

بحران مالی بین المللی و ریشه های آن

مسین عبده تبریزی
میثم رادپور

ویرایش دوم: تهران بهمن ماه ۸۸



تعریف بحران مالی

چرایی بروز بحران

بحران‌های مشابه

گاه‌شمار بحران اخیر

تعامل ریسک‌ها در بروز بحران

اقدامات دولت‌ها

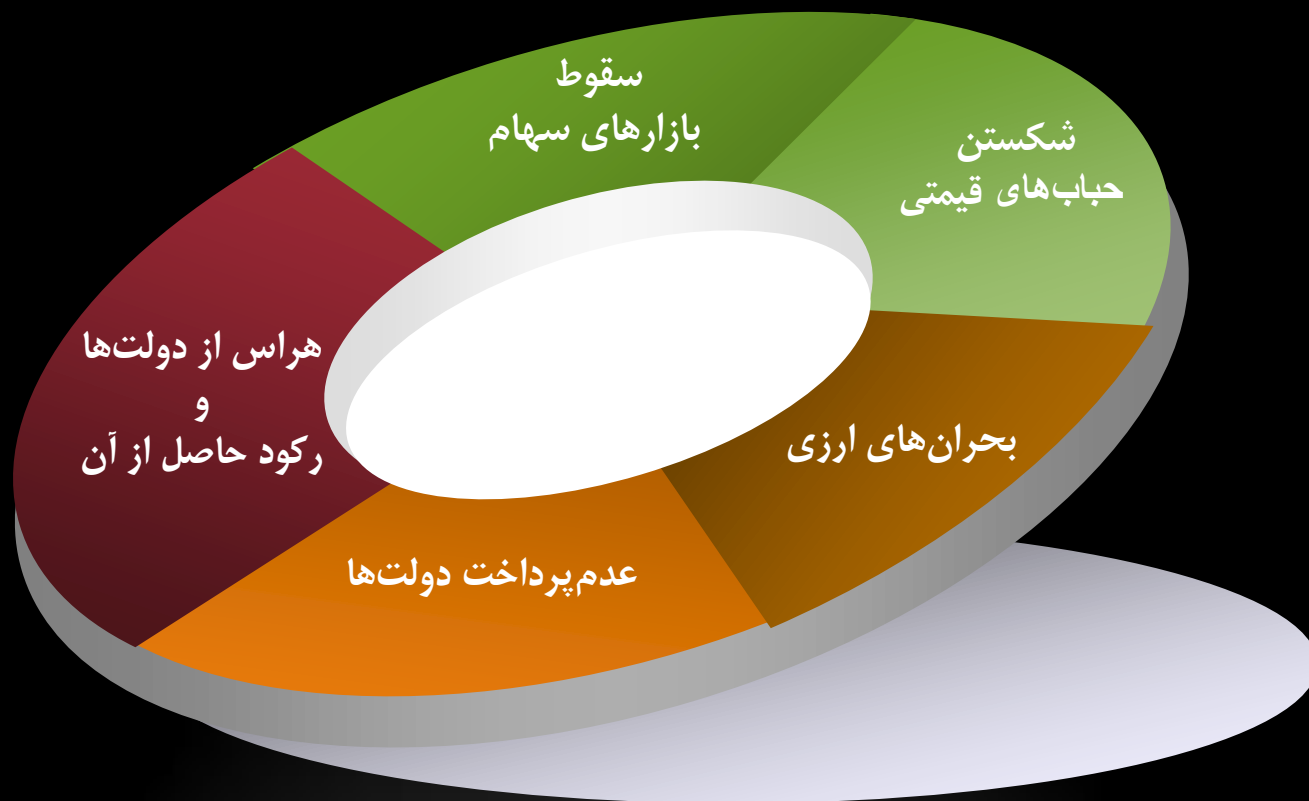
آثار بحران بر اقتصاد ایران

دلایل: از سطح تا عمق

مباحث

وضعیتی که نهادهای
مالی یا دارایی‌های مالی
به یک باره ارزش خود
را به میزان زیادی از
دست می‌دهند.

