



بحران مالی و درس‌های آن

خاموش کردن شعله‌های آتش بحران

بن برنانکی

تیموتی گیتنر

هنری پاولسون

مترجم: محمدرضا فرهادی پور

سرشناسه	:	بن برانکی - تیموتی گیتنر - هنری پاولسون Ben S, Bernanke - Timothy F, Geithner- Henry M, Paulson
عنوان و نام پدیدآور	:	بحران مالی و درس‌های آن: خاموش کردن شعله‌های آتش بحران / مولفان: بن برانکی، تیموتی گیتنر، هنری پاولسون / مترجم: محمدرضا فرهادی‌پور
مشخصات نشر	:	تهران: سبزان، ۱۴۰۱
مشخصات ظاهری	:	۲۰۰ ص
شابک	:	۹۷۸-۶۰۰-۱۱۷-۶۷۳-۹
وضعیت فهرست نویسی	:	فیبا
یادداشت	:	عنوان اصلی: Firefighting: The Financial Crisis & Its Lessons
موضوع	:	بحران مالی
موضوع	:	بازرگانی
شناسه افزوده	:	اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران، مرکز پژوهش‌ها
شناسه افزوده	:	فرهادی‌پور، محمدرضا
رده بندی کنگره	:	۹ الف ۵ پ / ۱۴۰۱ ۱۵۵ HD
رده بندی دیویی	:	۳۳۰
شماره کتاب شناسی ملی	:	۸۹۸۸۶۸۴
اطلاعات رکورد کتاب‌شناسی	:	فیبا

بحران مالی و درس‌های آن: خاموش کردن شعله‌های آتش بحران

بن برانکی، تیموتی گیتنر، هنری پاولسون

مترجم: محمدرضا فرهادی‌پور

کاری از: اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران، مرکز پژوهش‌ها

سخن آغازین: محمد قاسمی

مدیر طرح: حسین سلاح‌ورزی

ناظر: فرناز صفدری

قیمت: ۱۲۰۰۰۰ تومان

تیراژ: ۴۰۰ نسخه

نوبت چاپ: اول، تابستان ۱۴۰۱

انتشارات: سبزان

چاپ و صحافی: کامیاب

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۱۱۷-۶۷۳-۹



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران
مرکز پژوهش‌ها

انتشارات سبزان

فهرست مطالب

۵	درباره نویسندگان
۷	سخن آغازین
۹	مقدمه
۱۷	فصل اول
۱۷	فتیله خشک: ریشه‌های بحران
۳۷	فصل دوم
۳۷	اولین شعله‌ها: اوت ۲۰۰۷ - مارس ۲۰۰۸
۴۹	فصل سوم
۴۹	آتش گسترش می‌یابد: مارس ۲۰۰۸ - سپتامبر ۲۰۰۸
۶۳	فصل چهارم
۶۳	دوزخ: سپتامبر ۲۰۰۸ - اکتبر ۲۰۰۸
۸۵	فصل پنجم
۸۵	آب ریختن روی آتش: اکتبر ۲۰۰۸ - می ۲۰۰۹
۱۰۵	نتیجه‌گیری: آتش بحران بعدی
۱۲۳	سپاسگزاری
۱۲۵	ترسیم نموداری بحران مالی
۱۲۵	استراتژی‌های ایالات متحده و نتایج آنها
۱۹۱	یادداشت‌ها

درباره نویسندگان

بن اس. برنانکی^۱، که حالا فردی شناخته شده و ارشد در موسسه بروکینگز^۲ و مدیر انجمن اقتصاد آمریکایی^۳ است، از ۲۰۰۶-۲۰۱۴ رئیس فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا)^۴ بود. او مولف کتاب *شجاعت عمل: یادنامه‌ای از یک بحران و پس‌لرزه‌های آن*^۵ است.

تیموتی اف. گیتنر^۶ مدیر واربورگ پینکوس^۷ و از ۲۰۰۹-۲۰۱۳ هفتاد و پنجمین وزیر خزانه‌داری در دوره اول ریاست‌جمهوری باراک اوباما بود. او پیشتر رئیس فدرال رزرو نیویورک^۸ بود نویسنده کتاب *آزمون استرس: تفکراتی در مورد بحران‌های مالی*^۹ است.

