



**بی‌ثباتی بازارهای مالی و جایگاه بانک مرکزی
در مقابله با بحران‌های مالی**

مجیدرضا داوری *

اسداله جلال آبادی **

شعله باقری پرمهر ***

* دکتری مدیریت بازرگانی و مدیر عامل بانک تجارت
* دانشجوی دوره دکتری علوم اقتصادی و رئیس اداره مطالعات و برنامه ریزی استراتژیک بانک تجارت
* دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۳۹۳	چکیده.....
۳۹۴	مقدمه.....
۳۹۵	۱- بی‌ثباتی بازارهای مالی و دیدگاه‌های حاکم.....
۳۹۷	۲- ساختار معماری مالی جدید.....
۴۰۰	۳- بانک‌های مرکزی و بحران‌های مالی اخیر.....
۴۰۲	۳-۱- سیاست‌های بانک‌های مرکزی در بازگرداندن ثبات کلان اقتصادی.....
۴۰۵	۳-۲- نقش نظارتی بانک‌های مرکزی در برقراری ثبات در بازارهای مالی.....
۴۰۵	۳-۲-۱- نظارت و ثبات مالی انگلستان.....
۴۰۶	۳-۲-۲- نظارت و ثبات مالی در فدرال رزرو.....
۴۰۷	۳-۲-۳- نظارت و ثبات مالی در بانک مرکزی اروپا.....
۴۰۸	۳-۳- مقایسه عملکرد بانک‌های مرکزی در زمینه برقراری ثبات مالی.....
۴۰۹	نتیجه‌گیری.....
۴۱۱	کتاب‌نامه.....

چکیده

طبق فرضیه بازارهای کارای مالی کلاسیک‌ها، بازار مالی همواره در تعادل است. بی‌ثباتی‌های متعدد بازارهای مالی طی سال‌های اخیر و وقوع بحران بزرگ مالی ۲۰۰۸ نتایج این فرضیه را زیر سؤال برد. با پذیرش فرضیه‌های رقیب، مانند فرضیه بازارهای مالی شکننده مینسکی، نقش بانک‌های مرکزی به‌عنوان نهادهای برقرارکننده ثبات مالی اهمیت بیشتری می‌یابد. طی دوران بحران مالی بانک مرکزی دو نقش کنترل بحران در کوتاه مدت و برقراری ثبات بلندمدت در بازارهای مالی را بر عهده دارد که به نظر تحقق این دو به‌صورت هم‌زمان با یکدیگر تضاد دارند. در این مقاله ابتدا ضمن اشاره به ساختار مالی جدید شکل گرفته و نهادهایی که منجر به افزایش ریسک نظام‌یافته بازارهای مالی و ایجاد بی‌ثباتی مالی اخیر شده، با مقایسه رویکرد بانک‌های مرکزی ایالات متحد آمریکا، اتحادیه اروپا و انگلستان در مواجهه با بحران مالی اخیر به تحلیل سیاست‌های بهینه بانک‌های مرکزی در مقابله با بروز بحران‌های مالی و ابزار سیاستی رفع بحران‌های مالی پرداخته‌ایم. نتایج حاصل نشان می‌دهد به‌علت سرعت و شدت اعمال سیاست‌های پولی از سوی فدرال رزرو با هدف کنترل سریع بحران مالی، این بانک ضعیف‌ترین عملکرد را در برقراری ثبات مالی بلندمدت داشته است. از سوی دیگر، با توجه به عملکرد کند بانک مرکزی انگلستان در آغاز دوران بحران، این بانک نیز ضعیف‌ترین عملکرد را در مدیریت سریع بحران داشته و بانک مرکزی اروپا با توجه به ساختار به شدت مستقل و تعهد شدید خود به حفظ ثبات قیمتی در مجموع عملکرد مطلوبی داشته است. در مجموع، تدوین برنامه‌هایی جهت آماده‌سازی اقتصاد در هنگام رویارویی با بحران‌های مالی می‌تواند منجر به کاهش تضادهای سیاستی کوتاه مدت و بلندمدت شده، مقبولیت بانک مرکزی را افزایش داده و زمینه کاهش تعداد، شدت و مدت زمان وقوع بحران‌های مالی را فراهم آورد.

کلمات کلیدی: بحران مالی، سیاست‌های بخش مالی و قوانین، سیاست‌های پولی E52,G38,G01:JEL

مقدمه

یکی از وظایف اساسی بانک‌های مرکزی، حفظ و ارتقاء ثبات مالی در سیستم‌های مالی است. از نظر مفهوم‌شناسی، ثبات مالی به وضعی گفته می‌شود که بحران‌های مالی نظام‌یافته، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نکنند. طی سال‌های اخیر به‌واسطه گسترش فزاینده ابزارها و نوآوری‌های مالی و نیز هزینه‌های بالای بحران‌های مالی تجربه شده، اهمیت سیاست‌های برقرارکننده ثبات در بازارهای مالی توسط بانک‌های مرکزی افزایش یافته است. بانک‌های مرکزی در هر کشور مسئولیت‌ها و ابزارهای سیاستی متفاوتی دارند و توانایی آنان در پیشبرد و حفظ ثبات سیستم مالی کارآمد، به اقتدار آنان و نحوه استفاده آنان از ابزار سیاستی بستگی دارد.

طی دوران بحران مالی، مدیریت بحران که یکی از وظایف اصلی بانک مرکزی است عمدتاً دو هدف اساسی را دنبال می‌کند، این دو هدف عبارتند از:

۱- کاهش عمق و دوره زمانی بحران پدیدآمده

۲- کاهش احتمال وقوع بحران‌های بعدی

به نظر می‌رسد، تأمین همزمان این دو هدف میسر نباشد. زیرا در اغلب اوقات اتخاذ سیاست‌هایی که منجر به کاهش آثار منفی بحران جاری است می‌تواند محرک‌هایی ایجاد کند که با برقراری ثبات مالی در بلندمدت در تضاد است و یا زمینه وقوع بحران‌های بعدی را فراهم آورد. تدوین برنامه‌هایی برای آماده‌سازی اقتصاد در هنگام رویارویی با بحران‌های مالی می‌تواند منجر به کاهش تضادهای سیاستی کوتاه مدت و بلندمدت شود و مقبولیت بانک مرکزی را افزایش داده و زمینه کاهش تعداد، شدت و مدت زمان وقوع بحران‌های مالی را فراهم آورد.

اقتصاد جهانی هم اکنون درگیر شدیدترین بحران مالی بعد از بحران بزرگ ۱۹۲۹ است. آشفتگی بازار اوراق رهنی در اواسط سال ۲۰۰۷ در ایالات متحد آمریکا به بحران بزرگ مالی در سرتاسر جهان تبدیل شد و اقتصاد جهانی را به سمت رکودی عظیم هدایت کرد. با وجود اعمال سیاست‌های پولی شدید از سوی بانک‌های مرکزی و تزریق گسترده نقدینگی از سوی بانک‌های مرکزی، اکثر کشورهای پیشرفته دنیا در مهار بحران بازماندند.