بحران مالی چیست؟

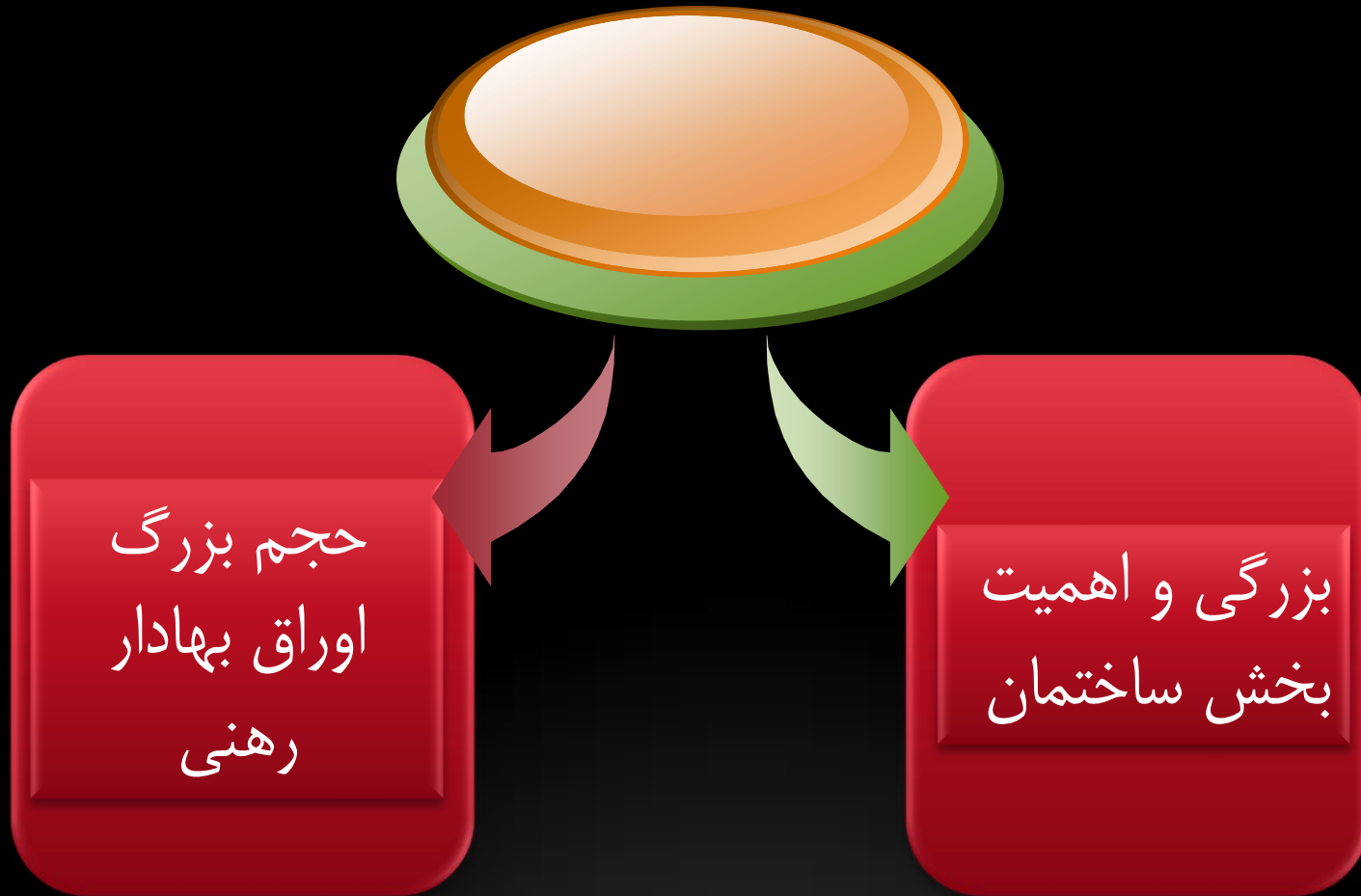


نشانه‌های بروز بحران مالی

منشأ آمریکایی

نقش بخش ساختمان

دو ویژگی اصلی این بحران



چرا بحران تا این حد عمیق شد؟

کشور	شاخص مربوطه	درصد کاهش در یک سال
آمریکا	داووجونز	۴۴
آمریکا	اس اند پی ۵۰۰	۴۶
انگلیس	فوتسی	۴۳
ژاپن	نیکی	۵۲
هنگ کنگ (چین)	هنگ سنگ	۵۴
فرانسه	کک ۴۰	۴۳
آلمان	داکس	۴۱
کره	ROSPI	۴۳
روسیه	RTSI	۷۰
عربستان سعودی	تداول	۴۸

آمار سقوط سهام (۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸)

چرايي بروز بحرران اخير



تعامل سه عامل

نقش فدرال رزرو

2000-2003

کاستن اثرات
حمله تروریستی
11 سپتامبر

کاستن اثرات
dot-com
bubble

مقابله با ریسک
کاهش تورم
پیش‌بینی‌شده

فدرال رزرو نرخ
بهره وجوه فدرال
را از ۵/۶٪ تا ۱٪
کاهش می‌دهد.

کاهش نرخ بهره در ایالات متحده

افزایش از ۱/۵ درصد تولید
ناخالص داخلی به ۵/۸
درصد تولید ناخالص داخلی

طی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۴
کسری تجاری آمریکا
۶۵۰ میلیارد دلار
افزایش می‌یابد.

تأمین مالی این
کسری تجاری
ایالات متحده را به
استقراض از سایر
کشورها وادار کرد.

این تأمین مالی،
افزایش قیمت اوراق
قرضه آمریکا و
کاهش نرخ بهره را
همراه داشت.

فشار مضاعف کسری تجاری ایالات متحده

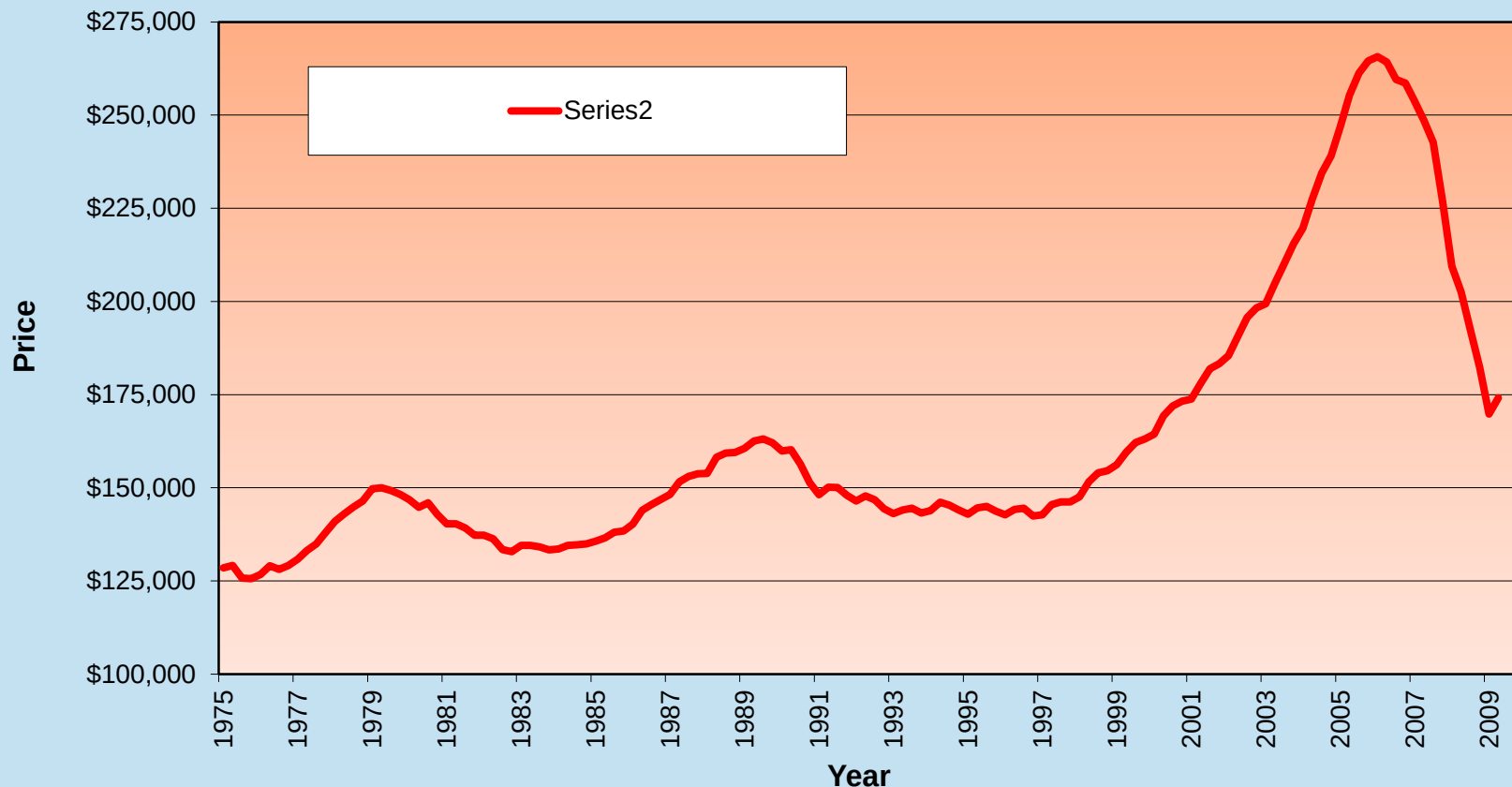
وجوه استقراضی باعث افزایش قیمت مسکن
و نیز دارایی‌های مالی در ایالات متحده شد.



