشاری بین‌المللی برای جلوگیری از سقوط هر چه بیشتر ارزش دلار به وجود آمد و سیاست افزایش نرخ بهره در ژاپن متوقف شد. با توجه به این رویداد، انتظارات فعالان اقتصادی در جهتی شکل گرفت که بانک مرکزی تا مدت‌ها نرخ بهره را افزایش نخواهد داد. در نتیجه این سیاست انبساطی، تسهیلات بیشتری به بخش‌های واقعی مثل زمین و مسکن اختصاص یافت و سرمایه‌گذاری در این بخش‌ها رونق پیدا کرد. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

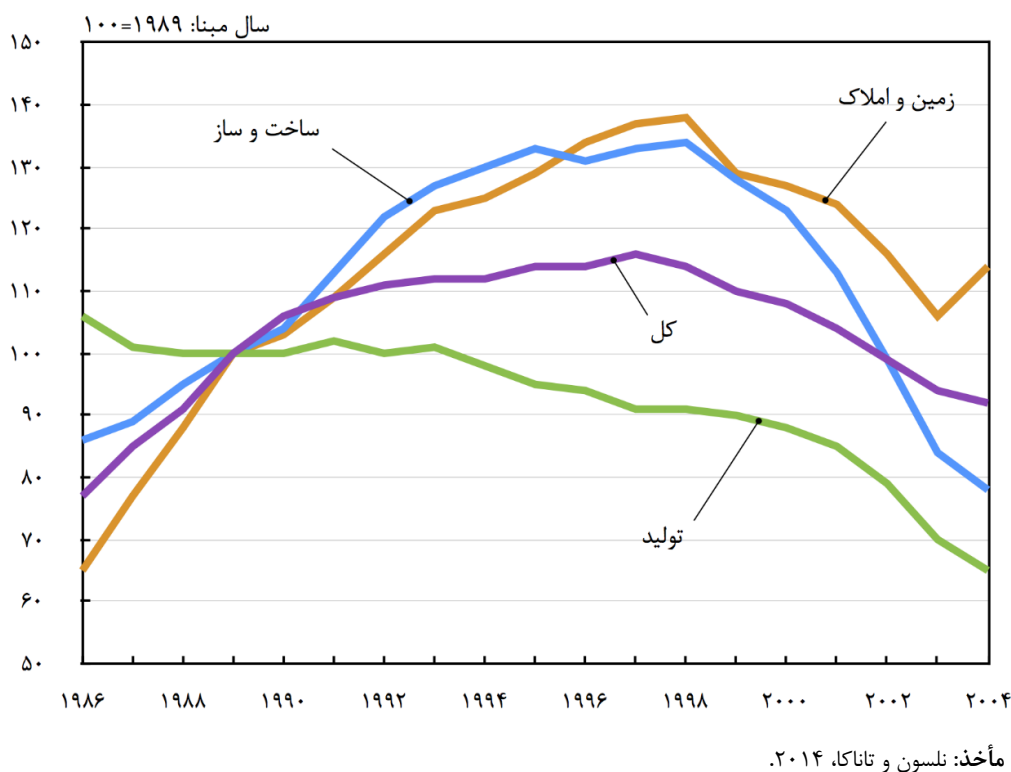
مجموعه این عوامل حجم بالایی از منابع بانک‌ها را به بخش زمین و مسکن سوق داد. نمودار ۲ تسهیلات بانکی اعطا شده در ژاپن را به تفکیک بخش‌های اقتصادی نشان می‌دهد. همان طور که در این نمودار مشخص است، میزان تسهیلات دهی به بخش زمین و مسکن در مقایسه با سایر بخش‌ها در سال‌های پایانی دهه ۸۰ و اوایل دهه ۹۰ میلادی به سرعت در حال افزایش بوده است.

۱. در آن زمان این گروه متشکل از آمریکا، انگلستان، آلمان غربی، فرانسه و ژاپن بود.

2. Official Discount Rate

3. Black Monday

نمودار ۲. تسهیلات بانکی در ژاپن به تفکیک بخش‌های اقتصادی



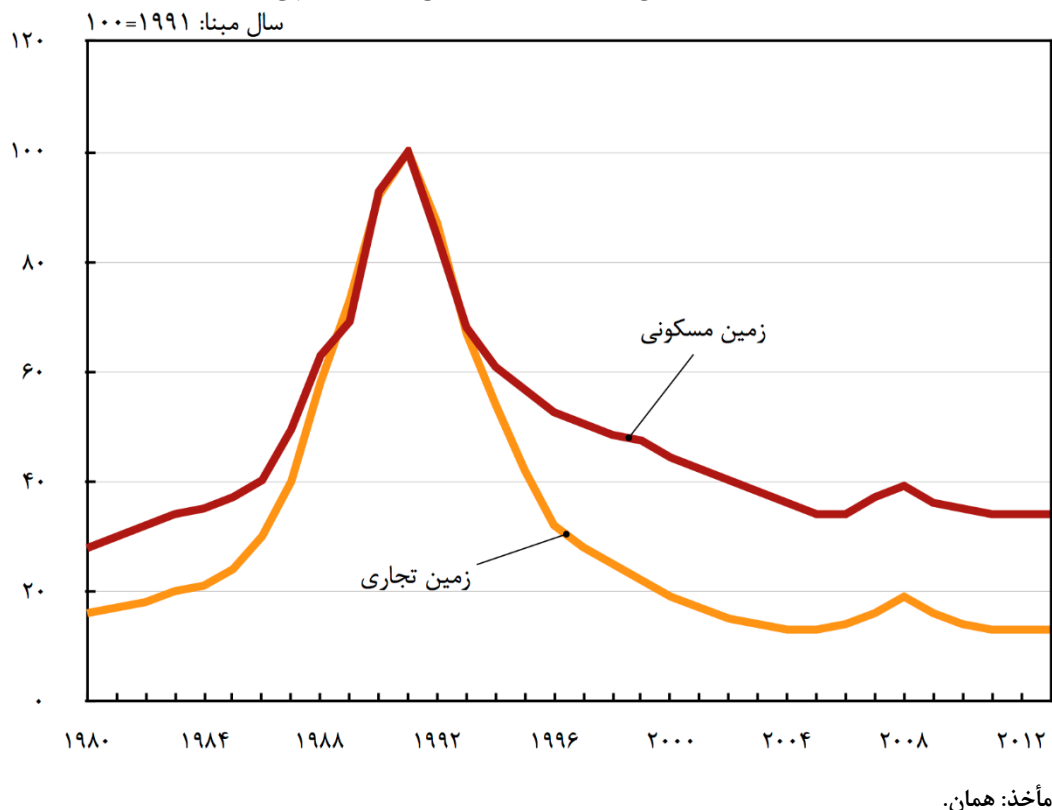
۲. شروع بحران و سیاست مدارا (۱۹۹۰-۱۹۹۶)

۲-۱. ترکییدن حباب مسکن و شروع بحران بانکی

کشور ژاپن در دهه ۸۰ میلادی با حباب قیمتی در بازار زمین و مسکن مواجه شد. این وضعیت برای سیاستگذاران اقتصادی مطلوب نبود، زیرا کسانی که تقاضای حقیقی مسکن داشتند و آن را برای استفاده خود می‌خواستند، با این قیمت بالا دچار مشکل می‌شدند. بر این مبنا وزارت اقتصاد و بانک مرکزی ژاپن در اواسط دهه ۸۰ میلادی تلاش‌هایی برای از بین بردن حباب مسکن انجام دادند که البته نتیجه‌ای نداد. حباب مسکن سرانجام در ابتدای دهه ۹۰ ترکید. کاهش قیمت زمین و مسکن به قدری شدید بود که در سال ۱۹۹۶ قیمت زمین‌های تجاری حدوداً یک‌سوم شده بود. نمودار ۳ (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴) این تغییرات را نشان می‌دهد.



نمودار ۳. شاخص متوسط قیمت زمین و املاک ژاپن



در مورد این اتفاق دو علت را می‌توان برشمرد: (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

۱. بانک مرکزی ژاپن در سال‌های ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۰ نرخ بهره سیاستی را طی چند مرحله از ۲/۵ درصد به ۶ درصد افزایش داد. علت این افزایش، نگرانی‌های ناشی از تورم به دلیل سیاست‌های انبساطی پیشین بود.
۲. اداره امور بانکی وزارت اقتصاد دستورالعملی را تحت عنوان «محدودیت مقداری» (Souryou kisei) ابلاغ کرد که بر اساس آن بانک‌ها موظف شدند اولاً نرخ رشد تسهیلات بخش زمین و مسکن را پایین‌تر از نرخ رشد کل تسهیلات بیاورند و ثانیاً گزارش کنند که چه وام‌هایی به بخش زمین و مسکن (از جمله یوسن^۱‌ها) داده‌اند.

در پی کاهش ناگهانی قیمت مسکن، یوسن‌ها دچار مشکلات مالی جدی شدند و این مشکلات به بانک‌ها هم آسیب زد. بر اساس تخمین وزارت اقتصاد ژاپن در سال ۱۹۹۱، ۳۷ درصد از وام‌هایی که به یوسن‌ها داده شده بود معوق شده بودند، اما مشکل به همین جا ختم نشد؛ وزارت اقتصاد در سال ۱۹۹۳ با این فرض که در سال‌های آینده قیمت مسکن بالا می‌رود، وام‌های داده شده به یوسن‌ها را امهال کرد. ولی قیمت مسکن

۱. Jusen: شرکت‌هایی که در اواسط دهه ۷۰ میلادی برای تسهیلات‌دهی به بخش زمین و املاک، توسط بانک‌های ژاپنی ایجاد شدند.

همچنان رو به کاهش بود، تا جایی که در سال ۱۹۹۵ حدود ۷۵ درصد از وام‌هایی که یوسن‌ها گرفته بودند معوق شده بود. در نهایت در همان سال ۱۹۹۵ همه یوسن‌ها اعلام ورشکستگی کردند و بار این زیان بزرگ بر دوش بانک‌ها افتاد (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴). دولت ژاپن برای حل مشکل یوسن‌ها ۶۸۰ میلیارد ین (حدود ۰/۱۳ درصد تولید ناخالص داخلی ژاپن در سال ۱۹۹۵) اختصاص داد (فوجی و کاوایا، ۲۰۱۰). اختصاص این پول از محل منابع عمومی، دولت را با انتقادهای شدیدی مواجه کرد. (اودا، ۲۰۰۰)

ترکیدن حساب زمین و مسکن، اقتصاد ژاپن را با مشکلات زیادی روبه‌رو کرد:

۱. درصد بزرگی از تسهیلات اعطایی بانک‌ها و یوسن‌ها به این بخش معوق شدند.

۲. کاهش رشد اقتصادی که با افزایش نرخ بهره سیاستی شروع شده بود، تشدید شد.

به طور خلاصه ترکیدن حساب قیمت مسکن باعث شد نظام بانکی ژاپن که بیش از حد به بخش زمین

و مسکن تکیه کرده بود دچار بحران شود.

۲-۲. واکنش مقامات پولی به بحران: سیاست «مدارا»

واکنش اولیه مقامات پولی ژاپن به بحران بانکی این کشور «مدارا»^۱ و «تضمین سپرده‌ها» بود. به این معنا که بانک‌ها را به شناسایی زیان و مقابله با آن مجبور نکردند و از طرف دیگر با تضمین کامل سپرده‌ها، جلوی هجوم سپرده‌گذاران را به بانک‌ها گرفتند. این سیاست در کوتاه‌مدت توانست رکود سال‌های ابتدایی دهه ۹۰ میلادی را بهبود دهد، اما به دلیل اینکه مشکل ترازنامه بانک‌ها «حل» نشده بود، به تخصیص منابع و مدیریت ریسک بانک‌ها آسیب زد، هزینه جراحی اساسی نظام بانکی را بالا برد و در نهایت در سال ۱۹۹۷ بحران فراگیر کل نظام بانکی را مبتلا کرد.

در این زمینه رئیس اداره امور بانکی وزارت اقتصاد ژاپن^۲ در سال‌های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۴ گفته است: ما در ابتدا تلاش کردیم به صورت خصوصی بانک‌ها را متقاعد کنیم تا وام‌های بد را از ترازنامه‌شان خارج کنند و از توزیع سود به سهام‌داران دست بردارند، اما مدیران از ترس اینکه از سوی سهام‌داران توبیخ شوند، نپذیرفتند. البته ما هم به جهت حفظ آزادی مالی بانک‌ها، به مداخله در سیاست‌های توزیع سود آنها معتقد نبودیم! (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

در ابتدای دهه ۹۰ میلادی مقامات پولی ژاپن به صورت پراکنده چند بانک کوچک ورشکسته را در

بانک‌های سالم‌تر ادغام کردند. صندوق ضمانت سپرده^۳ (DIC) یک شرکت نیمه‌دولتی بود که درازای ادغام،

1. Forbearance

2. Nobuyuki Teramura

3. Deposit Insurance Company

در سال ۱۹۷۱ صندوق ضمانت سپرده برای حمایت از سپرده‌گذاران و حفظ ثبات مالی سیستم ایجاد شد. (سرمایه این صندوق را بانک‌ها، بانک مرکزی ژاپن و وزارت اقتصاد تأمین کردند و اداره آن مشترکاً توسط بانک مرکزی ژاپن و نمایندگان صنایع انجام می‌شد)



به این بانک‌های سالم کمک مالی می‌کرد. در ابتدا قرار بود صندوق ضمانت سپرده فقط سپرده‌های بیمه شده را تضمین کند، اما در عمل همه سپرده‌های بیمه شده و بیمه نشده را ضمانت کرد (کانایا و وو، ۲۰۰۱). در سال ۱۹۹۶ با تغییراتی که در قانون صندوق ضمانت سپرده ایجاد شد، همه سپرده‌ها تا مارس ۲۰۰۱ تحت پوشش این صندوق قرار گرفتند،^۱ که تا مارس ۲۰۰۵ تمدید شد (فوجی و کاوایا، ۲۰۱۰).

۳-۲. چرا مقامات ژاپن سیاست «مدارا» را در پیش گرفتند؟

توجه به اینکه سیاست مدارا آسیب‌های قابل توجهی به اقتصاد ژاپن زد، این سؤال را برجسته می‌کند که چرا چنین سیاستی اتخاذ شد؟ دلایل متعددی می‌تواند وجود داشته باشد که از میان آنها این سه عامل، اصلی‌تر به نظر می‌رسند (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴):

۱. دست‌کم گرفتن ابعاد بحران: به علت پراکندگی داده‌ها اطلاع دقیقی از حجم معوقات بانکی وجود نداشت. از طرفی در آن زمان وزارت اقتصاد به خوداظهاری بانک‌ها اتکا می‌کرد و از طرف دیگر خود بانک‌ها هم از وضعیت مالی وام‌گیرندگان مطلع نبودند. علاوه بر این، تعریف معوقات بانکی تعریف کاملی نبود و شامل مسائلی مثل استمهال نمی‌شد.

البته اظهارات مقامات وقت ژاپن نشان می‌دهد که با ابعاد بحران آنچنان هم بیگانه نبودند؛ به نظر می‌رسد علت اصلی مدارای سیاستگذاران این بود که فکر می‌کردند بانک‌های بزرگ می‌توانند با سوددهی و تجدید ارزیابی دارایی‌ها، زیان انباشته ترازنامه‌شان را جبران کنند.

۲. امید به بهبود وضعیت اقتصادی: در حالی که ژاپن سه دهه طولانی رشد اقتصادی را گذرانده بود،^۲ کسی گمان نمی‌کرد یک دوره طولانی رکود در پیش باشد. البته بانک مرکزی ژاپن به صورت محرمانه به وزارت اقتصاد توصیه کرده بود که به موضوع معوقات بانکی سریعاً رسیدگی کند. اما مقامات وزارت اقتصاد امیدوار بودند که دوره رکود به زودی تمام شود و رشد بالای اقتصادی، زیان انباشته بانک‌ها را جبران کند. حتی در سال ۱۹۹۶ (تنها یک سال قبل از فراگیر شدن بحران) سیاستگذاران، مشکل را از مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی می‌دانستند و بانک‌های بزرگ را در معرض بحران نمی‌دیدند!

۳. نبود سازوکار قانونی برای اقدامات اصلاحی فوری: تا پیش از سال ۱۹۹۸ وزارت اقتصاد اختیارات کافی برای ملزم کردن بانک‌ها به ذخیره‌گیری روی معوقات نداشت. این نهاد حتی نمی‌توانست به بانک‌ها دستور افزایش سرمایه دهد! از طرف دیگر ممکن بود که تحمیل زیان به سهام‌داران موجب فرار آنها و فراگیر شدن بحران شود. در مقابل هیچ سازوکار قانونی برای استفاده از منابع عمومی جهت افزایش سرمایه بانک‌ها وجود نداشت.

1. Blanket Insurance

۲. دهه ۶۰ تا ۸۰ میلادی.