در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ بروز برخی اتفاقات و فشار عواملان اقتصادی، بخش مالی را در جهت مقررات‌زدایی تدریجی پیش برد و سرانجام آن را در قالب ساختار جدیدی درآورد که می‌توان آن را "معماری مالی جدید"^۱ نامید. در این مقاله در ابتدا به بررسی ساختار مالی جدید شکل

^۱ New Financial Architecture

گرفته و نهادهایی که منجر به افزایش ریسک نظام‌یافته بازارهای مالی و ایجاد بی‌ثباتی مالی اخیر شده است خواهیم پرداخت و سپس با مقایسه رویکرد بانک‌های مرکزی ایالات متحد آمریکا، اتحادیه اروپا و انگلستان در مواجهه با بحران مالی اخیر، به تحلیل سیاست‌های بهینه بانک‌های مرکزی در مقابله با بروز بحران‌های مالی و ابزار سیاستی رفع بحران‌های مالی می‌پردازیم.

۱- بی‌ثباتی بازارهای مالی و دیدگاه‌های حاکم

طبق فرضیه بازارهای کارآمد کلاسیک‌ها، بازارهای مالی کارا هستند و بنابراین آنچه بی‌ثباتی مالی خوانده می‌شود در عمل حادث نمی‌شود. بر طبق این فرضیه عوامل اقتصادی قادرند از تمام اطلاعات مربوط به دارایی‌های مالی در فرآیند قیمت‌گذاری آن‌ها در بازارهای مالی به‌درستی بهره‌برداری کنند. طبق فروض اتخاذی کلاسیک‌ها، قیمت دارایی‌های مالی و متعاقب آن قیمت ریسک و بازدهی آن‌ها به‌طور بهینه توسط بازار تعیین می‌شود و هر تغییری نسبت به قیمت‌های تعادلی تنها به واسطه شوک‌های بیرونی انجام می‌شود. در این فرضیه امکان ایجاد حباب‌های قیمتی و ترکیدن حباب‌های شکل گرفته، وجود ندارد. بنابراین دستاورد این فرضیه آن است که به نهاد مسئول ایجاد ثبات مالی که مسئولیت اتخاذ تدابیری برای پیشگیری از بی‌ثباتی مالی و مدیریت بحران مالی در هنگام ایجاد بی‌ثباتی را بر عهده گیرد، نیازی نخواهد بود. (Cooper, 2008)

این دیدگاه مدت زیادی بر نظام مالی حاکم بود، لیکن از آنجاکه شواهد تجربی و ایجاد بی‌ثباتی-ها و بحران‌های متعدد مالی، نتایج فرضیه بازارهای مالی کارا را تأیید نمی‌کردند، نیاز به تبیین نگرش‌های جایگزین به‌وجود آمد. علت عملکرد نامناسب فرضیه بازارهای مالی کارآمد در تبیین شواهد حقیقی بازار مالی را می‌توان به اتخاذ فروض بیش از حد ساده شده و غیر واقعی منسوب کرد که دیدگاه‌های بعدی این نقص را مرتفع کرده و فروضی را به‌کار بردند که به دنیای واقع نزدیک‌تر بود.

فرضیه بازارهای مالی شکننده مینسکی^۱ و نگرش‌های جان مینارد کینز^۲ که بر این اساس پی‌ریزی شدند، نظریه بازارهای کارا را زیر سؤال بردند. براساس فرضیه بازارهای مالی شکننده مینسکی، تعاملات بازارهای مالی نیروهای داخلی ایجاد می‌کند که بازار را به سمت انبساط اعتباردهی و تورم دارایی‌ها و سپس انقباض اعتباری و کاهش شدید قیمتی سوق می‌دهد. در

¹ Minsky's financial instability hypothesis

² John Minard keynse

واقع فرضیه شکنندگی مالی مینسکی به تأیید وجود بی‌ثباتی ذاتی در بازارهای مالی اشاره دارد که طی آن نظام مالی میان بی‌ثباتی و شکنندگی در نوسان است. این نوسان‌ها بخشی جدایی‌ناپذیر از فرآیندی است که چرخه‌های تجاری را به وجود می‌آورد (Wray, Tymoign, 2008). براساس فرضیه بازارهای مالی شکننده مینسکی هنگامی که اقتصاد در رونق است و افراد نسبت به آینده اقتصاد خوشبین هستند، سرمایه‌گذاران و سفته‌بازان تمایل به افزایش سریع بدهی‌های خود خواهند داشت. اگر نهادهای وام‌دهنده نیز همین خوش‌بینی را داشته باشند، به تقاضای اضافه شده برای دریافت وام با حاشیه ایمنی پایین پاسخ خواهند داد. نتیجه این امر افزایش آسیب‌پذیری بانک‌هاست. زیرا ثبات آن‌ها به توانایی بازپرداخت وام توسط وام‌گیرندگان بستگی دارد و اگر به هر علت چشم‌انداز گیرندگان وام تحقق نیابد و توانایی بازپرداخت وام خود را نداشته باشند، بانک‌ها آسیب خواهند دید. در وضعیت رکود مالی، افراد و بانک‌ها برای کاهش بدهی‌های خود کوشش می‌کنند و افزایش نرخ بهره که ناشی از کاهش منابع مالی است منجر به افزایش هزینه‌های وام‌گیری می‌شود که آثار منفی بر ترازنامه بنگاه‌های تولیدی خواهد داشت و احتمال ورشکستگی آن‌ها را افزایش می‌دهد، که این امر خود بی‌ثباتی ایجاد کرده و فرآیند رشد را مختل می‌سازد.

نظریه دیگر که در تقابل با فرضیه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه رجحان نقدینگی کینزی است که وظیفه اصلی بازارهای مالی را ارائه نقدینگی برای دارندگان دارایی‌ها می‌داند و از آن‌جا که بازار دارای نقدینگی باید بازاری همراه با نظم باشد، بنابراین قواعد و نهادهایی باید برای تضمین این نظم به وجود آیند. اگر بحث نظریه رجحان نقدینگی کینز در مورد نظم بازارهای مالی را بپذیریم، در این صورت می‌توان ادعا کرد، بازارهای مالی در کوتاه‌مدت و بلندمدت نمی‌توانند کارآمدی مورد نظر در نظریه بازار کارآمد را به دست دهند و بنابراین نیاز به نهادهای تنظیمی برای قاعده‌مندسازی بازار را می‌پذیرند (Davidson, 2001).

در واقع فرضیه بازارهای مالی شکننده مینسکی، بی‌ثباتی ذاتی در نظام مالی را ترسیم کرده و نگرش کینزی معتقد به کنترل بی‌ثباتی مذکور در صورت استفاده از به‌کارگیری نهادهای تنظیمی است. شباهت این دو نیز رد فرضیه بازارهای مالی کارای کلاسیک‌هاست، زیرا هر دو معتقدند بازار مالی بی‌ثبات است.

تفاوت عمده میان فرضیه بازارهای کارآمد و فرضیه بی‌ثباتی مالی در رابطه با دلیل اصلی حرکت قیمت‌ها در بازارهای مالی است. طبق فرضیه بازارهای کارآمد، بازارها به سمت تعادل پیش می‌روند و بعد از رسیدن به این نقطه تنها به علت وارد آمدن شوک‌های خارجی، غیرمنتظره

و جدید، قیمت قبلی تغییر می‌کند. در تقابل با این ایده، طبق فرضیه بی‌ثباتی عوامل داخلی بازارهای مالی سبب ایجاد بی‌ثباتی می‌شوند و بنابراین وجود نهادهای کنترل ثبات مالی ضروری است.