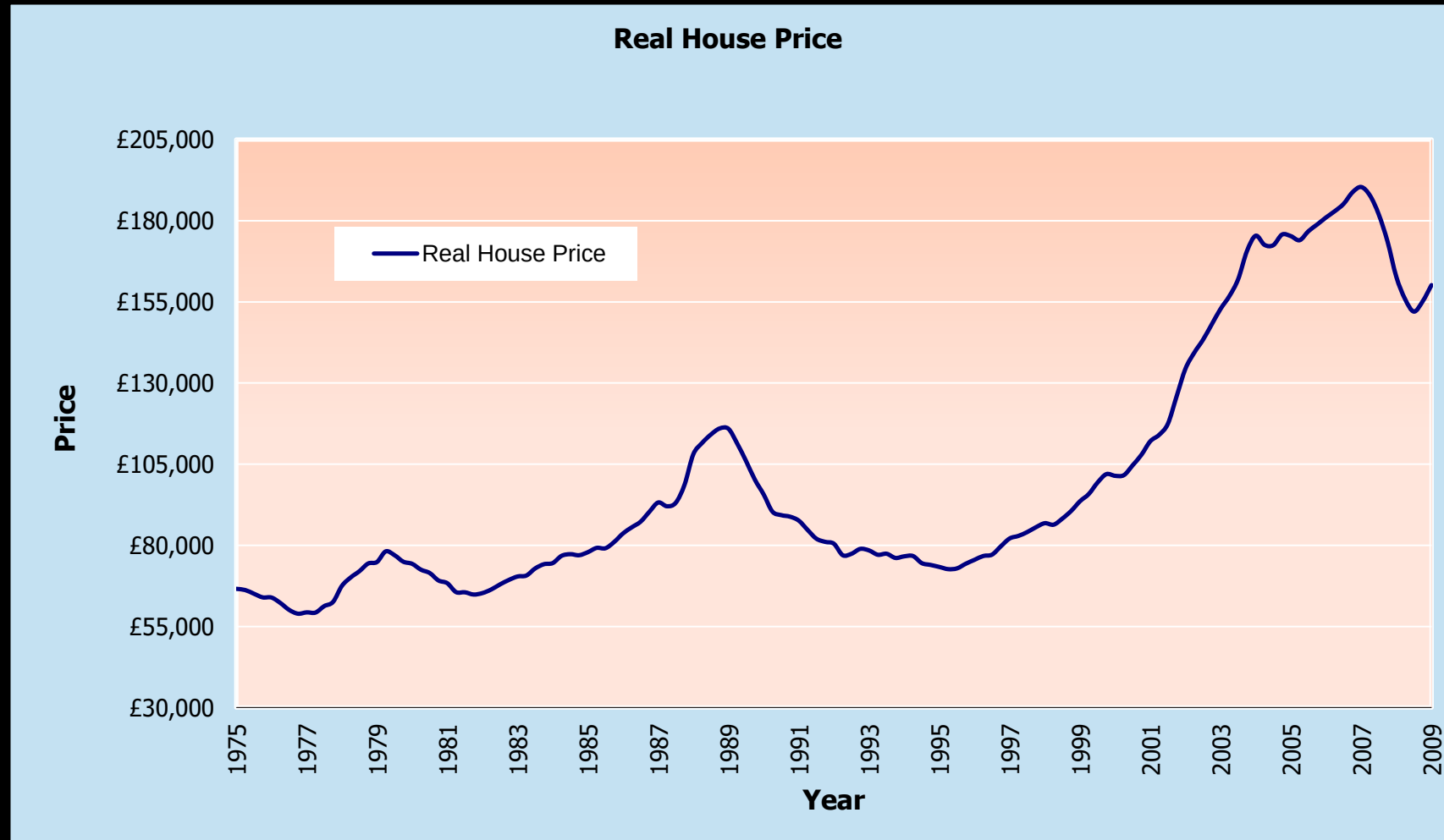
مؤسسات مالی ایالات متحده در مقیاس
وسعی شروع به خریدن اوراق بهادار با
پشتوانه وام‌های رهنی کردند.