۳. پیامدهای سیاست «مدارا»

سیاست مدارا از جهاتی در کوتاه‌مدت موفق بود: این سیاست باعث شد ورشکستگی چند بانک کوچک به بحران فراگیر کل نظام بانکی یا تنگنای شدید اعتباری منجر نشود. اما مشکلی تحت عنوان «مخاطره اخلاقی»^۱ ایجاد کرد. مخاطره اخلاقی به شرایطی گفته می‌شود که یکی از طرفین معامله علاقه داشته باشد تا ریسک کند، زیرا همه هزینه ریسک بر عهده او نیست. در مورد ژاپن، سیاست مدارا باعث شد تا مشکل مخاطره اخلاقی هم از طرف سپرده‌گذار و هم از طرف بانک ایجاد شود، به گونه‌ای که در نهایت سیاست مدارا بهبود اقتصاد ژاپن را به تأخیر انداخت. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

۳-۱. مخاطره اخلاقی سپرده‌گذار

سپرده‌گذاران در شرایط عادی علاوه بر نرخ بهره‌ای که هر بانک ارائه می‌کند، به ریسک ورشکستگی بانک هم توجه می‌کنند. اما به دلیل اینکه صندوق ضمانت سپرده (DIC) عملاً همه سپرده‌ها را بیمه می‌کرد، سپرده‌گذاران نسبت به امنیت پولشان مطمئن بودند و در هر بانکی که نرخ بهره بالاتری پیشنهاد می‌کرد سپرده‌گذاری می‌کردند، حتی اگر آن بانک نزدیک به ورشکستگی بود.

۳-۲. مخاطره اخلاقی بانک (سهام‌داران و مدیران)

بانک‌هایی که نسبت کفایت سرمایه پایینی داشتند، روی دارایی‌های ریسکی سرمایه‌گذاری می‌کردند. منطق آنها این بود: اگر سرمایه‌گذاری نتیجه داد، سود بالایی عاید سهام‌داران می‌شود و اگر نتیجه نداد، ضرر و زیان ایجاد شده از سوی صندوق ضمانت سپرده جبران می‌شود. افزایش مخاطره اخلاقی تخصیص منابع را از کارایی انداخت. این مخاطرات اخلاقی باعث شدند عملکرد جاری بانک‌ها مختل نشود، ولی وضعیت واقعی ترازنامه آنها با گذشت زمان بدتر شود و زیان شناسایی نشده و پنهان نظام بانکی افزایش یابد. به عنوان شاهدی بر این مدعا، مقایسه آمار تسهیلات و قیمت بخش مسکن مفید است (نمودارهای ۲ و ۳) از سال ۱۹۹۱ قیمت مسکن پیوسته رو به کاهش بود و در نتیجه توان بازپرداخت تسهیلات این بخش کم می‌شد. اما از طرف دیگر سهم بخش مسکن از کل تسهیلات بانکی تا سال ۱۹۹۸ افزایشی بود. یعنی بانک‌ها وام‌هایی می‌دادند که دریافت‌کننده توان بازپرداخت را نداشت. چنین وام‌هایی در نهایت معوق می‌شدند و بانک زیان می‌کرد، اما این زیان از طریق استمهال و اقدامات دیگر پوشیده باقی می‌ماند. در نتیجه، ارزش واقعی دارایی‌های بانک‌ها از ارزش دفتری ثبت شده در ترازنامه کمتر بود و میزان دارایی واقعی بانک به مجموع بدهی و سرمایه‌اش نمی‌رسید. مدارای سیاستگذار پولی باعث می‌شد این شکاف ترازنامه‌ای اولاً شناسایی نشود و ثانیاً

1. Moral Hazard



روزبه‌روز بزرگ‌تر شود و هزینه حل‌وفصل نهایی بحران را زیاده‌تر کند. به عنوان جمع‌بندی می‌توان گفت سیاست مدارا هرچند برون‌ریزی بحران را به تعویق انداخت، اما آن را عمیق‌تر کرد.

۴. فراگیر شدن بحران (۱۹۹۷)

به دلایلی که پیش‌تر ذکر شد، اقتصاد ژاپن در اواسط دهه ۹۰ میلادی وضعیتی شکننده داشت. در نوامبر ۱۹۹۷ شرکت اوراق بهادار سانئو (Sanyo Securities)^۱ به دلیل تصمیمات اشتباه سرمایه‌گذاری - ناشی از همان مخاطرات اخلاقی که پیش‌تر ذکر شد - ورشکست شد. مقامات اقتصادی برخلاف رویه قبلی، حمایتی نکردند تا این ورشکستگی اتفاق بیفتد و تمام زیان به سهام‌داران وارد شود. قصد مقامات پولی از این کار، کاهش مخاطرات اخلاقی و نظم دادن به بازار پولی بود. آنها گمان نمی‌کردند که ورشکستگی یک مؤسسه مالی متوسط بتواند بحران را فراگیر کند. اما برخلاف تصورشان، این ورشکستگی جرقه‌ای شد برای زنجیره‌ای از اتفاقات که در نهایت کل نظام بانکی را درگیر یک بحران فراگیر کرد.

ورشکستگی شرکت اوراق بهادار سانئو باعث نکول در بازار بین بانکی شد؛ اتفاقی که از زمان جنگ جهانی دوم به بعد در ژاپن بی‌سابقه بود. اعتماد در بازار بین بانکی لطمه خورد، چون تصور عمومی این بود که در نبود حمایت حاکمیت، شرکت‌ها و بانک‌های دیگر هم در معرض ورشکستگی و به تبع آن نکول بدهی‌شان هستند. در نتیجه مؤسسات مالی دیگری هم در تأمین مالی دچار مشکل شدند و این موضوع (در کنار وضعیت شکننده اقتصاد و سیاست‌های سخت‌گیرانه مقام ناظر) باعث ورشکستگی زنجیره‌وار آنها شد؛ در مدت یک ماه بانک هوکایدو تاکوشوکو^۲ (یکی از بزرگ‌ترین بانک‌های ژاپن)، شرکت اوراق بهادار یاماچی^۳ (چهارمین شرکت بزرگ اوراق بهادار ژاپن) و بانک توکیو سیتی^۴ (یک بانک محلی) سقوط کردند.^۵ (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

۵. حل‌وفصل بحران (۱۹۹۸-۲۰۰۵)

۵-۱. اقدامات اولیه

با تشدید بحران در سال ۱۹۹۷ و فراگیر شدن آن، مقامات اقتصادی طرح اقدام اصلاحی فوری^۶ (PCA) را در دستور کار قرار دادند. این طرح دارای دو بخش اصلی بود (کانایا و وو، ۲۰۰۱):

۱. یک شرکت اوراق بهادار با اندازه متوسط که عملیات کارگزاری و ... انجام می‌داد. این شرکت به بازار بین بانکی دسترسی مستقیم داشت.

2. Hokkaido Takushoku

3. Yamaichi Securities

4. Tokuyo City

۵. به دلیل ریسک بالای این نهادها، نتوانستند از بازار بین بانکی قرض بگیرند.

6. Prompt Corrective Action

الف) بانک‌ها طی یک فرایند خوداظهاری،^۱ ارزش دارایی‌های خود را محاسبه می‌کردند. این محاسبات (ذخایر احتیاطی، کفایت سرمایه و ...) باید توسط بازرسان خارجی بررسی می‌شد.

ب) آستانه‌ای برای کفایت سرمایه وضع شد که طبق آن اقدامات اصلاحی انجام شود. برای مثال کاهش شعب یا کاهش سود سهام در زمان ورشکستگی باید با توجه به این آستانه صورت می‌گرفت. وضع این آستانه تا حد زیادی فضا را برای مدارای مقام پولی تنگ کرد.

اتفاقات سال ۱۹۹۷ به سپرده‌گذاران فهماند که با وجود تضمین سپرده‌ها از طرف حاکمیت، حتی بزرگ‌ترین بانک‌ها هم ممکن است ورشکست شوند.^۲ در نتیجه خروج سپرده‌ها از مؤسسات غیرمعتبر سرعت گرفت.

در نوامبر سال ۱۹۹۷ وزیر اقتصاد ژاپن^۳ اعلام کرد که تمام سپرده‌ها، اوراق بدهی^۴ بانک‌ها و تضامین تراست - بانک‌ها^۵ از طرف دولت تضمین می‌شود. در سال ۱۹۹۸ اجماعی بین قانونگذاران و مردم به وجود آمد که طی آن از منابع عمومی برای مشکلات حاد نظام مالی استفاده شود. در فوریه ۱۹۹۸ مجلس ژاپن قانونی را تصویب کرد که طی آن ۳۰ تریلیون ین (معادل ۶ درصد GDP) برای حل بحران اختصاص داده شود که منابع آن از طریق فروش اوراق قرضه دولتی تأمین می‌شد^۶ (کارگیل، هوچیسون و ایتو، ۲۰۰۰). طبق این قانون باید تا مارس ۲۰۰۱، ۱۷ تریلیون ین صرف بهبود بانک‌های ورشکسته و ۱۳ تریلیون ین صرف افزایش سرمایه بانک‌ها می‌شد^۷ (کانایا و وو، ۲۰۰۱).

در مارس ۱۹۹۸، ۲۱ بانک اصلی^۸ از طریق منابع عمومی افزایش سرمایه دادند. در چنین شرایطی بانک‌های ضعیف برای اینکه جلب توجه نکنند مثل بانک‌های دیگر تنها ۱۰۰ میلیارد ین درخواست کردند. دولت ۱/۸ تریلیون ین معادل ۰/۴ درصد از GDP ژاپن به این بانک‌ها تزریق کرد.^۹ همچنین به بانک‌ها اجازه داده شد برای بهتر شدن نسبت کفایت سرمایه، بخشی از ارزش ناشی از تجدید ارزیابی زمین و مسکن را در سرمایه ردیف دوم^{۱۰} محاسبه کنند (کانایا و وو، ۲۰۰۱). پس از مدتی معلوم شد که تزریق سرمایه به پایدارسازی سیستم کمکی نکرده است. علت این بود که درخواست افزایش سرمایه بانک‌ها بدون بررسی

1. Self-assesment Process

۲. اصطلاح Too big to fail به این معناست که وقتی یک بانک خیلی بزرگ شود، ورشکستگی آن به نظام پولی کشور آسیب جدی می‌زند و در نتیجه حاکمیت با حمایت از این بانک، جلوی ورشکستگی آن را می‌گیرد.

3. Hiroshi Mitsuzuka

4. Debentures

۵. Trust Bank نوعی بانک ژاپنی است که کارکردهای بانک تجاری، مؤسسه سپرده‌پذیر و شرکت تراست را همزمان دارد.

۶. این اقدام در واقع همان عملیات نجات از بیرون (Bail Out) است.

۷. از طریق خرید سهام ممتاز و سهام فرعی.

8. Major Banks

۹. عمدتاً از طریق سهام فرعی.

10. Capital Tier 2



کامل ترازنامه آنها تأیید شد، زیرا کمیته متولی این امر،^۱ به اطلاعات جزئی هر بانک دسترسی نداشت. برای مثال اعضای کمیته درباره وضعیت بانک نیپون^۲ استعلام کردند که در پاسخ، بانک مرکزی و وزارت اقتصاد ژاپن وضعیت این بانک را عادی دانستند، اما این بانک در همان سال ورشکسته شد.^۳ (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

۲-۵. اقدامات نظارتی جدی‌تر

الف) تشکیل نهادهای نظارتی

در سال ۱۹۹۸ کمیته نظارت مالی (FSA)^۴ تشکیل شد. تا پیش از این نظارت بر عهده وزارت اقتصاد ژاپن بود و توسط بخش‌های مختلفی ذیل آن انجام می‌شد.^۵ به این کمیته اختیارات زیادی اعطا شد تا بتواند به صورت مستقل نظارت کند. در اکتبر سال ۱۹۹۸ مجلس ژاپن قانون احیای مالی^۶ و قانون تقویت سریع مالی^۷ را تصویب کرد و قانون ضمانت سپرده^۸ را تغییر داد تا چارچوب موردنیاز برای گزیر^۹ ایجاد شود. این قوانین، گستره روش‌های مقابله با ورشکستگی را با ایجاد مدیر گزیر مالی و ملی کردن موقت بانک‌ها افزایش دادند. همچنین شرکت گزیر و جمع‌آوری^{۱۰} تشکیل شد که وظیفه خرید و تصفیه وام‌های بد از بانک‌های ورشکسته و حتی سالم را داشت. (کانایا و وو، ۲۰۰۱)

در همان زمان مجلس مبلغ لازم برای تقویت بانک‌ها را از ۳۰ به ۶۰ تریلیون ین (معادل ۱۲ درصد GDP) افزایش داد؛ که ۲۵ تریلیون برای افزایش سرمایه بانک‌های سالم، ۱۸ تریلیون ین برای ملی کردن و انحلال بانک‌های ورشکسته و ۱۷ تریلیون ین برای ضمانت سپرده‌ها در بانک‌های ورشکسته اختصاص یابد. به همین منظور کمیته احیای مالی^{۱۱} (FRC) برای نظارت بر حسن اجرای این فرایند تشکیل شد که مستقیماً زیر نظر نخست‌وزیر قرار داشت.

۱. این کمیته ذیل وزارت اقتصاد قرار داشت.

2. Nippon Credit Bank

۳. بانک اعتباری بلندمدت ژاپن (Long Term Credit Bank of Japan) در اکتبر و بانک نیپون در دسامبر سال ۱۹۹۸ ملی شدند. پس از بازسازی دارایی‌های این دو توسط DIC، برای فروش به بخش خصوصی عرضه شدند.

4. Financial Supervisory Agency

۵. در سال ۱۹۴۹، دو مسئولیت مالی دولت و نظارت بر نهادهای مالی بر عهده وزارت اقتصاد و اجرای سیاست پولی بر عهده بانک مرکزی گذاشته شد. تا اواخر دهه ۹۰ میلادی وزارت اقتصاد مسئول تنظیم‌گری مؤسسات مالی ژاپن بود. به دنبال مدارای بیش از حد این نهاد با مؤسسات ورشکسته و مشکل‌دار، در ژوئن ۱۹۹۸، FSA زیر نظر نخست‌وزیر تشکیل شد. در نتیجه نظارت بر مؤسسات مالی، نگارش مقررات مربوط به این مؤسسات و طرح‌ریزی و اجرای اقدامات لازم برای پیشگیری از بحران و حل آن از وزارت اقتصاد به FSA منتقل شد.

6. Financial Revitalization Law

7. Financial Early Strengthening Law

8. Deposit Insurance Law

9. Resolution

10. Resolution & Collection Corporation

11. Financial Revitalization Committee

تا پایان سال ۱۹۹۹ بانک‌ها برای افزایش سرمایه ۷/۵ تریلیون ین درخواست کردند (۴ برابر بیشتر از ۱/۸ تریلیون تزریق صورت گرفته در سال ۱۹۹۸). به همین منظور صندوق ضمانت سپرده در ازای تزریق سرمایه به هر بانک، صاحب سهام ممتاز و سهام فرعی^۱ آن بانک می‌شد. برخلاف بار اول، سرمایه تزریق شده به هر بانک متفاوت بود و می‌توانست نمایانگر وضعیت بانک‌ها باشد. در راستای حُسن اجرای این اقدام، کمیته احیای مالی از هر بانک می‌خواست که یک برنامه تجدید ساختار ارائه دهد. (مثل افزایش سرمایه از بخش خصوصی) در صورت عدم پایبندی بانک به برنامه، کمیته نظارت مالی اجازه داشت که سهام ممتاز را به سهام عادی تبدیل کند یا به عنوان یک سهام‌دار عمده بر مدیریت فشار بیاورد (کانایا و وو، ۲۰۰۱).

پس از اینکه کمیته نظارت مالی ۱۶ بانک بزرگ (شامل ۹ بانک شهری،^۲ یک بانک اعتباری بلندمدت^۳ و ۶ تراست - بانک) و همه بانک‌های منطقه‌ای را تا بهار ۱۹۹۹ بررسی کرد، به این نتیجه رسید که بانک‌ها کیفیت دارایی‌هایشان را بسیار خوش‌بینانه اظهار کرده بودند و در واقع تسهیلات معوق بیشتری از مقدار اعلامی داشتند.

پس از مرحله دوم تزریق سرمایه، کمیته احیای مالی و کمیته نظارت مالی به این نتیجه رسیدند که بانک‌های بزرگ کفایت سرمایه لازم را دارند. سپس سراغ بانک‌های منطقه‌ای رفتند. شرط کمیته احیای مالی برای تزریق سرمایه به بانک‌های منطقه‌ای، رسیدن به نسبت کفایت سرمایه ۸ درصد به جای نسبت کفایت سرمایه ۴ درصدی پیشین بود. در سپتامبر ۱۹۹۹، چهار بانک منطقه‌ای ۲۶۰ میلیارد ین از محل منابع عمومی افزایش سرمایه دادند (کانایا و وو، ۲۰۰۱).

در سال ۲۰۰۰ قانون ضمانت سپرده مورد بررسی مجدد قرار گرفت تا فرایند گزیر بانک‌های ناسالم تسریع شود. همچنین ضمانت سپرده‌ها به اوراق بدهی بانک‌ها و بهره سپرده‌ها هم تسری یافت (کانایا و وو، ۲۰۰۱).

