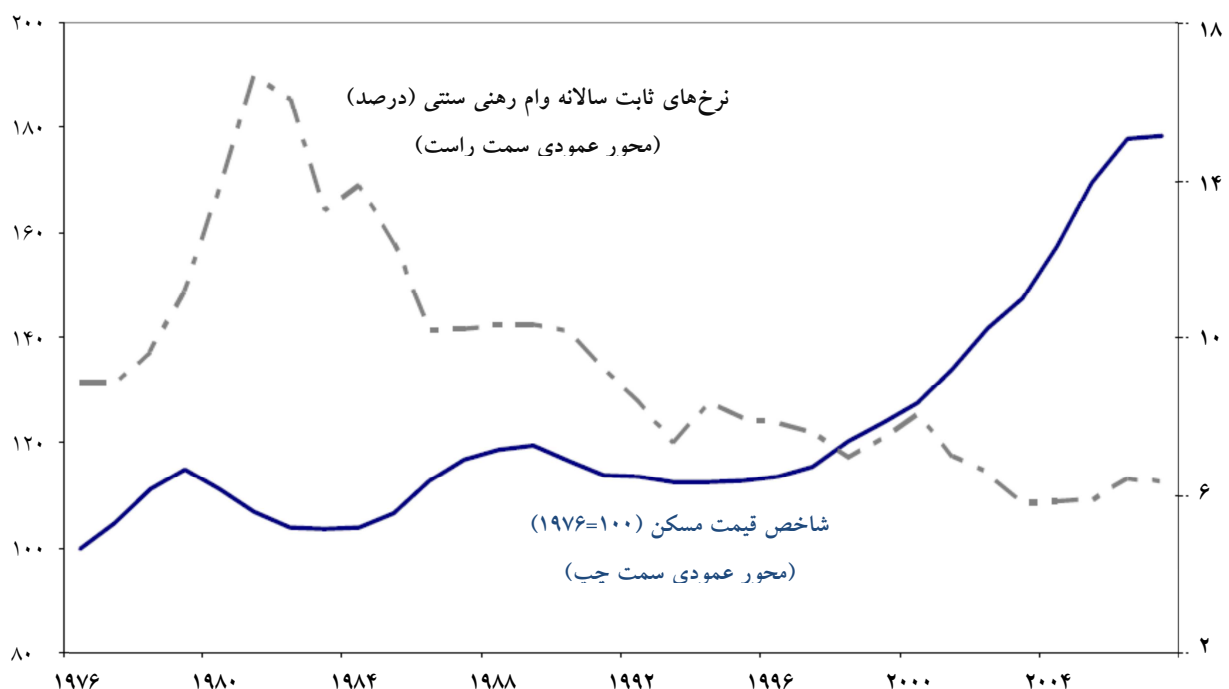


## ۱-۲ بحران مالی جهانی

روند کاهشی نرخ رشد اقتصاد جهانی، روند نزولی کاهش مبادلات جهانی، افزایش نرخ تورم جهانی و به تبع آن افزایش قیمت کالاها، تنزل ارزش دلار و عدم ثبات در نرخ دیگر ارزها، افزایش قیمت نفت که بحران انرژی را در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه دامن می‌زد، چالش‌های به‌وجود آمده در عرصه اقتصاد بین‌المللی و در نتیجه پاسخ به آن‌ها به‌شکل رهیافت‌های شکست قیمت محصولات و کالاها و در پی آن کاهش نرخ تولید ناخالص داخلی کشورهای صنعتی و کشورهای دارای بازارهای نوظهور و شیوع بیکاری در آن‌ها منجر به تداوم رکود اقتصادی و شکل‌گیری بحران اقتصادی در جهان با اثرات طولانی مدت بر اقتصاد دنیا گردید.

سیستم‌های پیچیده مالی طی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ میلادی به‌طور جدی آسیب دید. زمانی که بانک‌ها تمایل کمتری برای وام‌دهی به یکدیگر یافتند، شواهدی از مشکلات جدی در عرصه اقتصادی سر برآوردند. در حالی که تزریق پول از سوی بانک‌های مرکزی تنها برای مدتی توانست شکاف به‌وجود آمده را پر کند، در اوت سال ۲۰۰۷ فشار در سیستم مالی افزایش می‌یافت. پس از ۱۴ دوره زمانی افزایش قیمت در بازار مسکن آمریکا اولین شکست قیمتی پس از طی تقریباً دو دهه رونق در سال ۲۰۰۷ شکل گرفت. چنین وضعیتی در حالی رخ می‌داد که کاهش نرخ بهره وام‌های رهنی از دهه ۱۹۸۰ تقاضای مسکن را به شدت تقویت می‌کرد (نمودار ۲-۳).