افزایش قیمت‌ها

United States House Prices



روند قیمت مسکن به نرخ واقعی در آمریکا

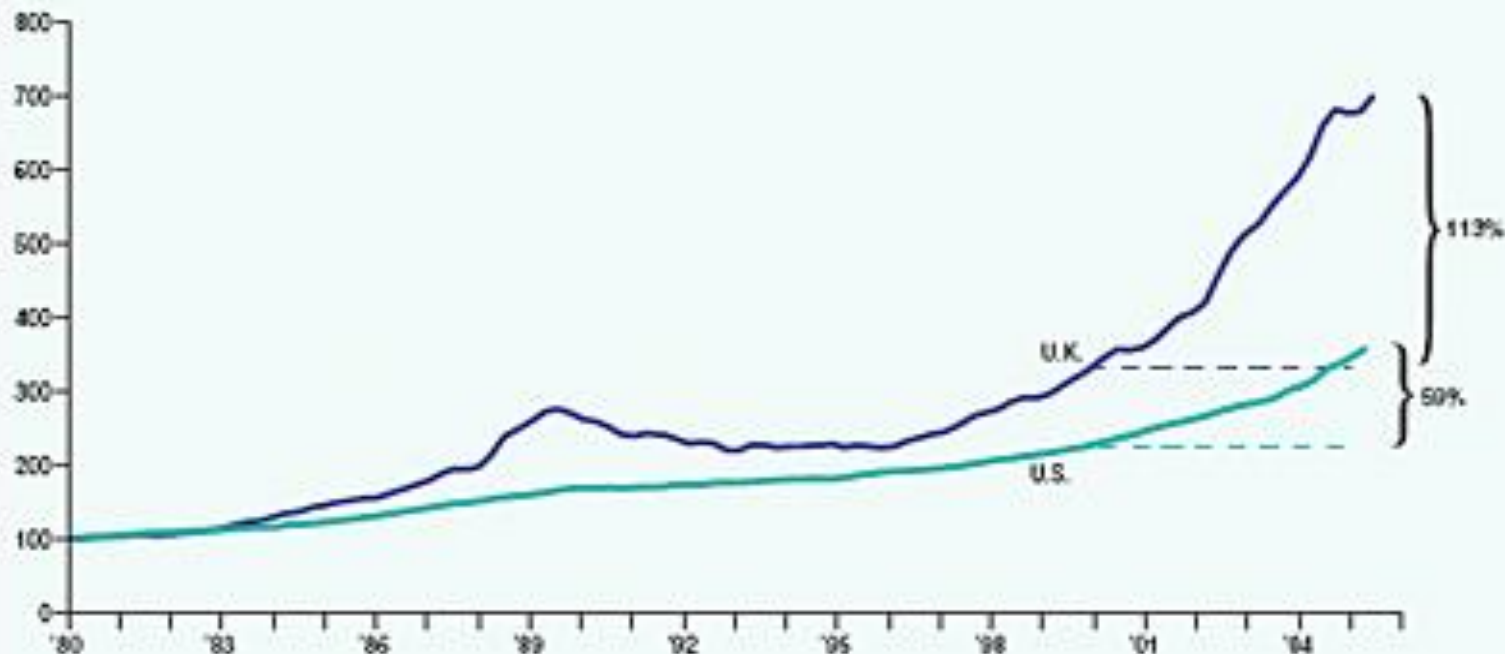


روند قیمت مسکن به نرخ واقعی در انگلستان

Chart 1

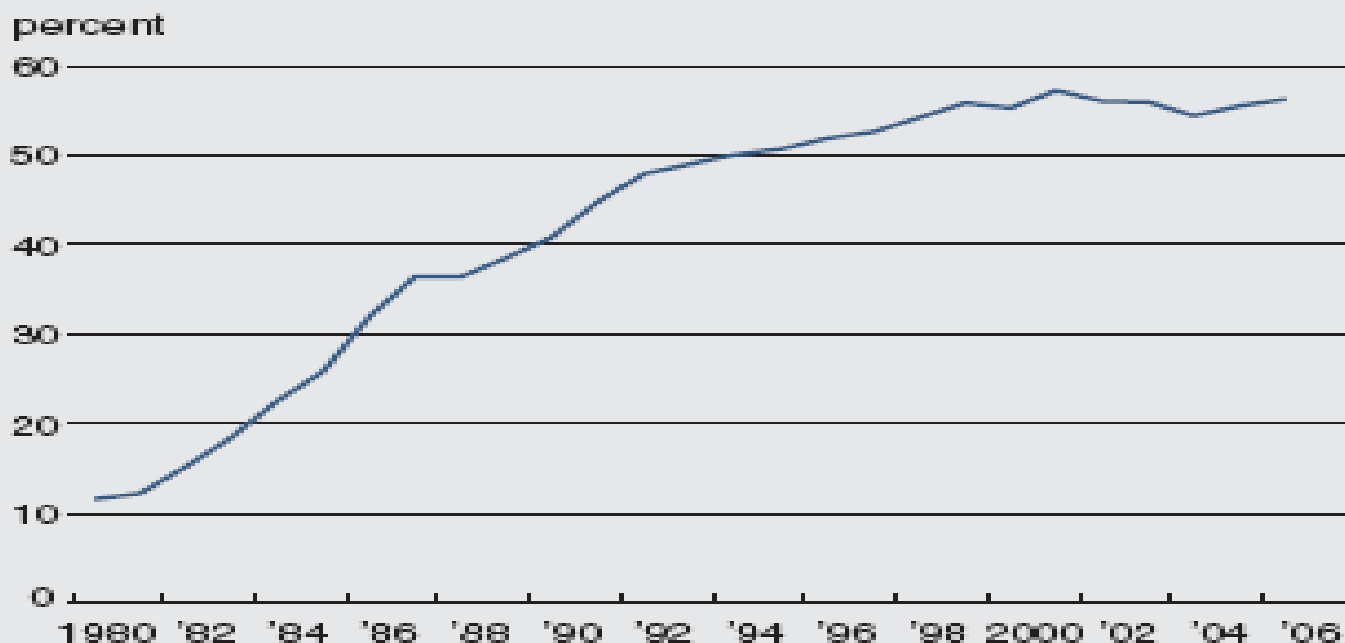
Both U.K. and U.S. Home Prices Rise

Index, 1980 = 100



SOURCES: Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Nationwide (U.K.), www.nationwide.co.uk/hpi/historical.htm, home-price index (all houses).

2. MBS share of total mortgage debt outstanding



Note: MBS means mortgage-backed security.

Source: Inside Mortgage Finance Publications Inc., 2007. *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, 2 vols., Bethesda, MD.

سهم اوراق قرضه رهنی از بدهی های رهنی

فدرال رزرو طی ژوئن ۲۰۰۴ تا ژوئن ۲۰۰۶ نرخ بهره و جوهر فدرال از ۱٪ به ۵٪ افزایش می‌دهد.

این امر به افزایش نرخ بهره وام‌های رهنی با نرخ قابل‌تعدیل (ARM) و متعاقباً گران‌شدن این اوراق برای صاحبان خانه منجر گردید.

همچنین این امر به ترکیدن حباب مسکن در آمریکا کمک کرد، چراکه قیمت دارایی‌ها عموماً در خلاف جهت نرخ بهره حرکت می‌کند.

ظهور اولین نشانه‌های بحران

حباب مسکن ایالات متحده
می ترکد و قیمت مسکن و
دارایی های مالی به طرز
فاجعه آمیزی کاهش می یابد.

شروع فاجعه

میزان ضرر (میلیارد دلار)	نام شرکت
۳۹/۱	Citigroup
۳۷/۷	UBS AG
۲۹/۱	Merrill Lynch
۲۰/۴	HSBC
۱۵/۲	Royal Bank of Scotland
۱۱/۵	Morgan Stanley
۱۱/۱	American International Group
۱۱/۱	Wachovia
۹/۰	Credit Suisse
۷/۹۵	Bank of America
۷/۷	Deutsche Bank
۷/۰۶	HBOS
۶/۷	<u>BayernLB</u>
۵/۵	JP Morgan Chase

ضرر ناشی از کاهش ارزش یا سوخت وام‌های رهنی

سیاست‌های دولت و مجلس

قوانین مصوب مجلس

مقررات SEC

نقش Freddie Mac و Fannie Mae

اتهامات

1977

Community Reinvestment Act

1982

Alternative Mortgage Transaction Parity Act

1999

Repeal of the Glass-Steagall Act

2000

Commodity Futures Modernization Act

قوانین مصوب مجلس

بانک‌ها

Sheila Bair, FIDC Chairman

منتقدان این

• CRA می‌گوید به افرادی وام بدهید که استطاعت بازپرداخت ندارند. وام‌های بی‌کیفیت که امروز مشکلات زیادی ایجاد کرده، به‌خاطر تمایل به افزایش سهم بازار و رشد درآمد ایجاد شده است.

Community Reinvestment Act

تنوع گسترده محصولات رهنی از ARM تا OI و دیگر محصولات

قانون محصولات رهنی بدیل

برخی از اقتصاددانان معتقدند:

لغو این قانون به بحران اخیر دامن زده است چراکه فرهنگ ریسک‌پذیر بانک‌های سرمایه‌گذاری بر فرهنگ محافظه‌کار بانک‌های تجاری مسلط شده و تقبل سطوح ریسک و اهرم بالاتر بانک‌های تجاری را به همراه داشته است.

Glass-Steagall لغو قانون



طبق این قانون معاملات اوراق مشتقه در بازارهای فرابورس برای بازیگران عمده بازار معاف از نظارت‌های دقیق و نیز معاف از الزامات سخت‌گیرانه کفایت سرمایه است.

این قانون نگرانی نسبت به عدم ایفای تعهدات طرف مقابل اوراق مشتقه را طی بحران تشدید می‌کند و در نتیجه گرایش به ایجاد تعادل در بازار را با مسأله مواجه می‌ساخت.



Commodity Futures Modernization Act

Lehman Brothers

وقتی بانک سرمایه‌گذاری ورشکست شد، نگرانی عمومی راجع به CDS های منتشره بر روی ۶۰۰ میلیون دلار اوراق قرضه این شرکت وجود داشت. همه می‌پرسیدند: "چه کسی به تعهدات خود عمل خواهد کرد."

American Int. Group

وقتی نکول‌های پی‌درپی بر روی MBS صورت گرفت، به علت افزایش احتمال تقبل زیان‌های ناشی از فروش ۴۴۰ میلیارد دلار CDS دچار افول رتبه اعتباری شد. و به همین دلیل تحت لوای دولت قرار گرفت.