هنری ام. پاولسون **جونیور**^{۱۰} بنیان‌گذار و مدیر موسسه پاولسون^{۱۱} بود و از ۲۰۰۶-۲۰۰۹ در سمت هفتاد و چهارمین وزیر خزانه‌داری در دوره ریاست‌جمهوری جورج دابلیو بوش خدمت کرد. او سابقا رئیس و مدیرعامل اجرایی گلدمن ساکس^{۱۲} بود و نویسنده دو کتاب ذیل هم هست: *در آستانه*: در گيرودار رقابتی برای متوقف ساختن فروپاشی نظام مالی جهانی^{۱۳} و *توجه به چین*: یک خودی نقاب از چهره ابرقدرت اقتصادی جدید برمی‌دارد^{۱۴}.

1. Ben S. Bernanke
2. The Brookings Institution
3. The American Economics Association
4. The Federal Reserve
5. *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*
6. Timothy F. Geithner
7. Warburg Pincus
8. The Federal Reserve Bank of New York
9. *Stress Test: Reflections on Financial Crises*
10. Henry M. Paulson, Jr.
11. The Paulson Institute
12. Goldman Sachs
13. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*
14. *Dealing with China: An Insider Unmasks the New Economic Superpower*

نویسندگان

ما این کتاب را به بسیاری از کارکنان دولت (از هر دو حزب و حاضر در قوای مقننه و مجریه)، افرادی که در مبارزه با بحران مالی جهانی همکاری نزدیکی با ما داشتند، تقدیم می‌کنیم. از روسای جمهور، جورج دبلیو بوش و باراک اوباما به دلیل رهبری‌شان و کارمندان فدرال رزرو، خزانه‌داری، شرکت بیمه سپرده فدرال و آژانس‌های دیگر به دلیل خلاقیت و سخت‌کوشیشان در خدمت به کشورمان، کمال تشکر را داریم.

مترجم

مشخصاً از همراهی و حمایت حسین سلاح‌ورزی، نایب رئیس اول اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران از ترجمه این کتاب سپاسگزارم. از سارا پارسی ممنونم که فرایند بازخوانی ترجمه و امور اداری این کار را انجام داد. قدردان نکات تصحیحی و بازخوانی دقیق فرناز صفدری هستم که به بهبود این ترجمه کمک زیادی کرد. از خانم نرگس مرادی به جهت معرفی گسترده کتاب‌های اتاق ایران به اقتصاددانان، سیاست‌گذاران و دوست‌داران کتاب از طریق رسانه‌های مختلف که هدف اصلی انتشار هم همین است، سپاسگزارم. سرانجام، مسئولیت نهایی این ترجمه برعهده من است. ترجمه این کتاب را تقدیم می‌کنم به کسانی که در بحران‌های مالی می‌کوشند اقتصاد ایران و مردم آسیب کمتری ببینند.

سخن آغازین

بحران‌های مالی، بی‌احتیاطی‌های مالی، هجوم سپرده‌گذاران به بانک‌ها و ورشکستگی‌های بانک‌ها و موسسات مالی و غیرمالی یک ویژگی نظام اقتصادی است. به رغم اینکه سال‌هاست متخصصان مالی با بحران‌های مالی و فروپاشی نظام‌های اعتباری آشنایی دارند، اما گویی حافظهٔ انسان فراموشکار است. پس از هر بهبودی اقتصادی و رونق مالی، بحران‌های پیشین به دست فراموشی سپرده می‌شوند تا روزی که دوباره سروکلهٔ بحرانی جدید پیدا شود.