نمودار (۲-۳) - روند قیمت مسکن و نرخ وام رهنی از اواخر دهه ۱۹۷۰ [۸۵]



همچنین بعد از ورشکستگی دات-کام<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری مطمئن شناخته شد. چنانچه رابرت شیلر در سال ۲۰۰۵ یادآور شد: «هنگامی که شاخص قیمت سهام در آمریکا سقوط کرد [و از ارزش سرمایه‌گذاری در بخش IT به‌شدت کاسته شد]، سفته‌بازان و سوداگران دیوانه‌وار به سمت خرید مسکن روی آوردند»<sup>۲</sup>، عرضه نمی‌توانست جوابگوی تقاضاهای کاذب این سوداگران باشد و قیمت‌ها سیر صعودی خود را آغاز کردند. سرانجام حباب قیمت‌های مسکن نیز در ژوئیه سال ۲۰۰۷ ترکید و بحرانی را به‌وجود آورد که هنوز تأثیرات آن، هر چند کم‌رنگ‌تر از گذشته، در ساختار اقتصاد جهانی قابل مشاهده است [۹۹].

بحران اولیه، بحران وام‌های رهنی بی‌کیفیت<sup>۳</sup> یا پرخطر نامیده شد؛ زیرا به‌طور کلی به این حقیقت مربوط می‌شد که اعطای وام‌های رهنی در روندی فزاینده به خانوارهای دارای درجه اعتباری پایین از نظر کافی بودن وثیقه‌های اخذ شده در قبال وام‌های دریافت شده گسترش یافت. وام‌هایی که فقط در حالتی توجیه‌پذیر می‌نمود که قیمت مسکن حداقل ۱۰-۵ درصد در هر سال افزایش می‌یافت [۶۰].

آغاز رکود در بازار مسکن آمریکا از اواسط سال ۲۰۰۷ و تداوم آن در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، افول تدریجی ساختارهای مالی و از دست رفتن اعتماد در بازارهای مالی دنیا خبر از وخامت اوضاع اقتصاد جهانی و رکود عمیق اقتصاد جهانی داشت؛ به‌طوری‌که شاهد کاهش ارزش برابری دلار به یورو از ۰/۷۵۸ در اوایل سال ۲۰۰۷ به ۰/۶۲۷ در اواخر آوریل و یا اواسط ژوئیه سال ۲۰۰۸ (و البته سپس شاهد سیر

---

\* Dot-Com Bust<sup>۱</sup>

در سال ۱۹۹۹ و اوایل سال ۲۰۰۰ میلادی، در شرایطی که رشد اقتصادی در حال کند شدن بود، فدرال رزرو بانک آمریکا شش بار نرخ بهره را افزایش داد. این اقدام سبب شد تا در روز دهم مارس سال ۲۰۰۰ در هنگامی که شاخص نزدک به نقطه اوج خود رسیده بود، حباب قیمت سهام شرکت‌هایی که در بخش اینترنت و رشته‌های مرتبط با آن فعالیت می‌کردند به‌طور ناگهانی بترکد و در نتیجه کاهش ارزش سهام این شرکت‌ها از ماه مارس ۲۰۰۰ تا اکتبر ۲۰۰۲ و وارد آمدن خسارتی را بالغ بر بیش از ۵ هزار میلیارد دلار برای مؤسساتی که در رشته فناوری پیشرفته فعالیت می‌کردند شاهد باشیم. این بحران به بحران دات کام (Dot-Com Crisis) مشهور است.

<sup>۲</sup> “Once stocks fell, real estate became the primary outlet for the speculative frenzy that the stock market had unleashed. Where else could plungers apply their newly acquired trading talents? The materialistic display of the big house also has become a salve to bruised egos of disappointed stock investors. These days, the only thing that comes close to real estate as a national obsession is poker.”

<sup>۳</sup> Sub-Prime Mortgages

صعودی اما پر نوسان تا نرخ برابری ۰/۶۹۹ در اوایل سپتامبر ۲۰۰۹ بودیم که به بحران اعتباری و ورشکستگی نهادهای اعتباری، بیمه‌ای و بانکی بسیاری انجامید.

## ۲-۱-۱-۱) ورشکستگی مؤسسات مالی آمریکایی و ظهور علایم اولیه بحران جهانی

پیش از پایان سال ۲۰۰۷، شرایط ضعیف بازار مسکن آمریکا پر واضح و اثرات سرریز احتمالی قیمت‌ها جدی بود. اولین نشانه بروز مشکلات بزرگ در سال ۲۰۰۸، موقعیت نزدیک به ورشکستگی شرکت مالی کانتری‌واید<sup>۴</sup> یکی از اعطاکنندگان وام‌های رهنی در کشور آمریکا بود. بانک آو آمریکا<sup>۵</sup> در توافق با فدرال رزرو خرید آن را در صورت ورشکستگی تضمین کرد؛ اتفاقی که در روز ۱۱ ژانویه سال ۲۰۰۸ به وقوع پیوست [۶۰].

شاید نخستین رویداد مهم سال ۲۰۰۸ را بتوان تصاحب مؤسسه بیر استرنز<sup>۶</sup> آمریکا - به عنوان اولین بانک سرمایه‌گذاری در آمریکا که تا آستانه ورشکستگی پیش رفت - در ۱۴ ماه مارس توسط مؤسسه جی.پی. مورگان<sup>۷</sup> با قیمت ۱۰ دلار برای هر سهم دانست؛ در حالی که سال گذشته سهام این بانک با قیمتی بیش از ۱۵۴ دلار دادوستد می‌شد. از آن تاریخ وام‌دهی به بانک‌های سرمایه‌گذاری بسیار محدود شد و در نهایت هیچ‌یک از ده بانک سرمایه‌گذاری برتر آمریکا<sup>۸</sup> مستقل نماند، به‌طوری‌که حتی گلدمن ساچس<sup>۹</sup> و مورگان استنلی<sup>۱۰</sup> نیاز به بسته‌های حمایتی پیدا کرده و ضرورتاً در پایان سال ۲۰۰۸ برای ادامه فعالیت خود به بانک‌های تجاری تبدیل شدند [۶۰].