نقش تاخت نکول اعتباری

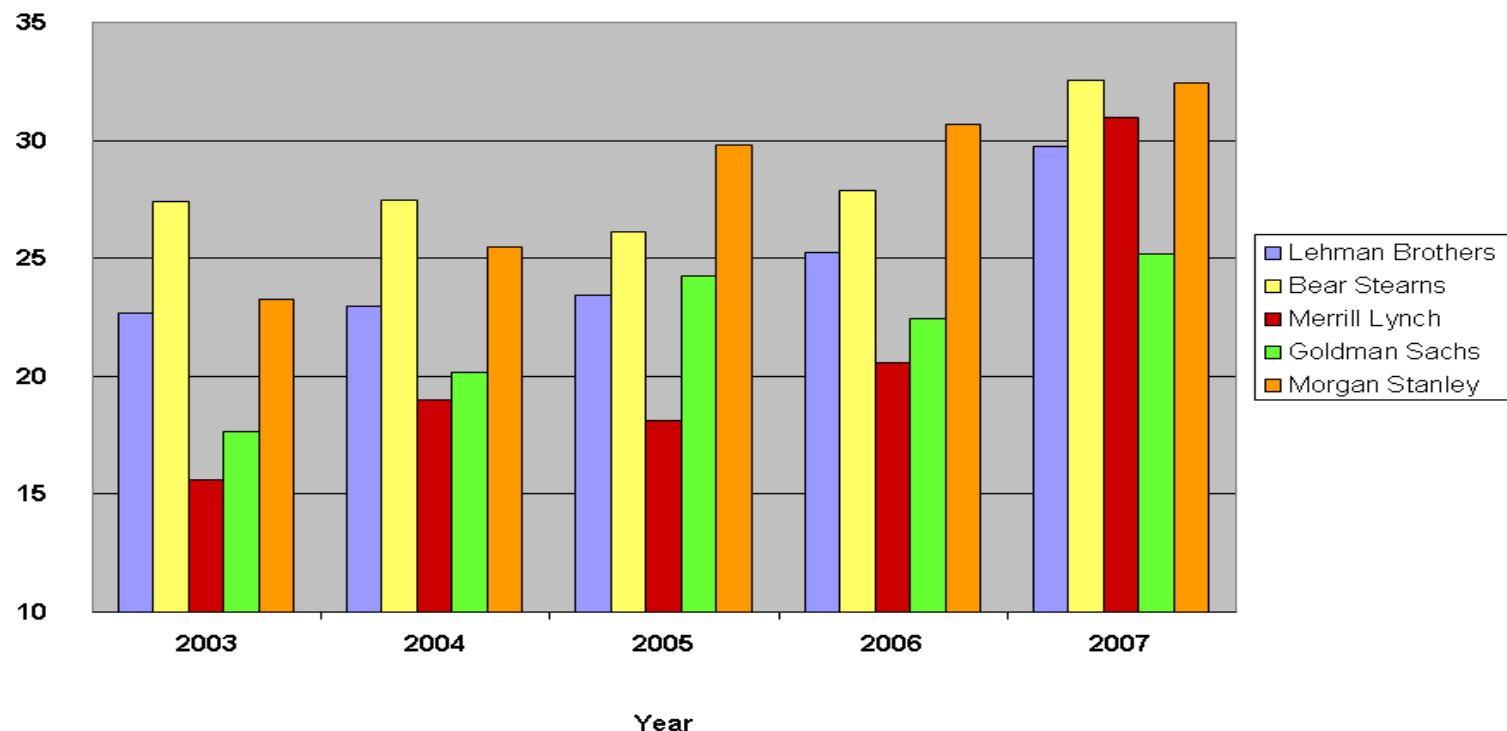
در سال مالی ۲۰۰۷

- ۵ مورد از بزرگ‌ترین بانک‌های سرمایه‌گذاری ایالات متحده روی هم ۴/۱ تریلیون دلار بدهی گزارش کردند. این رقم تقریباً معادل ۳۰ درصد از اندازه اقتصاد آمریکاست.

نقش کمیسیون بورس و اوراق بهادار

Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

نسبت اهرمی بانک‌های سرمایه‌گذاری مهم

Lehman Brothers

• ورشکستگی

Bear Stearns, Merrill Lynch

• فروش در قیمت بسیار پایین

Goldman Sachs, Morgan Stanley

• تبدیل به بانک تجاری

سرنوشت بزرگ‌ترین بانک‌های سرمایه‌گذاری

در سال ۱۹۹۶ Freddie Mac و Fannie Mae را با هدف کمک به حاکمیت مالی ایجاد کردند.

در سال ۲۰۰۸ ارزش مجموعه وام‌های رهنی تحت مالکیت و تحت حمایت این دو مؤسسه به ۱/۵ تریلیون دلار یعنی نیمی از ارزش وام‌های رهنی موجود رسید.

در سپتامبر ۲۰۰۸ این دو مؤسسه به هزینه مالیات‌دهندگان ملی شد.

نقش Freddie Mac و Fannie Mae

نقش سازوکارهای مالی

اگر به خلبانی ارتفاع سنجی بدهید که خوب کار نمی‌کند، احتمالاً باعث گمراهی خلبان و سقوط هواپیما خواهید شد و اگر به او چیزی ندهید، از پنجره هواپیما به بیرون نگاه می‌کند و احتمالاً برای کنترل هواپیما تصمیمات درست‌تری می‌گیرد.

نسیم طالب

قیمت‌گذاری ریسک

استانداردهای کمیته بال بسیار منعطفند و به طور کلی الزامات کفایت سرمایه را کاهش می دهد. بنا به دلایل مشخصی وقتی بانکها به اختیار خود گذاشته می شوند، ذخیره کمتری در نظر می گیرند.

- Sheila Bair, FIDC Chairman-2007

کمیته بال

یکی از داستان‌های سرمایه‌داری، دربارهٔ مشوق‌هاست. هیچ کس نمی‌تواند از افتخار فتح قله بهره‌مند شود مگر اینکه خود را در معرض خطر سقوط قرار داده باشد. با این وجود بسیاری از سیستم‌های پرداخت به‌طور طبیعی به ریسک شرکت‌ها می‌افزایند. اگر شما به شخصی جایزه‌ای بدهید بدون اینکه تمهیداتی برای بازستاندن آن قایل شوید، او برای مخفی کردن ریسک دارای انگیزه می‌شود و به فعالیت‌هایی روی می‌آورد که احتمال بالایی برای کسب سودهای کوچک و احتمال پایینی برای مواجهه با زیان‌های بسیار بزرگ دارد.

