

## قسمت اول

گزارش وضع اقتصادی کشور

رشد اقتصادی جهان در سال ۲۰۰۸ به ۳/۰ درصد رسید که در مقایسه با عملکرد سال قبل (۵/۲ درصد) ۲/۲ واحد درصد کاهش نشان می‌دهد. بخش عمده‌ای از کاهش رشد اقتصادی جهان در این سال به کاهش سطح فعالیت‌های اقتصادی در اقتصادهای پیشرفته مربوط بود. نرخ تورم جهانی در سال ۲۰۰۸ به ۶/۰ درصد رسید که در مقایسه با سال گذشته (۴/۰ درصد) حدود ۲ واحد درصد افزایش داشت. افزایش نرخ تورم در سال ۲۰۰۸ بیشتر تحت تاثیر فشارهای تورمی ناشی از افزایش قیمت مواد اولیه در نیمه اول سال بود ولی با کاهش قیمت این مواد در نیمه دوم سال، از فشارهای تورمی به میزان زیادی کاسته شد.

### ۱-۱- بحران مالی

بحران مالی جهانی در پنج مرحله کم و بیش مجزا از نظر شدت، بروز یافته است؛ اولین مرحله آن که به مشکلات ناشی از وام‌های رهنی پرداختی به مشتریان کم‌اعتبار<sup>(۲)</sup> مربوط می‌شود، از ژوئن ۲۰۰۷ تا اواسط مارس ۲۰۰۸ به طول انجامید. در این مرحله مشکلات به طور عمده عبارت بود از کمبود نقدینگی بانک‌ها و کاهش قدرت اعتباردهی آنها، کاهش ارزش پرتفوی تعداد زیادی از بانک‌هایی که در اوراق بهادار با پشتوانه دارایی سرمایه‌گذاری کرده بودند و کاهش ارزش پرتفوی شرکت‌های تامین سرمایه و دیگر موسسات مالی که موجب افت شدید قیمت سهام آنها در بورس‌های اوراق بهادار گردید، که به تضعیف بیشتر قیمت دارایی‌ها انجامید. در نتیجه در مرحله دوم بحران که در فاصله زمانی مارس تا اواسط سپتامبر ۲۰۰۸ رخ

با وجود پشت سر نهادن یک دوره عملکرد موفق اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه و تجربه نرخ‌های رشد اقتصادی مناسب همراه با تعدیل نسبی فشارهای تورمی، نظام مالی جهان از اگوست سال ۲۰۰۷ شکست‌های اساسی را تجربه نمود که این وضعیت در سال ۲۰۰۸ نیز ادامه یافت. به نظر می‌رسد اقتصاد آمریکا بیشترین زیان را از فشارهای مالی و رکود ادامه‌دار بخش مسکن متحمل شده است، اما کشورهای اروپای غربی و اقتصادهای صنعتی آسیا نیز عمدتاً از ناحیه کاهش شدید حجم تجارت جهانی و معضلات مالی ناشی از تصحیح قیمت‌ها در بخش مسکن، دچار مشکل شدند. اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور بیشتر از ناحیه تجارت خارجی و جریان‌های مالی بین‌المللی تحت تاثیر این بحران قرار گرفتند. بدین ترتیب، اقتصادهای نوظهور آسیایی که وابستگی زیادی به صادرات محصولات خود دارند، با کاهش رشد اقتصادی مواجه شدند. در این میان، چین و هند به دلیل سهم پایین‌تر صادرات در تولید داخلی آنها و نیز انعطاف بالای تقاضای داخلی، به میزان کمتری تحت تاثیر این بحران قرار گرفتند<sup>(۱)</sup>. اقتصادهای نوظهور اروپایی و اقتصادهای مشترک‌المنافع حوزه آسیای میانه نیز به دلیل وابستگی شدید به منابع مالی خارجی و صادرات محصولات صنعتی و نیز صادرات مواد اولیه (برای اقتصادهای حوزه آسیای میانه) از این بحران متاثر شدند. کشورهای صادرکننده مواد اولیه در آفریقا، آمریکای لاتین و خاورمیانه نیز به دلیل کاهش تقاضای جهانی برای این‌گونه کالاها و در نتیجه افت شدید قیمت مواد اولیه و کاهش دسترسی به منابع مالی خارجی، مشکلات زیادی را متحمل شدند.

۲- Subprime Mortgages

۱- World Economic Outlook, IMF, April, ۲۰۰۹

داد، مشکل تامین مالی به نگرانی‌هایی در خصوص توانایی بازپرداخت دیون تبدیل گردید و به ریسک ورشکستگی یک‌باره بانک‌ها و شرکت‌های تامین سرمایه دامن زد. ورشکستگی برخی از شرکت‌های بزرگ مالی از جمله فردی مک<sup>(۱)</sup>، فانی می<sup>(۲)</sup> و شرکت خدمات مالی برادران لمن<sup>(۳)</sup> در ۱۵ سپتامبر این سال مقدمه‌ای بر سومین و شدیدترین مرحله بحران بود و تنها دخالت‌های سریع و گسترده سیاستی مانع از دست رفتن اعتماد در سطح جهان شد. در مرحله چهارم، از اواخر اکتبر ۲۰۰۸ تا اواسط مارس ۲۰۰۹، بازارها خود را با چشم‌انداز رشد ضعیف اقتصاد جهانی و نااطمینانی در خصوص اثرات دخالت دولت در بازار و اقتصاد تعدیل کردند که با کاهش شدید فعالیت‌های اقتصادی همراه بود. در مرحله پنجم که از اواسط مارس ۲۰۰۹ آغاز شد، علی‌رغم انتشار اخبار منفی اقتصادی و مالی نشانه‌هایی مبنی بر خوش‌بینی نسبی بازارها وجود داشت، لیکن کماکان چشم‌انداز روشنی از پایان بحران در آینده نزدیک متصور نبود.

نشانه‌های بحران زمانی آشکار شد که تمایل بانک‌ها برای اعطای وام به یکدیگر کاهش یافت، چرا که اطمینان آنها نسبت به ارزش دارایی‌های بانک‌های دیگر و توانایی آنها برای بازپرداخت تعهدات خود، به شدت مخدوش شده بود. این امر در نهایت به افزایش نرخ بهره استقراض بانک‌ها از یکدیگر منجر گردید. به طور کلی، عوامل بروز بحران مالی را می‌توان در دو گروه عوامل اقتصادی خرد و کلان طبقه‌بندی نمود.

ریشه مشکلات در حوزه کلان اقتصادی را باید در وجود ناترازی‌های بین‌المللی و نرخ‌های پایین بهره در سال‌های پیش از بروز بحران جستجو نمود. ناترازی‌های بین‌المللی یعنی کسری مداوم و بالای تراز تجاری بعضی کشورها که به جریان سرمایه از سمت اقتصادهای نوظهور با فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود به سمت اقتصادهای پیشرفته با فرصت‌های سرمایه‌گذاری

متنوع به ویژه آمریکا انجامید، یکی از عوامل مهم بروز بحران مالی بود. کسری تراز تجاری آمریکا طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۹ (زمان اتمام بحران مالی جنوب شرق آسیا تا شروع بحران مالی آمریکا) به حدود ۴/۶ تریلیون دلار بالغ گشت. هم‌زمان، اداره خزانه‌داری آمریکا حجم بدهی خارجی ناخالص این کشور در پایان سال ۲۰۰۷ را معادل ۱۳/۴ تریلیون دلار برآورد نمود که تقریباً ۴ برابر بدهی خارجی این کشور در پایان سال ۱۹۹۸ بود. دلایل زیادی در توضیح این پدیده ارائه شده که از آن جمله می‌توان به نرخ بالای پس‌انداز در اقتصادهای نوظهور، محدود بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در این کشورها و افزایش تمایل سرمایه‌گذاران این کشورها به گسترش حوزه جغرافیایی سرمایه‌گذاری به منظور کاهش ریسک اشاره نمود. علاوه بر جریان سرمایه، مانده سرمایه خارجی و ترکیب آن نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. اگر کیفیت دارایی‌های کشور مقصد که سرمایه‌گذاران خارجی بر روی آنها سرمایه‌گذاری می‌نمایند پایین باشد، در این صورت این مشکل خیلی سریع به اقتصادهای مبدا سرایت می‌کند. لذا همراه با افزایش مانده سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای سرمایه‌پذیر، زمینه مناسبی برای سرایت مشکلات اقتصادی به اقتصادهای مبدا سرمایه خارجی فراهم شد.