<sup>۴</sup> Countrywide Financial

<sup>۵</sup> Bank of America

<sup>۶</sup> Bear Stearns

<sup>۷</sup> JP Morgan Chase

<sup>۸</sup> Bulge-Bracket Investment Banks Included: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Smith Barney (Citigroup), Lehman Brothers, Bear Stearns, Deutsche Bank, UBS, Credit Suisse, and JP Morgan.

<sup>۹</sup> Goldman Sachs

<sup>۱۰</sup> Morgan Stanley

در هفتم سپتامبر سال ۲۰۰۸ دو مؤسسه شبه دولتی فردی مک<sup>۱۱</sup> و فنی می<sup>۱۲</sup> با مداخله دولت آمریکا از غرق شدن در پرتفوی‌های وام‌های رهنی ناکارا و اوراق قرضه با پشتوانه این وام‌های رهنی نجات یافتند. یک هفته بعد در تاریخ ۱۴ سپتامبر مؤسسه مالی مادر لمان برادرز<sup>۱۳</sup> نیز پس از ۱۰۰ سال سابقه فعالیت اعلان ورشکستگی نمود. در همان روز مریل لینچ<sup>۱۴</sup> تن به خرید شده از سوی بانک آو آمریکا به مبلغ ۵۰ میلیارد دلار داد.

دو بانک باقیمانده از میان این ده بانک برتر سرمایه‌گذاری در حالی به فعالیت خود ادامه می‌دادند که شوک جدی وارد شده بر سرمایه‌گذاران بین‌المللی در اثر ورشکستگی مؤسسات مالی و بانکهای آمریکایی و کاهش شدید اعتماد مردم آمریکا به بانک‌های سرمایه‌گذاری، بازار سهام را بسیار نا امن جلوه می‌داد. در ۱۵ سپتامبر شاخص‌های مهم بین‌المللی به پایین‌ترین سطح خود از زمان حمله به برج‌های تجاری آمریکا رسید. بنابراین دولت، مقامات فدرال رزرو و وزارت دارایی آمریکا در صدد نجات سایر بانک‌ها و مؤسسات مالی این کشور بر آمدند تا در ۱۶ سپتامبر شرکت ای.آی.جی.<sup>۱۵</sup> یکی از بزرگترین شرکت‌های بیمه‌ای دنیا با تزریق بالغ بر ۸۵ میلیارد دلار از ورشکستگی نجات یابد؛ و این چنین بحران سوء مدیریت اعتباری عمیق‌تر می‌شد.

رزرو پرایمری<sup>۱۶</sup>، یکی از صندوق‌های بزرگ بازار پول ایالات متحده، در ماه سپتامبر ۲۰۰۸ ارزش دلار را شکست و حجم عظیمی از وجوه نقد را روانه بازارهای جهانی کرد. دولت آمریکا در جهت حمایت از شرکت بیمه‌ای ای.آی.جی. گام برداشت و در ادامه کنترل «واشنگتن میوچال»، بزرگترین مؤسسه پس‌انداز در ایالات متحده، با نزدیک به ۳۰۰ میلیارد دلار ارزش دارایی را بدست گرفت. مقامات انگلیسی نیز مؤسسه

---

<sup>11</sup> Freddy Mac

<sup>12</sup> Fanny Mae

<sup>13</sup> Lehman Brothers

<sup>14</sup> Merrill Lynch

<sup>15</sup> American International Group (AIG)

<sup>16</sup> Reserve Primary

وام «برد فورد و بینگلی»<sup>۱۷</sup> را ملی اعلام کردند و تزریق سرمایه به شرکت «بیمه‌ای بانک فورتیس»<sup>۱۸</sup> از سوی سه دولت اروپایی و تصاحب شرکت هلدینگ بانکی آمریکایی «واشوویا» را شاهد بودیم. اما بازهم اعتماد به تدریج افول می‌کرد و شرایط تأمین مالی سخت‌تر می‌شد. با آغاز سال جدید میلادی مقامات آمریکایی با تکرار رهیافت بکار گرفته شده برای «سیتی‌گروپ»، به پشتیبانی از «بانک آو امریکا» و مقامات انگلیسی به تزریق پول در «رویال بانک» اسکاتلند پرداختند. جدول (۴-۲) گسترش وقایع منشأ بحران مالی جهانی را نشان می‌دهد.