- *Harvard Business Review*, October 2009

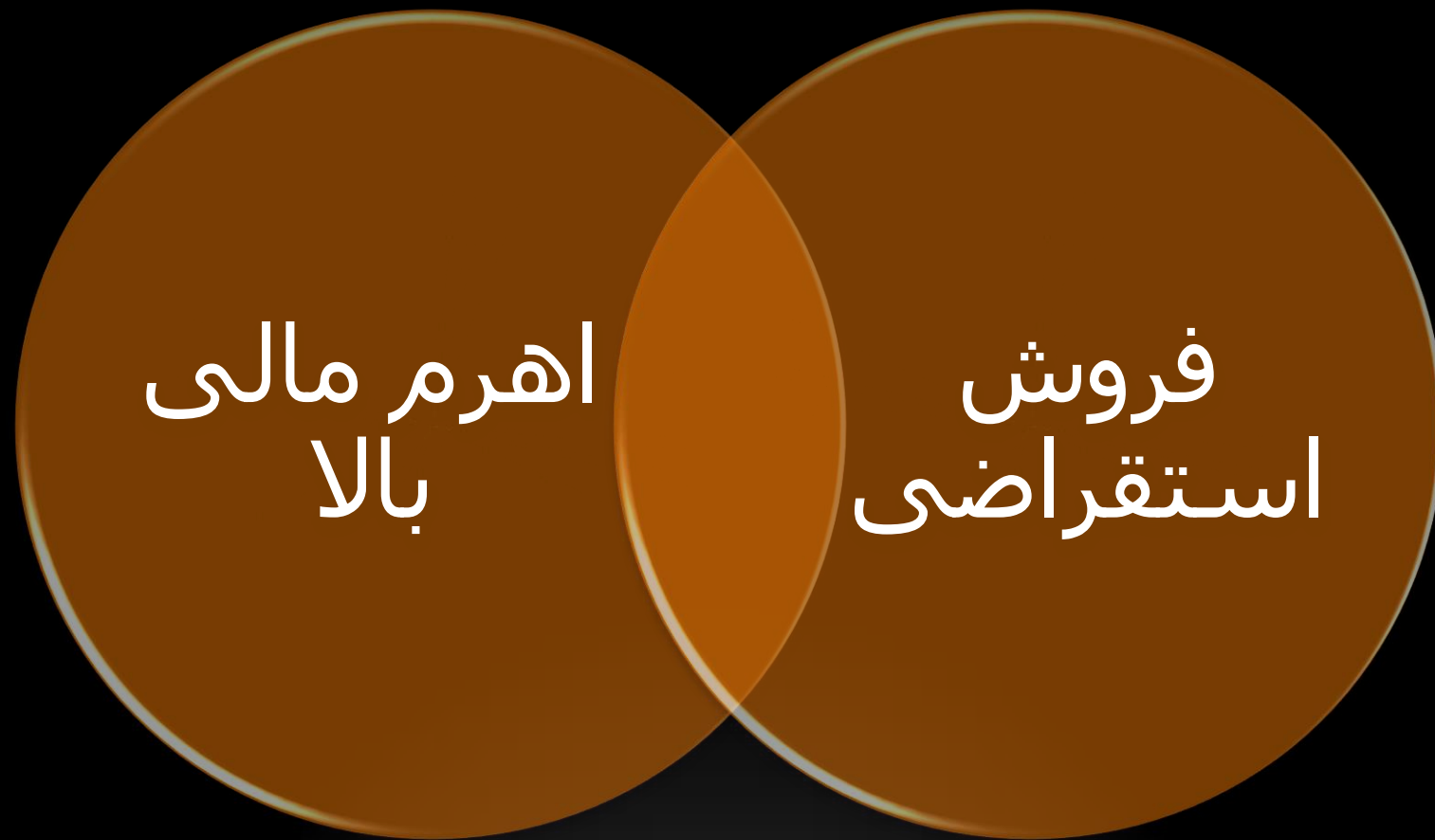
مشوق‌ها - کژمنشی

مدل ارزیابی
کن و وام بده



مدل وام بده
و واگذار کن

تغییر جریان مدل رهنی سنتی



صندوق‌های پوششی

بحران‌های مشابه

"هفت بحران عمده ظرف مدت بیست سال ... تجربه‌ای که چندان جالب نیست"

لاری سامرز، وزیر خزانه‌داری پیشین آمریکا



بحران‌های مالی عمده از سال ۱۹۸۰ تا کنون

بحران مؤسسات پس انداز و وام طی سال های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹



کژمنشی وام دهندگان (وام دهندگان به اعطای وام های پرریسک ادامه دادند).



ورشکستگی بیش از ۷۰۰ S&L



۱۶۱ میلیارد دلار زیان که ۱۲۶ میلیارد دلار آن را دولت پرداخت.

بحران های مشابه (I)

بحران قیمت دارایی‌ها در ژاپن، از اوایل دهه ۹۰ آغاز شد.

از سال ۱۹۸۶ تا دسامبر ۱۹۹۰، قیمت املاک و مستغلات و سهام به شدت متورم شده بود.

در ۲۹ دسامبر ۱۹۹۰ Nikkei Index به ۳۸۹۵۷ رسید. (اکنون حدود ۱۰۲۰۰)

ترکیدن حباب بیش از یک دهه طول کشید. این دهه (دهه ۱۹۹۰) به دهه زیان معروف است.

Nikkei Index در آوریل ۲۰۰۳ به کف قیمت (۷۶۰۳) رسید.

بحران‌های مشابه (II)

آیا اشتباه بود؟

از سال ۲۰۰۰ تا
۲۰۰۳ فدرال رزرو
بهره را از $\frac{5}{6}\%$ به
 1% رساند.

حباب سفته‌بازانه
نزدک را به ۵۱۵۰
رساند. (اکنون
حدود ۱۸۰۰)

بحران dot.com
طی سال‌های
۲۰۰۱-۱۹۹۵ واقع
شد.

بحران‌های مشابه (III)

بحران مالی خاور دور (۱۹۹۷)

در تایلند، اندونزی، کره جنوبی، مالزی، هنگ کنگ، سنگاپور، چین و ... آغاز شد.

عدم نظارت بر بازارها، فرار ارز، سفته‌بازی در بازارهای سرمایه از عوامل بحران بود.

کاهش شدید قیمت ارز و سهام با سرعت شروع شد و خاتمه یافت.

بحران به اصلاح قوانین حاکمیت شرکتی انجامید.

بحران‌های مشابه (IV)

گاه‌شمار بحران اخير

پدیداری ضررهای جدی‌تر

اکتبر 2007

تغییر جهت بازار مسکن انگلستان

نوامبر 2007

کمک‌های دولتی

دسامبر 2007

مشکلات بیمه‌کننده‌های وام

ژانویه 2008

رشد مسأله وام‌های شکدار

2006

سرایت وام‌های شکدار به دیگر نهادها

آوریل تا اوت 2007

نمایان‌شدن ابعاد بحران اعتباری

اوت 2007

هجوم به سمت بانک‌ها

سپتامبر 2007

گاه‌شمار بحران اخیر-حوادث کلی (I)

- فاجعه برای نامهای بزرگ

فوریه و مارس 2008

- قطع ناگهانی اعطای وامهای رهنی به اقشار ضعیفتر

آوریل 2008

- راه‌حل‌های موقتی برای بانک‌ها

آوریل-ژوئن 2008

- قرار گرفتن وام‌دهنده‌های اولیه (خرده فروش) بر لبه پرتگاه

ژوئیه 2008

- ضرر و زیان‌های بزرگ برای شرکت‌ها و نهادهای مالی

اوت-سپتامبر 2008

- اقدامات دولت‌ها

اکتبر 2008

گاه‌شمار بحران اخیر-حوادث کلی (II)



گاه‌شمار بحران اخیر - وام‌های رهنی شک‌دار (I)

در اواخر ۲۰۰۵ حساب قیمت مسکن در ایالات متحده ترکید.