علاوه بر این، برقراری نرخ‌های پایین بهره واقعی در نیمه اول دهه جاری نیز نقش قابل ملاحظه‌ای در شکل‌گیری این بحران داشت. در توضیح دلایل پایین بودن نرخ بهره علاوه بر سیاست‌های پولی اقتصادهای پیشرفته و نوظهور، به سمت بالای جریان ورود سرمایه از سوی اقتصادهای نوظهور به سمت اقتصادهای پیشرفته اشاره می‌شود. ترس از بروز تورم منفی دلیل اصلی تنظیم سیاست‌های پولی بر مبنای نرخ‌های بهره واقعی پایین در اقتصادهای پیشرفته و به ویژه آمریکا بوده است. شایان ذکر است به دلیل انعقاد بسیاری از قراردادهای بین‌المللی برحسب دلار آمریکا و نیز برقراری رژیم ارزی میخکوب به دلار در بعضی از اقتصادهای مهم (از جمله چین و کشورهای

۱- Freddie Mac

۲- Fannie Mae

۳- Lehmen Brothers

## گزارش اقتصادی و ترانزنامه سال ۱۳۸۷

بروز بحران مالی در اواسط سال ۲۰۰۷ ضعف‌های اساسی موسسات مالی را از منظر ویژگی‌های اقتصاد خرد آشکار نمود. این کاستی‌ها را می‌توان در سه گروه انگیزه‌ها؛ تکنیک‌های اندازه‌گیری، ارزش‌گذاری و مدیریت ریسک و نیز ضعف‌های سیستم نظارتی طبقه‌بندی نمود<sup>(۲)</sup>.

این نقایص در مجموع باعث شد تا موسسات مالی سود خود را شتاب‌زده و بدون توجه به ریسک‌های مربوطه برآورد نمایند. در خصوص انگیزه‌ها می‌توان به تمایل شدید مدیران به افزایش درجه اهرمی برای اعلام سودهای بیشتر<sup>(۳)</sup> به منظور جلب نظر سهام‌داران و نیز ضعف نظام جبرانی که مدیران را به پیگیری اهداف کوتاه‌مدت به بهای واگذاری اهداف بلندمدت سازمان ترغیب می‌کند<sup>(۴)</sup>، اشاره نمود. تمایل به درجه اهرمی بالاتر نه تنها به بی‌ثباتی شرکت‌های آسیب‌پذیر، بلکه به بی‌ثباتی کل نظام مالی نیز منجر خواهد شد.

هرچند که موسسات رتبه‌بندی به عنوان رکن سوم سرمایه‌گذاری، ضعف اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را تا حدود زیادی جبران می‌کنند، لیکن عملیات رتبه‌بندی بسیار پرهزینه است. از این رو، گزارش‌های این موسسات بیشتر به سفارش متقاضیانی تهیه خواهد شد که قادر به پرداخت هزینه آن هستند. بدیهی است موسسات انتشاردهنده اوراق قرضه در راس چنین متقاضیانی قرار دارند. در این صورت هزینه تهیه گزارش‌های مالی نظارتی توسط خود موسسات انتشاردهنده اوراق پرداخت می‌شود، به این معنی که هزینه نظارت بر موسسات مالی توسط موسسات تحت نظارت پرداخت می‌شود. وجود چنین شرایطی می‌تواند به انحراف انگیزه موسسات رتبه‌بندی منجر گردد. از سوی دیگر، به

صادرکننده نفت در حوزه خاورمیانه، نرخ بهره دلار تاثیر زیادی بر سایر مولفه‌های اقتصاد جهانی دارد. نرخ بهره واقعی در سایر اقتصادهای پیشرفته از جمله حوزه یورو و ژاپن نیز بیشتر از نرخ بهره دلار نبوده است. علاوه بر این، نرخ بهره واقعی در بسیاری از اقتصادهای نوظهور نیز به منظور مقابله با تقویت پول ملی این اقتصادها، در سطح پایینی قرار داشته است.

آثار کاهش نرخ بهره در شکل‌گیری بحران مالی از وجوه مختلف قابل تامل است. به عنوان یکی از آثار مهم کاهش نرخ‌های بهره می‌توان به افزایش سریع اعتبارات بانکی در بعضی از اقتصادهای پیشرفته اشاره نمود که در نهایت به افزایش تقاضای مسکن و نیز کالاهای بادوام مانند اتومبیل منجر گردید. همراه با کاهش نرخ بهره و در نتیجه افزایش ارزش حال<sup>(۱)</sup> جریان درآمدی دارایی‌ها، بازار دارایی‌ها (اعم از مسکن و سهام) از رونق زیادی برخوردار گردید که زمینه رشد حباب‌گونه این بازارها را فراهم آورد. قیمت مسکن در آمریکا و انگلستان و تعدادی از اقتصادهای پیشرفته دیگر از سال ۲۰۰۳ تا زمان اوج قیمت مسکن، بیش از ۳۰ درصد افزایش یافت. از اوایل سال ۲۰۰۳ تا اواسط سال ۲۰۰۷، رشد قیمت سهام در بازارهای جهانی به بیش از ۹۰ درصد رسید.

یکی دیگر از وجوه مهم کاهش نرخ بهره به درجه ریسک‌پذیری موسسات اعتباری مربوط می‌شود. این موسسات به منظور کسب سود بیشتر اقدام به انعقاد قراردادهای بلندمدت (مانند وام‌های رهنی) با مشتریان خود کردند. اما همراه با کاهش نرخ‌های بهره از سودآوری این موسسات نیز کاسته شد و در نتیجه موسسات یاد شده به منظور جبران کاهش سود خود نسبت به پذیرش ریسک بیشتر اقدام نمودند. تمامی این موارد به تخریب ساختار اقتصاد کلان بسیاری از اقتصادهای پیشرفته منجر گردید که از مصادیق آن می‌توان به رشد بی‌رویه ساخت و ساز در بخش مسکن، افزایش تقاضا برای کالاهای بادوام و نیز رشد بیش از اندازه بخش مالی اشاره نمود.

۲- Bank for International Settlements, ۷<sup>th</sup> Annual Report, June, ۲۰۰۹

۳- نرخ سود سهام از حاصل ضرب نرخ سود دارایی در نسبت دارایی به سهام به دست می‌آید. در این صورت افزایش درجه اهرمی شرکت (که در شرایط عادی به صورت افزایش دارایی شرکت نمود پیدا می‌کند) به معنی سوددهی بیشتر به سهام‌داران خواهد بود.

۴- این امر نیز انگیزه مدیران به منظور پذیرش ریسک بیشتر را افزایش می‌دهد چرا که در صورت توفیق در این زمینه پاداش آنها افزایش خواهد یافت و در صورت شکست، هزینه‌های مربوطه توسط اعتباردهندگان یا دولت پرداخت می‌شود.