بحران مالی ۲۰۰۸ آخرین بحران و کساد اقتصادی بزرگ جهانی است که تقریباً بیشتر کشورهای جهان را تحت تأثیر قرار داد و هنوز هم برخی پیامدهای آن خودنمایی می‌کنند. اما در این میان یک موضوع مهم وجود داشت و آن اینکه نقش بانک مرکزی و وزارت اقتصاد، و در کل، دولت در گیرودار یک بحران مالی چیست؟ استقلال بانک مرکزی در این میان چه معنا و اهمیتی دارد؟ آیا بانک مرکزی باید در جلوگیری از ورشکستگی‌های نهادهای مالی مداخله کند؟ کدام نهادهای مالی را نجات دهد و کدام‌ها را نجات ندهد؟ در جریان بحران، نجات یک موسسهٔ غیربانکی مثلاً یک شرکت بیمه بر یک موسسهٔ بانکی اولویت دارد یا خیر؟ آیا ابزارهای در اختیار بانک مرکزی و خزانه‌داری و وزارت اقتصاد برای مقابله با بحران مالی مناسب است؟ آیا استقلال بانک مرکزی بدین معناست که در مواجهه با بحران مالی و ورشکستگی بانک‌ها هر تصمیمی می‌تواند بگیرد یا محدودیت‌های فراوانی پیش رو دارد؟

کتاب حاضر تجربهٔ رئیس کل یک بانک مرکزی و دو وزیر خزانه‌داری در مواجهه با کساد اقتصادی ۲۰۰۸ است که پس از رکود اقتصادی بزرگ ۱۹۳۰، بزرگ‌ترین بحران مالی جهانی به شمار می‌رود. کتاب حاضر نشان می‌دهد: در رویارویی با بحران مالی، تصمیم‌گیری برای مسئولان چقدر دشوار و پیچیده است. هماهنگی میان ارکان اقتصادی چقدر اهمیت دارد. نقش بازیگران مختلف در صیانت از اموال و دارایی‌های مالیات‌دهندگان و مردم چیست. معنای استقلال بانک مرکزی چیست.

اتاق ایران امید دارد که با انتشار چنین تجاربی به انباشت تجربهٔ سیاست‌گذاری در میان سیاست‌گذاران اقتصاد ایران کمک کند. در عین حال، مطالعهٔ چنین کتاب‌هایی که ترکیبی از نظریه اقتصادی و عمل‌گرایی است برای خوانندگان مفید خواهد بود و نشان می‌دهد میان نظریه و عمل چقدر تفاوت است و نظریه چگونه به کمک بخش اجرایی می‌آید.

محمد قاسمی

رئیس مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

مقدمه

جهنم‌های بزرگ مالی اغلب اتفاق نمی‌افتند. آشفتگی در بازارهای مالی معمولاً خودش شروع می‌شود. بازارها تعدیل می‌شوند، بنگاه‌ها ورشکست می‌شوند و زندگی ادامه می‌یابد. گاهی آتش‌های مالی چنان شعله‌ور می‌شود که سیاست‌گذاران باید برای خاموش کردن آن دست به کار شوند. سیاست‌گذاران وقتی بنگاه‌ها به نقدینگی نیاز دارند، وام‌هایی را برایشان ترتیب می‌دهند یا برای حل مشکلات یک بنگاه آشفته راهی پیدا می‌کنند و زندگی ادامه می‌یابد. آتش خیلی به ندرت از کنترل خارج می‌شود و شروع به سوزاندن نظام مالی و مابقی اقتصاد می‌کند و اختلال و ناکامی مفرطی را رقم می‌زند. این آتش، طی رکود اقتصادی بزرگ دهه ۱۹۳۰، در ایالات متحده به وجود آمد و تا هفتاد و پنج سال بعد، دیگر از آن خبری نبود.

اما آتش مجدداً در سال ۲۰۰۸ شعله‌ور شد. دولت ایالات متحده (دو رئیس‌جمهور متوالی، کنگره، فدرال رزرو، دپارتمان خزانه‌داری و هزاران کارمند دولت در آژانس‌های مختلف) باید با بدترین بحران مالی در طول نسل‌ها مقابله می‌کردند و ما سه نفر در مقام مسئول بودیم: بن اس. برنانکی، رئیس فدرال رزرو؛ هنری ام. پاولسون جونیور، وزیر خزانه‌داری در دوره جورج دبلیو بوش؛ تیموتی اف. گیتنر، مدیر بانک فدرال رزرو نیویورک طی دوره بوش و سپس وزیر خزانه‌داری در دوره باراک اوباما. ما در شکل‌گیری واکنش آمریکایی و بین‌المللی به این آتش بزرگ که اعتبار جهانی را خفه کرد، مالیه جهانی را ویران ساخت و اقتصاد آمریکا را به آسیب‌زنده‌ترین رکود اقتصادی پس از صف‌های غذا و محله‌های فقیرنشین دهه ۱۹۳۰ فرو برد، کمک کردیم.