جدول (۴-۲) - سیر وقایع منشأ بحران مالی جهانی (۲۰۰۸-۲۰۰۹) [۶۰]

تاریخ	شرح
سال ۲۰۰۷	منشأ اولیه بحران با کاهش قیمت مسکن و پایین آمدن نرخ‌های نکول «تعهدهای رهنی توثیقی» <sup>۱۹</sup> و «تعهدهای بدهی توثیقی» <sup>۲۰</sup> شکل گرفت.
۱۱ ژانویه ۲۰۰۸	«بانک آو امریکا» مؤسسه مالی «کانتری‌واید» را تصاحب کرد.
۱۴ مارس ۲۰۰۸	«بیر استرنرز» ورشکسته و به «جی. پی. مورگان» فروخته شد.
۷ سپتامبر ۲۰۰۸	دولت آمریکا سهام دو شرکت شبه دولتی «فنی می» و «فردی مک» را به‌طور کامل در اختیار گرفت.
۱۴ سپتامبر ۲۰۰۸	مؤسسه «لمان برادرز» ورشکسته شد.
۱۴ سپتامبر ۲۰۰۸	«بانک آو امریکا» بانک سرمایه‌گذاری «مریل لینچ» را تصاحب کرد.
۱۶ سپتامبر ۲۰۰۸	دولت با تزریق ۸۵ میلیارد دلار از شرکت بیمه‌ای «ای. آی. جی.» حمایت کرد.
۲۵ سپتامبر ۲۰۰۸	صندوق سرمایه‌گذاری «واشنگتن میوچال» <sup>۲۱</sup> ورشکسته و به «جی. پی. مورگان» فروخته شد.
جدول (۴-۲) - سیر وقایع منشأ بحران مالی جهانی (۲۰۰۸-۲۰۰۹) [۶۰] ادامه	
تاریخ	شرح
۲۹ سپتامبر ۲۰۰۸	بانک تجاری «واشوویا» <sup>۲۲</sup> (چهارمین هلدینگ بانکی آمریکا) به «سیتی‌گروپ/ولز فارگو» <sup>۲۳</sup> فروخته شد.
۱۴ اکتبر ۲۰۰۸	۷۰۰ میلیارد دلار در قالب «طرح رهاسازی دارایی‌های آشفته» <sup>۲۴</sup> به‌منظور خرید وام‌ها از وام‌دهندگان و اوراق قرضه از سرمایه‌گذاران، از سوی دولت ایالات متحده در پاسخ به بحران تزریق شد.
۲۶ نوامبر ۲۰۰۸	۸۰۰ میلیارد دلار از سوی فدرال رزرو برای حمایت از صندوق‌های مالی با هدف خرید بدهی‌های دو

<sup>17</sup> Bradford and Bingley

<sup>18</sup> Fortis Bank Insurance

<sup>19</sup> CMOs (Collateralized Mortgage Obligations)

<sup>20</sup> CDOs (Collateralized Debt Obligations)

<sup>21</sup> Washington Mutual

<sup>22</sup> Wachovia

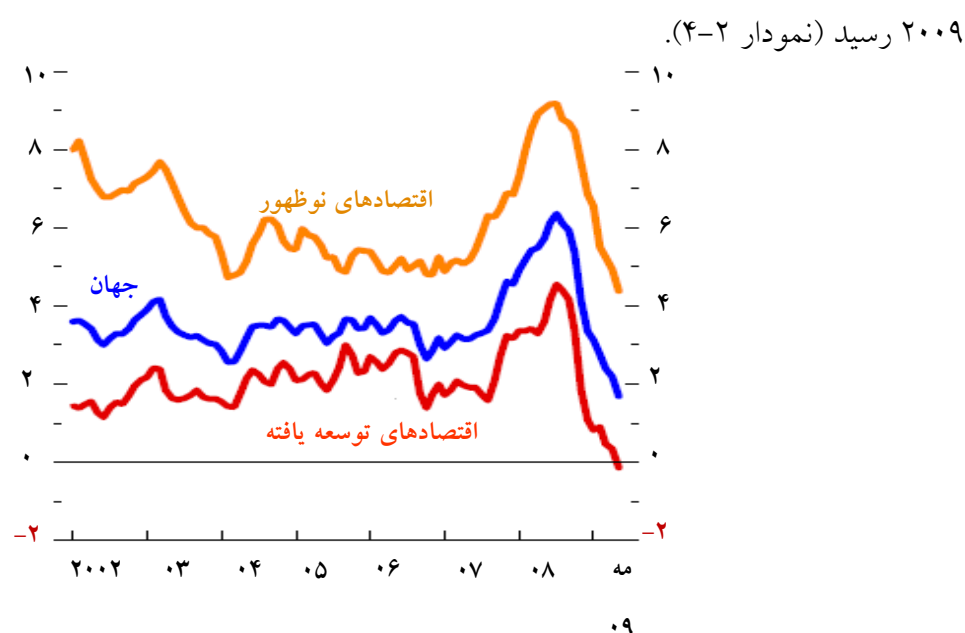
<sup>23</sup> Wells Fargo & Co.