۱- Present Value

## فصل ۱ خلاصه‌ای از وضع اقتصادی جهان

کاهش یابد و تمامی اقتصادهای صادرات‌گرا به نحوی از آن تاثیر بپذیرند. در نیمه دوم سال ۲۰۰۸، همراه با کاهش قیمت دارایی‌ها و سطح اعتماد مصرف‌کنندگان، از مخارج خانوارها (شامل مخارج مسکن) در اقتصادهای پیشرفته به مقدار زیادی کاسته شد و شرایط بازار اعتباری نیز محدود گردید. در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، تولید ناخالص داخلی ژاپن نسبت به دوره مشابه سال قبل ۱۴ درصد و در آمریکا و حوزه یورو به میزان بیش از ۶ درصد کاهش یافت. رشد اقتصادهای پیشرفته در سال ۲۰۰۸ به ۰/۵ درصد رسید که در مقایسه با سال قبل ۲/۳ واحد درصد کاهش داشت. کاهش فعالیت‌های اقتصادی در سه ماهه اول سال ۲۰۰۹ نیز ادامه یافت، به طوری که در این دوره ژاپن و منطقه اروپا به ترتیب نرخ‌های رشد ۱۵- و ۱۰- درصد را تجربه نمودند.

این بحران به گونه‌ای بی‌سابقه عمیق بود و بیشتر اجزای مخارج را در بر گرفت. در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، مخارج مصرفی بخش خصوصی در کلیه اقتصادهای پیشرفته کاهش یافت، اما بالاترین میزان کاهش به آمریکا تعلق داشت. در این دوره، مخارج مصرفی بخش خصوصی آمریکا نسبت به دوره مشابه سال قبل ۴/۳ درصد کاهش یافت که این میزان کاهش مصرف، تقریباً نیمی از کاهش تولید این کشور را توضیح می‌دهد. در مقابل، سهم کمی از کاهش تولید حوزه یورو و ژاپن به کاهش مخارج مصرفی این اقتصادها مربوط بود. کاهش سطح فعالیت‌های اقتصادی در اقتصادهای یاد شده بیشتر ناشی از کاهش شدید خالص تجارت خارجی آنها بود که به ترتیب حدود ۷۵ و ۶۰ درصد کاهش تولید ژاپن و اقتصادهای منطقه اروپا در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸ را توضیح می‌دهد.

همراه با افزایش بی‌اعتمادی مصرف‌کنندگان نسبت به اوضاع آتی اقتصاد و افزایش نرخ پس‌انداز، مخارج مصرفی بخش خصوصی اقتصادهای پیشرفته در مقایسه با درآمدها به میزان بیشتری کاهش یافت. نرخ پس‌انداز در انگلستان و استرالیا به ترتیب از نرخ‌های منفی و صفر درصد در سه ماهه اول سال ۲۰۰۸ به ۴/۸ و ۸/۵ درصد در سه ماهه چهارم همین سال افزایش یافت.

دلیل پیچیده‌تر شدن ابزارهای مالی، اعتماد به گزارش‌های موسسات رتبه‌بندی به طور مرتب افزایش می‌یابد که این امر نیز به افزایش ریسک سیستماتیک نظام مالی منجر می‌گردد.

از سوی دیگر، مدیران بانک‌ها انگیزه زیادی برای عدم رعایت مقررات نظارتی از جمله رعایت کیفیت سرمایه لازم دارند؛ چرا که این مقررات به کاهش درجه اهرمی ترازنامه بانک‌ها و به نوبه خود به کاهش سودآوری آنها منجر می‌شود. به همین دلیل، مدیران بانک‌ها اغلب به دنبال اتخاذ راه‌کارهایی برای عدم تمکین به مقررات نظارتی و افزایش ریسک بدون افزایش موجودی سرمایه هستند.

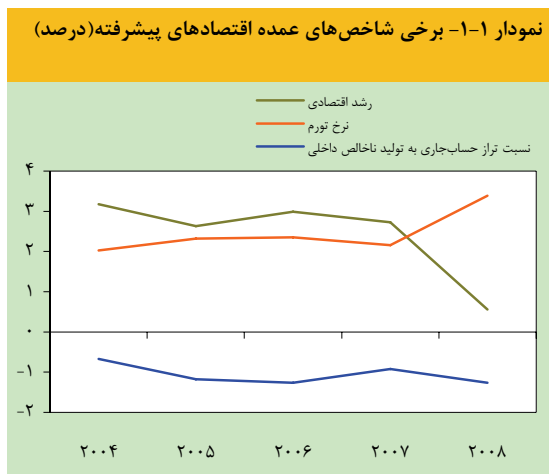
در سال‌های قبل از بروز بحران، توجه سیاست‌گذاران پولی عمدتاً به ثبات قیمت‌ها محدود شده بود و از سایر موارد از جمله قیمت دارایی‌ها و وضعیت موسسات اعتباری غفلت شده بود. در حوزه کلان اقتصادی این تلقی وجود داشت که ثبات قیمت‌ها کیفیت می‌کند و افزایش قیمت دارایی‌های ثابت و اعتبارات نیز به صورت خودکار اصلاح خواهد شد. در حوزه اقتصاد خرد نیز این اعتقاد وجود داشت که منافع شخصی سرمایه‌گذاران زمینه نظارت آنها بر خودشان را فراهم می‌سازد و آنان را نسبت به ریسک‌های مترتب بر دارایی‌هایی که خریداری می‌کنند، محتاط می‌کند. بی‌توجهی نسبت به نظارت بر عملکرد موسسات و بنگاه‌های اقتصادی و اتکای صرف بر کارایی خصلت خوداصلاحی سیستم، باعث غفلت مقامات مسئول نسبت به تهدیدات سیستم شد. علاوه بر این، اختلاف نظر کشورهای مختلف در خصوص واکنش‌هایی که باید اتخاذ شود، بهبود امور را مشکل ساخت تا حدی که این مساله به تدریج به یک بحران بین‌المللی تبدیل شد.

### ۱-۲- اقتصادهای پیشرفته

در نیمه اول سال ۲۰۰۸، تعداد اندکی از اقتصادهای پیشرفته وارد دوره رکود اقتصادی شدند، اما در نیمه دوم سال به تدریج بر دامنه رکود اقتصادی افزوده شد و بخش بیشتری از اقتصادهای جهان گرفتار آن شدند. تشدید رکود اقتصادی باعث شد تا حجم تجارت جهانی و جریان سرمایه به گونه‌ای بی‌سابقه

## گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۷

۲۰۰۵ بالغ بر ۶/۲ درصد بود. این وضعیت در سایر اقتصادهای پیشرفته از جمله اسپانیا، انگلستان، آلمان و ژاپن نیز تا حدودی برقرار بود. سرمایه‌گذاری در واحدهای تولیدی (به ویژه در ایالات متحده آمریکا) نیز از کاهش خطوط اعتباری آسیب جدی دید.



در سه ماهه دوم سال ۲۰۰۸، همراه با گسترش دامنه رکود اقتصادی، از شدت فشارهای تورمی کاسته شد. با این حال به دلیل بالا بودن نرخ تورم در فصل اول سال، نرخ تورم اقتصادهای پیشرفته برای کل سال ۲۰۰۸ به ۳/۴ درصد رسید که در مقایسه با سال قبل ۱/۲ واحد درصد بالاتر بود. کاهش نرخ تورم که از فصل دوم سال ۲۰۰۸ آغاز شده بود، در سال ۲۰۰۹ نیز ادامه داشت؛ به طوری که نرخ تورم ایالات متحده آمریکا و ژاپن در سه ماهه اول سال ۲۰۰۹ منفی شد و حوزه یورو نیز در ماه می ۲۰۰۹ نرخ تورم صفر درصدی را تجربه نمود.

علاوه بر این، عوامل دیگری نیز در کاهش مخارج مصرفی بخش خصوصی نقش تعیین‌کننده‌ای داشتند که از آن جمله می‌توان به تضعیف شدید ترازنامه مالی خانوارها در نتیجه کاهش ارزش دارایی‌ها اشاره نمود؛ به گونه‌ای که از سه ماهه دوم سال ۲۰۰۷ تا سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، خانوارهای آمریکایی حدود ۲۰ درصد (۱۳ تریلیون دلار) از ثروت خالص خود را از دست دادند.