ب) سخت کردن استانداردهای افشای تسهیلات معوق و ذخیره‌گیری

وزارت اقتصاد ژاپن در اوایل سال ۱۹۹۸، معوقات بانک‌ها را ۷۶ تریلیون ین (معادل ۱۴/۸ درصد GDP) برآورد کرد که تسهیلات امهال شده را هم در برمی‌گرفت. این رقم بیش از سه برابر محاسبه پیشین وزارت اقتصاد در سپتامبر ۱۹۹۷ بود. (۲۱/۷ تریلیون ین معادل ۴/۱ درصد GDP) در پی این اتفاق، کمیته نظارت مالی به سرعت مقررات مرتبط با محاسبه کیفیت دارایی‌ها، افشای معوقات و ارتقای استانداردهای ذخیره‌گیری را بهبود بخشید. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

1. Subordinated Debt
2. City Bank
3. Long Term Credit Bank

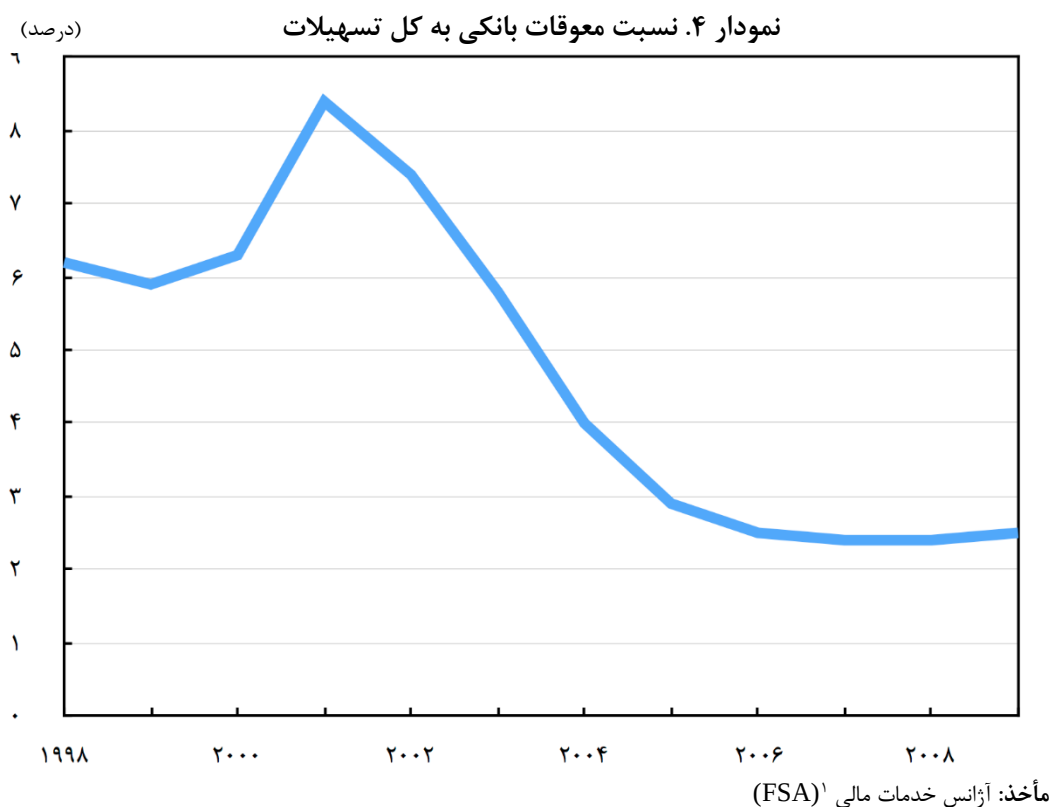


۳-۵. مرحله ترمیم

با توجه به افزایش معوقات، کمیته نظارت مالی علاوه بر بازرسی‌های معمول، بین اکتبر ۲۰۰۱ تا نوامبر ۲۰۰۴ چهار بازرسی ویژه انجام داد تا اشکالات ترازنامه بانک‌های بزرگ را تشخیص دهد. در اکتبر ۲۰۰۲ برنامه احیای مالی^۱ (PFR) معرفی شد. هدف PFR بازسازی ترازنامه بانک از طریق اقدامات زیر بود (فوجی و کاوایا، ۲۰۱۰):

۱. کاهش سهام‌داری بانک‌ها به ۱۰۰ درصد سرمایه ردیف اول تا سپتامبر ۲۰۰۶ (یعنی بانک‌ها حداکثر به اندازه سرمایه ردیف اول خودشان بتوانند سهام شرکت‌های دیگر را به عنوان دارایی داشته باشند).
 ۲. جدیت بیشتر در دسته‌بندی و ذخیره‌گیری تسهیلات معوق؛ از طریق اقداماتی چون بررسی بانک‌های بزرگ، دسته‌بندی وام‌گیرندگان عمده و... .
 ۳. کاهش ۵۰ درصد رشد سالیانه معوقات بانکی در سال اول و ۸۰ درصد در سال دوم؛ به هدف کاهش سطح معوقات از ۸/۴ درصد در سال ۲۰۰۲ به ۴/۲ درصد در سال ۲۰۰۵.
- برای تضمین اقدام اول PFR، شرکت خرید سهام در تملک بانک^۲ (BSPC) تشکیل شد. BSPC، ۱/۶ تریلیون ین از سهام شرکت‌های دیگر که بانک‌ها در تملک داشتند را خرید. بانک مرکزی ژاپن هم بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ ذیل عملیات تسهیل مقداری^۳ حدود ۲ تریلیون ین از این سهام را خریداری کرد. همچنین به منظور بهبود وضعیت اقتصاد، دولت در آوریل ۲۰۰۳ یک شرکت مدیریت دارایی^۴ به نام شرکت احیای صنعتی ژاپن^۵ (IRCJ) ایجاد کرد. هدف این شرکت کمک به بنگاه‌های بزرگی بود که مشکلاتی داشتند، ولی قابل احیا بودند. IRCJ وام‌هایی که این بنگاه‌ها گرفته بودند را می‌خرید تا آنها به جای بدهکاری به بانک، به این شرکت بدهکار باشند.
- با توجه به اقدامات انجام شده مطالبات معوق بانک‌های اصلی به حدود ۲/۹ درصد در مارس ۲۰۰۵ رسید و معضل مطالبات معوق پایان یافت. (نمودار ۴)

1. Program of Financial Revival
2. Bank's Shareholdings Purchase Corporation
3. Quantitative Easing
4. Asset Management Company
5. Industrial Revitalization Corporation of Japan



۶. هزینه حل و فصل بانک‌ها

بحران ژاپن هزینه بسیاری برای بانک‌ها ایجاد کرد؛ هزینه ذخیره‌گیری برای معوقات و هزینه معوقات سوخت شده بین سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۴ در حدود ۹۶ تریلیون ین برآورد می‌شود.

۴۷/۱ تریلیون ین را صندوق ضمانت سپرده صرف کمک‌های پولی بلاعوض^۲ (۱۸/۹ تریلیون ین)، تزریق سرمایه (۱۲/۴ تریلیون ین)، خرید دارایی (۹/۸ تریلیون ین) و اقدامات دیگر (۶ تریلیون ین) کرد. تا سپتامبر ۲۰۰۸، ۲۵/۱ تریلیون ین از این مقدار بازگشت و در عمل حدود ۲۲ تریلیون ین توسط مالیات‌دهندگان پرداخت شد. بیشتر هزینه خرید دارایی و تزریق سرمایه تا سال ۲۰۰۸ بازگشت. (فوجی و کواوا، ۲۰۱۰)

1. <https://www.fsa.go.jp/en/regulated/npl/index.html>

2. Monetary Grants



جدول ۱. کمک‌های مالی DICJ به بانک‌ها در طول بحران بانکی (تریلیون ین)

مصادر کمک مالی	مقدار کمک اعطا شده (الف)	مقدار کمک بازگشته (ب)	خالص (الف-ب)
کمک بلاعوض	۱۸/۹	-	۱۸/۹
خرید دارایی‌ها	۹/۸	۹/۷	۰/۱
تزریق سرمایه	۱۲/۴	۱۰/۵	۱/۹
سایر	۶/۰	۴/۹	۱/۱
مجموع	۴۷/۱	۲۵/۱	۲۲/۰

مأخذ: فوجی و کاویا (۲۰۱۰).

البته زیان وارد شده به اقتصاد ژاپن بیشتر از اینهاست. مجموع هزینه کاهش رشد اقتصادی از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، معادل ۱۸ درصد GDP محاسبه شده است (لاون و والنسیا ۲۰۰۸). علاوه بر این، اعتماد عمومی به نظام بانکی ژاپن نیز آسیب دید.

۷. جمع‌بندی بحران بانکی در ژاپن

در دهه ۹۰ میلادی ژاپن وارد بحران بانکی فراگیر شد. نحوه مواجهه بانک مرکزی و وزارت اقتصاد ژاپن با این بحران حاوی درس‌های زیادی است. در ابتدا سیاست مدارا توسط مقامات اقتصادی ژاپن پیگیری شد. اما این سیاست کمکی به بهبود اوضاع نکرد و در سال ۱۹۹۷ چند بانک ژاپنی ورشکست شدند. این رویداد مقامات ژاپنی را بر آن داشت تا با تغییر ساختار، نهادهای نظارتی و تنظیم‌گر جدیدی ایجاد کنند. رویه جدید فرایند حل و فصل بحران را در ژاپن وارد دوره متفاوتی کرد؛ نظارت به صورت جدی‌تر اعمال و با بانک‌های خاطی برخورد‌های جدی‌تری شد. همچنین برنامه اصلاحی فوری برای حل بحران تصویب شد. مجموعه این اقدامات نتایج زیر را در پی داشت:

۱. حفظ ثبات سیستم و عدم وقوع هجوم بانکی،^۱

۲. بهبود کفایت سرمایه بانک‌ها،

۳. کاهش معوقات بانکی.

هرچند بحران ژاپن منجر به فروپاشی نظام مالی ژاپن نشد، اما عدم مداخله سریع بانک مرکزی در اوایل دهه ۹۰ میلادی و پی نگرفتن فرایند گزیر باعث شد اقتصاد ژاپن نزدیک به دو دهه در دام رشد پایین اقتصادی گرفتار شود. این روند با شروع بحران ۲۰۰۸ مالی تشدید شد و اقتصاد ژاپن این فرصت را نیافت که به وضعیت پیش از بحران دهه ۹۰ میلادی بازگردد. در همین راستا درس‌های زیر را می‌توان از تجربه ژاپن دریافت:

1. Bank-run

۷-۱. اهمیت سیاست‌های احتیاطی کلان برای حفظ ثبات مالی

تجربه بحران مالی ژاپن نشان داد که لازم است علاوه بر نظارت جزئی بر تک‌تک نهادها، مقررات احتیاطی جهت نظارت بر حرکت کلان نظام مالی شکل بگیرد. مقررات‌زدایی در بخشی از نظام مالی بدون توجه به تأثیر آن بر بخش‌های دیگر، ورود حجم زیادی از منابع بانکی به بخش زمین و مسکن و... باعث شد بحرانی فراگیر گریبان ژاپن را بگیرد. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

۷-۲. عدم کارایی سیاست مدارا در مقابل بانک‌های ورشکسته

این سیاست باعث به تعویق افتادن فرایند‌گزیر شد. در نتیجه مقدار زیان بانک‌ها بزرگ‌تر شد و هزینه انحلال آنها افزایش یافت. برآورد کمتر از واقع حجم زیان، انتظار رشد اقتصادی بالا در سال‌های آتی و نبود یک سازوکار جامع جهت‌گزیر و افزایش سرمایه از علل اتخاذ این سیاست بودند. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

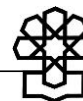
۷-۳. ساختار نهادی مناسب برای حل بحران

تجربه ژاپن نشان داد که لازم است نهادهایی با مسئولیت تعریف شده و مشخص برای اقدام و پاسخگویی وجود داشته باشد. از طرف دیگر اجماع مقامات و افکار عمومی بر حل مسئله بحران، مشروعیت لازم برای اقدامات جدی نهاد نظارتی را فراهم می‌کند.

۷-۴. مخاطرات اخلاقی ضمانت همه سپرده‌ها

ضمانت همه سپرده‌ها هرچند در کوتاه‌مدت موجب افزایش ثبات سیستم می‌شود، ولی در بلندمدت باعث افزایش سرمایه‌گذاری‌های ریسکی از طرف بانک‌ها می‌شود. همچنین سپرده‌گذاران با اطمینان از اینکه در صورت ورشکستگی بانک، دولت طلب آنها را می‌پردازد در بانک‌ها با سود بالاتر و درجه اعتباری پایین‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند. (نلسون و تاناکا، ۲۰۱۴)

این بحران در اوایل دهه ۹۰ شروع شد و در سال ۲۰۰۵ با کاهش مطالبات غیرجاری به زیر نرخ تعیین شده توسط دولت به پایان رسید. فرایندی که به دلیل سیاست نادرست «مدارا»، ۱۵ سال طول کشید و اقتصاد ژاپن را با هزینه‌های زیادی روبه‌رو کرد.



بخش دوم - بررسی تجربه بحران بانکی آمریکا

مقدمه

بحران مالی در آگوست ۲۰۰۷ در آمریکا شروع شد و اولین نشانه آن، افزایش نسبی در نرخ نکول وام‌های رهنی بود. فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا) به طور ملایم شروع به کاهش نرخ بهره کرد که با کاهش‌های دیگری در ماه‌های بعد همراه شد، اما تا میانه‌های سال ۲۰۰۸ اهمیت این وقایع به درستی درک نشد. در آن زمان فدرال رزرو در یک چرخش قابل توجه، شروع به استفاده از ابزارهایی کرد که متداول نبودند و به جای عمل به عنوان آخرین قرض‌دهنده^۱ به عنوان آخرین بازارگردان^۲ وارد عمل شد.

این آشفتگی کوچک در بازار وام‌های رهنی سبب بروز بحران در بازاری شد که ارزش آن بسیار بالاتر از میزان وام‌های نکول شده بود. سرریز شدن بحران به تمامی بازارها از طریق ارتباط بین ترازنامه مؤسسات مالی رخ داد. به طور خاص حتی بازار دارایی‌هایی که کاملاً ایمن فرض می‌شدند نیز، مثل اوراق تجاری^۳ شرکت‌هایی که برای نیازهای مالی کوتاه‌مدت منتشر شده بودند، تحت تأثیر قرار گرفت. دلیل شیوع سریع بحران به بازار اوراق تجاری این بود که واسطه‌های فعال در بازار اوراق تجاری، در ترازنامه خود دارایی‌هایی داشتند که به بازار رهنی مرتبط بود. شکست خریداران وام‌های رهنی در بازپرداخت بدهی‌های خود، ارزش دارایی‌هایی که از اوراق‌سازی وام‌های رهنی مشتق شده بودند را تحت تأثیر قرار داد. واسطه‌هایی که نیازمندی‌های حداقلی سرمایه را رعایت نکرده بودند و به طور ضعیفی تحت نظارت بودند، فعالان این بخش مهم از بازار بودند. آگاهی ناگهانی از ریسک نکول وام‌های رهنی به این معنا بود که دیگر این اوراق مشتقه در بازار خریداری ندارد. چون این واسطه‌های مالی ابزار دیگری برای تأمین مالی نداشتند به ترک فعالیت بازارگردانی مجبور شدند.

بعد از این مرحله اولیه، فدرال رزرو به کاهش نرخ بهره ادامه داد، اما از این موضوع آگاه نبود که کاهش نرخ بهره مشکل نقدینگی نهادهای مالی که عادت به تأمین مالی در بازار داشتند را حل نخواهد کرد. نقدینگی که به بانک‌ها از طرف بانک مرکزی عرضه می‌شد، امکان قرض دادن به دیگر نهادهای مالی را نداشت و صرفاً در ترازنامه بانک‌ها به عنوان ذخایر اضافی نگه داشته می‌شد.

از آنجایی که پول تزریق شده به بازار از مجرای کانال معمولی، یعنی باز تأمین مالی بانک‌ها، به آن بخش‌هایی از سیستم مالی که شدیداً نیازمند نقدینگی بود، نمی‌رسید؛ مقامات پولی با تغییر قواعد این امکان را فراهم آوردند که نهادهای غیرمالی توسط بانک مرکزی بازتأمین مالی شوند. در همان زمان فدرال رزرو تصمیم گرفت که ذخایر اضافی بدون استفاده در ترازنامه بانک‌ها را جمع‌آوری کرده و از طریق تسهیلات مختلف در اختیار نهادهای مالی غیربانکی قرار دهد.

1. Lender of Last Resort
2. Last Market Maker
3. Commercial Paper

در یک نگاه کلی سیاست پولی بانک مرکزی آمریکا در مواجهه با بحران مالی، سیاست تسهیل مقداری یعنی تزریق حجم عظیمی از نقدینگی به سیستم از طریق ابزارهای متعارف و غیرمتعارف بوده است. با روشن شدن این موضوع که مشکلات اقتصاد کلان مربوط به بحران در سال‌های بعد حل نشده بود، برنامه تسهیل مقداری همچنان در حال ادامه بود. اثر این سیاست، کاهش نرخ بهره کوتاه‌مدت و باقی ماندن در سطح صفر برای مدت طولانی بود؛ علاوه بر این خرید دارایی‌های مشکل‌دار در حجم بسیار عظیم سبب کاهش بیشتر نرخ بهره بلندمدت شده بود.

در این بخش با مروری کوتاه بر دلایل شروع و مکانیسم‌های گسترش بحران و تغییرات متغیرهای کلان طی دوران بحران که اقتصاد جهانی را شدیداً تحت تأثیر قرار داد به پاسخ سیاستی فدرال رزرو، خزانه‌داری و مجلس در مواجهه با این بحران پرداخته شده است.

۱. اقتصاد آمریکا پیش از بحران

در ابتدای سال ۲۰۰۷ برای بسیاری غیرقابل تصور بود که طی دو سال آینده، سیستم مالی جهانی بدترین بحران بعد از رکود بزرگ را تجربه خواهد کرد. آخرین تهدید اقتصاد در سطح کلان، بحران مالی مربوط به صنایع های‌تک^۱ و به اصطلاح «دات کام‌ها» بود که در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲ اتفاق افتاد. فدرال رزرو در پاسخ به رکود در حال بروز ناشی از این بحران، شدیداً نرخ بهره را کاهش داد. نمودار ۵ نشان می‌دهد که نرخ بهره اوراق خزانه^۲ بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ شدیداً کاهش پیدا کرده است. همچنین نرخ لایبر^۳ - نرخ بهره‌ای که روی وام‌های دلاری بازار بین بانکی خارج از آمریکا که به طور عمده در لندن متمرکز است، اعمال می‌شود - همراه با سقوط نرخ بهره اوراق خزانه شدیداً کاهش یافت. این اقدامات فدرال رزرو موفقیت‌آمیز به نظر می‌رسید و رکود کوتاه‌مدت و نسبتاً ملایم بود.