<sup>24</sup> Troued Assets Relief Plan

مؤسسه «فردی مک» و «فنی می» از وام‌دهندگان تا سقف ۶۰۰ میلیارد دلار و استفاده ۲۰۰ میلیارد دلار باقیمانده در قالب قرض به انتشاردهندگان دیگر اوراق قرضه به بدنه اقتصاد تزریق شد.
--

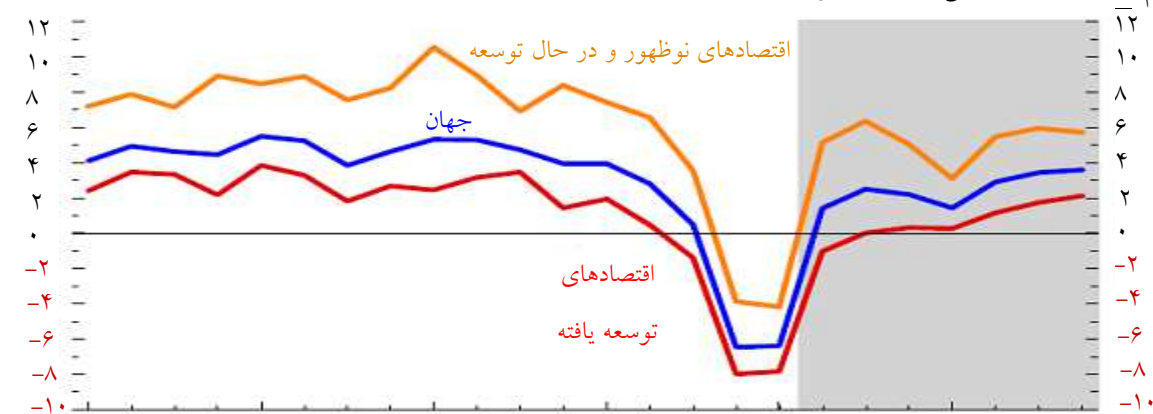
## ۲-۱-۲) سرایت بحران مالی به دیگر نقاط جهان

در ادامه، گسترش این بحران به بازارهای نوظهور اروپایی و آسیایی موجب کاهش چشمگیر ارزش بازارهای پولی و مالی دنیا شد تا شاهد یک بحران مالی جهانی<sup>۲۵</sup> طی سال ۲۰۰۸ میلادی باشیم. در این دوره، تورم جهانی از ۳/۹ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۴/۷ درصد در سال ۲۰۰۸ و ۱/۸ درصد در ماه مه سال



نمودار (۲-۴) - روند درصد نرخ تورم جهانی طی سال‌های اخیر [۱۲۲]

ضمن اینکه رشد فصلی اقتصاد جهانی در پایان سال ۲۰۰۷ به ۵ درصد رسید و در پایان سال ۲۰۰۸ میلادی به رقم ۶- درصد کاهش یافت (نمودار ۲-۵).



نمودار (۵-۲) - روند درصد رشد تولید ناخالص داخلی فصل به فصل طی سال‌های اخیر [۱۲۲]

۲۰۱۰      ۲۰۰۹      ۲۰۰۸      ۲۰۰۷      ۲۰۰۶      ۲۰۰۵

در گزارش سالانه کمیته بال برای سال ۲۰۰۸ میلادی، پنج مرحله را در بررسی روند وقایع تاریخی بحران اقتصادی جهانی، از ظهور علایمی چون عدم بازپرداخت وام‌های پر ریسک ناشی از سرریز مشکلات انفجار اعتبارات بازارهای رهن و اعتبار، نشأت گرفته از عدم توانایی در قیمت‌گذاری ابزارهای مالی جدید، در بازارهای پولی بین بانکی، که دامنه وسیعی از فشارهای مالی را در مراحل اولیه بروز بحران خلق نمود، تا افت میزان مصرف منابع، همراه با کاهش‌هایی در مبادلات کالاها و به تبع آن کاهش تولید ناخالص داخلی و در نهایت ضعیف شدن رشد اقتصادی کشورهای توسعه یافته صنعتی را شاهد بودیم.

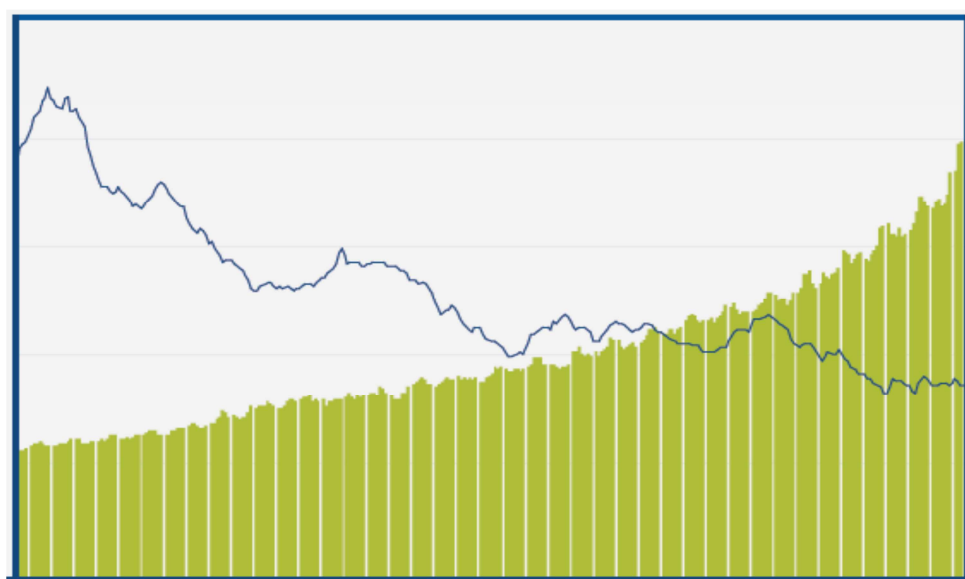
رخدادهای مزبور پاسخی به صورت کاهش قیمت‌ها را از سوی بانک‌های مرکزی این کشورها در پی داشت. قیود نقدینگی برای مؤسسات غیر بانکی، خرید یکجای بدهی‌های عمومی و بسته‌های بزرگ پیشنهادی سالانه از دیگر اقدامات انجام شده در پاسخ به اوضاع بحرانی بود. سرایت چنین شرایطی به اقتصادهای دارای بازار نوظهور، ضعیف شدن صادرات و کاهش رشد تولید ناخالص داخلی در اروپای مرکزی، افت شدید در رشد اقتصادی و معکوس شدن جریان‌های ورودی سرمایه را سبب شد.