۲- ساختار معماری مالی جدید

در سال ۱۹۹۷ پل ولکر^۱، رئیس وقت بانک مرکزی ایالات متحد آمریکا، سؤالی را در مورد بازارهای مالی مطرح کرد که خود قادر به یافتن پاسخی برای آن نبود. سؤال وی آن بود که اگر بازارهای مالی رقابتی هستند پس دلیل سودآوری آن‌ها طی مدت زمان طولانی چیست. این مسئله بعدها تحت عنوان پارادوکس ولکر در مقالات علمی مورد بررسی قرار گرفت. طی دو دهه اخیر بازارهای مالی دستخوش تحولات بزرگی شده‌اند که از جمله این تحولات می‌توان به سودآوری چشمگیر آنان اشاره کرد. در حالی که به نظر می‌رسید دوران طلایی سرمایه‌داری مدرن در دهه ۱۹۷۰ پایان یافته باشد، از اوایل دهه ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۰۶ دوران نوین طلایی سرمایه‌داری مدرن شکل گرفت.

در حوزه ادبیات اقتصاد مالی کمتر به این موضوع پرداخته شده که چرا با وجود تشدید رقابت در بازارهای مالی، سود بخش مالی در حال افزایش است، اما سود بخش حقیقی در حال کاهش است. برای توضیح این امر در سال‌های اخیر می‌توان به چند عامل اشاره کرد. نخست آنکه در سال‌های اخیر چند عامل به‌طور برونزا و درونزا باعث افزایش تقاضا و عرضه محصولات و خدمات بخش مالی شدند. افزایش برونزای جریان منابع مالی به مؤسسات مالی از مجراهایی مانند وجوه بازنشستگی، مازاد حساب سرمایه و غیره باعث افزایش عرضه وجوه مالی به بازارهای مالی گردید و افزایش تقاضای اعتبارات که می‌توان علت اصلی آن را تأمین مالی کسر بودجه دولت‌ها، دیون کشورهای جهان سوم و استفاده مؤسسات مالی از دارایی‌های رهنی دانست، تأثیر بسزایی در افزایش رشد تقاضای خدمات مالی داشته است.

عامل دیگر که باعث افزایش تقاضای شدید خدمات بخش مالی در دوران طلایی شد، آن است که بعد از اوایل دهه ۱۹۹۰، اکثر بنگاه‌های مالی سودآوری بالایی داشتند و به این سودآوری بالا با افزایش خدمات‌دهی و ابداع محصولات و خدمات جدید پاسخ گفتند و این

^۱ Paul Volker

عامل درونزا نیز منجر به تشدید تقاضای خدمات مالی شد. در دوران افزایش تقاضا می‌توان سودآوری و رقابت شدید را همزمان با هم تجربه کرد.

دومین دلیل برای توجیه رقابت و سودآوری بخش مالی، افزایش قدرت بازار است. باید توجه کرد که نسبت بالای تمرکز در یک صنعت لزوماً باعث ایجاد قدرت انحصاری در بازار و یا شکل‌گیری انحصار چندجانبه نمی‌شود؛ زیرا بنگاه‌های بزرگ مالی در بازار راهبردی را اتخاذ می‌نمایند که تا حدی رقابتی است و از سوی دیگر تا حدی تعاونی است، بدان معنا که به رقابت و جنگ غیرقیمتی با یکدیگر می‌پردازند. رقابت غیر قیمتی باعث ایجاد انگیزه لازم برای بهبود خدمات، افزایش تقاضا و سرانجام سود بیشتر مؤسسات مالی می‌شود.

سومین دلیل سودآوری بالای نهادهای مالی ریسک‌پذیری بالای آنان است. در هر فعالیت اقتصادی به ثمر نشستن طرح‌هایی با ریسک بالا به معنای کسب سود بالاست. در سال‌های اخیر به واسطه سوددهی بالای بخش مالی، عاملان بازارهای مالی حاضر به تقبل ریسک بالا شده‌اند (Crotty, 2007).

مجموع این عوامل باعث شد تا در دوران شکوفایی نوین بازارهای مالی، بنگاه‌های مالی سودآوری بالایی داشته باشند، لیکن این سودآوری هیچ نوع انحصاری در بازار ایجاد نکند، بدان معنا که هرکس در هر نقطه از دنیا با دسترسی به وسائل ارتباط جمعی می‌تواند بدون هیچ مانعی وارد بازار مالی شود و سهمی از آن را به‌دست آورد.

در ضمن در این دوران مقررات زدایی‌های افراطی منجر به تغییرات نهادی اساسی در بازارهای مالی شد. در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ دو اتفاق عمده، منجر به کاهش کارایی سیستم مالی آمریکا شد. نخست آنکه بازار مالی آمریکا تحت افزایش نرخ تورم و بدهی‌های کشورهای جهان سوم و نیز بحران‌های پس‌انداز و وام‌دهی قرار گرفت که از این مجرا با چالش‌های اساسی روبه‌رو شد. دوم آنکه، مؤسسات مالی طی چند دهه به آرامی از زیر بار فشارهای مقرراتی محدودکننده، به‌دلیل کاهش الزامات مقرراتی، بیرون آمدند. سرانجام حذف قانون جداسازی بانکداری تجاری و بازارهای سرمایه‌ای در سال ۱۹۹۹، که نتیجه دو دهه مقررات‌زدایی افراطی بازارهای مالی بود منجر به ایجاد "معماری مالی جدید" شد. اما به این ساختار ایرادهای نهادی وارد است که این ایرادات منجر به شکل‌گیری بحران مالی شده است.

از نظر کروتی (Crotty, 2008) ساختار معماری مالی جدید انگیزه‌های زیادی برای پذیرش ریسک بالا و تشکیل حباب قیمتی و سرانجام وقوع بحران ایجاد می‌کند. پذیرش این اصل که بازارهای مالی کارا هستند، منجر به نپذیرفتن مقررات دولتی در بازارهای مالی شده است.

حمایت‌کنندگان معماری مالی جدید ادعا می‌کنند این ساختار بر پایه‌های کاملاً علمی بنا شده است و کارایی لازم را دارد، لیکن شواهد اقتصاد مالی قادر به حمایت از کارایی بازارهای سرمایه نبودند و بحران مالی اخیر در غرب نیز شاهدهی بر این مدعاست.

به نظر می‌رسد، نظریه بازارهای کارآمد دچار این نقص عمده است که از پیش‌فرض‌های غیرواقعی فراوانی استفاده کرده است، برای مثال براساس این نظریه، سرمایه‌گذاران از توزیع دقیق جریان نقدی آتی اوراق بهادار آگاه هستند، درجه ریسک‌گریزی تأثیری بر نتایج بازارهای مالی ندارد، عوامل اقتصادی می‌توانند در هر لحظه از زمان که اراده کنند، دارایی خود را در قیمت تعادلی موجود بفروشند، بازار همواره در تعادل پایدار است، نکول بدهی از جانب عوامل اقتصادی صورت نمی‌گیرد و عوامل اقتصادی قادر به اخذ وام به‌میزان نامحدود در نرخ‌های بهره بدون ریسک هستند.