با افزایش مطالبات معوق و عدم پرداخت اقساط وام‌های زیر استاندارد (suboptimal mortgages) و وام‌های رهنی با نرخ شناور (ARM)، بازتأمین مالی ناممکن شد.

عدم پرداخت اقساط و مصادره خانه‌ها افزایش یافت. (فقط در ۲۰۰۷، تملک قانونی خانه‌ها ۸۰٪ بالاتر از ۲۰۰۶)

ARM با نرخ‌های بهره بالاتر اعمال شد.

به اعطاکنندگان تسهیلات رهنی صدمات زیادی وارد آمد. (مثل بانک مسکن ایران)

گاه‌شمار بحران اخیر - وام‌های رهنی شک‌دار (II)

بانک‌های بزرگ زیان مطالبات لاوصول را اعلام کردند و ذخیره‌گرفتن (write off) بابت مطالبات شروع شد. این ذخایر در ۱۷ ژوئیه ۲۰۰۸ به ۴۵۰ میلیارد دلار رسید.



به دلیل تبدیل به اوراق بهادار کردن، بسیاری از وام‌دهندگان وام‌های رهنی، ریسک و حقوق تسهیلات اعطایی را به شکل MBS و اوراق مشابه به سرمایه‌گذاران ثالث در بازار منتقل کرده بودند.



افراد، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری نهادی که MBSها یا اوراق مشابه از جمله CDO (تعهدات بدهی دارای پشتوانه) را خریده بودند، با کاهش ارزش اوراق (به دلیل کاهش ارزش املاک پشتوانه آنها) زیان‌های هنگفتی متحمل شدند.



با کاهش ارزش بانک‌ها و شرکت‌های فعال در اعطای تسهیلات رهنی، بازار سرمایه بشدت آسیب دید و اثر پشت‌آپشتی یا Domino Effect ادامه یافت.

گاه‌شمار بحران اخیر - وام‌های رهنی شک‌دار (III)

با افزایش ریسک اعطای اعتبارات و عدم وصول اقساط توسط بانک‌ها، اعطای وام محدود شد و نرخ بهره بالاتر رفت. اقداماتی که به هر حال خود به تشدید اوضاع می‌انجامد.

پدیدهٔ **credit crunch** یا تنگنای اعتباری چهره نمود و باعث شد بانک‌های مرکزی همه‌جا راه‌های خلق نقدینگی را جستجو کنند تا مشتریان معتبر از ادامهٔ فعالیت مثبت اقتصادی بازمانند.

برای نجات از ورشکستگی (**bailout**) دولت امریکا به کمک نهادهای مالی آمد.

گاه‌شمار بحران اخیر - وام‌های رهنی شک‌دار (IV)

طی بحران 2008، چهل هزار میلیارد یورو از دارایی‌های مالی جهان نابود گشت.

بانک جهانی، آوریل 2009

بحران وام‌های شک‌دار کندشدن رشد اقتصادی (حتی در چین) و کاهش مصرف خانوارها و سرمایه‌گذاری کمتر کسب‌وکارها و کاهش شدید ارزش بخش ساختمان را باعث گردید.

گاه‌شمار بحران اخیر - وام‌های رهنی شک‌دار (V)

سفته‌بازی (speculation) و ساختمان‌سازی اضافی overbuilding طی دوره رونق

تحریک تقاضای مسکن به علت اعتبارات آسان و افزایش قیمت مسکن

افزایش نرخ مالکیت مسکن

افزایش قیمت‌های مسکن بر اثر تقاضای عظیم و امیدواری بسیاری از خانوارها به معجزه

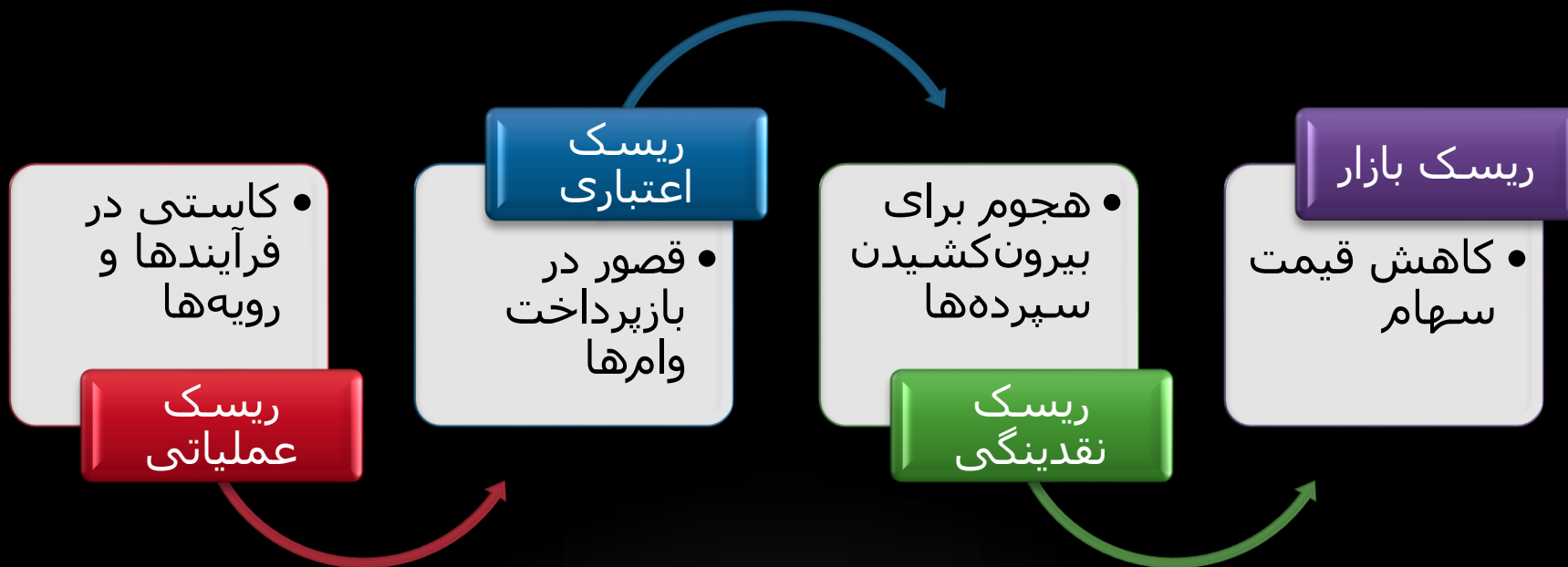
اخذ رهن دوم یا home-equity loan از جانب خانوارها

افزایش بدهی خانوارهای آمریکایی نسبت به درآمد آنها تا 130% طی 2007

همراهی اقساط بالاتر بانرخ‌های بالاتر انرژی، بنزین و مواد غذایی

دلایل (ریشه‌های) بحران و آثار آن

تعامل ریسک‌ها در بروز بحران



تعامل ریسک‌های اساسی مؤسسات مالی

توماس فریدمن

- وقتی رهن‌های خطرناک متورم شد، بحران اعتباری پدید آمد و نگرانی در بازار توسعه یافت. وقتی سرمایه‌گذاران نگران سبب سهام خود را نقد کردند، این بحران، به بحران سهام تبدیل شد. بحران سهام باعث شد که مردم احساس تنگدستی کنند و در نتیجه بحران مصرف پدید آمد. این خود باعث قصور شرکت‌های بیشتری در ایفای تعهدات شد و زمانی که شرکت‌ها با عجله اخراج کارگران را شروع کردند، به بحران بیکاری مبدل شد.