هرچند از اواسط مارس سال ۲۰۰۹، قیمت دارایی‌ها اندکی بازیابی شد، اما علایم نقصان و فعالیت غیرعادی در بازارها باقی ماند و تلاش رهبران گروه ۲۰ برای بازیابی کامل اعتماد در سیستم مالی جهانی به تعویق افتاد. در نگاهی اجمالی می‌توان رخدادهای مهم اقتصادی را برای سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ میلادی به شرحی که در ادامه می‌آید برشمرد.

## ۲-۱-۲-۱) بحران در حوزه ساخت و ساز امریکا و تلاش برای خروج از آن

سیاست توسعه بازار رهن ایالات متحده در سال‌های آغازین قرن ۲۱ از مهمترین عوامل شکل‌گیری بحران مالی سال ۲۰۰۷ ذکر می‌شود. در واقع در این سال‌ها بازار رهن آمریکا به شکل بی‌سابقه‌ای توسعه یافت. سیاست کاهش نرخ بهره نیز موجب تشدید این روند شد به نحوی که نرخ بهره (فدرال رزرو) آمریکا به عنوان نرخ پایه اکثر بازارهای رهن، طی سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۰۴ به پایین‌ترین سطح تاریخی خود رسید (نمودار ۲-۶).

با افزایش تسهیلات رهنی و همراه با حمایت‌های دولت آمریکا از وام‌دهی شرکت‌های فردی و فنی می به اقشار کم‌درآمد، زمینه‌های اعطای وام‌های پرریسک به افرادی با رتبه اعتباری نازل فراهم شد. در سایه چنین افزایش تقاضایی بود که قیمت مسکن به شدت رو به افزایش گذاشت تا در سال ۲۰۰۶ قیمت خانه‌ها در بعضی ایالت‌های آمریکا به بیش از سه برابر نسبت به سال ۱۹۹۶ افزایش یابد.



نمودار (۲-۶) - روند تغییرات میان‌ه ارزش واحدهای مسکونی و نرخ وام رهنی در ایالات متحده طی سال‌های ۱۹۸۱-۲۰۰۵ [۱۲۶]

۲۵۰	۱۸
	۱۶
	۱۲
۱۵۰	۱۰
	۸
۱۰۰	۶
	۴
۵۰	



سرانجام با ناتوانی وام‌گیرندگان در بازپرداخت تسهیلات، زمینه‌های ورشکستگی نهادهای اعتباری و در نهایت تسری بحران به کلیه بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد آمریکا و در ادامه به سایر کشورهای جهان در سال ۲۰۰۷ فراهم شد.

پس از ورشکستگی چند بانک بزرگ و مؤسسه مالی در آمریکا به دلیل عدم پرداخت وام مسکن از سوی وام‌گیرندگان و کاهش ارزش سهام، بحران مالی جهانی و سقوط ارزش سهام ملکی در بسیاری از کشورها، بحران در حوزه ساخت و ساز آمریکا به عنوان دومین پدیده اقتصادی مهم شدت یافت. به گزارش اکونومیست، قیمت مسکن در ماه دسامبر ۲۰۰۸، برای سومین سال متوالی کاهش می‌یافت و تعداد بی-خانمان‌های آمریکایی در آستانه ثبت رکورد جدیدی بود. کاهش شدید قیمت مسکن موجب افت شدید پروژه‌های ساختمانی و کاهش شدید سرمایه‌گذاری در این بخش گردید.

شرکت آلمانی «هایپو ریئل استیت»<sup>۲۶</sup>، فعال در زمینه اجاره دادن املاک تجاری، در سپتامبر ۲۰۰۸ با خط اعتباری تسهیل شده‌ای از سوی دولت مورد حمایت قرار گرفت. در نوامبر همان سال کنگره آمریکا طرح نجات ۷۰۰ میلیارد دلاری را برای کمک به خارج شدن از بحران اقتصادی تصویب کرد؛ تا ۲۰۰ میلیارد دلار برای گسترش وام‌ها و تا سقف ۵۰۰ میلیارد دلار برای خرید اوراق قرضه و اوراق بهادار با پشتوانه رهن، صادر شده از سوی آژانس‌های املاک و مستغلات آمریکا صرف شود.