مطالعه نهادها و عملکرد بازارهای مالی نشانگر شکاف عظیمی میان این فرض و واقعیت‌های موجود در بازار است. از این‌رو واقعی نبودن فرض مدل استاندارد مالی جدید و عدم حمایت شواهد تجربی از آن‌ها دلیلی است برای پذیرش این امر که معماری مالی جدید پایه‌های تئوریک محکمی ندارد.

ایراد دیگر معماری مالی جدید آن است که مملو از انگیزه‌هایی است که سازمان‌های مالی را ترغیب به پذیرش ریسک روزافزون می‌کند. پذیرش ریسک‌های بالا منجر به بالاتر رفتن درجه اهرمی و افزایش شکنندگی مالی می‌شود. رشد مشهود حجم اوراق سازی^۱ منجر به توزیع درآمد بازار میان تعدادی از عوامل اقتصادی شده است، از جمله دلان اوراق رهنی که وام‌ها را می‌فروشند؛ بانک‌های سرمایه‌گذاری که بسته‌های وام را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند؛ بانک‌ها و مؤسسات تخصصی که اوراق بهادار را عرضه می‌کنند؛ مؤسسات رتبه‌بندی که مهر تأیید به دریافت‌کنندگان وام می‌دهند و بنگاه‌های بیمه‌ای که دارندگان اوراق بهادار را در مقابل زیان احتمالی آنان بیمه می‌کنند.

در صورتی که سرانجام اوراق بهادار زیان کند، این زیان از عوامل اقتصادی مشارکت‌کننده در این فرآیند اخذ نمی‌شود، بنابراین تمامی عوامل انگیزه‌زایی در حداکثرسازی جریان وام‌ها در این سیستم خواهند نمود، بدون آنکه توجه کافی به اطمینان از سودده بودن این اوراق شود. مجموع عوامل انگیزشی در این سیستم، ریسک را از چشم همه پنهان می‌کند.

^۱ Securitization

از سوی دیگر در ساختار معماری مالی جدید ابداعات مالی کالاهای مالی پیچیده‌ای تولید می‌کنند که نمی‌توان به‌درستی آنان را قیمت‌گذاری کرد. این مسئله در بازارهای مالی موجب می‌شود تا بلافاصله پس از برهم خوردن نظم بازار مالی، نقدینگی زیادی از بازار مالی خارج شود. ابداعات مالی در بازارهای مالی تا جایی پیش رفته‌اند که برخی دارایی‌های مالی مهم مانند اوراق قرضه تحت حمایت وام‌های رهنی یا MBS¹ و تعهد وثیقه‌ای بدهی یا CDO² ذاتاً غیرشفاف هستند. در این حالت، نمی‌توان این کالاها را در بازارهای مالی رقابتی مبادله کرد و برای قیمت‌گذاری باید بین بانک‌های سرمایه‌گذاری و تعداد اندکی مشتریان تحت مذاکره قرار گیرد. به بیان دیگر بازارهای مالی رقابتی قادر به تعیین قیمت بهینه نیستند و این فرضیه موجود در پس معماری مالی جدید درست نیست.

به‌طور خلاصه باور بنیانگذاران و عاملان اقتصادی در ساختار مالی جدید آن است که ریسک دارایی‌های پرریسک تسهیم می‌شود و ریسک نظام‌یافته به کمترین مقدار ممکن خود تقلیل می‌یابد، لیکن در عمل بسیاری از ابزار جدید مالی از جمله مشتقات مالی به‌گونه‌ای هستند که بیش از آنکه کاهنده ریسک باشند، ریسک را افزایش می‌دهند در همان حال در این ساختار به‌دلیل مرتبطسازی منفعت بسیاری از عاملان اقتصادی در بازار مالی قدرت زیادی در انتقال این ریسک دارد. (Crotty, 2008)

۳- بانک‌های مرکزی و بحران‌های مالی اخیر

اقتصاد جهانی به‌واسطه بحران شدید بازارهای مالی و افزایش نااطمینانی در سطح بازارهای جهانی که تجربه می‌کند، دچار رکود شدیدی شده است. واکنش‌های سیاستی گسترده‌ای که در این دوران اعمال شده موفقیت‌های اندکی در احیای ثبات بازارهای مالی کسب کرده و عملاً در بازگرداندن آرامش و اطمینان و توقف بازخور منفی میان فعالیت‌های رو به افول بخش حقیقی و فشارهای مالی شدید بازمانده است.

طبق پیش‌بینی‌های صورت گرفته توسط صندوق بین‌المللی پول، رشد فعالیت‌های جهانی به‌میزان ۱/۳ درصد در سال ۲۰۰۹ کاهش خواهد یافت و سپس در سال ۲۰۱۰ به آرامی این نرخ افزایش خواهد یافت و در سال ۲۰۱۱ این روند افزایشی شتاب بیشتری خواهد گرفت. بی‌گمان این روند مثبت به‌شرطی محقق می‌شود که قدرت‌های بزرگ مالی توانایی ایجاد ثبات

¹ Mortgage-Backed Securities

² Collateralized Debt Obligation

در بازارهای مالی را داشته باشند و سیاست‌های مالی و پولی در اقتصادهای بزرگ جهان، حمایت لازم را برای تحریک تقاضای کل انجام دهد.

سیاست‌های به‌کار گرفته شده از سوی دولت‌ها از جمله تزریق سرمایه‌های دولتی، سیاست‌های پولی انبساطی و به‌کارگیری بسته‌های محرک مالی، توفیق چندانی در مهار کامل بحران نداشتند، زیرا مسئله اساسی از بین رفتن اطمینان در سطح بازارهای جهانی است که بازگرداندن آن زمانبر خواهد بود.

براساس گزارش ثبات مالی جهانی^۱ در آوریل ۲۰۰۹، میزان ذوب^۲ دارایی‌های مالی در سطح جهان طی بحران اخیر در حدود ۴۰۰۰ میلیارد دلار برآورد شده است که دو سوم آن مربوط به کاهش دارایی‌های بانکی و بقیه به مؤسسات بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های پوششی^۳ و سایر واسطه‌های مالی است.

بانک‌ها به واسطه نااطمینانی ایجاد شده از تزریق پول به بازار ممانعت می‌کنند و بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی به‌علت عدم دسترسی به سرمایه لازم با مشکل مواجه شده‌اند. انتشار اوراق قرضه در این دوران افزایش یافته، قیمت دارایی‌های مالی کاهش یافته، بازار ارز با فشار زیادی روبه‌رو شده است و به واسطه افزایش ریسک‌گریزی ناشی از نااطمینانی بازار، آسیب‌های فراوانی به بانک‌ها و صندوق‌های پوششی وارد آمده است.