تا اواسط دهه ۲۰۰۰، اقتصاد سالم به نظر می‌رسید. اگرچه بازار سهام در بحران دات کام‌ها بین ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ افت قابل توجهی داشت، اما نمودار ۶ نشان می‌دهد، همانند سقوط شدیدی که داشت، از سال ۲۰۰۳ ریکاوری نسبتاً تندی را تجربه کرد و طی چند سال موقعیت قبلی خود را به طور کامل بازیافت. در این دوره بخش بانکی نیز سالم به نظر می‌رسید. اختلاف بین نرخ لایبر و نرخ بهره اوراق خزانه (که دولت آمریکا با آن قرض می‌گیرد)، که معیاری از اندازه ریسک اعتباری در بخش بانکی است، در ابتدای سال ۲۰۰۷ تنها در حدود ۰/۲۵ درصد بود (نمودار ۵) که نشان می‌دهد احتمال نکول یا ورشکستگی بانک‌ها شدیداً پایین بوده است.

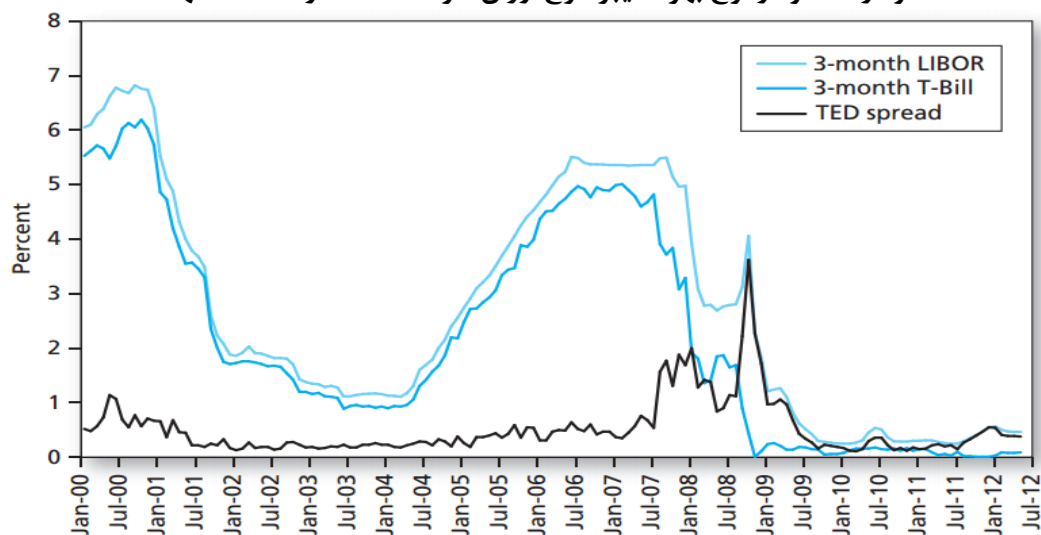
1. High-tech Industry

2. Treasury Bill Rate

3. Libor

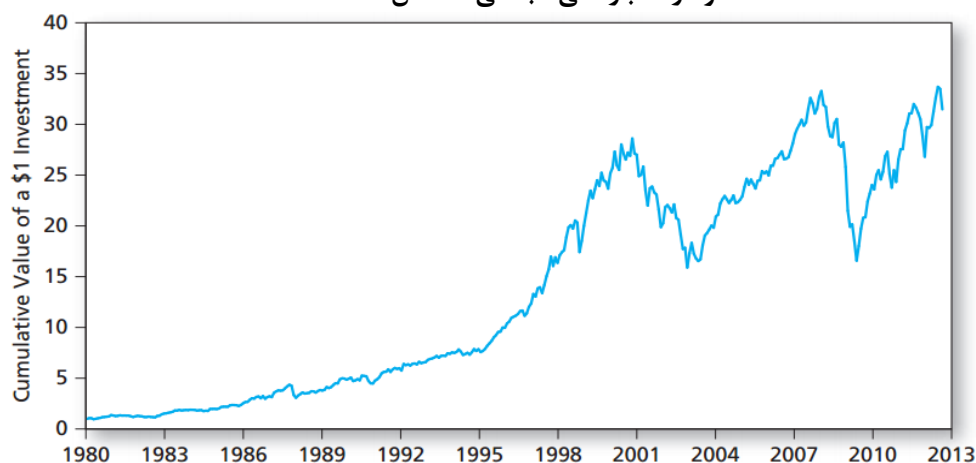


نمودار ۵. نمودار نرخ بهره لایبر، نرخ اوراق خزانه سه ماهه و اختلاف آنها



مأخذ: بادی، کین، مارکوس.^۱

نمودار ۶. بازدهی تجمعی شاخص S&P 500



مأخذ: همان.

۲. دلایل وقوع بحران مالی

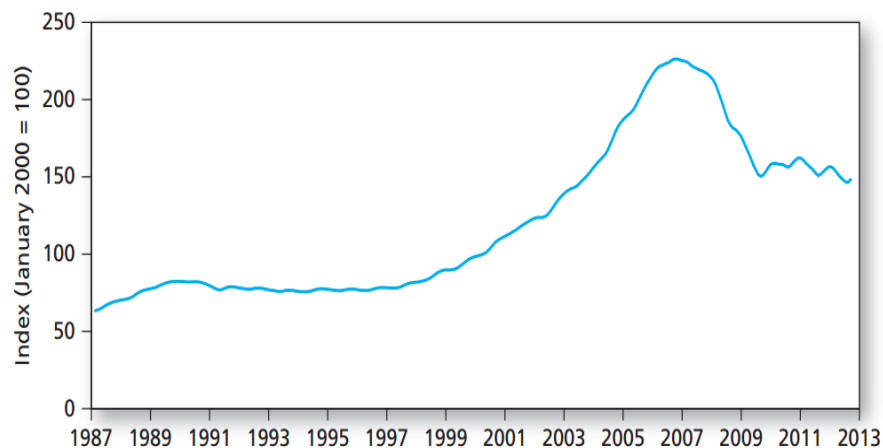
۲-۱. بازار مسکن و مستغلات آمریکا

قیمت مسکن در آمریکا از سال ۱۹۹۸ تا سال ۲۰۰۶ به طور شگفت‌آوری رشد پیدا کرد. به طوری که طی این مدت شاخص قیمت مسکن و مستغلات بیش از دو برابر شد (نمودار ۷) که بسیار سریع‌تر از رشد

1. Bodie, Kane, Marcus; Investment

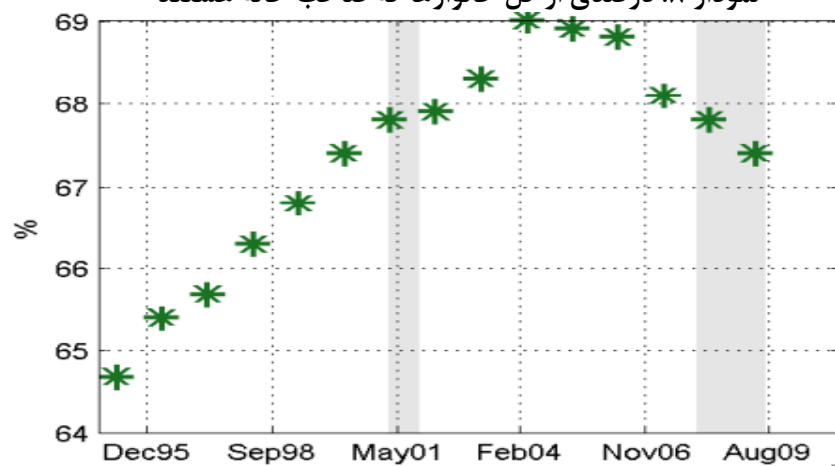
دستمزدها بود. علاوه بر این میزان مالکیت خانه توسط خانوارها به رکورد ۶۹ درصد رسید (نمودار ۸). افزایش افسارگسیخته قیمت‌ها نشان از افزایش بیش از حد تقاضا برای مسکن بود که این موضوع با افزایش عرضه مسکن همراه شد. افزایش قابل توجه تقاضا برای مسکن به چند عامل نسبت داده می‌شود:

نمودار ۷. شاخص قیمت مسکن و مستغلات آمریکا تعدیل شده نسبت به تورم

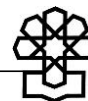


Source: S&P/Case-Shiller Home Price Index, Standard and Poor's.

نمودار ۸. درصدی از کل خانوارها که صاحب خانه هستند



مأخذ: فدرال رزرو، سنت لوئیس، سیستم FRED.



• نرخ بهره پایین

نرخ بهره پایین و پایدار از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۴ سبب شد که وام‌های رهنی با نرخ شناور جذابیت زیادی برای خریداران داشته باشند. نرخ بهره پایین تا حدودی به علت کسری قابل توجه حساب جاری ایالات متحده آمریکا بود که با خرید بسیار زیاد اوراق قرضه خزانه‌داری آمریکا توسط کشورهای همانند چین نمایان شده بود. علاوه بر این سیاست اتخاذی توسط فدرال رزرو نیز تلاش برای حفظ نرخ بهره در سطوح پایین بود.

• حمایت از بازار وام‌دهی به افراد با اعتبار پایین

در طول سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ به طور پیوسته دسترسی افراد با اعتبار پایین به وام‌های رهنی راحت‌تر و ارزان‌تر شد. چند دلیل برای گسترش وام‌دهی به افراد با ریسک اعتباری بالا بیان می‌شود. یک دلیل فشار کنگره و وزارت مسکن و توسعه شهری بر کارگزاران وام‌های رهنی - فردی مک^۱ و فنی می^۲ - برای کاهش استانداردهای وام‌دهی برای خانواده‌های کم‌درآمد و افزایش نسبت مالکیت خانه توسط خانوارها بود.^۳ علاوه بر این مقررات‌زدایی دولت نیز عامل مهم دیگری بود. قانون گرام - لیچ - بلایلی^۴ در سال ۱۹۹۹ که قانون گلس - استگال^۵ تصویب شده در سال ۱۹۳۳ را لغو کرد، به بانک‌های تجاری اجازه فعالیت‌های پرمخاطره‌تر را می‌داد و تمایز بین بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تجاری را از بین برد. در واقع با این کار بانک‌های تجاری فرصت یافتند تا با گسترش وام‌دهی به اعتبار پایین به فروش اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی در حجم زیاد بپردازند.

• گمانه‌زنی و فعالیت سفته‌بازانه

افزایش قیمت مسکن که در اثر سیاست‌های اتخاذ شده از سوی دولت و فدرال رزرو شروع شده بود با فعالیت‌های سفته‌بازانه در بازار مسکن تشدید شد. در برخی بازارها در حدود ۱۰ تا ۱۵ درصد از خریداران را سفته‌بازان تشکیل می‌دادند.^۶ فعالیت‌های سفته‌بازانه در سایه قوانین نسبتاً سخاوتمندانه سلب حق اقامه دعوی در آمریکا تشدید شد. برخلاف انگلستان که قوانین سلب حق اقامه دعوی می‌تواند سبب ورشکستگی وام‌گیرنده شود، مالکان خانه در آمریکا می‌توانند صرفاً خانه و وام را رها کنند و ورشکستگی در کار نخواهد بود.

این عوامل در کنار هم یک حباب قیمتی عظیم در بخش مسکن و مستغلات ایجاد کردند. تا سال ۲۰۰۵-۲۰۰۶ نسبت ارزش وام‌های جدید رهنی به افراد با درجه اعتباری پایین نسبت به کل وام‌های رهنی جدید به حدود ۲۰ درصد رسیده بود که در مقابل مقدار کمتر از ۷ درصد در سال ۲۰۰۱ افزایش قابل

1. Freddie Mac

2. Fannie Mae

3. Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point, New York Times, 4 October 2008.

4. Gramm - Leach - Bliley

5. Glass - Steagal

6. Richard Bitner, Confessions of a Sub-Prime Lender - An Insider's Tale of Greed, Fraud and Ignorance, John Wiley and Sons, 2008.

ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد.^۱ وام‌های رهنی به افراد با درجه اعتباری پایین‌تر از ۱۸۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۱ به ۶۲۶ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۵ افزایش یافت.^۲

۲-۲. نقش صنعت مالی^۳

پیامدهای حباب قیمتی مسکن از طریق نهادهای مالی به کل بازار مالی توسعه پیدا کرد. نوآوری‌های جدید که برای افزایش بهره‌وری و سود و انتقال ریسک به کسانی که مایل به تحمل آن بودند، طراحی شده بود، صنعت مالی را در میانه‌های دهه ۹۰ میلادی متحول کرد. با ابزارهای ابداعی جدید یک وام رهنی از طریق فرایند پیچیده‌ای با عبور از نهادهای مختلف در بازار مالی پخش می‌شد. ابتدا خانوار از یک نهادی که وام رهنی می‌دهد، وام رهنی دریافت می‌کند؛ پس از آن نهاد وام‌دهنده با فروش وام رهنی به بانکدار رهنی (همانند فردی مک و فنی می) از ریسک نکول وام خلاص می‌شود. به لحاظ تاریخی این بانکداران رهنی نیز با انتشار اوراق، وام‌های رهنی را خریداری کرده و با قرار دادن آنها در بسته‌های متفاوت، به بازار می‌فروشند. اما با نوآوری‌های جدید مالی این بانکداران رهنی وام‌ها را به بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌فروختند (البته در صورتی که بانکداران رهنی خود بتوانند اوراق منتشر کنند همانند فنی می و فردی مک دیگر این مرحله رخ نخواهد داد). سپس بانک سرمایه‌گذاری با جمع‌آوری وام‌های رهنی یا محصولات مالی با پشتوانه وام رهنی، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی^۴ یا تعهدات بدهی وثیقه‌دار^۵ ایجاد کرده و در بازار می‌فروختند. بعد از ایجاد اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی و تعهدات بدهی وثیقه‌دار توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتبار، ریسک اعتباری اوراق را ارزیابی می‌کردند که در واقع اوراق با در نظر گرفتن بازدهی انتظاری قیمتگذاری می‌شد. بر اساس رتبه‌بندی ۸۰ درصد اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی به افراد با درجه اعتباری پایین، با رتبه اعتباری بالا (AAA که بالاترین سطح رتبه‌بندی است) و ۹۵ درصد حداقل با رتبه اعتباری A،^۶ رده‌بندی می‌شدند و لذا اوراق به عنوان یک سرمایه‌گذاری جذاب شناخته می‌شدند.

با توجه به اینکه بانک‌ها مجبور به مدیریت ریسک و تأمین الزامات سرمایه‌ای تحت قانون بازل ۲ بودند، به دنبال پوشش ریسک در مقابل اوراق بهادار با ریسک بالا بودند. این مهم از طریق اوراق مشتقه‌ای به اسم

1. The State of the Nation's Housing 2008, Joint Center of Housing Studies of Harvard University, 2008, p19; Anthony Sanders, "The subprime crisis and its role in the financial crisis", Journal of Housing Economics, 17:4, December 2008, p257.

2. De Larosiere Report, High-level Group on Financial Supervision in the EU, 25 February 2009, p7

3. Financial Industry

4. Mortgage Backed Securities (MBS)

5. Collateralized Debt Obligations (CDO)

6. George Akerlof and Robert Shiller, Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism, Princeton University Press, 2009, p37.



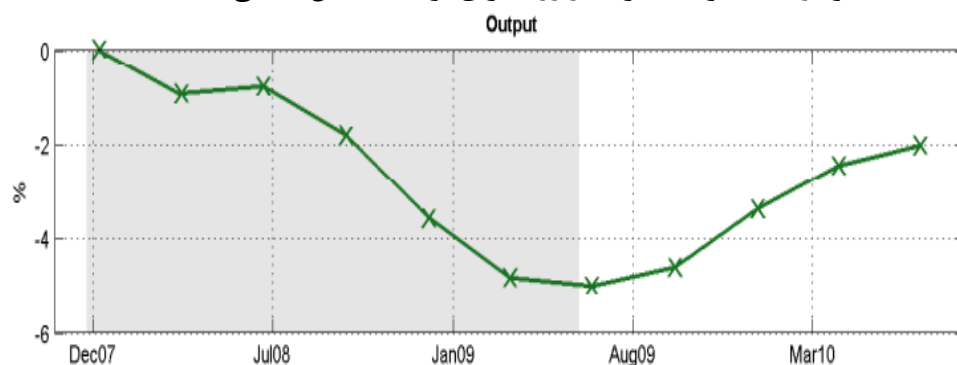
اوراق سواپ نکول اعتباری^۱ انجام می‌شد که در مقابل بخشی از سود دارنده MBS و CDO، او را در مقابل ریسک نکول، بیمه می‌کرد. شرکت‌های بیمه همانند AIG این امکان را داشتند که به هر میزان که بخواهند CDS منتشر کنند، چون این بازار تنظیم‌گری نداشت. تا زمانی که رتبه اعتباری بیمه‌کننده در سطح AAA باقی می‌ماند، این اوراق نیازمند وثیقه نبودند. به این طریق مشاهده می‌شود که وام رهنی اولیه‌ای که ایجاد شد چطور در کل بازار مالی گسترش پیدا می‌کرد و اینکه کوچک‌ترین انحرافی در بازار اولیه وام‌های رهنی، سبب انفجاری بزرگ در کل بازار مالی شود، دور از انتظار نبود.