## ۲-۱-۲) کاهش چشم‌گیر قیمت نفت و سرایت بحران به اقتصاد جهان

با جدی شدن بحران در آمریکا به عنوان بزرگترین قدرت اقتصادی جهان، هیچ کشوری در جهان از آثار منفی بحران اقتصادی مصون نماند. ژاپن و بخش عمده‌ای از اروپا به رکود اقتصادی فرو رفت. به گزارش

---

<sup>26</sup> Hypo Real Estate

صندوق بین‌المللی پول، صادرات چین به پایین‌ترین میزان خود طی چند سال اخیر رسید. صادرات در اروپای مرکزی نیز ضعف نمایانی را نشان می‌داد. بحران نقدینگی در کشورهای دنیا با افزایش فشار بر مؤسسات مالی، بحران ناتوانی در پرداخت دیون را در بر داشت. قرارداد اقتصادهای گروه سه، همزمان با کاهش شدید قیمت نفت پس از اوت ۲۰۰۸ و پس از آنکه در ماه ژوئیه به ۱۴۷ دلار رسیده بود، و افت شدید بیش از پنجاه درصدی از اوایل اکتبر تا آخر نوامبر در اثر وقوع بحران مالی جهانی و کاهش چشمگیر تقاضا، به صورت تنزل شدید قیمت‌ها در بازارهای جهانی رخ می‌نمود.

#### ۲-۱-۲-۳) افت شدید شاخص‌ها در بازارهای سهام

آمارهای سایت فدراسیون جهانی بورس‌ها حکایت از شدت گرفتن نگرانی نسبت به وضعیت بازارهای سهام جهان، از ماه سپتامبر ۲۰۰۸ داشت. شاخص تمامی بورس‌های مهم دنیا، از جمله شاخص میانگین صنعتی داو جونز<sup>۲۷</sup>، شاخص استاندارد اند پورز<sup>۲۸</sup>، شاخص نزدک کامپوزیت<sup>۲۹</sup>، شاخص‌های فوتسی<sup>۳۰</sup>، کک<sup>۳۱</sup>، دکس<sup>۳۲</sup> و شاخص‌های عمده در ژاپن، کره، مالزی، سنگاپور و هنگ‌کنگ تا مکزیک به شدت کاهش یافت، تا مشکلات تأمین مالی شرکت‌های دنیا پر رنگ‌تر از پیش جلوه کند.

#### ۲-۱-۲-۴) سرایت بحران به بخش انرژی و صنعت خوردوسازی

اقتصادهای دارای بازار نوظهور و نیز اقتصادهای در حال توسعه که شاید تا پیش از این بدلائل تاریخی و سیاسی، از جمله حجم ناچیز داد و ستد با جهان و یا تحریم‌های بانکی در بعضی از آن‌ها، چندان در بطن و

<sup>27</sup> Industrial Dow Jones Index

<sup>28</sup> Standard & Poor's 500 Index

<sup>29</sup> Composite NASDAQ Index

<sup>30</sup> London FTSE Index

<sup>31</sup> France CAC Index

<sup>32</sup> Germany Dax Index

متن اقتصاد جهانی نبودند و در نتیجه از نوسانات و رکود بازارهای مسکن و تالابهای بازار ارز تأثیر نمی‌پذیرفتند، با کاهش بهای جهانی نفت و گاز و به تبع آن درآمدهای نفتی، پا به معرکه بحران جهانی نهادند؛ تا جاری شدن سیل خروشان بحران مالی را در بخش انرژی نیز نظاره‌گر باشیم.

پس از افت شدید بهای نفت در جهان، با کاهش ۱۶ درصدی میزان فروش خودروسازان امریکایی تا ماه نوامبر، خودروسازی‌های جنرال موتورز و کرایسلر خواستار دریافت کمک‌های فوری مالی از دولت شدند. متعاقباً شرکت‌های فورد، نیسان و تویوتا نیز در فروش محصولات خود با مشکلات جدی روبرو شدند و دست به تعدیل گسترده در نیروی انسانی و ساختار سازمانی خود زدند. اگرچه برای کمک به شرکت‌های خودروسازی اعطای وام در دستور کار دولت‌ها، به‌ویژه دولت ایالات متحده قرار گرفت اما با اعلام ورشکستگی جنرال موتورز، به‌عنوان غول خودروسازی جهان در ژوئن سال ۲۰۰۹، چهره دیگری از بحران جهانی نمایان می‌گردید.

## ۳-۱-۲ ثبات اولیه پس از بحران

ماه ژوئن سال ۲۰۰۹ زمان بروز علایم ثبات اقتصادی و بیرون آمدن از رکودی بی‌مانند پس از دهه ۱۹۳۰ همزمان با دوران بعد از جنگ جهانی دوم بود، هرچند که تثبیت آن در گزارش‌های بین‌المللی نامتعادل بوده و بازیابی و ترمیم کندی برای آن انتظار می‌رفت. در اقتصادهای دارای بازار نوظهور نیز بازارهای سرمایه در حال بازیابی بودند و نرخ ارزها پایدار می‌نمود. شرایط مالی بیش از آنچه انتظار می‌رفت بهبود یافته و آمارهای جدید، نرخ‌های کاهش متعادل‌تری در فعالیت‌های اقتصادی را در اقصی نقاط دنیا نوید می‌داد. جدول (۲-۵) پیش‌بینی‌های صندوق بین‌المللی پول در ژوئیه ۲۰۰۹، از چشم‌انداز اقتصادی جهان را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌گردد، روند رو به رشد پیش‌بینی‌های این صندوق، بازیابی و ترمیم تدریجی و کندی را برای بازگشت به شرایط رونق اقتصادی بازگو می‌کرد.