طبق پیش‌بینی چشم‌انداز اقتصاد جهانی^۴ حتی با وجود تلاش‌های شدید دولتمردان، برقراری مجدد ثبات در بازارهای جهانی بیش از مدت پیش‌بینی شده به‌طول خواهد انجامید. به‌نظر می‌رسد فشارهای موجود بر بازارهای مالی تا سال ۲۰۱۰ باقی خواهد ماند و بهبود وضعیت موجود تنها در صورت افزایش شفافیت حساب‌های مالی و تزریق سرمایه دولتی و کاهش خطر نکول بدهی و ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی اقتصادی ایجاد می‌شود. در کشورهای پیشرفته اعطای اعتبارات به بخش خصوصی کاهش پیدا خواهد کرد و در کشورهای در حال توسعه نیز با افت شدید دسترسی به سرمایه‌گذاری خارجی روبه‌رو خواهیم شد.

از بعد سیاستی نیز پیش‌بینی می‌شود سیاست‌های حمایتی اقتصاد کلان به‌شدت دنبال شود. انتظار بر آن است که روند کاهش نرخ‌های بهره توسط بانک‌های مرکزی همچنان در

^۱ GFSR: Global Financial Stability Report

^۲ Write-down

^۳ Hedge funds

^۴ WEO: World Economic Outlook

اقتصادهای پیشرفته ادامه یابد و بانکهای مرکزی به نحوی اندازه و ترکیب ترازنامه‌ها را تغییر دهند که شرایط اعطای اعتبارات بهبود یابد.

اما مسئله اساسی آن است که استراتژی بانکهای مرکزی مختلف برای دستیابی به ثبات مالی و اقتصادی نیز متفاوت است و هر یک برای دستیابی به این هدف اساسی تدابیر متفاوتی اتخاذ می‌نمایند. برای برگزیدن استراتژی مناسب، تجربه بانکهای مرکزی سه اقتصاد بزرگ جهان یعنی بانک مرکزی اروپا، آمریکا و انگلستان در مقابله با بحران مالی اخیر غرب را با یکدیگر مقایسه می‌کنیم.

۳-۱- سیاست‌های بانکهای مرکزی در بازگرداندن ثبات کلان اقتصادی

در هنگام بحران مالی در آگوست ۲۰۰۷ هر سه بانک مرکزی با فشارهای تورمی و چشم‌انداز کاهش سطح فعالیت‌های داخلی روبه‌رو شدند. کاهش تولید داخلی ابتدا در ایالات متحد آمریکا که نطفه بحران در آن شکل گرفت و سپس در انگلستان و سرانجام در اتحادیه اروپا آشکار شد. نخستین راهبرد بانکهای مرکزی، حمایت از عملکرد بازارهای اعتباری و کاهش فشارهای مالی با فراهم آوردن نقدینگی مورد نیاز برای بخش خصوصی و برخی نهادهای مالی بوده است. در این دوران تقریباً تمام بانکهای مرکزی با شدت‌های متفاوت از این سیاست استفاده کردند. اما اتخاذ سیاست تزریق نقدینگی بدون ریسک نیست، زیرا از یک سو خطر افزایش تورم را در پی دارد و از سوی دیگر می‌تواند مسئله مخاطرات اخلاقی^۱ را به دنبال داشته باشد. زیرا دخالت بانکهای مرکزی برای نجات بانکها این ذهنیت را برای مؤسسات بزرگ مالی ایجاد می‌کند که می‌توان ریسکهای بزرگ را پذیرفت و بر فرض بروز خطرات، بانک مرکزی قطعاً به کمک خواهد آمد و با اجرای برنامه نجات مالی مانع ورشکستگی مؤسسات بزرگ می‌شود (Bernanke, 2009).

دومین راهبردی که به‌صورت گسترده مورد استفاده قرار گرفت، کاهش نرخ‌های بهره بود. برای مثال فدرال رزرو طی سال ۲۰۰۸، ده بار اقدام به کاهش نرخ بهره کرد و در آخرین اقدام خود در آخرین روزهای سال، نرخ بهره را به کمتر از ۰/۲۵ رساند. از سال ۱۹۵۴ که ثبت رکوردها در زمینه نرخ بهره آغاز شد، هیچ‌گاه نرخ بهره بانک مرکزی آمریکا که بانکها نرخ بهره میان یکدیگر را براساس آن تعیین می‌کنند، به این میزان پایین نبوده است. بانک مرکزی

^۱ Moral hazard

آمریکا اعلام داشته است که به احتمال قوی نرخ کنونی بهره یعنی صفر درصد تا مدت‌ها باقی خواهد ماند.

دولت انگلیس در تلاش برای بازگرداندن آرامش به بازارهای مالی و فرار از رکود اقتصادی، در سال ۲۰۰۸، نرخ بهره بانکی را به شدت کاهش داد و در ماه نخست سال ۲۰۰۹، نرخ بهره را به پایین‌ترین حد از قرن هفدهم میلادی تاکنون کاهش داد. این کشور نرخ‌های بهره خود را از ۵/۷۵ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۰/۵ درصد در سال ۲۰۰۹ کاهش داده است.

واکنش بانک مرکزی اروپا به این مسئله دیرتر، لیکن با شدت بیشتری بود. ابتدا بانک مرکزی اروپا نرخ بهره را به منظور جلوگیری از فشارهای تورمی در ژوئیه ۲۰۰۸ افزایش داد و آن را به ۴/۲۵ درصد رساند، ولی به دلیل متزلزل شدن بازارهای مالی رویه معکوسی اتخاذ کرد و نرخ بهره را به ۱/۲۵ درصد رساند و با وجود هدف‌گذاری تورمی این بانک که طی آن نرخ تورم باید در حدود کمتر از ۲ درصد باشد، هنوز امکان کاهش بیشتر نرخ بهره وجود دارد (WEO, 2009).

در اتخاذ سیاست کاهش نرخ بهره، فدرال رزرو نسبت به دو بانک مرکزی دیگر با شدت و سرعت بیشتری عمل کرد و بدون توجه به افزایش نرخ تورم، سعی در ممانعت از افزایش رکود از طریق تقویت بازارهای مالی داشت. علت این امر را می‌توان به تفاوت دیدگاه فدرال رزرو و بانک مرکزی اروپا و انگلستان منسوب کرد.

بانک مرکزی اروپا بر هدف عرضه پول می‌خکوب شده معتقد است و برحسب روند تغییرات M3 سیاست‌های مربوط به اعمال نرخ بهره را اتخاذ می‌کند. در فدرال رزرو اعتقادی به پیگیری روند M3 و اتخاذ سیاست‌های بهینه نرخ بهره برحسب آن وجود ندارد. در واقع افزایش شدید رشد حجم پول، افزایش اعتبارات و تورم دارایی‌ها جزء دغدغه‌های فدرال رزرو محسوب نمی‌شود، بلکه نگرانی آنان جلوگیری از کاهش شدید این متغیرهاست. بر همین اساس تدابیر بانک مرکزی هم در همین راستا و با اهداف انبساطی اتخاذ می‌شود. در واقع فلسفه اتخاذ این راهبرد آن است که حباب‌های قیمتی تنها بعد از وقوع آن قابل شناسایی است (Cooper, 2009)

در مقابل بانک مرکزی اروپا معتقد است رشد حجم پول می‌تواند بیش از حد بالا رود و منجر به افزایش اعتبارات و در پی آن شکل‌دهی حباب قیمتی شود. در واقع فدرال رزرو با هرگونه کاهش اعتباری مبارزه می‌کند، حال آنکه بانک مرکزی اروپا با هرگونه افزایش اعتبارات مبارزه می‌کند.