محدودیت‌های اعتباری نیز در کاهش دسترسی به منابع مالی و افت مخارج مصرفی خانوارها موثر بود. هرچند که در نیمه دوم سال ۲۰۰۸، کاهش قابل ملاحظه نرخ‌های بهره سیاستی، زمینه کاهش نرخ بهره وام‌های اعطایی به خانوارها و مشاغل را فراهم آورد، اما به علت اعمال سخت‌گیری‌های شدید در استانداردهای غیرقیمتی وام‌دهی توسط بانک‌ها، اثر کاهش نرخ بهره بر جریان‌های اعتباری عملاً خنثی شد؛ به طوری که رشد اعتبارات بخش خصوصی در این سال به ویژه در بازار اعتبارات مسکونی به میزان زیادی کاهش یافت. در این میان، کناره‌گیری مؤسسات مالی غیربانکی که پیش از این در زمینه عرضه اعتبارات فعال بودند نیز به وخیم‌تر شدن اوضاع کمک کرد.

سرمایه‌گذاری در بخش املاک مسکونی به ویژه در آمریکا با شدت زیادی کاهش یافت، به گونه‌ای که حجم سرمایه‌گذاری در املاک مسکونی در سه ماهه اول سال ۲۰۰۹ به ۲/۷ درصد تولید ناخالص داخلی کاهش یافت. این نسبت در سال

جدول ۱-۱- برخی شاخص‌های عمده اقتصادهای پیشرفته

(درصد)

تراز حساب‌جاری به تولید ناخالص داخلی		نرخ تورم		رشد اقتصادی		اقتصادهای پیشرفته
۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۸	▲ ۲۰۰۷	
-۱/۳	-۰/۹	۳/۴	۲/۲	۰/۵	۲/۸	ایالات متحده
-۴/۹	-۵/۲	۳/۸	۲/۹	۰/۴	۲/۱	حوزه یورو
-۰/۸	۰/۴	۳/۳	۲/۱	۰/۶	۲/۸	آلمان
۶/۷	۷/۶	۲/۸	۲/۳	۱/۲	۲/۵	فرانسه
-۲/۳	-۱/۰	۳/۲	۱/۶	۰/۳	۲/۳	ایتالیا
-۳/۴	-۲/۴	۳/۵	۲/۰	-۱/۳	۱/۵	اسپانیا
-۹/۶	-۱۰/۰	۴/۱	۲/۸	۰/۹	۳/۶	ژاپن
۳/۲	۴/۸	۱/۴	۰/۰	-۱/۲	۲/۴	انگلستان
-۱/۵	-۲/۷	۳/۶	۲/۳	۰/۵	۲/۶	کانادا
۰/۵	۱/۰	۲/۴	۲/۱	۰/۴	۲/۵	سایر اقتصادهای پیشرفته
۳/۱	۳/۷	۴/۳	۲/۰	۱/۷	۴/۹	اقتصادهای آسیایی تازه صنعتی شده
۴/۹	۶/۱	۴/۵	۲/۲	۱/۸	۵/۸	

ماد: ۲۰۱۰، April، IMF، World Economic Outlook

۳۰ درصد در سال ۲۰۰۳ و ۴۰ درصد در سال ۲۰۰۷ افزایش یافت. سهم این اقتصادها در تولید ناخالص داخلی جهان نیز از ۲۱ درصد در سال‌های ۹۶-۱۹۹۲ به ۳۱ درصد در سال ۲۰۰۷ بالغ شد.

با افزایش نقش اقتصادهای نوظهور در تجارت و پس‌انداز جهانی، بخش‌های مالی آنها به سرعت با بخش مالی اقتصادهای پیشرفته تداخل یافت. این امر به صورت افزایش سرمایه‌گذاری خارجی در دارایی‌های مالی اقتصادهای نوظهور و نیز افزایش تامین مالی اقتصادهای نوظهور از بانک‌های اقتصادهای پیشرفته (البته در دوران قبل از بروز بحران مالی جهانی)، نمود داشت. به عنوان مثال، جریان ورود سرمایه ناخالص به این اقتصادها از ۴ درصد مجموع تولید ناخالص داخلی آنها در سال ۲۰۰۳ به ۱۰/۷ درصد در سال ۲۰۰۷ افزایش یافت.

در مقابل، بنگاه‌های اقتصادی در این کشورها نیز به سرمایه‌گذاری مستقیم در بسیاری از کشورهای پیشرفته و در حال توسعه پرداختند. به علاوه، کشورهایی مانند چین، کشورهای صادرکننده نفت و چند اقتصاد نوظهور دیگر بخشی از ذخایر خود را به صورت اوراق قرضه و دارایی‌ها در اقتصادهای پیشرفته سرمایه‌گذاری کردند؛ به گونه‌ای که جریان ناخالص خروج سرمایه از این اقتصادها بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ از ۲/۳ درصد تولید ناخالص داخلی به ۷/۳ درصد افزایش یافت. از طرف دیگر، جریان شدید ورود سرمایه، همراه با مازاد عظیم حساب جاری منجر به تقویت پول ملی در بسیاری از این کشورها گردید. نگرانی در این خصوص به دخالت‌های گسترده و مداوم در این بازار و در پی آن افزایش شدید ذخایر خارجی شد. تا نیمه اول سال ۲۰۰۸، افزایش شدید ذخایر خارجی با افزایش در نقدینگی این کشورها همراه بود که با درجات مختلف از طریق عملیات خنثی‌سازی<sup>(۱)</sup> یا فروش اوراق بهادار دولتی تعدیل می‌شد.

همچنین، شرایط پولی به میزان قابل توجهی تسهیل شد که این امر در نرخ‌های بهره حقیقی پایین و رشد سریع اعتبارات

روند تغییرات نرخ تورم اقتصادهای پیشرفته طی سال ۲۰۰۸ یکسان نبود. کاهش فشارهای تورمی در نیمه دوم سال ۲۰۰۸ عمدتاً به کاهش قیمت مواد اولیه و انرژی و نیز کاهش سطح فعالیت‌های اقتصادی مربوط بود. قیمت نفت از اواسط سال ۲۰۰۸ تا ماه می ۲۰۰۹ به میزان ۵۵ درصد کاهش داشت. علاوه بر این، قیمت فلزات اساسی نیز که از اواسط سال ۲۰۰۷ شروع به کاهش کرده بود، در نیمه دوم سال ۲۰۰۸ و اوایل سال ۲۰۰۹ با شدت بیشتری سقوط کرد. قیمت مواد غذایی نیز کاهش یافت، هرچند این کاهش به دلیل ارتباط ضعیف‌تر آن با رشد جهانی، به شدت کاهش قیمت نفت نبود. علاوه بر این، کاهش قابل ملاحظه سطح فعالیت‌های اقتصادی نیز به کاهش بهره‌برداری از ظرفیت تولیدی کالاهای صنعتی و افزایش نرخ بیکاری به ویژه در اقتصادهای پیشرفته منجر گردید. کاهش رشد دستمزدها و نیز کاهش سود واحدهای تولیدی آثار ناشی از کاهش قیمت مواد اولیه را تشدید نمود.

### ۱-۳- اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور

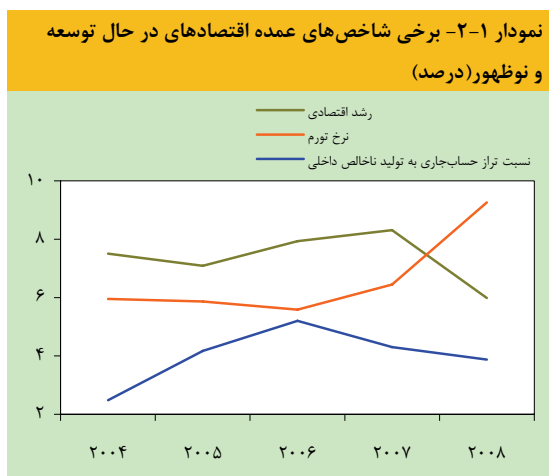
تا پیش از شروع بحران، رشد اقتصادی در کشورهای نوظهور بسیار بالا بود. اما ساختار این رشد به گونه‌ای بود که تا حدی در شکل‌گیری پایه‌های بحران مالی جهانی نقش داشت. از سال ۲۰۰۳ تا اواسط سال ۲۰۰۸، بیشتر اقتصادهای نوظهور رشد اقتصادی بالایی را در اثر افزایش صادرات تجربه کردند که این رشد همراه با افزایش پس‌انداز ناخالص و جذب حجم بالایی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بود. ذخایر ارزهای خارجی به میزان بی‌سابقه‌ای افزایش یافت و ارتباط اقتصادی و مالی با اقتصادهای پیشرفته به سرعت گسترش پیدا کرد و بر پیچیدگی آن افزوده شد. در نتیجه گسترش ارتباط با اقتصاد جهانی، اقتصادهای نوظهور نسبت به یک دهه قبل وابستگی به مراتب بیشتری به صادرات و منابع مالی خارجی پیدا کردند.