جدول (۲-۵) - پیش‌بینی‌های چشم‌انداز اقتصاد جهانی از درصد تغییر سال به سال در شاخص‌های کلان اقتصادی [۱۲۲]

شرح				۲۰۰۷	۲۰۰۸	پیش‌بینی ۲۰۰۹	پیش‌بینی ۲۰۱۰
تغییر نرخ رشد اقتصاد جهانی				۵/۱	۳/۱	-۱/۴	۲/۵
تغییر نرخ رشد مبادلات جهانی				۷/۲	۲/۹	-۱۲/۲	۱/۰
تغییر نرخ رشد شاخص قیمت مصرف کننده	کشورهای صنعتی			۲/۲	۳/۴	۱/۲	۱/۴
	کشورهای نوظهور و در حال توسعه			۶/۴	۹/۳	۵/۳	۴/۶

## ۲-۱-۴) بورس اوراق بهادار تهران و بحران مالی جهانی

از آنجا که بحران مالی اخیر در حوزه‌های مختلفی از جمله کاهش حجم مبادلات جهانی، کاهش رشد اقتصاد جهانی و در نتیجه کاهش قیمت نفت و برخی فلزات نظیر مس، گوگرد و محصولات پتروشیمی تأثیرگذار بوده، لذا از این حوزه‌ها اقتصاد تأثیر خواهد پذیرفت.

اگر چه بازار سرمایه ایران به دلیل عدم ارتباطات بین‌المللی گسترده به‌طور مستقیم از این بحران تأثیر چندانی نپذیرفته است (که عمدتاً به دلیل عدم سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایرانی در خارج از کشور بوده است)، لیکن اثرات روانی بحران بر بازار و همچنین اثرات غیرمستقیم آن از طریق کاهش سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، کاهش نقدینگی و همچنین کاهش رشد اقتصاد کشور بر بازار سرمایه انکارناپذیر است.

تأثیر بحران مالی بر بورس ایران از چهار منظر قابل بررسی است:

۱. بحران مالی و بودجه دولتی و تأثیر آن بر بورس:

با توجه به چسبندگی هزینه‌های جاری و پوشش کمتر از ۴۰ درصدی آن توسط درآمدهای مالیاتی، انتظار رفت کسری بودجه سال ۱۳۸۸ دولت که ناشی از کاهش درآمدهای نفتی بوده از محل کاهش هزینه‌های عمرانی جبران شود. این تصمیم با توجه به نقش برجسته دولت در

اقتصاد ایران اثر منفی معنی‌داری بر سطح فعالیت‌های اقتصادی می‌گذاشت. کاهش بودجه عمرانی، تقاضای دولت برای خرید کالاهای اساسی و پایه از جمله سیمان، مس، آهن‌آلات و ... را کاهش داد که حاصل آن کاهش سودآوری شرکت‌های تولیدکننده آنها و در نتیجه کاهش قیمت سهام آنها بود.

## ۲. بحران اقتصادی و شرکت‌های صادرکننده:

یکی از مشکلات عمده شرکت‌های صادرکننده داخلی مربوط به کاهش سطح عمومی قیمت‌ها در بازارهای جهانی، کاهش تقاضا برای محصولات این شرکت‌ها به دلایلی از جمله اعمال سیاست‌های دامپینگ از سوی کشورهای مقابل برای افزایش توان رقابتی خود در وضعیت فعلی اقتصاد جهانی بوده است. این امر موجب کاهش میزان فروش و سودآوری آنها شده و در نهایت کاهش قیمت سهام آنها را در بازار در پی داشته است. از سوی دیگر اکثر شرکت‌های ایرانی صادرکننده با توجه به شرایط تحریم با مشکلات عدیده‌ای در دستیابی به منابع مالی خارجی روبرو بوده‌اند که با بروز بحران مالی اخیر این مشکل تأمین نقدینگی دو چندان شد. این عوامل از یک سو موجب کاهش درآمد شرکت‌های صادرکننده گردید و از سوی دیگر هزینه تأمین مالی آنها را افزایش می‌داد که در نتیجه آن سودآوری شرکت و قیمت سهام آن کاهش می‌یافت.

## ۳. بحران اقتصادی و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس:

علاوه بر موارد فوق‌الذکر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیز همانند سایر فعالان اقتصادی در کشور در ماه‌های تأثیر بحران مالی جهانی از مشکل کمبود نقدینگی آسیب دیده‌اند. بحران مالی جهانی، دسترسی شرکت‌های ایرانی به منابع بانکی خارجی را دشوارتر نمود. یکی از جنبه‌های مهم اثرگذاری بحران مالی جهانی، کاهش مدت اعتبارات اسنادی و قراردادهای

فاینانس<sup>۳۳</sup> بود. هر چند شرکتهای ایرانی پیشتر به خاطر تحریمهای مالی با چنین شرایطی مواجه بوده‌اند.

---

<sup>33</sup> L.C. Finance