در زمان ریاست گرین اسپن^۱ نگرش "تئوری تصمیم‌گیری براساس ریسک"^۲ در کمیته بازار باز فدرال رزرو مطرح شد. این نگرش در زمان برنانکه^۳ نیز ادامه یافت. این نگرش ایجاد ثبات اقتصاد واقعی از طریق نرخ بهره را در اولویت قرار می‌دهد و ریسک مرتبط با تورم و مخاطرات اخلاقی را در نظر نمی‌گیرد. این نگرش همان اصول احتیاطی است که طی آن در زمان نااطمینانی بالا، سیاست‌ها باید به سرعت اتخاذ شود و کاملاً انعطاف‌پذیر باشند و بر ریسک اصلی تمرکز کند که اقتصاد را تهدید می‌کند. با این ایده تلاش برای جلوگیری از بی‌ثباتی اقتصادی در بلندمدت کاهش می‌یابد (Buiter, 2008). بی‌گمان بانک مرکزی اروپا نیز سرانجام با وجود آنکه بزرگ‌ترین هدف خود را حفظ ثبات قیمتی می‌داند، مانند فدرال رزرو برای کنترل بحران در بازارهای مالی نرخ بهره را به شدت کاهش داد.

در واقع مسئله این است که آیا برقراری ثبات قیمتی کافی است؟ بانک‌های مرکزی باید به هدف اصلی خود که دستیابی به ثبات قیمت‌هاست توجه داشته باشند و در ضمن توجه داشته باشند که این هدف به مخاطره نیفتد. در واقع گرچه در بلندمدت دو هدف برقراری ثبات قیمتی و ثبات در بازارهای مالی با یکدیگر در یک راستا قرار می‌گیرند، لیکن در کوتاه‌مدت ممکن است این دو هدف در تضاد با یکدیگر باشند (Issing, 2009).

همان‌طور که گفته شد، هدف دستیابی به کنترل سریع بحران و برقراری ثبات در بازارهای مالی در بلندمدت با هم در تضاد است. با توجه به سرعت و شدت اعمال سیاست کاهش نرخ بهره از سوی فدرال رزرو نتیجه می‌گیریم، این بانک ضعیف‌ترین عملکرد را در برقراری ثبات بلندمدت داشته است. یکی از دلایل این امر به غیر از دلایل ذکر شده آن است که این بانک نسبت به دو بانک مرکزی دیگر کم‌ترین سطح استقلال را دارد. با توجه به عملکرد بسیار کند بانک مرکزی انگلستان در آغاز دوران بحران، این بانک ضعیف‌ترین عملکرد را در مدیریت سریع بحران داشته و بانک مرکزی اروپا با توجه به ساختار به‌شدت مستقل و تعهد شدید خود به حفظ ثبات قیمتی در مجموع عملکرد مطلوبی داشته است (Buiter, 2008).

¹ Greenspan

² Risk-based decision theory

³ Bernanke

۲-۳- نقش نظارتی بانک‌های مرکزی در برقراری ثبات در بازارهای مالی

یکی از انتقادات اساسی صورت گرفته به بانک‌های مرکزی آن است که نقش نظارتی نهادهای ناظر بر فعالیت‌های مالی در سال‌های اخیر به شدت تضعیف شده است. به طوری که در میان سه بانک مرکزی مورد بررسی، فدرال رزرو با کاهش مقررات حاکم بر نهادهای مالی با هدف گسترش فعالیت‌های مالی، ضعیف‌ترین عملکرد را در برقراری ثبات در بازارهای مالی داشته است. در این بخش ابتدا ساختار نظارتی هر سه بانک مرکزی برای بررسی سیستم نظارتی آنان بر فعالیت‌های مالی به صورت مختصر مورد بررسی قرار می‌گیرد و بعد به مقایسه عملکرد این سه نهاد در برقراری ثبات در بازارهای مالی طی دوران بحران مالی اخیر می‌پردازیم.

۱-۲-۳- نظارت و ثبات مالی انگلستان

از سال ۱۹۹۷ بانک مرکزی انگلستان مسئول ایجاد ثبات در سیستم مالی بوده است، در حالی که مؤسسه خدمات مالی (FSA)^۱، ناظر بر عملیات بانک‌های خصوصی و سایر سازمان‌های مالی یا مبادلات مالی رسمی مانند بازار مبادلات سهام لندن بوده است. مسئولیت این مؤسسه شامل حفظ اطمینان بازار در سیستم مالی، آموزش درباره سیستم مالی، حمایت از مصرف‌کنندگان و کاهش جرایم مالی می‌شود. این سازمان یک سازمان مستقل غیردولتی است که قدرت انجام این امور به وسیله دولت در قانون بازارها و خدمات مالی سال ۲۰۰۵ به آن محول شده است. بانک مرکزی انگلستان و مؤسسه خدمات مالی در کنار هم سیاست‌های پولی و مالی انگلستان را تدوین و اجرا می‌کنند.

این نهاد از طریق قانون بازارها و خدمات مالی (۲۰۰۰)^۲ قدرت گرفت و خزانه‌داری اعضای هیئت مدیره را منصوب می‌کند. این اعضا در حال حاضر عبارتند از یک رئیس، یک مدیر اجرایی اصلی، سه مدیر کل و ۹ مدیر غیراجرایی. اعضای هیئت مدیره سیاست‌های کلی این نهاد را تنظیم کنند، لیکن تصمیمات هر روزه و مدیریت کارکنان و مسئولیت‌های اجرایی برعهده بخش اجرایی است. مؤسسه خدمات مالی مسئول پاسخگویی به وزیر خزانه‌داری و اعضای پارلمان است. این نهاد سازمانی شفاف است که اطلاعات کاملی را برای بنگاه‌ها، مشتریان و سایرین در مورد اهداف، برنامه‌ها، سیاست‌ها و قوانین خود فراهم می‌کند. این نهاد با استفاده از صنعت خدمات مالی خود را تأمین مالی می‌کند.

¹ Financial Services Authority

² Financial Services and Markets Act

طبق قانون چهار هدف اصلی این نهاد عبارت است از:

- ایجاد اطمینان: ایجاد اطمینان در سیستم مالی
- آگاه‌سازی عمومی: ارتقاء دانش عمومی در مورد سیستم مالی
- حراست از مشتریان: تأمین درجه مناسبی از امنیت مشتریان
- ارائه گزارش: تهیه گزارش‌های سالانه برای بررسی نحوه عملکرد این نهاد در دستیابی به اهداف خود از سوی پارلمان.

این نهاد اختیارات وسیعی در زمینه ایجاد قانون، بررسی و اعمال قدرت به‌منظور دستیابی به اهداف اساسی خود دارد. این نهاد مقررات مربوط به اکثر بازارهای خدمات دهی مالی، مبادلات و بنگاه‌های مربوطه را تدوین می‌کند و در صورت دستیابی نداشتن آنان به اهداف مربوطه قدرت انحلال آنان را دارد. این نهاد در حال حاضر قانونگذاری بیش از ۲۹۰۰۰ نهاد مالی را عهده‌دار است و مشاوری برای تعیین اندازه و محدوده خدمات دهی آنان است.