هم‌زمان با افزایش اهمیت و سهم اقتصادهای نوظهور در تجارت جهانی، این کشورها به یک عامل کلیدی در تشکیل پس‌انداز جهانی نیز تبدیل شدند؛ به گونه‌ای که سهم این اقتصادها در پس‌انداز جهانی از ۲۵ درصد در فاصله سال‌های ۹۶-۱۹۹۲ به

۱- Sterilization

## گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۷

رقمی رشد صادرات تولیدات صنعتی و کاهش قابل توجه درآمدهای حاصل از فروش مواد اولیه بروز یافت. کاهش تقاضای کشورهای پیشرفته برای کالاهای مصرفی بادوام در نیمه دوم سال ۲۰۰۸، صادرات خودرو و فناوری اطلاعات (IT)<sup>(۱)</sup> که سهم بالایی در تولید ناخالص داخلی اقتصادهای نوظهور دارد را دچار کاهش شدید کرد. برآیند تحولات یاد شده باعث شد نرخ رشد اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور در سال ۲۰۰۸ به ۶/۱ درصد برسد که در مقایسه با سال قبل، ۲/۲ واحد درصد کاهش داشت.



بانکی به بخش خصوصی انعکاس یافت. علی‌رغم افزایش فشارهای تورمی در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸، بسیاری از اقتصادهای نوظهور تمایلی به افزایش نرخ‌های بهره سیاستی خود نداشتند. این امر بیشتر از نگرانی نسبت به تشدید جریان ورود سرمایه‌های خارجی و افزایش فشارهای مربوط به تقویت پول ملی، ناشی می‌شد.

با این حال، اقتصادهای نوظهور به دلیل موقعیت مالی نسبتاً قوی خود که عمدتاً به ذخایر خارجی بالای آنها مربوط بود، در فاصله زمانی آگوست ۲۰۰۷ تا اواسط سال ۲۰۰۸ از بحران مالی جهانی آسیب چندانی ندیدند. اما از این زمان به بعد اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور تحت تاثیر دو تحول عمده در بخش واقعی اقتصاد خود قرار گرفتند. تحولات یاد شده به ترتیب به کاهش تقاضای کشورهای صنعتی برای کالاهای مصرفی بادوام و کاهش شدید قیمت مواد اولیه در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸ مربوط بود.

از این رو، کاهش رشد اقتصادی کشورهای پیشرفته به کاهش شدید فعالیت‌های اقتصادی در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه منجر گردید که این امر به صورت کاهش‌های دو

**جدول ۱-۲- برخی شاخص‌های عمده اقتصادهای نوظهور**

(درصد)

تراز حساب‌جاری به تولید ناخالص داخلی	نرخ تورم		رشد اقتصادی			
	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۸	▲۲۰۰۷		
۳/۷	۴/۲	۹/۲	۶/۵	۶/۱	۸/۳	اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور
۵/۷	۷/۰	۷/۴	۵/۴	۷/۹	۱۰/۶	کشورهای در حال توسعه آسیایی
۹/۴	۱۱/۰	۵/۹	۴/۸	۹/۶	۱۳/۰	چین
-۲/۲	۵/۱	۸/۳	۶/۴	۷/۳	۹/۴	هند
۲/۶	۴/۹	۹/۳	۴/۳	۴/۷	۶/۳	آسه‌آن (ASEAN) <sup>(۱)</sup>
-۷/۸	-۸/۰	۸/۱	۶/۰	۳/۰	۵/۵	اروپای مرکزی و شرقی
۴/۹	۴/۲	۱۵/۶	۹/۷	۵/۵	۸/۶	کشورهای مستقل مشترک‌المنافع
۶/۲	۶/۰	۱۴/۱	۹/۰	۵/۶	۸/۱	روسیه
۱۵/۵	۱۵/۷	۱۳/۵	۱۰/۰	۵/۱	۵/۶	خاورمیانه و شمال آفریقا
-۰/۶	۰/۴	۷/۹	۵/۴	۴/۳	۵/۸	آمریکای لاتین
-۱/۷	۰/۱	۵/۷	۳/۶	۵/۱	۶/۱	برزیل
-۱/۵	-۰/۸	۵/۱	۴/۰	۱/۵	۳/۳	مکزیک
۰/۹	۱/۲	۱۱/۶	۷/۱	۵/۵	۶/۹	جنوب آفریقا

ماخذ: World Economic Outlook, IMF, April, ۲۰۱۰

۱- شامل کشورهای اندونزی، مالزی، فیلیپین، سنگاپور و تایلند می‌باشد.



### ۱-۴- تحولات اقتصادی منطقه خاورمیانه

اقتصادهای منطقه خاورمیانه در سال ۲۰۰۸ همانند سال قبل به رشد اقتصادی بالای خود ادامه دادند. اما با تشدید بحران مالی جهانی و گسترش رکود اقتصادی در اقتصادهای توسعه‌یافته، از نیمه دوم سال فشارهای منفی بر عملکرد اقتصادی این کشورها آغاز گردید. نرخ رشد اقتصادی کشورهای این منطقه در سال ۲۰۰۸ به ۵/۴ درصد رسید که در مقایسه با سال قبل ۰/۸ واحد درصد کاهش داشت. علاوه بر این، فشارهای تورمی این گروه از کشورها در سال ۲۰۰۸ نیز ادامه یافت؛ هرچند که به دنبال کاهش قیمت مواد اولیه (به ویژه مواد غذایی و انرژی) در نیمه دوم سال، از شدت این فشارها کاسته شد. نرخ تورم کشورهای منطقه در سال ۲۰۰۸ به ۱۵/۰ درصد رسید که در مقایسه با سال قبل ۳/۸ واحد درصد افزایش داشت. افزایش قیمت مواد غذایی و انرژی، فشار زیاد تقاضای داخلی، کمبود عرضه به ویژه در بخش مسکن و تضعیف دلار آمریکا از دلایل مهم افزایش نرخ تورم اقتصادهای یاد شده در سال ۲۰۰۸ بود؛ هرچند که شدت این عوامل برای اقتصادهای مختلف یکسان نبود.

تاثیرگذاری بحران مالی جهان بر اقتصاد منطقه خاورمیانه عمدتاً به صورت غیرمستقیم و از طریق سه کانال زیر بود:

- کاهش شدید قیمت نفت که باعث افت شدید درآمد ارزی کشورهای صادرکننده نفت و کاهش هزینه‌های وارداتی کشورهای واردکننده نفت شد.

- کاهش تقاضا و تجارت جهانی و خدمات مرتبط که به کاهش صادرات، توریسم و وجوه ارسالی کارگران مقیم خارج منجر گردید.

- شرایط نامساعد بازارهای مالی جهان و کاهش ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران خارجی که فرایند تامین مالی خارجی و جریان ورود سرمایه را با مشکل مواجه ساخت. این امر در نهایت باعث کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش ارزش دارایی‌های ثابت مانند مسکن شد.