۳. تغییرات متغیرهای کلان اقتصاد در اثر بروز بحران

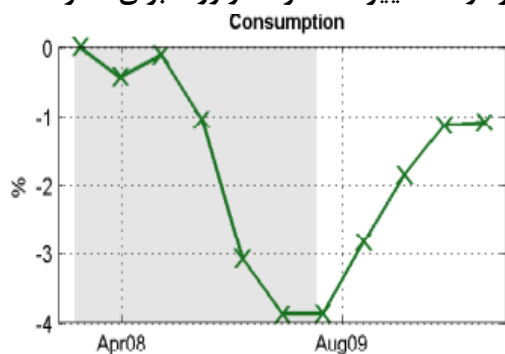
با توجه به نقش بانک‌ها در خلق پول و تأمین مالی، بحران‌های بانکی بر متغیرهای کلان بخش واقعی اقتصاد تأثیراتی خواهد داشت. نمودارهای زیر نشان‌دهنده تغییرات از روند متغیرهای کلان اقتصاد آمریکا در بازه زمانی مربوط به بحران هستند. در نمودار ۹ انحراف از روند بلندمدت برای تولید ناخالص داخلی ترسیم شده است. با توجه به این نمودار روند نزولی از دسامبر ۲۰۰۷ شروع شده و تا میانه‌های سال ۲۰۰۹ ادامه می‌یابد. به طوری که تولید ناخالص داخلی از فصل چهارم ۲۰۰۷ تا فصل دوم ۲۰۰۹ در حدود ۵ درصد کاهش می‌یابد و بعد از آن دوره ریکاوری شروع می‌شود. در نمودار ۱۱ انحراف متغیر مصرف از روند بلندمدت آورده شده است. همان طور که در نمودار نشان داده شده است میزان افت مصرف کمتر از افت تولید است. به طوری که از فصل چهارم ۲۰۰۷ تا فصل دوم ۲۰۰۹ شاهد ۳/۸۶ درصد کاهش در متغیر مصرف هستیم (انحراف از روند) و با شروع ریکاوری تولید، مصرف نیز شروع به رشد کرده است. متغیری که طبق انتظار بیشترین انحراف از روند را تجربه کرده است، متغیر سرمایه‌گذاری (نمودار ۱۱) است که از انتهای ۲۰۰۷ تا میانه‌های ۲۰۰۹ در حدود ۴۰ درصد نسبت به روند بلندمدت افت کرده است که علت آن گسترش فضای نااطمینانی و محدودیت‌های شدید تأمین مالی بوده است. در نمودار ۱۳ متغیر انحراف از روند ساعات کل کار آورده شده است که نشان‌دهنده افت ۹/۵۲ درصدی بین فصل آخر سال ۲۰۰۷ و فصل دوم ۲۰۰۹ است. در نمودار ۱۲ تغییرات انحراف از روند برای متغیر دستمزد آورده شده است و همان طور که از نمودار برمی‌آید رشد دستمزد از روند گذشته خود از فصل ابتدایی ۲۰۰۹ آغاز می‌شود و قبل از آن انحراف قابل‌توجهی از روند گذشته مشاهده نمی‌شود. بین فصل انتهایی سال ۲۰۰۷ تا فصل دوم ۲۰۰۹ دستمزدها رشد ۶/۹۴ درصدی داشته‌اند هرچند با شروع ریکاوری از بحران انحراف از روند نیز شروع به کاهش گذاشت.

1. Collateralized Debt Obligation (CDS)

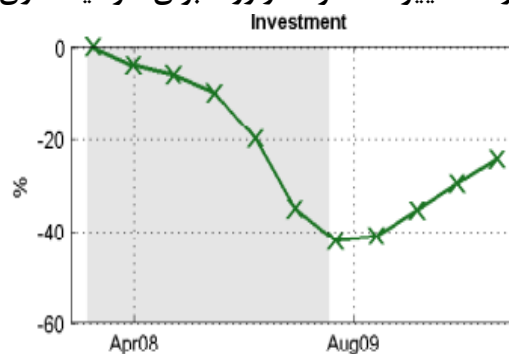
نمودار ۹. تغییرات انحراف از روند برای تولید ناخالص داخلی



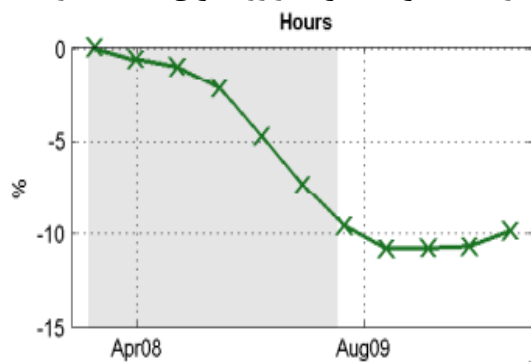
نمودار ۱۱. تغییرات انحراف از روند برای مصرف



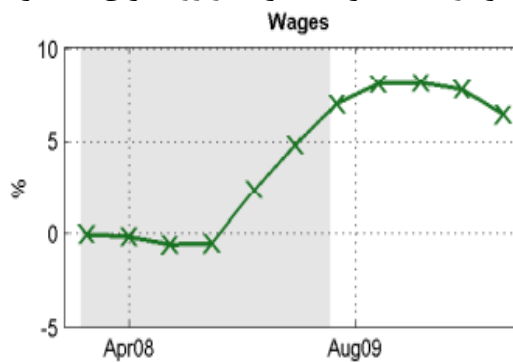
نمودار ۱۰. تغییرات انحراف از روند برای سرمایه‌گذاری



نمودار ۱۳. تغییرات انحراف از روند برای ساعات کار



نمودار ۱۲. تغییرات انحراف از روند برای دستمزد



مأخذ نمودارهای فوق: همان.



جدول ۲. میزان انحراف از روند برای متغیرهای کلان در فاصله بین فصل انتهایی ۲۰۰۷ تا فصل دوم سال ۲۰۰۹

تولید	-۴/۹۹
مصرف	-۳/۸۶
سرمایه‌گذاری	-۴۲/۲
ساعات کار	-۹/۵۲
دستمزد	-۶/۹۴

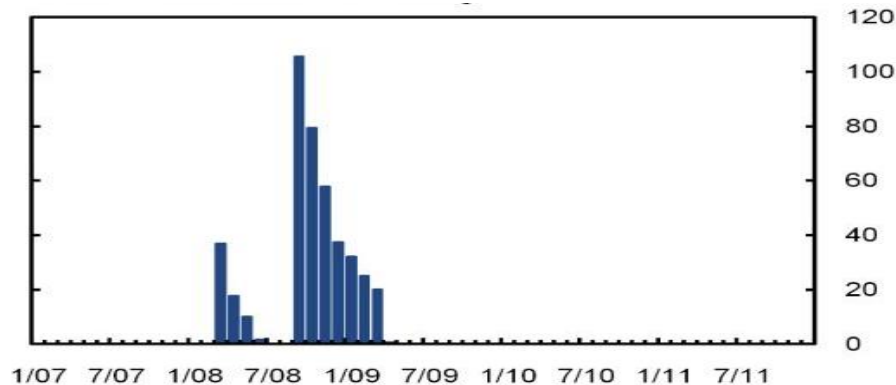
مأخذ: فدرال رزرو سنت لوئیس، سیستم FRED.

۴. اقدامات عمده سیاستی فدرال رزرو برای مقابله با بحران

۴-۱. فراهم کردن نقدینگی

با توجه به اینکه بازار پولی کوتاه‌مدت دچار انجماد شده بود، فدرال رزرو فعالیت تأمین مالی را در ازای وثیقه خود به نهادهای مالی بسط داد تا این تضمین را ایجاد کند که این نهادهای مالی برای تأمین مالی وجوه مورد نیاز جهت فعالیت‌های روزانه خود مشکلی نداشته باشند. در شرایط معمولی فدرال رزرو تنها به نهادهای مالی سپرده‌پذیر همانند بانک‌های تجاری از طریق پنجره تنزیل قرض می‌دهد. اما در میانه بحران و در سال ۲۰۰۸ بانک‌های سرمایه‌گذاری و به ویژه آنهایی که دلال (معامله‌گر) اوراق بهادار دولتی بودند، در تأمین مالی وجوه کوتاه‌مدت دچار مشکل شدند. در مارس ۲۰۰۸ فدرال رزرو دو برنامه معرفی کرد تا برای دلان اولیه اوراق بهادار، تأمین مالی کوتاه‌مدت انجام دهد و دسترسی به پنجره تنزیل را که مختص بانک‌های تجاری بود برای بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز فراهم آورد. نمودار ۱۴ میزان وام‌های کوتاه‌مدت اعطایی به دلان اولیه اوراق بهادار (بانک‌های سرمایه‌گذاری) را نشان می‌دهد که در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ به میزان قابل‌توجهی از فدرال رزرو وجوه کوتاه‌مدت اخذ کردند.

نمودار ۱۴. میزان وام‌های کوتاه‌مدت اعطایی به دلان اولیه اوراق بهادار (میلیارد دلار)



مأخذ: هیئت فدرال رزرو، هیور آنالیتیکس.^۱

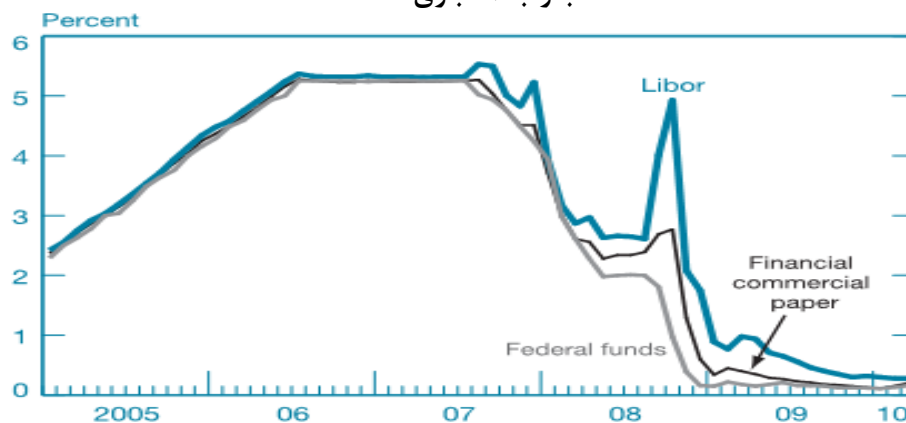
1. Federal Reserve Board, Haver Analytics.

۴-۲. حمایت از بازارهای مالی تخریب‌شده

فدرال رزرو برای بهبود اوضاع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول^۱ و بازار اوراق تجاری^۲ که در پاییز ۲۰۰۸ دچار تخریب شده بودند، وارد عمل شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول، وجوه خُرد در دست مردم را جمع‌آوری کرده و در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نظیر اوراق خزانه و اوراق تجاری (اوراق مربوط به تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌ها) به کار می‌گیرند. بازار اوراق تجاری منبع اصلی تأمین مالی کوتاه‌مدت برای بسیاری مشاغل است و تخریب آن عامل محدودکننده‌ای برای تولید در بخش واقعی اقتصاد خواهد شد.

هنگامی که بانک لمن برادرز اعلام ورشکستگی کرد، سرمایه‌گذاران نگران شدند که ورشکستگی‌های بیشتر ممکن است برخی از اوراق تجاری را به کلی بی‌ارزش سازد. بدین جهت سرمایه‌گذاران شروع به خارج کردن پول از صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار پول که در پورتفوی خود اوراق تجاری نگه می‌داشتند، کردند. بدین جهت نرخ بهره روی اوراق تجاری و نرخ بهره لایبر افزایش یافت. در مواجهه با این مشکل فدرال رزرو وام‌های ایمن‌شده‌ای برای نهادهای فعال در این بازار فراهم کرد تا این اطمینان را ایجاد کند که تأمین مالی کافی در دسترس است. با این اقدام نرخ بهره روی اوراق تجاری شروع به کاهش کرد و به مقادیر معقول رسید. نمودار ۱۵ نشان‌دهنده نرخ بهره وجوه فدرال، نرخ بهره لایبر و همچنین نرخ بهره اوراق تجاری ۳۰ روزه با رتبه اعتباری AA است.

نمودار ۱۵. نرخ بهره وجوه فدرال، نرخ لایبر و همچنین نرخ بهره اوراق تجاری ۳۰ روزه با رتبه اعتباری AA



مأخذ: هیئت فدرال رزرو.^۳

1. Money Market Mutual Funds
2. Commercial Papers Market
3. Federal Reserve Board



۳-۴. حمایت از نهادهای مالی که به طور سیستماتیک مهم محسوب می‌شدند

در سال ۲۰۰۸ بانک سرمایه‌گذاری بیر استرنز که به صورت گسترده در بازار وام‌های رهنی که به افراد با رتبه اعتباری پایین داده شده بود، درگیر بود، تقریباً دچار ورشکستگی شد و ریسک به وجود آمدن اثر دومینو و تخریب کل بازار مالی را بسیار بالا برد. در مارس ۲۰۰۸ شعبه نیویورک فدرال رزرو وام ضروری برای جلوگیری از ورشکستگی ناگهانی این شرکت فراهم کرد، اما فایده‌ای نداشت و روند رو به نزول شرکت ادامه یافت. برای جلوگیری از آسیب جدی به بازارهای مالی، فدرال رزرو خرید بانک بیر استرنز توسط بانک جی.پی.مورگان^۱ را با فراهم کردن وام‌هایی به پشتوانه دارایی‌های معینی از بانک بیر استرنز، تسهیل کرد. فرایند ادغام و تسهیل‌گری فدرال رزرو بدین صورت بود که ابتدا بیر استرنز توافقنامه ادغام با جی.پی.مورگان امضا کرد که بر اساس آن هر سهم بیر استرنز به قیمت دو دلار به جی.پی.مورگان فروخته شد^۲ و شرکت جدید با وام ۲۹ میلیارد دلاری از شعبه نیویورک فدرال رزرو و آورده یک میلیارد دلاری جی.پی.مورگان تأمین مالی شد و البته این شرط وجود داشت که در صورت عدم کفایت وثیقه وام، دولت حق تصاحب دارایی‌های جی.پی.مورگان را ندارد. اما چند ماه بعد بانک لمن برادرز بدین جهت ورشکست شد که هیچ شرکت خصوصی برای تملیک این بانک سرمایه‌گذاری تمایل نداشت. علاوه بر این، لمن برادرز فاقد وثیقه کافی برای به دست آوردن وام‌های مستقیم از فدرال رزرو بود. یکی دیگر از نهادهای مالی مهم که دچار مشکل شده بود، شرکت بزرگ بیمه، ای.آی.جی بود که نقش مرکزی و مهمی در تضمین ابزارهای مالی داشت و ورشکستگی این شرکت ممکن بود به نابودی کامل سیستم مالی ختم شود. برای جلوگیری از این واقعه فدرال رزرو به طور ویژه وام‌های ایمن شده برای ای.آی.جی فراهم کرد که جلوی ورشکستگی این نهاد مالی را گرفت. نمودار ۱۶ باقی‌مانده اعتبارات پرداختی توسط فدرال رزرو تا تاریخ ۳۱ آگوست سال ۲۰۱۱ را نشان می‌دهد.

1. JP Morgan Chase

۲. قیمت سهم این شرکت در آوریل ۲۰۰۷ حدود ۱۵۰ دلار بود.

نمودار ۱۶. باقی‌مانده اعتبارات پرداختی توسط فدرال رزرو تا تاریخ ۳۱ آگوست سال ۲۰۱۱
(میلیارد دلار)



مأخذ: هیئت فدرال رزرو، هیور آنالیتیکس.^۱

۵. جزئیات اقدامات فدرال رزرو برای مقابله با بحران

۵-۱. قواعد وام مسکن

در جولای ۲۰۰۸ فدرال رزرو قواعد جدیدی برای اعطاکندگانی وام‌های رهنی تدوین کرد. قواعد جدید، برای اعطای وام‌های با حجم بالا بدون در نظر گرفتن توانایی گیرنده وام برای بازپرداخت اقساط وام، ممنوعیت ایجاد می‌کرد و اعطاکندگانی را ملزم می‌کرد که درآمد و دارایی‌های فرد گیرنده وام را ارزیابی کرده و سپس وام را اعطا کنند.

۵-۲. برنامه خرید اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی (تحت عملیات بازار باز)

فدرال رزرو برای تضمین دسترسی بانک‌های عضو به نقدینگی، عملیات بازار باز انجام داد. این وجوه به طور مؤثر وام‌های کوتاه‌مدتی بودند که به بانک‌های عضو اعطا می‌شد و در قبال آنها اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی به عنوان وثیقه از بانک‌ها گرفته می‌شد. همچنین فدرال رزرو نرخ بهره وام‌های اعطایی کوتاه‌مدت که نرخ تنزیل در آمریکا نامیده می‌شود را کاهش داد. این اقدامات سبب کاهش اصطکاک‌های سیستم مالی از دو جهت شد. اولاً این اقدامات سبب دسترسی نهادهای با دارایی‌های غیرنقد^۲ با پشتوانه وام‌های رهنی به منابع نقد شد. این موضوع از فروش این اوراق با ضرر بسیار زیاد جلوگیری کرد. ثانیاً وجوه در دسترس سبب تحرک بازار اوراق تجاری (و به تبع آن با توجه به اثر این اوراق روی بخش حقیقی اقتصاد) سبب تحرک کل فعالیت‌های اقتصادی شد.