۲-۲-۳- نظارت و ثبات مالی در فدرال رزرو

بازار سرمایه ایالات متحد آمریکا از جمله پیچیده‌ترین بازارهای مالی در جهان است. با این حال سیستم مالی این کشور از سیستم نظارتی کارایی برخوردار نیست. این کشور برای آنکه در رأس مدیریت جهانی شدن قرار داشته باشد، از سیستم مالی نظارتی بسیار انعطاف‌پذیری استفاده کرده است. در حال حاضر، به‌خصوص بعد از وقوع بحران مالی اخیر، انتقادات زیادی بر سیستم نظارت مالی این کشور صورت گرفته است. با این حال مشکلات اساسی بر سر راه قانونمندی بیشتر بازارهای مالی وجود دارد که عمده‌ترین آن بی‌زاری نگرش آمریکایی از تمرکز قدرت‌های سیاسی و اقتصادی است. از این‌رو در صورت استقرار نهادی برای نظارت بر بخش مالی این نهاد، می‌بایست به‌صورت یک ناظر جدای از قدرت‌های قانونی تعریف شود که تنها با هدف بررسی و ایجاد توازن در بازارها روی کار آمده است.

در حال حاضر به دلایل زیر نیاز به اعمال تغییرات ساختاری نسبت به قبل در ایالات متحده بیش از پیش مورد نیاز است. این دلایل عبارتند از:

- افزایش شتابان ابداعات ناشی از فناوری
- افزایش اختلالات و ناکارایی‌های سیستم مالی
- افزایش فعالیت‌های بازارهای مالی و ریسک‌های مرتبط با آن
- موج گسترده استفاده از مقررات در بخش مالی در سایر نقاط جهان

• رقابت شدید در سطح بازارهای سرمایه‌ای در جهان

دو پیشنهاد اساسی صورت گرفته برای اصلاح سیستم نظارتی در بانک مرکزی ایالات متحده عبارت است از:

گزینه ۱: ایجاد نهادی مانند مؤسسه خدمات مالی FSA در انگلستان

ادغام تمام سیستم‌های نظارتی کوچک و پراکنده و تبدیل آنان به یک نهاد متشکل یکی از بهترین گزینه‌های ممکن می‌تواند به‌شمار آید. بی‌گمان همان‌طور که اشاره شد به‌علت مخالفت نگرش آمریکایی با یک نهاد قدرتمند نظارتی، احتمالاً مخالفت‌های گسترده‌ای در این زمینه صورت خواهد گرفت. از این‌رو از این گزینه برای اصلاح سیستم نظارتی بازارهای مالی استفاده نخواهد شد.

گزینه ۲: تحکیم قدرت نهاد نظارت بر بانک‌ها

در حال حاضر فدرال رزرو مسئولیت نظارت بر تمام بانک‌های هلدینگ و بانک‌های ایالتی که عضو سیستم فدرال رزرو هستند را بر عهده دارد. نهاد OCC^۱ یکی از نهادهای مربوط به خزانه‌داری است که مسئولیت نظارت و کنترل بانک‌های ملی را داراست و OTS^۲ نیز جزء نهادهای مرتبط با خزانه داری است و مسئولیت نظارت و کنترل موسسات اقتصادی فدرال را بر عهده دارد. FDIC^۳ نیز مسئولیت بیمه سپرده‌های مؤسسات اقتصادی و بانک‌ها و نظارت بر عملکرد بانک‌های دولتی را بر عهده دارد که عضو سیستم فدرال رزرو نیستند. پیشنهاد برخی کارشناسان آن است که کلیه مسئولیت‌های نظارتی به OCC واگذار شود. OTS منحل شود، FDIC تنها مسئولیت بیمه کردن را بر عهده بگیرد و مسئولیت نظارتی نداشته باشد و فدرال رزرو هم نقش‌های حمایتی خود را عهده‌دار باشد و دیگر مسئولیت نظارتی بر عهده نداشته باشد (Dearie & Votta, 2007).

۳-۲-۳- نظارت و ثبات مالی در بانک مرکزی اروپا

بانک مرکزی اروپا در این زمینه سه وظیفه بر عهده دارد:

اول- نظارت بر ثبات مالی

دوم- فراهم آوردن توصیه‌های راهبردی

^۱ The Office of the Comptroller of the Currency

^۲ Office of Thrift Supervision

^۳ Federal Deposit Insurance Corporation

سوم - ارتقاء هماهنگی

جهت نظارت بر سیستم مالی باید نظارت نظام‌یافته‌ای بر توسعه ساختاری و چرخه‌ای در بخش بانکی و سایر بخش‌های مالی صورت گیرد. هدف از این کار ارزیابی آسیب‌های احتمالی در بخش مالی و بررسی مقاومت آن در مقابله با شوک‌های بالقوه است. این ارزیابی با همکاری بانک‌های مرکزی کشورهای عضو و مؤسسات نظارتی صورت می‌گیرد. نتایج این تحقیقات به‌صورت سالانه انتشار می‌یابد.

مؤسسات مالی باید پذیرای ابزارهای نظارتی و مقررات مالی باشند. بانک مرکزی اروپا از طریق ارائه مشاوره‌های رسمی در مورد نظارت و ثبات مالی و از طریق اعضای خود در سطوح بین‌المللی مانند کمیته بال در نظارت بر بانکداری، کمیته بانکداری اروپا و کمیته نظارت بر بانکداری اروپا این وظیفه را انجام می‌دهد.

۳-۳- مقایسه عملکرد بانک‌های مرکزی در زمینه برقراری ثبات مالی

همزمان با آغاز بحران مالی، فدرال رزرو شروع به تزریق نقدینگی در بازارهای مالی کرد. میزان حجم نقدینگی تزریق شده در ایالات متحد آمریکا بعد از تعدیل اندازه سه اقتصاد مورد بررسی، بین حجم نقدینگی وارد شده به اقتصاد انگلستان و اتحادیه اروپا است. برای کمک به بازارهای مالی، فدرال رزرو سررسید وام‌ها را تمدید کرد و از تسهیلات حراجی موقت^۱ استفاده نمود تا از این طریق از مؤسسات مالی حمایت مالی کند.

بانک مرکزی اروپا نیز به‌سرعت حجم نقدینگی زیادی بالغ بر ۹۵ میلیارد یورو به بازار پولی اروپا تزریق کرد. این بانک در زمینه افزایش نقدینگی از طریق عملیات بازار باز نیز عملکرد موفق‌تری داشت. به گفته کارشناسان یکی از اشتباهات بزرگ بانک مرکزی اروپا، قیمت‌گذاری غیراصولی و بیش از حد وثیقه‌های ارائه شده از سوی بانک‌هاست که این بانک را به‌جای آخرین وام‌دهنده تبدیل به اولین وام‌دهنده کرد است.

واکنش بانک مرکزی انگلستان نسبت به بحران بسیار کند بود، لیکن به‌عنوان آخرین قرض‌دهنده توانست حمایت مناسبی از مؤسسات مالی بحران‌زده خود به‌عمل آورد. این بانک در ارائه تسهیلات تنزیلی در پذیرش وثایق به‌شدت محتاطانه عمل کرد و از این‌جا نتوانست نقدینگی لازم را برای حمایت از بازار مالی بحران‌زده خود فراهم آورد.