قاعدتاً شدت تاثیرگذاری هر یک از کانال‌های یاد شده برحسب ساختار اقتصادی کشورهای منطقه متفاوت بود. کاهش قیمت نفت، صادرات کشورهای صادرکننده را کاهش داد. این امر هم‌زمان هزینه‌های وارداتی کشورهای واردکننده نفت در منطقه را کاهش داد و به نوعی کاهش صادرات این دسته از کشورها را که از افت قیمت دیگر مواد اولیه ناشی شده بود، جبران کرد. علاوه بر تفاوت میزان اثرپذیری کشورهای یاد شده از کانال‌های فوق، هر یک از این کشورها برحسب شرایط اقتصادی متفاوتی (مثلاً از حیث بدهی خارجی و نرخ تورم) که داشتند، از امکانات متفاوتی برای مقابله با رکود اقتصادی برخوردار بودند. با اینکه اتخاذ سیاست‌های انبساطی شدید اثرات شوک‌های یاد شده در این گروه از کشورها را تا حدودی تعدیل نمود، اما به نظر می‌رسد این عوامل آثار منفی دنباله‌دار و شدیدی را بر اقتصاد منطقه به همراه داشته باشد.

با این حال، منابع جمع‌آوری شده از رونق سال‌های گذشته امکان مناسبی را برای تعدیل آثار منفی ناشی از این فشارها فراهم آورد. در بعضی از کشورهای منطقه مانند کویت، مصر، عمان، قطر و عربستان سعودی، افزایش شدید مخارج دولت کاهش فعالیت‌های بخش خصوصی را تا حد زیادی جبران نمود که آثار مثبتی برای کل منطقه داشت. علاوه بر این، بانک‌های مرکزی کشورهای نظیر مصر، اردن، کویت، عربستان سعودی، ایران و امارات متحده عربی با کاهش نرخ بهره بانکی، ارائه خطوط اعتباری و کاهش ذخایر قانونی بانک‌ها اقدامات مفیدی را در حوزه سیاست‌های پولی اتخاذ نمودند. در این میان، کشورهای دارای نظام ارزی میخکوب (مانند بحرین، کویت، لیبی، عمان، قطر، عربستان سعودی، امارات متحده عربی و سوریه) از تسهیل شرایط پولی در ایالات متحده آمریکا سود بردند.

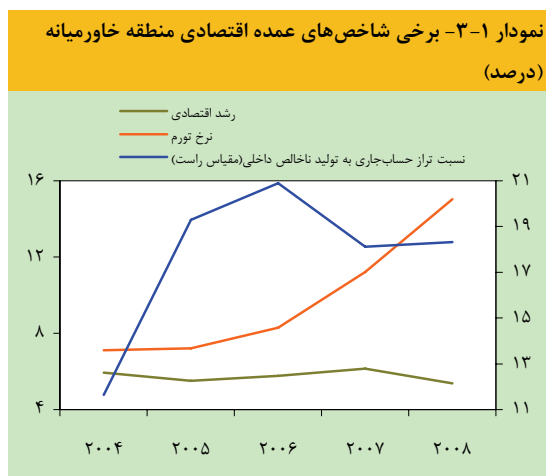
به علاوه، کشورهای صادرکننده نفت در این منطقه همراه با افزایش قیمت نفت در طول سال‌های پیش از بروز بحران مالی، به مازاد حساب‌جاری خارجی بالایی دست یافته بودند. این

## گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۷

کاهش شدید ارزش این دارایی‌ها ریسک اعتباری آنها را افزایش داد. به علاوه، در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، سود بخش شرکتی در اقتصادهای این منطقه کاهش شدیدی یافت. این روند به تضعیف ترازنامه بانک‌ها و کاهش قدرت وام‌دهی آنها انجامید که بازخورد آثار آن به کاهش فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد منجر گردید.

فرایند بحران مالی جهانی منجر به انقباض شدید اعتبارات به ویژه در کشورهای شد که سیستم مالی آنها ارتباط زیادی با اقتصاد جهانی داشت. تا پایان سال ۲۰۰۸، خروج شدید سرمایه توسط سوداگران از این اقتصادها رخ داد و دولت‌ها به منظور ایجاد ثبات در بازار بین‌بانکی شدیداً واکنش نشان دادند. در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، به دنبال کاهش نقدینگی، علاوه بر افزایش سپرده‌گذاری موسسات دولتی در بانک‌ها، بانک‌های مرکزی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس (GCC) و برخی از کشورهای غیر عضو، به منظور تسهیل شرایط نقدینگی بانک‌ها به تزریق مستقیم نقدینگی به سیستم بانکی خود پرداختند. همچنین، به منظور تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران، برخی دولت‌ها (مانند کویت، عربستان سعودی و امارات متحده عربی) به تضمین سپرده‌گذاری بخش خصوصی در بانک‌های تجاری پرداختند. علی‌رغم این واکنش‌های سیاستی، بازار اعتبارات در بسیاری از کشورها همچنان ضعیف بود که دلیل این امر تا حد زیادی به گسترش بی‌اعتمادی در سطح جهان مربوط می‌شد.

مازاد در سال‌های ۲۰۰۵ الی ۲۰۰۸ به طور متوسط بیش از ۲۱ درصد تولید ناخالص داخلی آنها را تشکیل می‌داد. این امر کشورهای مزبور را قادر به سرمایه‌گذاری ۱/۲ تریلیون دلاری در دارایی‌های خارجی و کاهش بدهی‌های خارجی خود نمود. با توجه به شرایط یاد شده، نظام مالی منطقه از شرایط نسبتاً مناسبی برخوردار بود و بانک‌ها علاوه بر اینکه دارای نسبت کفایت سرمایه بالایی بودند، سودهای بالایی نیز کسب کردند.



اما همراه با تشدید بحران اقتصادی جهان، قیمت نفت کاهش یافت و شرایط اعتباری سخت‌تر شد. این امر ریسک بخش مالی در اقتصادهای صادرکننده نفت منطقه خاورمیانه را افزایش داد. در طول سال‌های رونق، بانک‌های مستقر در این منطقه مقادیر قابل توجهی وام برای خرید املاک حقیقی و دارایی‌ها داده بودند که

### جدول ۱-۳- برخی شاخص‌های عمده اقتصاد خاورمیانه

(درصد)

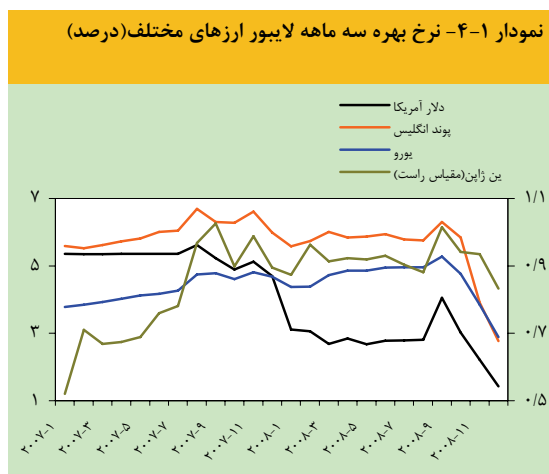
تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی		نرخ تورم		رشد اقتصادی		
۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۸	▲ ۲۰۰۷	۲۰۰۸	▲ ۲۰۰۷	
۱۸/۳	۱۸/۱	۱۵/۰	۱۱/۲	۵/۴	۶/۲	خاورمیانه
۲۰/۹	۲۰/۵	۱۵/۴	۹/۹	۴/۶	۶/۰	کشورهای صادرکننده نفت
۸/۲	۱۱/۸	۲۵/۴	۱۸/۴	۰/۸	۵/۰	جمهوری اسلامی ایران(۱)
۲۸/۶	۲۴/۳	۹/۹	۴/۱	۴/۴	۳/۳	عربستان سعودی
۱۵/۷	۱۶/۱	۱۲/۳	۱۱/۱	۷/۴	۶/۳	امارات متحده عربی
۴۴/۷	۴۴/۷	۱۰/۵	۵/۵	۶/۳	۲/۵	کویت
۰/۵	۱/۹	۱۸/۳	۹/۵	۷/۲	۷/۱	مصر
-۴/۰	-۳/۳	۱۵/۲	۴/۷	۵/۲	۴/۲	سوریه
-۱۱/۳	-۱۷/۲	۱۴/۹	۵/۴	۷/۹	۸/۹	اردن
-۱۱/۶	-۶/۸	۱۰/۸	۴/۱	۸/۵	۷/۵	لبنان

ماخذ: World Economic Outlook, IMF, October, ۲۰۰۹

۱- ارقام رشد اقتصادی و نسبت تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی ایران براساس تجدید نظر آمار حساب‌های ملی بازبینی شده است. شایان ذکر است نسبت تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی از نسبت خالص صادرات کالا و خدمات به هزینه ناخالص داخلی به دست آمده است.