1. Federal Reserve Board, Haver Analytics.

2. Illiquid



۳-۵. تسهیلات حراج مدت‌دار^۱

تحت این برنامه فدرال رزرو وام‌های وثیقه‌دار را با مدت ۲۸ و ۸۴ روز برای نهادهای سپرده‌پذیر که دارای شرایط خوبی بودند و انتظار بر این بود که در مدت اعطای وام وضعیت آنها تداوم داشته باشد، حراج می‌کرد. وثیقه واجد شرایط همانند آنهایی بود که برای وام‌های پنجره تنزیل قابل قبول شمرده می‌شد. برنامه در دسامبر ۲۰۰۷ برقرار شد. فدرال رزرو میزان ماهیانه این حراج‌ها را به ۱۰۰ میلیارد دلار در مارس ۲۰۰۸ رساند در حالی که برای ماه‌های پیش از آن مقدار حراج در حدود ۶۰ میلیارد دلار بود. علاوه بر این با توجه به شرایط بحرانی در آن زمان، فدرال رزرو نوع نهادهای مالی که این حراج‌ها برای آنها امکانپذیر بود را گسترش داد و بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌توانستند در این حراج شرکت کنند. همچنین نوع وثیقه‌هایی که قابل قبول قلمداد می‌شدند توسعه یافته و دارایی‌های ریسکی‌تر نیز به عنوان وثیقه پذیرفته شدند.

۴-۵. خطوط سواپ دلاری^۲

با توجه به توسعه بحران مالی که منشأ آن آمریکا بود، کشورهای دیگر همانند کشورهای اتحادیه اروپا و ژاپن، بانک مرکزی آمریکا تصمیم به برقراری خطوط سواپ دلاری برای فراهم کردن نقدینگی دلاری در بازارهای خارج از محدوده آمریکا گرفت. معامله سواپ به این شکل عمل می‌کند که در ابتدا زمانی که یک بانک خارجی مثلاً در ژاپن یا اتحادیه اروپا به خط سواپ دلاری وصل می‌شود، مقدار مشخصی از پول رایج خود را با نرخ رایج بازار در مقابل دریافت دلار به فدرال رزرو می‌فروشد. در همان زمان، فدرال رزرو و همان بانک خارجی وارد یک موافقتنامه می‌شوند که طی آن بانک خارجی متعهد می‌شود که پول رایج خود را در یک تاریخ مشخص در آینده با همان نرخ ارز خریداری کند. از آنجایی که نرخ ارزی که با آن معامله آینده صورت خواهد پذیرفت در روز قرارداد روشن است، از این بابت ریسکی در این قرارداد وجود ندارد. بانک مرکزی خارجی دلارهای قرض گرفته شده از فدرال رزرو را از طریق حراج با نرخ ثابت و متغیر در اختیار بانک‌های تحت قلمرو خود قرار می‌دهد. در هر دو حالت موافقت بین بانک مرکزی خارجی و نهادی که وجوه را دریافت می‌کند، ایجاد می‌شود. در اینجا بانک مرکزی خارجی واجد شرایط بودن نهاد وام‌گیرنده و قابل پذیرش بودن وثیقه آن نهاد را تعیین می‌کند. بنابراین بانک مرکزی خارجی متعهد به بازگشت دلار گرفته شده از فدرال رزرو است و ریسک اعتباری این معامله را تحمل می‌کند. در انتهای قرارداد سواپ، بانک مرکزی خارجی مقداری بهره که برابر با درآمد ناشی از عملیات وام‌دهی به نهادهاست را به فدرال رزرو می‌پردازد. برخلاف این، فدرال رزرو بهره‌ای بابت ارز خارجی پرداخت نمی‌کند، اما متعهد می‌شود که از آن به عنوان وام استفاده نکرده یا سرمایه‌گذاری با آن انجام ندهد. این نوع اقدام باعث جلوگیری از مشکلات مربوط به مدیریت ذخایر در بانک مرکزی خارجی می‌شود.

1. Term Auction Facility
2. Dollar Swap Lines

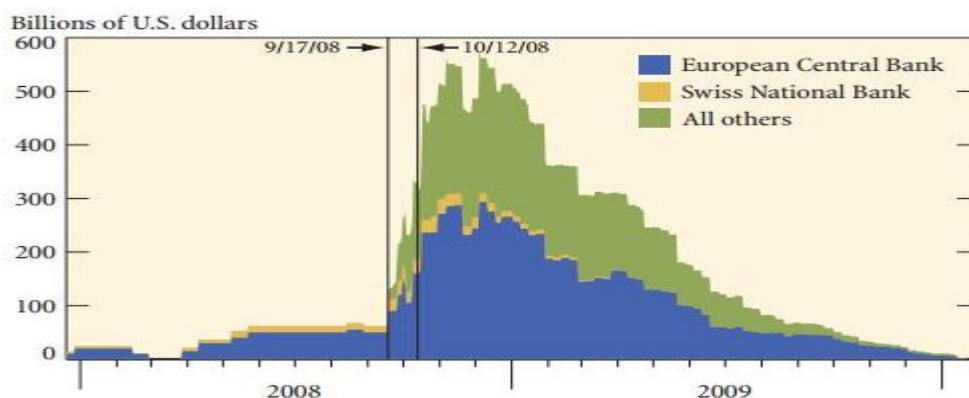
در جدول ۳ خطوط سواپ دلاری باز شده با بانک‌های مرکزی خارجی تا انتهای اکتبر ۲۰۰۸ آورده شده است. نمودار ۱۷ نیز میزان کل مانده دلاری خطوط سواپ برای بانک‌های مرکزی خارجی را نشان می‌دهد.

جدول ۳. خطوط سواپ دلاری باز شده با بانک‌های مرکزی خارجی تا انتهای اکتبر ۲۰۰۸

بانک مرکزی اتحادیه اروپا، بانک ملی سوئیس	۱۲ دسامبر ۲۰۰۷
بانک‌های مرکزی ژاپن، انگلستان و کانادا	۱۸ سپتامبر ۲۰۰۸
بانک مرکزی استرالیا، بانک مرکزی سوئد، بانک مرکزی نروژ، بانک ملی دانمارک	۲۴ سپتامبر ۲۰۰۸
بانک مرکزی نیوزیلند	۲۸ اکتبر ۲۰۰۸
بانک‌های مرکزی برزیل، مکزیک، کره و سنگاپور	۲۹ اکتبر ۲۰۰۸

مأخذ: فلمینگ، کلیج.^۱

نمودار ۱۷. مانده دلاری خطوط سواپ برای بانک‌های مرکزی خارجی



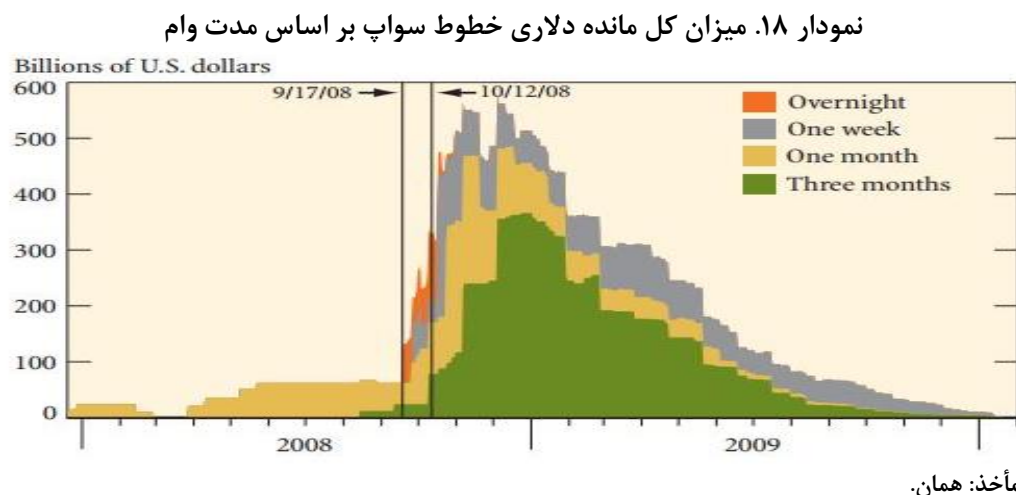
مأخذ: فلمینگ، کلیج.

در ۱۳ اکتبر ۲۰۰۸ با بدتر شدن اوضاع بازار مالی، فدرال رزرو مقدار وام‌دهی از طریق سواپ دلاری را به طور قابل توجهی افزایش داد و اعلام کرد که محدودیت‌های موجود در خطوط سواپ را برای بانک مرکزی اتحادیه اروپا، بانک مرکزی انگلستان، بانک ملی سوئیس و بانک مرکزی ژاپن برمی‌دارد. هم‌زمان با این اعلام، بانک‌های مرکزی خارجی مکانیسم‌هایی را که با آنها نقدینگی دلاری را به بازار تزریق می‌کردند، تغییر دادند. آنها برنامه تأمین وجوه شبانه که در مقادیر پایین صورت می‌گرفت را ادامه دادند، اما مزایده‌های با مقادیر محدود برای سررسید یک‌ماهه و سه‌ماهه را با مزایده‌های با نرخ ثابت و بدون محدودیت مقداری و سررسید یک هفته‌ای، یک‌ماهه و سه‌ماهه جایگزین کردند. با این برنامه، نهادهای واجد شرایط می‌توانستند در مقابل

1. The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines, 2010.



وثیقه قابل قبول هر مقدار که نیاز داشتند قرض بگیرند. نرخ‌های مربوط برای این عملیات به جای تعیین شدن در برنامه تسهیل حراج مدت‌دار فدرال رزرو در آمریکا، توسط بانک‌های مرکزی مشارکت‌کننده در برنامه تعیین می‌شد. نمودار ۱۸ میزان کل مانده دلاری خطوط سواپ بر اساس مدت وام



۵-۵. تسهیلات وام‌دهی اوراق بهادار^۱

این تسهیلات، تسهیلات ۲۸ روزه‌ای بودند که توسط فدرال رزرو مدیریت می‌شدند و در مقابل وثیقه‌های واجد شرایط برای برنامه، اوراق خزانه، اوراق قرضه و اوراق بهادار شاخص‌بندی شده اعطا می‌شد. این برنامه در ۱۱ مارس ۲۰۰۸ شروع شد و تا انتهای برنامه اوراق خزانه آمریکا به ارزش ۲/۳ تریلیون دلار وام به ۱۸ بانک حاضر در وال‌استریت داده شد. در سال ۲۰۰۸ با توجه به کمبود شدید نقدینگی، فدرال رزرو تصمیم گرفت تا وثیقه‌های قابل قبول برای این برنامه را توسعه بخشد. بدین منظور وام‌های دانش‌آموزی، وام ماشین، بدهی کارت‌های اعتباری تا جایی که از رتبه اعتباری بالایی برخوردار بودند، به عنوان وثیقه پذیرفته شدند.

۵-۶. تسهیلات اعتباری برای معامله‌گران اولیه^۲

هم‌زمان با سقوط بانک بیر استرنز، فدرال رزرو تسهیلات جدیدی را تحت عنوان تسهیلات اعتباری برای معامله‌گران اولیه اعلام کرد. وام‌گیرندگان واجد شرایط شامل تمامی نهادهای مالی تحت عنوان معامله‌گران اولیه بودند و شرایط وام موافقتنامه بازخرد^۳ بود که بر اساس آن کارگزار، اوراق بهاداری را در ازای وجوه

1. Term Securities Lending Facility
2. Primary Dealers Credit Facility
3. Repurchase Agreement

بانک مرکزی از دریچه تنزیل می‌فروخت. اوراق بهادار درگیر در این مسئله به عنوان وثیقه عمل می‌کرد و فدرال رزرو نرخ بهره‌ای معادل نرخ بهره وجوه فدرال بر این وجوه نیز می‌پرداخت. این تسهیلات با هدف بهبود توانایی معامله‌گران برای دستیابی به نقدینگی در بازار وام‌های شبانه بود و بانک‌ها برای نیاز خود به ذخایر از آن بهره می‌برند. خلق تسهیلات اعتباری برای معامله‌گران اولیه برای اولین بار در تاریخ فدرال رزرو رخ داد که طی آن فدرال رزرو به طور مستقیم به بانک‌های سرمایه‌گذاری وام اعطا کرد. در طول سه روز اولیه از معرفی این تسهیلات به طور میانگین روزانه ۱۲/۳ میلیارد دلار قرض گرفته شد. فعالیت وام‌دهی در هفته اول اکتبر ۲۰۰۸ به اوج خود رسید که به طور میانگین روزانه ۱۵۰ میلیارد دلار وام اعطا می‌شد. تسهیلات در اول فوریه ۲۰۱۰ خاتمه یافت. بنا بر گزارش‌های فدرال رزرو تمامی وام‌های داده شده تحت این تسهیلات به طور کامل با بهره بازپرداخت شدند. فدرال رزرو در مجموع ۸/۹۵ تریلیون دلار از طریق این شکل از تسهیلات به بانک‌ها طی مدت برنامه قرض اعطا کرد.

۷-۵. تسهیلات نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول در رابطه با اوراق تجاری با پشتوانه دارایی^۱
اجرای این تسهیلات در سپتامبر ۲۰۰۸ شروع شد و اول فوریه ۲۰۱۰ خاتمه یافت. تمامی نهادهای سپرده‌پذیر آمریکا، شرکت‌های وابسته به بانک و نمایندگی‌های بانک‌های خارجی، واجد شرایط برای استفاده از این تسهیلات بوده‌اند.

وثیقه مربوط برای این تسهیلات باید دارای شرایط زیر می‌بود:

۱. در روز یا بعد از ۱۹ سپتامبر ۲۰۰۸ توسط وام‌گیرنده از یک شرکت ثبت شده سرمایه‌گذاری خریداری شده باشد که خود را صندوق سرمایه‌گذاری بازار پول تلقی می‌کند.
۲. در زمان تقاضا برای برنامه کمتر از A1، F1 یا P1 توسط حداقل دو تا از شرکت‌های عمده رتبه‌بندی^۲، رتبه‌بندی نشده باشد و در صورتی که تنها توسط یکی از شرکت‌های عمده رتبه‌بندی، رتبه‌بندی شده باشد، آنگاه در میان رتبه‌بندی‌های بالا باشد.
۳. توسط نهادهای منتشر شده باشد که تحت قوانین ایالات متحده آمریکا باشد یا تحت تقسیمات سیاسی این کشور باشد.

۴. در صورتی که وام‌گیرنده بانک باشد، این وثیقه نباید دارای سررسید اعلام شده بیش از ۱۲۰ روز باشد و در صورتی که وام‌گیرنده غیربانک باشد، وثیقه نباید دارای سررسید اعلام شده بیش از ۲۷۰ روز باشد.

1. Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility

2. Credit rating Agencies



۸-۵. تسهیلات سرمایه‌گذاری اوراق تجاری

با معرفی تسهیلات سرمایه‌گذاری اوراق تجاری، فدرال رزرو وثیقه‌هایی که در ازای آنها وام اعطا می‌کرد را گسترش داد. با معرفی این تسهیلات، فدرال رزرو منبع اصلی اعتبار برای کسب و کارهای غیرمالی علاوه بر بانک‌های تجاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری شد. مقامات فدرال رزرو اظهار کرده بودند تا جایی که لازم باشد به خرید بدهی ادامه خواهد داد تا بازار به کارکرد عادی خود برسد. طی این برنامه قبل از خاتمه یافتن آن میزان کل نقدینگی وام داده شده در این برنامه ۷۳۸ میلیارد دلار بوده است. ۴۵ شرکت از ۸۱ شرکت حاضر در این برنامه خارجی بودند.

۶. اقدامات مجلس قبل از سپتامبر ۲۰۰۸

قبل از سپتامبر ۲۰۰۸ دو قانون تصویب شد که به منظور تقلیل آنچه تحت عنوان اثر بحران وام‌های رهنی و رکود قریب‌الوقوع تصور می‌شد، بود. اولی قانون تحریک اقتصادی ۲۰۰۸ بود که در ۱۳ فوریه سال ۲۰۰۸ به تصویب رسید. این قانون شامل کاهش و بازپرداخت مالیات برای خانوارهای کم‌درآمد، انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاری و توسعه وام‌های قابل قبول برای خرید توسط فنی می و فردی مک بود. این اقدامات با هزینه ۱۵۲ میلیارد دلاری برای سال ۲۰۰۸ به منظور تقویت اقتصاد و معکوس کردن روند رو به پایین در قیمت مسکن و مستغلات بود. اثربخش بودن این اقدام انگیزشی روی مخارج مصرفی محل نزاع است. تحلیل برودا و پارکر^۲ در سطح داده‌های خانوار نشان‌دهنده افزایش ۳/۵ درصدی در مخارج است که برای خانوارهای با درآمد کمتر از ۱۵ هزار دلار بیشتر نیز بوده است. در طرف مقابل تحلیل تیلور^۳ گویای این است که بیشتر بازپرداخت مالیات در واقع پس‌انداز شده و تبدیل به مخارج مصرفی نشده است.

دومین قانون مهم در جولای ۲۰۰۸ تحت عنوان «قانون بازیابی اقتصادی و مسکن» تصویب شد. هدف این قانون بهبود اوضاع بحرانی در بازار مسکن و مستغلات بود. به طور خاص برنامه «امید برای صاحبخانه‌ها»^۴ وام‌های رهنی اعطا شده به افراد با رتبه اعتباری پایین را تا ۳۰۰ میلیارد دلار تضمین می‌کرد، در صورتی که وام‌دهنده‌ها با کاهش تراز وام اصلی به ۹۰ درصد ارزش جاری آن موافقت می‌کردند. در مقابل این تضمین وام، دولت نصف افزایش ارزش آتی قیمت مسکن را دریافت می‌کرد. این برنامه به طور مشخص برای کمک به دو نوع از صاحبخانه‌ها طراحی شده بود، یکی آنهایی که دارای وام‌های دون اعتبار با نرخ‌های بالا بودند و دیگری آنهایی که ارزش ملک آنها از ارزش وام آنها کمتر شده بود. علاوه بر این، برای خانه اولی‌ها این برنامه اعتبار مالیاتی قابل بازپرداخت ۱۰ درصد را ارائه می‌داد.