تعامل ریسک‌ها در طی بحران





انتقال بحران از مجرای ریسک قیمت کالاهای اساسی

اقدامات دولتها

درخواست از بانک‌ها
برای تأخیر در تعیین
نرخ‌های جدید بالاتر
ARM

درخواست افزایش
همکاری بین بانک و
پرداخت‌کنندگان اقساط

اقدامات دولت‌ها (I)

کاهش نرخ بهره

کمک به دریافت کنندگان وامها

تصویب ارقام بزرگ برای کمک به بازار

ملی کردن نهادهای مالی

اعطای تسهیلات به نهادهای مالی

تغییر مدیران نظارتی و زمینه سازی استعفای مدیران

گسترش حوزه های کنترلی

هماهنگی های سیاسیون و آرامش بخشی به بازارها

اقدامات دولت ها (II)

INTERNATIONAL RESCUE PACKAGES

All GDP figures for 2007

US GDP
£7,856 bn
\$13,800 bn

UK GDP
£1,401 bn
\$2,457 bn

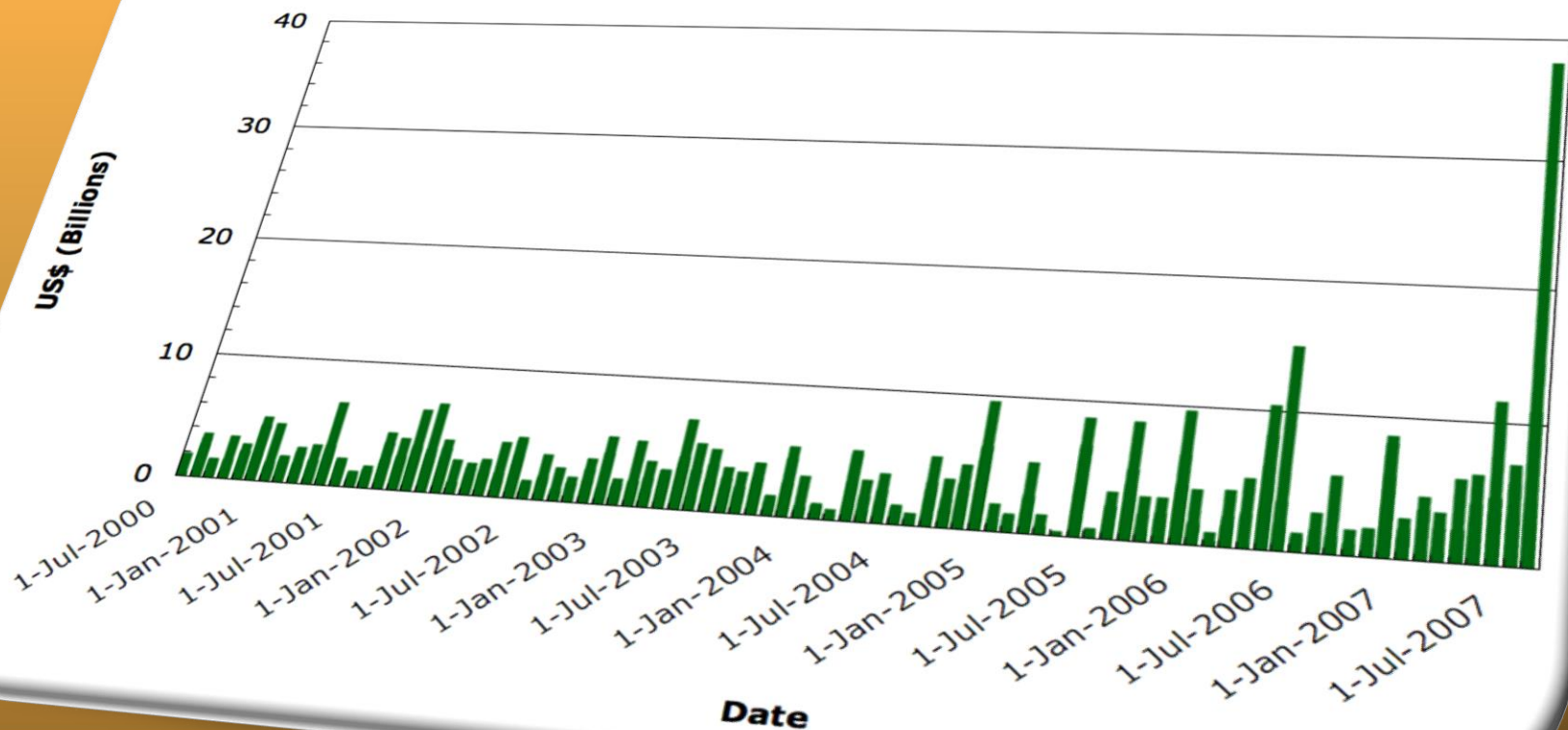
**Euro zone
rescue
package**
£780 bn
\$1370 bn
€ 1,000 bn

**US rescue
package**
£400 bn
\$700 bn

**UK rescue
package**
£387 bn
\$680 bn

اقدامات دولتها (III)

Federal Reserve Open Market MBS Repo Purchases



ارزش اوراق رهنی خریداری شده در بازار توسط فدرال رزرو

کشور	سطح بیمه قبل از بحران	سطح بیمه بعد از بحران
انگلیس	۳۵۰۰۰ پوند	۵۰۰۰۰ پوند
سوئد	۲۵۰۰۰۰ کرون	۵۰۰۰۰۰ کرون
فنلاند	۲۵۰۰۰ یورو	۵۰۰۰۰ یورو
آلمان	۲۰۰۰۰ یورو	نامحدود
هلند	۴۰۰۰۰ یورو	۱۰۰۰۰۰ یورو
پرتغال	۲۵۰۰۰ یورو	نامحدود
آمریکا	۱۰۰۰۰۰ دلار	۲۵۰۰۰۰ (احتمالا)

افزایش سقف بیمه سپرده‌ها



پیامد مستقیم اقدامات بی سابقه دولت‌ها

بلند مدت

- کاهش درآمد نسبت به سال 1386 و 1387
- بهانه‌های بیشتر برای عدم خصوصی‌سازی نهادهای مالی
- انتقال آثار رشد پایین‌تر اقتصادی آن کشورها به ایران

کوتاه مدت

- کاهش شاخص به دلیل اهمیت شرکت‌های تولیدکننده کالاهای اساسی
- کاهش درآمد نفت و ارز کمتر دولت
- امکان چانه‌زنی اندکی بهتر در شرایط تحریم جاری
- واردات ارزان‌تر خصوصی‌سازی کندتر

آثار بحران بر اقتصاد ایران



سطوح دلایل بحران

پا تشکر