## فصل ۱ خلاصه‌ای از وضع اقتصادی جهان

در اواسط سال ۲۰۰۸، همراه با آشکار شدن نشانه‌های بحران مالی، بانک‌های مرکزی هم‌زمان با دو مشکل کاهش فعالیت‌های اقتصادی و فشارهای تورمی روبه‌رو بودند. البته شدت کاهش فعالیت‌های اقتصادی در میان اقتصادهای مختلف یکسان نبود. رشد اقتصادهای پیشرفته که در نیمه اول سال در سطوح نسبتاً بالایی قرار داشت، از نیمه دوم سال شروع به کاهش کرد. در مقابل، وضعیت اقتصادهای نوظهور تقریباً در تمام سال مناسب بود و تنها بعضی اقتصادهای نوظهور آسیایی و اروپای مرکزی که وابستگی شدیدی به صادرات دارند، در نیمه دوم سال نشانه‌هایی از کاهش رشد اقتصادی نشان دادند. در عین حال، نرخ تورم تقریباً در سراسر دنیا در نتیجه بالا بودن قیمت انرژی و مواد غذایی در سطحی بالاتر از تورم هدف قرار داشت. در چنین شرایطی اتخاذ سیاست پولی مناسب امری دشوار بود. گذر زمان نشان می‌دهد که سیاست‌گذاران پولی درک صحیحی نسبت به شدت کاهش فعالیت‌های اقتصادی نداشتند، به طوری که در نیمه اول سال ۲۰۰۸ نرخ‌های بهره در اغلب اقتصادها از جمله اقتصادهای پیشرفته ثابت مانده و حتی در بعضی موارد افزایش یافت.



در عین حال، هم‌زمان با بروز مشکل برای بعضی از شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری نظیر فردی مک و فانی می و

سایر کشورهای منطقه به ویژه کشورهای واردکننده نفت عمدتاً به دلیل ارتباط محدود با بازارهای مالی جهانی چندان تحت تاثیر بحران جهانی قرار نگرفتند. از آنجا که اثر مستقیم بحران مالی و رکود جهانی در این کشورها محدود بود، رشد اقتصادی متوسط سالانه در سال ۲۰۰۸ در حد مطلوبی حفظ شد. اما با عمیق‌تر شدن بحران جهانی، این کشورها نیز با چشم‌انداز ضعیف‌تر صادرات، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توریسم و انتقال وجوه مواجه شدند. البته رشد اقتصادی این گروه از کشورها باوقفه و بسیار آرام‌تر از کشورهای پیشرفته کاهش یافت و بخش مالی آنها دچار نوسان کمتری گردید. رشد اقتصادی کشورهای واردکننده نفت منطقه خاورمیانه در سال ۲۰۰۸ به ۶/۱ درصد رسید که در مقایسه با سال قبل ۱/۲ واحد درصد کاهش داشت.

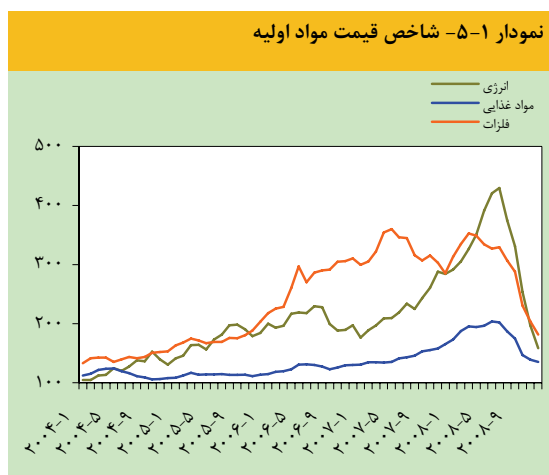
### ۱-۵- سیاست پولی و تحولات نرخ بهره

تشدید بحران مالی جهان و به دنبال آن کاهش شدید فعالیت‌های اقتصادی در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، سیاست‌گذاران اقتصادی را واداشت تا در واکنش به این مسائل تصمیماتی را اتخاذ نمایند. اغلب بانک‌های مرکزی دنیا در واکنش به این وضعیت نرخ‌های بهره سیاستی خود را کاهش دادند و نرخ بهره در بعضی از کشورها به نزدیک صفر درصد رسید. در عین حال، اجرای این سیاست به دلیل اختلال نظام مالی عملاً با نتایج قابل ملاحظه‌ای همراه نگردید. دولت‌ها در مواجهه با ناکارآمدی این سیاست، راه‌کارهای جدیدی را برگزیدند که از آن جمله می‌توان به ارائه بسته‌های نجات بانکها در اواخر سال ۲۰۰۸ اشاره نمود. هرچند در عمل این راه‌کار نیز مشکلات نظام مالی را به طور کامل حل نکرد و لذا دولت‌ها تصمیم گرفتند که حوزه عمل خود را گسترده‌تر کنند. در اواخر سال ۲۰۰۸، تقریباً مشخص شده بود که سیاست‌های پولی و برنامه نجات بانکها به تنهایی قادر به مقابله با افت شدید فعالیت‌های اقتصادی نیست. در این مرحله دولت‌ها به معرفی محرک‌های قوی مالی برای تحریک تقاضای کل روی آوردند.

## گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۷

افزایش تقاضای مواد اولیه در دوره افزایش قیمت این گونه مواد، سهم عمده‌ای از کاهش تقاضای جهانی به این اقتصادها مربوط بود. هم‌زمان با بدتر شدن اوضاع مالی جهان در ماه‌های سپتامبر و اکتبر ۲۰۰۸ و تضعیف چشم‌انداز رشد آتی اقتصاد جهانی، بر سرعت کاهش قیمت مواد اولیه افزوده شد، اما روند کاهش قیمت این مواد در ماه‌های نوامبر و دسامبر ۲۰۰۸ تا حدودی تثبیت شد.

با این حال، روند تغییر قیمت برای تمام مواد اولیه یکسان نبود. همانند دوره‌های قیمتی پیشین، آن بخش از مواد اولیه که ارتباط نزدیک‌تری با ساخت کالاهای سرمایه‌ای و بادوام و ساخت و ساز مسکن داشتند (به ویژه انرژی و فلزات اساسی)، کاهش قیمت بیشتری را تجربه کردند. در مقابل، قیمت مواد غذایی که در مقایسه با سایر مواد اولیه کاهش درآمندی پایین‌تری دارند، کاهش قیمت ملایم‌تری را تجربه کردند. با این حال، به دلیل کاهش شدید قیمت انرژی، قیمت مواد غذایی در مقایسه با گذشته با سرعت بیشتری کاهش یافت.