1. Economic Stimulus Act

2. Christian Broda and Jonathan A. Parker, "The Impact of the 2008 tax Rebates on Consumer Spending: A first look at the evidence", Vox EU August 2008.

3. John B. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What We Wrong", November 2008, p12-13149.

4. HOPE for Homeowners

۷. اقدامات خزانه‌داری قبل از سپتامبر ۲۰۰۸

قبل از سپتامبر ۲۰۰۸ خزانه‌داری دارای نقش محدودی در عکس‌العمل مستقیم در مقابل بحران مالی رو به رشد داشت و تنها به کمک‌های محدود به سازمان‌های مختلف بسنده کرده بود. در ۱۰ اکتبر ۲۰۰۷ خزانه‌داری اتحادیه «HOPE NOW» از مشاوران، وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران رهنی را ایجاد کرد که برای اطلاع‌رسانی و حمایت از مالکان منازل بود. تا آگوست ۲۰۰۸ اتحادیه مدعی بود که از حدود ۲/۳ میلیون سلب مالکیت منازل از صاحبخانه‌ها جلوگیری کرده است. در مارس ۲۰۰۸ خزانه‌داری بیشتر درگیر بحران شد و اعتقاد بر این است که در راستای نجات بانک سرمایه‌گذاری بیر استرنز شدیداً فعالیت کرده است که قبل از برنامه فدرال رزرو برای حمایت از نهادهای مالی مهم بود. در همین اثنا نهادهای مالی را برای افزایش نسبت‌های سرمایه تحت فشار قرارداد که به منظور جبران زیان‌های احتمالی در رابطه با بازار رهنی و تعهدات بدهی وثیقه‌دار بود. در ۱۳ جولای ۲۰۰۸ خزانه‌داری خطوط اعتباری را به فردی مک و فنی می گسترش داد و همچنین در صورت نیاز آماده خریداری حقوق صاحبان سهام^۱ در هر دو شرکت بود.

۸. اقدامات بعد از سپتامبر ۲۰۰۸

در میانه دوران ریزش شدید شاخص‌های بازار سهام و هجوم سرمایه‌گذاران به سمت بازارهای مطمئن همانند طلا، خزانه‌داری وارد مذاکره با کنگره برای برنامه نجات مالی شد. در ۲۰ سپتامبر، وزیر خزانه‌داری پالسون و سپس رئیس‌جمهور جورج دبلیو بوش طرح پیشنهاد خرید تا ۷۰۰ میلیارد دلار از دارایی‌های منجمد شامل اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی و دیگر اوراق بهادار که به اوراق بهادار سمی یا مشکل‌دار مشهور شده بودند را اعلام کردند. طرح مورد نظر که به طور مشخص در راستای کاهش زیان در مؤسسات مالی و روان کردن بازار اعتبار بود در ابتدا با استقبال مواجه شد و با بروز شایعه‌های اولیه قبل از ۱۹ سپتامبر شاخص داو جونز رشد قابل توجهی را تجربه کرد. برای مشمول شدن در طرح، یک نهاد باید تحت قوانین و مقررات فدرال می‌بود و همچنین در ۲۱ سپتامبر برای نهادهای خارجی نیز طرح قابل اعمال بود. زمانی که دارایی‌ها خریداری می‌شدند خزانه‌داری با استخدام مدیران دارایی به مدیریت دارایی‌ها تا سررسید می‌پرداخت. مکانیسم پیشنهاد شده برای خرید دارایی‌ها مکانیسم حراج معکوس بود. به طوری که چندین فروشنده برای فروش دارایی به یک خریدار رقابت می‌کردند که در اینجا خزانه‌داری آمریکا بود. حراج می‌توانست در مورد طبقات مختلفی از دارایی‌ها اجرا شود و همچنین با درگیر کردن تعداد زیادی از فروشندگان به کاهش ریسک غیررقابتی بودن حراج بینجامد. هم وزیر خزانه‌داری وقت و هم رئیس فدرال رزرو بر این باور بودند که خزانه‌داری با تقاضای سهام فروشندگان، آنها را از شرکت در حراج منصرف نکند.



۸-۱. اجرای قانون «برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار»^۱

وجوه در نظر گرفته شده در برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار آن طور که در ماه سپتامبر پیش‌بینی می‌شد به کار گرفته نشد. در واقع خزانه‌داری آمریکا به جای خرید دارایی‌های مشکل‌دار، همانند انگلستان عمل کرد و استراتژی تزریق سرمایه را پیگیری کرد. در ۱۴ اکتبر ۲۰۰۸ خزانه‌داری آمریکا اعلام کرد که ۲۵۰ میلیارد دلار از وجوه برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار تحت برنامه خرید سرمایه برای خرید سهام ممتاز در نهادهای بانکی به کار گرفته خواهد شد. سهام ممتاز ارشد با عدم مالکیت حق رأی به عنوان سرمایه سطح اول در نظر گرفته می‌شود و نیازمند معرفی عضو هیئت مدیره نیست. سهام ممتاز ارشد برای سه سال اول سود قابل تجمیع سالیانه ۵ درصد و برای بقیه سال‌ها سود ۹ درصد ایجاد می‌کند که در مقایسه با انگلستان برای بانک‌ها بسیار جذاب‌تر بود. شرایط مورد نیاز برای شرکت در برنامه علاوه بر جبران هزینه‌های اجرایی و الزامات حاکمیت شرکتی که در قانون پایدارسازی اقتصادی در نظر گرفته شده بود، مطرح می‌کرد که سرمایه‌گذاری باید معادل حداقل یک درصد از دارایی‌ها (با در نظر گرفتن ریسک) و همچنین کمتر از کمترین مقدار بین ۲۵ میلیارد دلار و ۳ درصد دارایی‌ها (با در نظر گرفتن ریسک) باشد.

تحت برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار به خزانه‌داری اجازه داده شده بود که طرح‌های متفاوتی را اجرا کند. به طور خاص خزانه‌داری برنامه سرمایه‌گذاری هدف‌دار^۲ و برنامه تضمین دارایی^۳ را اجرا کرد. تحت برنامه سرمایه‌گذاری هدف‌دار مقدار اضافی ۲۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای برای سیتی‌گروپ^۴ در نوامبر ۲۰۰۸ و بانک آمریکا^۵ در ژانویه ۲۰۰۹ فراهم شد. در هر دو مورد بانک‌ها در مقابل، ۲۰ میلیارد دلار سهام ممتاز با سود قابل تجمیع با نرخ سالیانه ۸ درصد که با تضمین برای خرید سهام عادی همراه بود را به خزانه‌داری آمریکا واگذار کردند. علاوه بر این دو طرح، خزانه‌داری تحت طرح نهادهای شکننده بااهمیت سیستماتیک^۶ ۴۰ میلیارد دلار به گروه بیمه آمریکا^۷ و همچنین تحت برنامه فراغت از دارایی‌های مشکل‌دار، وام‌های قابل توجهی را به دو تولیدکننده بزرگ اتومبیل، جنرال موتورز و کرایسلر اعطا کرد.^۸

در انتهای دوره ریاست‌جمهوری جورج بوش چیزی در حدود ۳۵۰ میلیارد دلار تحت برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار سرمایه‌گذاری انجام پذیرفت.

-
1. Troubled Asset Recovery Program
 2. Targeted investment Program
 3. Asset Guarantee Program
 4. Citygroup
 5. Bank of America
 6. Systematically Significant Failing Institutions
 7. American Insurance Group
 8. Troubled Asset Relief Program Transaction Report, US Treasury

علاوه بر نقش هدایت‌کننده وزارت خزانه‌داری در اجرای قانون برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار، خزانه‌داری چند طرح اضافی را برای بازگرداندن پایداری مالی اجرا کرد. در تلاشی به منظور ایمن کردن سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول، خزانه‌داری برنامه تضمین موقت را در ۱۹ سپتامبر ۲۰۰۹ در تکمیل تلاش‌های فدرال رزرو برای افزایش نقدینگی آنها اجرا کرد. با نگرانی از ورشکستگی و نابودی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بازار پول که می‌توانست منجر به فشار کمبود نقدینگی در بازار جهانی شود، خزانه‌داری پنجاه میلیارد دلار برای تضمین سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول در مقابل بهره دریافتی در نظر گرفت. این طرح که با همراهی سازمان بورس و اوراق بهادار انجام شد به طور موفقیت‌آمیزی جلوی هجوم به صندوق‌های بازار پول را گرفت و بازار را پایدار ساخت و همچنین مشارکت‌کنندگان زیادی را جذب کرد و در ادامه هم به لحاظ زمانی و هم به لحاظ حجم نقدینگی توسعه یافت. در دهم فوریه وزیر خزانه‌داری طرح کلی برنامه پایداری مالی را معرفی کرد. اصول اساسی و مرکزی برنامه به منظور افزایش اعتبار و تسهیل بازگشت بخش بانکی به وضعیت نرمال طراحی شده بود. اگرچه این طرح خزانه‌داری را ملزم به تأمین مالی و رای برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار نمی‌کرد. طرح کلی شامل سرفصل‌های زیر بود:

- اجرای آزمون استرس مالی برای بنگاه‌های با ارزش بیشتر از صد میلیارد دلار،
- فراهم کردن سرمایه از طریق خرید سهام ممتاز قابل تبدیل برای شرکت‌هایی که در آزمون استرس مالی نیازمند کمک شناخته می‌شدند،
- فراهم کردن صد میلیارد دلار برای بسط برنامه تسهیلات اوراق بهادار با پشتوانه دارایی که توسط فدرال رزرو اجرا می‌شد،
- ایجاد یک بانک عمومی خصوصی برای خرید دارایی‌های سمی با هدف استفاده از تأمین مالی عمومی برای ایجاد ظرفیت خرید پانصد میلیارد دلاری در بخش خصوصی،
- تعهد هم‌زمان خزانه‌داری و فدرال رزرو به میزان پنجاه میلیارد دلار برای کاهش پرداخت‌های وام‌های رهنی و ایجاد دستورالعمل تعدیل وام از طریق وادار کردن شرکت‌هایی که کمک فدرال دریافت می‌کردند به مشارکت در برنامه رفع سلب حق اقامه دعوی.

جزئیات بانک عمومی خصوصی برای خرید وام‌ها و اوراق سمی مشکل‌دار در ۲۳ مارس ۲۰۰۹ اعلام شد. با استفاده از ۷۵ تا ۱۰۰ میلیارد دلار از وجوه برنامه ریکاوری دارایی‌های مشکل‌دار، خزانه‌داری ابتدا در خرید دارایی‌های سمی که فروش آنها در بازار بسیار مشکل بود، باید سرمایه‌گذاری می‌کرد. با کاهش ریسک برای ترغیب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، فدرال رزرو وام‌های با نرخ بهره پایین برای خرید اوراق بهادار



فراهم می‌کرد در حالی که شرکت فدرال بیمه سپرده‌ها در مقابل زیان وام‌ها تضمین ارائه می‌کرد. خزانه‌داری امیدوار بود که بانک‌ها ابتدا پانصد میلیارد دلار خرید انجام خواهند داد که به طور بالقوه به هزار میلیارد دلار نیز افزایش می‌یافت. سود حاصل از فعالیت بانک بین خزانه‌داری و بخش خصوصی تقسیم می‌شد.

۲-۸. تصویب قانون داد - فرنک در رابطه با تنظیم‌گری بخش مالی

قانون داد - فرنک که صورت کامل آن قانون ترمیم وال استریت و حمایت از مصرف‌کننده است، در جولای ۲۰۱۰ تصویب شد و هدف آن ایجاد فرایندهای تنظیم‌گری مالی برای محدود کردن تحمل ریسک با تحمیل شفافیت^۱ و مسئولیت‌پذیری^۲ است. به دلیل اینکه بخش قابل توجهی از بحران به علت تنظیم‌گری ضعیف و اعتماد بیش از اندازه به بانک‌های بزرگ بوده است، یکی از اهداف این قانون قرار دادن بانک‌ها تحت قوانین تنظیم‌گری سخت‌گیرانه است. این قانون شورای نظارت بر ثبات مالی^۳ را ایجاد کرد که وظیفه آن پیگیری مسائل مربوط به بخش مالی و جلوگیری از بروز رکودی دیگر در اثر بحران مالی است.

با تحت نظارت شدید قرار دادن سیستم بانکی، این قانون در پی حذف نیاز به برنامه نجات مالی^۴ با هزینه مالیات‌دهندگان است.

برای اطمینان از انجام همکاری توسط افراد داخلی^۵ در صنعت مالی و مبارزه با فساد در این بخش، قانون داد - فرنک شامل بخش اطلاع‌رسانی است که به منظور تشویق افرادی با اطلاعات دست اول در رابطه با انحرافات موجود در بازار بورس و اوراق بهادار برای گزارش به دولت پاداش مالی در نظر گرفته شده است. این قانون در ادامه چند لایحه قانونی همانند قانون ساربانس - اوکسلی^۶ در سال ۲۰۰۲ و قانون گرام - لیچ - بلایلی در سال ۱۹۹۹ - که در کنگره برای جلوگیری از تحمیل ضرر و زیان به مصرف‌کنندگان (مالیات‌دهندگان) تصویب شده بودند - تصویب شد. تحت این قانون سازمان حفاظت مالی از مصرف‌کنندگان^۷ تشکیل شد که هدف آن جلوگیری از تحمیل ضرر و زیان به مصرف‌کنندگان ناشی از بانک‌های بزرگ و تنظیم نشده است. این سازمان با همکاری با تنظیم‌گران در بانک‌های بزرگ از انجام اقدامات پُرخطر که در نهایت دچار ضرر و زیان به مصرف‌کنندگان می‌شود جلوگیری می‌کند. علاوه بر اقدامات و کنترل‌های قانونی، این سازمان برای مصرف‌کنندگان اطلاعات صحیح در رابطه با وام‌های رهنی و رتبه‌های اعتباری و همچنین خط تلفن رایگان ۲۴ ساعته به منظور گزارش در رابطه با مسائل خدمات مالی فراهم می‌سازد.

-
1. Transparency
 2. Accountability
 3. Financial Stability Oversight Council
 4. Bail-out
 5. Insiders
 6. Sarbanes-oxley Act
 7. Consumer Financial Protection Bureau

۹. جمع‌بندی بحران مالی آمریکا (۲۰۰۷)

بحران مالی آمریکا با افزایش نرخ نکول وام‌های رهنی در اوایل سال ۲۰۰۷ شروع شد و در نیمه ۲۰۰۸ با ورشکستگی بانک بزرگ سرمایه‌گذاری لمن برادرز به یک بحران تمام‌عیار تبدیل شد. سه نهاد دولت، مجلس و فدرال رزرو با همکاری هم اقدامات بازگشت اقتصاد به وضعیت عادی را برنامه‌ریزی کردند. مهم‌ترین اقدامات فدرال رزرو در سه قالب زیر بود:

۱. فراهم کردن نقدینگی به طور ویژه برای بانک‌های سرمایه‌گذاری،

۲. حمایت از بازارهای مالی تخریب شده با توسعه برنامه‌های تسهیل مقداری،

۳. حمایت از نهادهای مالی که به طور سیستماتیک مهم محسوب می‌شدند.

در چارچوب این اقدامات کلی، فدرال رزرو برنامه‌های مختلفی همانند تسهیلات حراج مدت‌دار، برنامه خطوط سواپ دلاری و چندین برنامه دیگر را اجرا کرد که در فرونشاندن آشوب بازار مالی نقش مهمی داشتند. در این مدت، فدرال رزرو با تزریق شدید پول به بازار با اجرای برنامه‌های مختلف، پایه پولی را از ۸۲۴/۴ میلیارد دلار در فصل سوم سال ۲۰۰۸ به ۲۶۵۰/۴ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۲ رساند. طی این سال‌ها نرخ رشد پول (M1) برای سال‌های ۲۰۰۸، ۲۰۰۹، ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ به ترتیب ۱۴/۱۲، ۷/۶۷، ۱۰/۵۲ و ۱۸/۰۹ درصد بوده است. این شدت زیاد در افزایش پایه پولی از این جهت فشار تورمی ایجاد نکرد که با نرخ بهره پایین، بانک‌ها تمایلی به وام دادن نداشتند و همچنین به دلیل افزایش ریسک کسب‌وکار، دریافت تسهیلات توسط بنگاه‌ها برای سرمایه‌گذاری جدید نیز محدود بود. در رابطه با اقدامات مجلس می‌توان به تصویب قوانین مختلفی همانند قانون تحریک اقتصادی^۱ اشاره کرد که دولت را ملزم به کاهش و بازپرداخت مالیات خانوارهای کم‌درآمد و ایجاد انگیزه‌های مالیاتی برای افزایش سرمایه‌گذاری می‌کرد.