^۱ Temperery term auction facility

همان‌طور که در بخش‌های قبل گفته شد در بین سه بانک مرکزی مورد بررسی، تنها فدرال رزرو به‌صورت مستقیم مسئولیت نظارت و قانونگذاری بر نهادهای مالی دیگر را دارد، گرچه این امر منجر به کاهش کارایی بانک مرکزی می‌شود و حالت مطلوب جدایی کامل نهاد نظارتی از بانک مرکزی است، لیکن جدانشدن این وظیفه موجب خواهد شد تا در دوره بحران بانک مرکزی درک بهتری از شرایط موجود و امکان به‌کارگیری سیاست مناسب داشته باشد.

با توجه به ساختار سه بانک مرکزی فوق و نهادهای نظارتی آنان هر یک از سه بانک مرکزی در یک زمینه عملکرد موفق داشته‌اند. بانک مرکزی اروپا کاملاً مستقل است و ساختار آن به‌گونه‌ای است که سعی در پیشگیری از بی‌ثباتی مالی در بلندمدت را دارد، بنابراین توانست در مجموع نسبت به دو بانک مرکزی دیگر عملکرد مناسبی در زمینه کنترل بحران در کوتاه مدت و پیشگیری از بی‌ثباتی‌های بلندمدت داشته باشد. بانک مرکزی انگلستان بسیار محتاطانه سیاست‌های حمایتی خود را اعمال نمود و سعی در کاهش مخاطرات اخلاقی داشت اما کنشی واکنش این نهاد، خسارات زیادی را به نهادهای مالی آن وارد کرد. فدرال رزرو نیز توانست حمایت شدیدی از بازار مالی بحران‌زده خود داشته باشد، لیکن به‌دلیل حمایت سریع و بالای خود امکان ایجاد مخاطرات اخلاقی را در بازارهای خود افزایش داد.

نتیجه‌گیری

هدف دستیابی به کنترل سریع بحران و برقراری ثبات در بازارهای مالی در بلندمدت با هم در تضاد است. با توجه به سرعت و شدت بسیار بالای اعمال سیاست‌های پولی حمایتی از سوی فدرال رزرو نتیجه می‌گیریم، این بانک کم‌ترین توجه را به برقراری ثبات مالی بلندمدت داشته است. بانک مرکزی انگلستان به‌دلیل عملکرد کند خود در آغاز دوران بحران، ضعیف‌ترین عملکرد را در مدیریت سریع بحران داشته و بانک مرکزی اروپا با توجه به ساختار به شدت مستقل و تعهد شدید خود به حفظ ثبات قیمتی در مجموع عملکرد مطلوبی داشته است.

با توجه به موارد مطرح شده پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

◀ برای اصلاح نهادهای مالی و عملکرد آنان نیاز به نظریه جدیدی داریم که با شرایط حاکم بر دنیای واقع سازگار باشد. برای مثال اگر فرضیه بی‌ثباتی مینسکی را بپذیریم به این نتیجه می‌رسیم که بازار مالی ذاتاً بی‌ثبات است و چرخه‌های اعتباری نیاز به مدیریت دارد. بنابراین می‌بایست برای جلوگیری از شدت چرخه‌ها اعتباری تمهیداتی اندیشه شود.

- ◀ ملاک بانک‌های مرکزی برای ایجاد ثبات نباید تنها در نظر گرفتن ثبات قیمتی با اتکا به شاخص قیمتی مصرف‌کننده باشد، بلکه باید روند قیمتی دارایی‌های مالی به‌منظور اتخاذ تمهیداتی برای برقراری ثبات مالی را نیز در نظر داشت. در بلندمدت بدون دستیابی به ثبات در بازارهای مالی امکان برقراری ثبات قیمت کالا و خدمات امکانپذیر نیست. زیرا در صورتی که بار بدهی در بازارهای مالی زیاد باشد، برای برقراری ثبات کلان نیاز به تزریق پولی داریم که منجر به تورم خواهد شد. بنابراین یکی از روش‌های کنترل تورم، کنترل بدهی‌ها و برقراری ثبات در بازارهای مالی است.
- ◀ در صورتی که هدف اصلی بانک‌های مرکزی حفظ ثبات در بازارهای مالی باشد، ممکن است مخاطرات اخلاقی از جانب نهادهای مالی شکل گیرد، بدان معنا که نهادهای مالی به‌علت کمک‌رسانی بانک مرکزی در شرایط بحران، هر نوع افزایش ریسک را با امید کسب سود بالا می‌پذیرند که خود باعث افزایش امکان بی‌ثباتی در سیستم مالی خواهد شد.
- ◀ نبود قانون در بازارهای مالی ارتباط نزدیکی با بی‌ثباتی بازارهای مالی دارد. در حالی که خیلی از کشورهای در حال توسعه قصد دارند بازارهای مالی خود را برای افزایش بهره‌وری، آزادسازی کنند، بحران مالی غرب باید هشداری برای این کشورها باشد. دستگاه‌های نظارتی مثل بانک مرکزی باید نظارت دقیقی بر بازارهای مالی و ساز و کار آن داشته باشند.
- ◀ بهترین راهبرد برای بانک‌های مرکزی آن است که هر ابزاری را برای هدفی خاص تعریف کنند.
- ◀ استفاده از نرخ بهره به‌عنوان ابزاری برای برقراری ثبات کلان اقتصادی و نه ابزاری برای مدیریت نقدینگی و یا ابزاری برای بازگرداندن سرمایه به بانک‌های با درجه اهرمی بالا.
- ◀ استفاده از ابزار مقرراتی برای کاهش حباب‌های قیمتی.
- ◀ استفاده از ابزار مدیریت نقدینگی مانند آخرین قرض‌دهنده برای کمک به مؤسسات بحران‌زده در حدی که موجب شکل‌گیری مخاطرات اخلاقی در میان مؤسسات مالی نشود.
- ◀ پیشروی به سمت استقلال کامل بانک‌های مرکزی و تأثیر نپذیرفتن سیاست‌های پولی از سیاست‌های مالی

کتاب‌نامه

Buiter, willem: *Central Banks and Financial Crisis*. London School of Economics and Political Science, 2008.

Crotty, James: *If Financial Market Competition is so Intense. Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current 'Golden Age' of Finance*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, 2007.

Crotty, James: *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'*. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, 2008.

Davidson, Paul: *If Markets Are Efficient. Why Have There Been so Many International Crisis Since 1970?*, 2001.

Dearie, John and Vojta George: *Reform and Modernization of Financial Supervision in the United State: A Competitive and Prudential Imperative*, 2007.

Global Financial Stability Report ,2009.

<http://www.bankofengland.co.uk/index.htm>

<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

<http://www.federalreserve.gov>

<http://www.fsa.gov.uk>

Issing, Otmar: *In Search of Monetary Stability: the Evolution of Monetary Policy*. Bank for International Settlements, NO 273, 2009.

Role of Central Banks in Crisis Management, MNB BULLETIN, Nov. 2007.

World Economic Outlook.International monetary Fund,2009.

Wray, Randall and Tymoigne, Eric:*Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment.* The Levy Economics Institute,2008.