در این میان بازار نفت بیشترین تاثیر را از افت شدید فعالیت‌های اقتصادی و تضعیف چشم‌انداز اقتصاد جهانی در سه ماهه سوم سال ۲۰۰۸ پذیرفت. بعد از ثبت رکورد بالاترین قیمت نفت در یازدهم ژوئیه ۲۰۰۸ (هر بشکه معادل ۱۴۳ دلار)

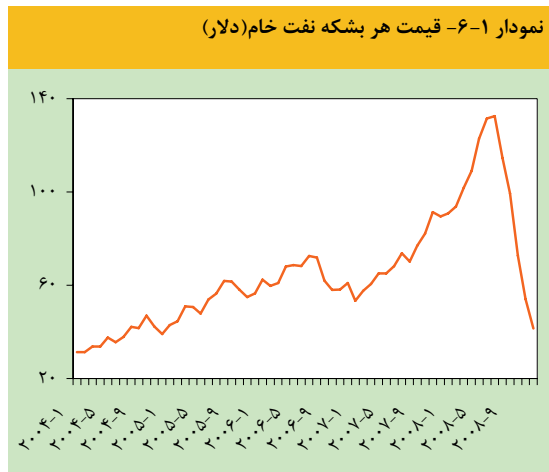
نیز اعلام ورشکستگی شرکت سرمایه‌گذاری برادران لمن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ و فشار شدید ناشی از این موضوع بر بازارهای مالی و موسسات اعتباری، نرخ‌های بهره در اقتصادهای پیشرفته و پس از آن در سراسر دنیا به شکلی متناوب و هماهنگ با یکدیگر کاهش یافت. در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، رشد اقتصادی و نرخ تورم بیش از انتظار کاهش یافت. این امر باعث شد تا بانک‌های مرکزی کشورهای آمریکا، ژاپن، کانادا، سوئد و سوئیس نرخ بهره خود را در ماه مه ۲۰۰۹ تا حد صفر درصد کاهش دهند. بانک مرکزی اروپا در فاصله اکتبر ۲۰۰۸ تا ماه مه ۲۰۰۹ نرخ‌های بهره خود را حدود ۳/۲۵ واحد درصد کاهش داد. اقتصادهای نوظهور نیز همین رویه را در پیش گرفتند و نرخ‌های بهره خود را کاهش دادند، هرچند که نرخ‌های اولیه بهره در این اقتصادها نسبت به اقتصادهای پیشرفته در سطوحی بالاتر قرار داشت.

### ۱-۶- تحولات بازار نفت و سایر مواد اولیه

بروز بحران مالی و دورنمای ایجاد رکود اقتصادی باعث شد تا پس از یک دوره چند ساله رونق، در سه ماهه سوم سال ۲۰۰۸ قیمت مواد اولیه با سرعت و شدت بی‌سابقه‌ای کاهش یابد. شاخص قیمت مواد اولیه صندوق بین‌المللی پول در دسامبر ۲۰۰۸ در مقایسه با زمان اوج آن در ژوئیه همین سال بیش از ۵۵ درصد کاهش داشت. زمان کاهش قیمت مواد اولیه تقریباً با زمان اعلام اطلاعات جدید در اواسط سال ۲۰۰۸ در خصوص کاهش رشد مورد انتظار اقتصادهای پیشرفته، نوظهور و در حال توسعه منطبق بود. این اطلاعات تلقی پیشین بازار مبنی بر عدم آسیب‌پذیری اقتصادهای نوظهور از بروز بحران مالی در اقتصادهای پیشرفته را مخدوش ساخت. پیش از این، فعالان بازارهای جهانی مواد اولیه بر این عقیده بودند که تقاضای بالای اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه علی‌رغم کاهش تقاضای اقتصادهای پیشرفته برای مواد اولیه، کاهش نخواهد یافت. اما علی‌رغم سهم اندک اقتصادهای پیشرفته در

## فصل ۱ خلاصه‌ای از وضع اقتصادی جهان

با رقم مشابه سال قبل ۲/۸ درصد افزایش یافت. به دنبال کاهش تولید حوزه دریای شمال و مکزیک، تولید نفت کشورهای غیر عضو اوپک در سال ۲۰۰۸ برای دومین سال متوالی در سطحی کمتر از مقدار پیش‌بینی شده قرار داشت. در مجموع، متوسط عرضه روزانه نفت خام در سال ۲۰۰۸ در مقایسه با سال قبل به میزان ۱/۲ درصد افزایش داشت. پیشی گرفتن عرضه از تقاضای نفت باعث افزایش ذخیره‌سازی نفت به ویژه در اقتصادهای پیشرفته شد.



قیمت نفت در اواخر دسامبر همین سال به ۳۸ دلار به ازای هر بشکه کاهش یافت. کاهش شدید قیمت نفت در این دوره با افت شدید تقاضا برای این کالای راهبردی همراه بود. در سال ۲۰۰۸، مصرف نفت جهان به ۸۴/۵ میلیون بشکه در روز رسید که نسبت به سال قبل ۰/۵ درصد کاهش نشان می‌دهد. در مجموع، تقاضای نفت در سال ۲۰۰۸ در مقایسه با سال قبل ۰/۶ درصد کاهش داشت. این در حالی است که تقاضای جهانی نفت خام از اوایل دهه ۱۹۸۰ به بعد، هیچ‌گاه کاهش یافته است. این میزان کاهش تقاضای نفت عمدتاً به کاهش تقاضا در اقتصادهای پیشرفته (به ویژه آمریکا و ژاپن) مربوط می‌شود. با این حال، تقاضای نفت اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه در سال ۲۰۰۸ رو به رشد بود، هرچند که به استثنای اقتصادهای منطقه خاورمیانه، سرعت افزایش تقاضا نسبت به سال قبل کمتر بود. با وجود کاهش تقاضای نفت، تولید نفت در سه ماهه سوم سال عمدتاً به دلیل تولید بالای تولیدکنندگان عضو سازمان کشورهای صادرکننده نفت (OPEC) در مقایسه با سال ۲۰۰۷ در سطح بالاتری قرار داشت. متوسط تولید نفت روزانه کشورهای عضو اوپک در سه ماهه سوم سال ۲۰۰۸ در مقایسه

جدول ۱-۴- عرضه و تقاضای جهانی نفت خام

رشد نسبت به سال قبل (درصد)	(۱)۲۰۰۸					متوسط سال‌های		(میلیون بشکه در روز)
	۲۰۰۸	۲۰۰۷	سال	نیمه دوم	نیمه اول	۲۰۰۷	۲۰۰۴-۰۶	
<b>تقاضا</b>								
-۳/۷	-۰/۸	۴۷/۴	۴۶/۸	۴۸/۱	۴۹/۲	۴۹/۶	کشورهای عضو OECD	
-۴/۷	۰/۴	۲۴/۳	۲۳/۸	۲۴/۷	۲۵/۵	۲۵/۵	آمریکای شمالی	
۳/۵	۴/۰	۳۸/۰	۳۸/۲	۳۷/۹	۳۶/۷	۳۴/۲	کشورهای غیر عضو OECD	
-۰/۶	۱/۲	۸۵/۴	۸۵/۰	۸۵/۹	۸۵/۹	۸۳/۸	جهان	
<b>عرضه</b>								
۳/۳	-۱/۳	۳۱/۱	۳۰/۹	۳۱/۲	۳۰/۱	۳۰/۳	کشورهای عضو OPEC	
۰/۲	۱/۱	۵۴/۶	۵۴/۴	۵۵/۰	۵۴/۵	۵۳/۶	کشورهای غیر عضو OPEC	
۱/۲	۰/۴	۸۵/۷	۸۵/۳	۸۶/۲	۸۴/۷	۸۳/۸	جهان	

ماخذ: OPEC Bulletin, June, ۲۰۰۹

۱- اطلاعات نیمه اول سال ۲۰۰۸ از متوسط فصول اول و دوم و اطلاعات نیمه دوم سال از متوسط فصول سوم و چهارم به دست آمده است.

در تهیه این فصل از منابع زیر استفاده شده است:

- ۱- World Economic Outlook, IMF, April, ۲۰۰۹
- ۲- World Economic Outlook, IMF, October, ۲۰۰۹
- ۳- Bank for International Settlements, ۷۹<sup>th</sup> Annual Report, June, ۲۰۰۹