در سال ۲۰۱۰ قانون بسیار مهم داد - فرنک تصویب شد که نهادهای مالی بزرگ و مهم را شدیداً تحت نظارت و تنظیم‌گری دولت قرار می‌داد و هدف اصلی آن جلوگیری از بروز فساد در این نهادها و همچنین جلوگیری از جبران خسارت احتمالی وارده با استفاده از پول مالیات‌دهندگان بود. خزانه‌داری قبل از سپتامبر ۲۰۰۸ به طور چندان جدی درگیر برنامه‌های پایدارسازی اقتصاد در سطح وسیع نشده بود و تنها به کمک به سازمان‌های محدود بسنده کرده بود. با این حال بعد از سپتامبر ۲۰۰۸ در همکاری با کنگره و فدرال رزرو تحت برنامه ریکآوری دارایی‌های مشکل‌دار و همچنین قانون پایدارسازی اقتصاد به اهدای وام‌ها و کمک‌های مالی به نهادهای مالی و غیرمالی همانند جنرال موتورز تحت برنامه فراغت از دارایی‌های مشکل‌دار پرداخت. نتیجه اقدامات سه نهاد دولت، فدرال رزرو و همچنین کنگره در پایدارسازی اقتصاد محل اختلاف نظر است و

1. Economic Stimulus Act



با وجود ریکواری اقتصاد از رکود، سیاست تسهیل مقداری بعد از سال ۲۰۱۰ نیز ادامه داشت و هم‌اکنون که فدرال رزرو به دنبال افزایش نرخ بهره است، با نگرانی شدید از این اقدام، تنها به افزایش پله‌ای بسیار محدود نرخ بهره اقدام می‌کند.

نتیجه‌گیری - نکاتی برای اقتصاد ایران

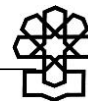
یکی از عوامل مؤثر در بروز بحران مالی در آمریکا و ژاپن، مقررات‌زدایی از نظام مالی با توجیه افزایش کارایی است. تضعیف نظارت بر تجهیز و تخصیص منابع با وجود نوآوری‌های نهادهای مالی در این دو حیطه، زمینه‌ساز پذیرش ریسک‌های قابل توجه، بدون پوشش مناسب و کافی شد و در نهایت منجر به بحران‌های مالی در این کشورها گردید. لذا یکی از نقاط حساس و اثرگذار و البته درس‌آموز برای اقتصاد ایران در این زمینه، طراحی قواعد و قوانین حاکم بر نظام پولی و بانکی به نحوی است که اولاً اقتصاد کشور را در معرض بحران‌های مالی قرار ندهد و ثانیاً منجر به رشد و شکوفایی نظام پولی و مالی و به تبع آن رشد اقتصاد شود. به عبارت دیگر قید اول در طراحی فوق نشان می‌دهد تضعیف نظارت‌ها و قواعد از سوی سیاستگذار، به بهانه افزایش کارایی در نظام پولی و مالی، می‌تواند اثر معکوس داشته باشد، چرا که در صورت وقوع بحران بانکی و مالی، هزینه‌های قابل توجهی بر اقتصاد کشور تحمیل خواهد شد و این تضعیف نظارت خود می‌تواند زمینه‌ساز رکود شدید و مانع شکوفایی اقتصاد شود.

نکته درس‌آموز دیگر برای اقتصاد ایران، مدارای مقامات پولی ژاپن در مواجهه با بحران بانکی در این کشور و تبعات آن است. سیاستگذاران ژاپنی بانک‌ها را مجبور به شناسایی زیان و مقابله با آن نکردند و از طرف دیگر با تضمین کامل سپرده‌ها، جلوی هجوم مردم به بانک‌ها گرفته شد. این سیاست در کوتاه‌مدت توانست رکود سال‌های ابتدایی دهه ۱۹۹۰ میلادی را بهبود بخشد؛ اما به دلیل اینکه مشکل ترازنامه بانک‌ها «حل» نشده بود، به تخصیص منابع و مدیریت ریسک بانک‌ها آسیب زد، عمق بحران را افزایش داد و هزینه اصلاح اساسی نظام بانکی را بالا برد و در نهایت در سال ۱۹۹۷ بحران فراگیر کل شبکه بانکی را فراگرفت. در واقع تجربه ژاپن نشان داد که عدم برخورد جدی با بانک‌های مشکل‌دار و به تعویق انداختن اقدامات اساسی در خصوص آنها منجر به تعمیق بحران بانکی و افزایش هزینه‌های مواجهه با آن در آینده خواهد شد. همچنین طی مدت اتخاذ سیاست «مدارا»، به واسطه مشکلات موجود در ترازنامه بانک‌های مشکل‌دار، این مؤسسات قادر به ایفای نقش اصلی خود در اقتصاد کلان (اعطای تسهیلات) نیستند و از این منظر نیز اقتصاد کشور آسیب خواهد دید. بنابراین با توجه به اینکه مدارا هزینه اصلاح را افزایش می‌دهد و بانک‌های مشمول مدارا نیز ارزش‌افزوده‌ای برای اقتصاد ندارند، شایسته است بانک مرکزی و سایر نهادهای سیاستگذار،

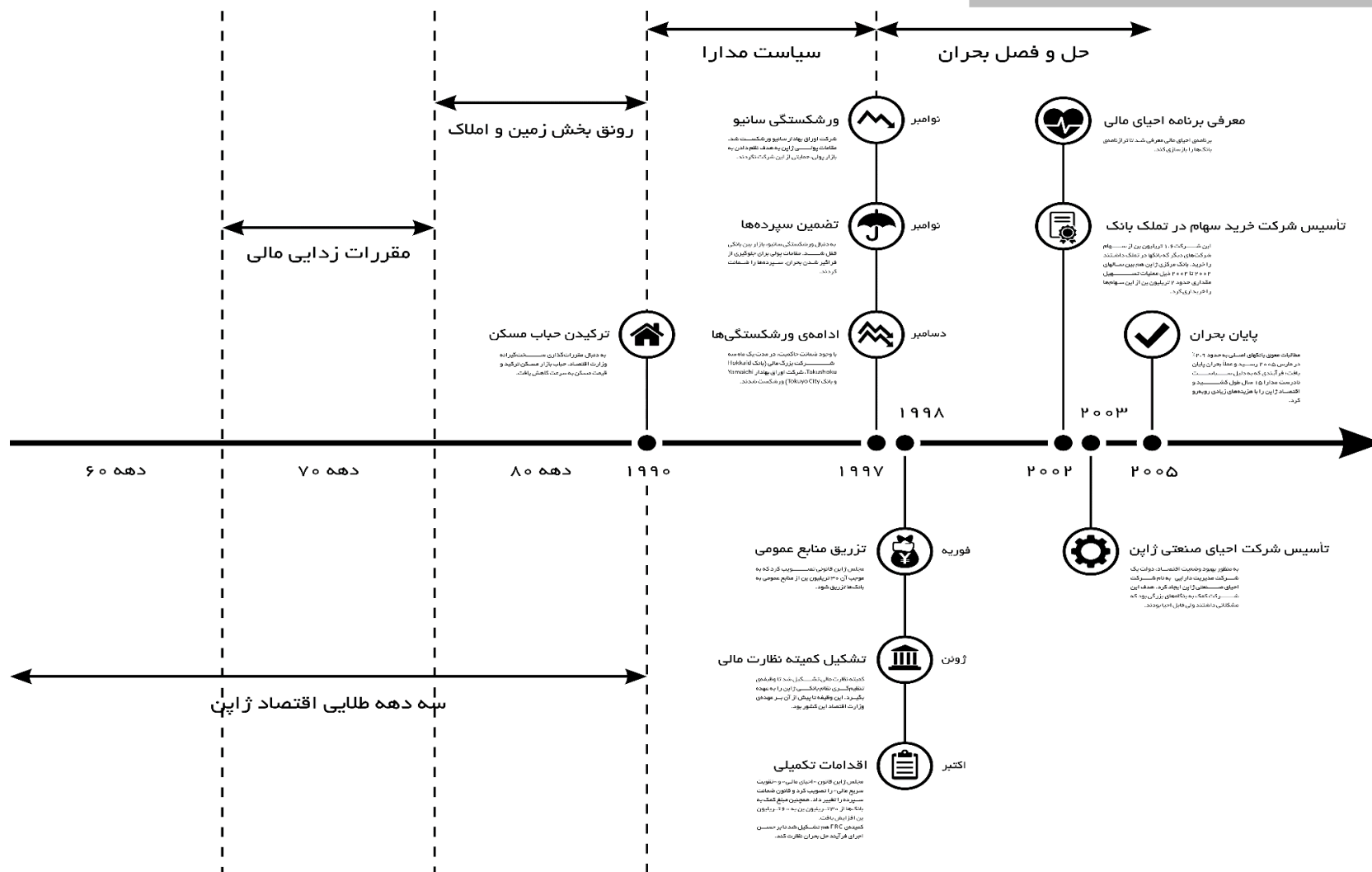
به محض شناسایی نشانه‌های بروز بحران مالی در بانک‌ها، برای جلوگیری از بروز بحران بانکی فراگیر، با بانک‌های مشکل‌دار برخورد جدی کرده و اقدامات مربوط به گزیر (رزولوشن) را برای آنها پی بگیرند. در واقع یکی دیگر از نکات درس‌آموز مطالعه این دو تجربه برای سیاستگذاری کشور این است که هرگونه تأخیر در مواجهه با بانک‌های مشکل‌دار، به معنای افزایش هزینه‌های حل و فصل بحران خواهد بود.

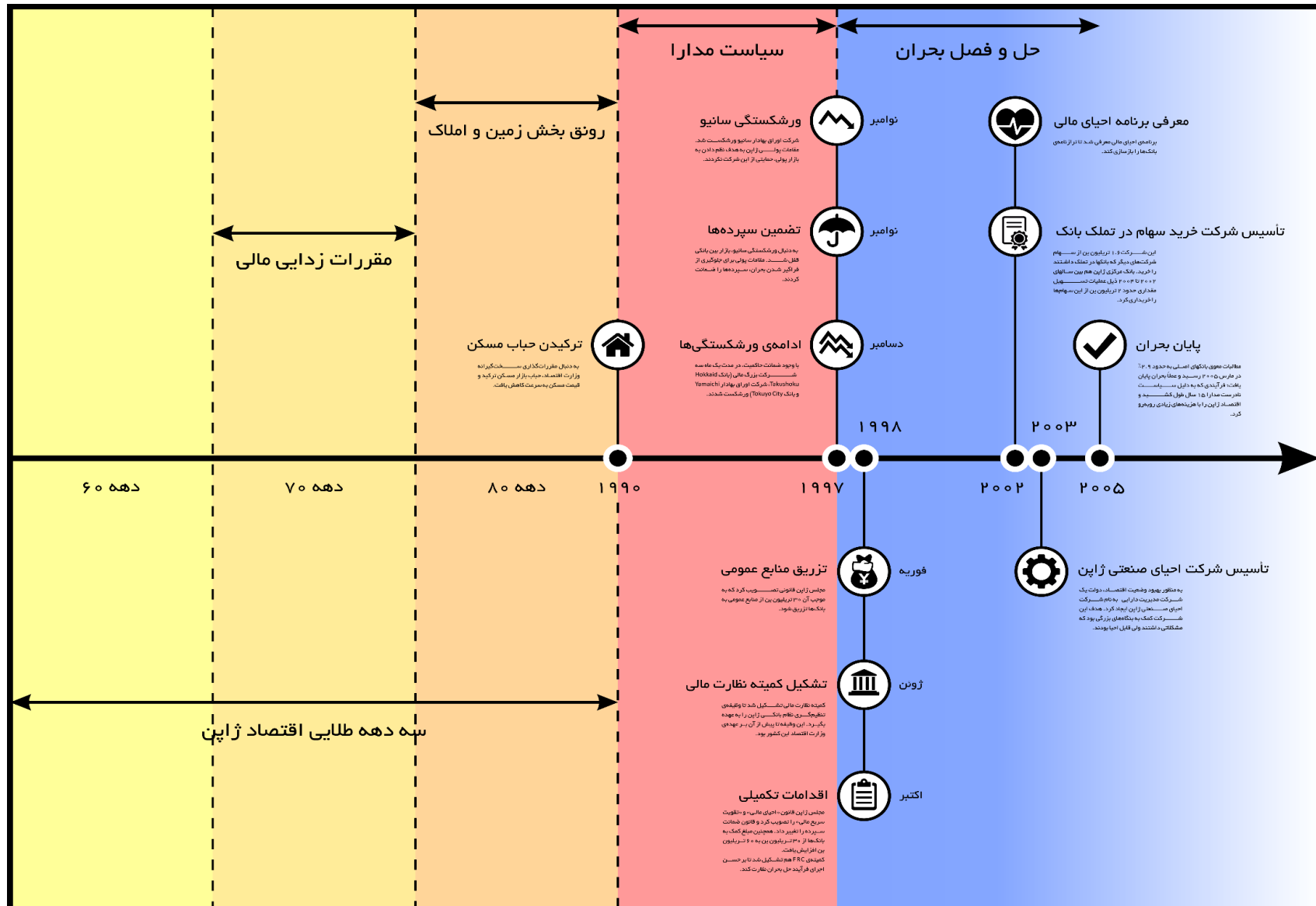
نکته قابل استفاده دیگر، به مرحله اجرای اصلاح نظام بانکی باز می‌گردد. اجرای دقیق و کم‌هزینه اصلاح نظام مالی و بانکی و جلوگیری از وقوع مجدد بحران مالی و بانکی با توجه به ابعاد گسترده آن، در گرو هماهنگی و همکاری قوای سه‌گانه است. در هر دو تجربه، همکاری نزدیک قوای سه‌گانه، به ویژه قوای مقننه و مجریه (البته با حفظ حیطة وظایف و اختیارات) اتفاق افتاده و در تعاملی سازنده، مسیر اصلاح نظام بانکی را هموار کرده است. بر این اساس اجرای دقیق و کم‌هزینه اصلاح نظام بانکی در ایران نیز نیازمند همکاری قوای سه‌گانه است.

نکته مهم دیگر که ناظر به تجربه این کشورها پس از اصلاح نظام بانکی است، اصلاح قواعد و قوانین نظام مالی و بانکی به منظور جلوگیری از وقوع مجدد بحران بانکی است. در آمریکا قانون داد - فرنک، در جولای ۲۰۱۰ در واکنش به بحران و با هدف بهبود فرایندها و ساختارهای تنظیم‌گری مالی تصویب شد. به دلیل اینکه بخش قابل توجهی از بحران به علت تنظیم‌گری ضعیف و اعتماد بیش از اندازه به بانک‌های بزرگ بود، یکی از اهداف این قانون قرار دادن بانک‌ها تحت قوانین تنظیم‌گری سخت‌گیرانه بود. این قانون شورای نظارت بر ثبات مالی^۱ را ایجاد کرد که وظیفه آن پیگیری مسائل مربوط به بخش مالی و جلوگیری از بروز رکودی دیگر در اثر بحران مالی است. لذا باید از وقوع بحران بانکی درس آموخت و زمینه‌های وقوع مجدد بحران را با اصلاح قوانین و مقررات حاکم بر نظام مالی و بانکی از بین برد.



پیوست - خط زمانی رویدادها در بحران ژاپن







منابع و مأخذ

1. Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2010). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton university press.
2. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2014). *Investments* (10th global ed). *Berkshire: McGraw-Hill Education*.
3. Broda, C., & Parker, J. (2008). The impact of the 2008 tax rebates on consumer spending: Preliminary evidence. *Northwestern University, July 29*.
4. Bitner, R. (2008). *Confessions of a subprime lender: An insider's tale of greed, fraud, and ignorance*. John Wiley & Sons.
5. De Larosi re, J., Balcerowicz, L., Issing, O., Masera, R., McCarthy, C., Nyberg, L., & Ruding, O. (2009). Report of the high-level group on financial supervision in the EU.
6. Duhigg, C. (2008). Pressured to Take More Risk Fannie Hit a Tipping Point. *New York Times*, 1.
7. Fleming, M. J., & Klagge, N. (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines.
8. Fujii, Mariko and Kawai Masahiro (2010), Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005, ADBI Working Paper Series, No. 222, June 2010.
9. Kanaya, Akahiro and David Woo (2000), The Japanese Banking Crisis of 1990's: Sources and Lessons, IMF Working Paper.
10. Kanaya, Akahiro and David Woo (2001), The Japanese Banking Crisis of 1990's: Sources and Lessons, Essays in International Economics, No.222, June 2001.
11. Nelson, Benjamin and Misa Tanaka (2014), dealing with a Banking Crisis: What Lessons Can be learned from Japan's Experience? Quarterly Bulletin 2014 Q1.
12. Sanders, A. (2008). The subprime crisis and its role in the financial crisis. *Journal of Housing Economics*, 17(4), 254-261.
13. Taylor, J. B. (2009). *The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong* (No. w14631). National Bureau of Economic Research.
14. Ueda, Kazuo (2009), The Structure of Japan's Financial Regulation and Supervision and the Role Played by the Bank of Japan^YCenter for International Research on The Japanese Economy, January 2009.
15. Ueda, Kazuo (2000), The Japanese Banking Crisis in The 1990's, Banks for International Settlements, 2000.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۶۳۹۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی تجربیات جهانی مواجهه با بحران‌های بانکی (ژاپن - آمریکا)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: اندیشکده حکمرانی شریف (سعید عباسیان، علی نادری شاهی، مهدی اشعری، یوسف عادل)

مدیر مطالعه: سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

ناظران علمی: محمدجواد شریف‌زاده، احمد شعبانی، سیدعلی روحانی

واژه‌های کلیدی:

۱. بحران بانکی ژاپن
۲. بحران مالی آمریکا
۳. مقررات‌زدایی
۴. حباب دارایی
۵. نظارت بانکی
۶. گزیر
۷. اصلاح نظام بانکی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۷/۰۶/۳۰