ما و همکارانمان در فدرال رزرو و خزانه‌داری و آژانس‌های دیگر با سد فوق‌العاده‌ای از مداخلات اضطراری با این آتش مقابله کردیم، به نحوی که این مداخلات از وام‌های متعارف و نامتعارف به نجات بنگاه‌های بزرگ به دست دولت و پشتیبانی دولت برای بازارهای اعتباری مهم ارتقا یافت. با تداوم آتش بحران، کنگره را متقاعد کردیم که ابزارهای قدرتمندتری برای مقابله با آن در اختیارمان قرار دهد، از جمله اختیار تزریق مستقیم صدها میلیارد دلار سرمایه به موسسات مالی خصوصی. سرانجام، با همکاری گروه برجسته‌ای از مقامات دولتی در ایالات متحده و دیگر نقاط جهان توانستیم قبل از اینکه کانال‌های اعتباری در حال انقباض و ارزش‌های در حال فروپاشی دارایی‌ها بتوانند اقتصاد را به رکود اقتصادی دوم بکشانند، به تثبیت نظام مالی کمک کنیم. حتی باین حال، اقتصاد از یک کساد مهم رنج

می‌برد و برای کمک به روشن ساختن جرقه‌های بازبایی آن، به محرک‌های بی‌سابقه پولی و مالی نیاز بود. این واقعه یک هراس مالی کلاسیک بود که گریزها و بحران‌هایی که صدها سال گریبان‌گیر نظام مالی بوده‌اند را به یاد ما می‌آورد. به لطف این تجربه طولانی می‌دانیم که آسیب ناشی از هراس‌های مالی هرگز به بخش مالی محدود نمی‌شود، هرچند استراتژی‌های مربوط به متوقف کردن آنها نیازمند حمایت از بخش مالی می‌شود. آمریکایی‌هایی که بانکدار یا سرمایه‌گذار نیستند همچنان برای خرید خودروها و خانه‌ها، وام گرفتن برای دانشگاه و رشد کسب‌وکارهای خود، به یک نظام اعتباری کارا نیاز دارند. بحران‌های مالی که به نظام اعتباری لطمه می‌زند می‌تواند رکودهای بی‌رحمانه‌ای را به وجود آورد که هم به خانواده‌های معمولی و هم به نخبگان مالی آسیب می‌رساند. امروزه، بخش زیادی از مردم آمریکا مداخلات دولت را به منزله نجات وال‌استریت^۱ قلمداد می‌کنند، اما هدف ما همیشه محافظت مین‌استریت^۲ از پس‌آیندهای یک فروپاشی مالی بود. تنها راه مهار آسیب‌های اقتصادی یک آتش مالی خاموش کردن آن است، اگرچه انجام این کار بدون کمک به افرادی که باعث این آتش شده‌اند تقریباً ناممکن است.

ده سال بعد، ما فکر می‌کنیم که نگاهی به گذشته و اینکه این بحران چطور اتفاق افتاد و در نظر گرفتن درس‌هایی که می‌توانند به کاهش صدمات بحران‌های آتی کمک کنند، مفید خواهد بود. ما، هر سه درباره تجربه‌یاتمان نوشته‌ایم، اما قصد داریم درخصوص نظریه و اجرای اطفای حریق مالی که با هم آموختیم، صحبت کنیم. ما پیش‌زمینه‌های بسیار متفاوتی داریم و شخصیت‌هایمان تفاوت‌های زیادی با هم دارد. قبل از این بحران، همدیگر را به خوبی نمی‌شناختیم. اما همین‌طور که برای خاموش کردن این آتش تقلا می‌کردیم، راه‌هایی برای همکاری موثرمان پیدا کردیم و هر سه توافق داریم که برخی اصول اساسی را می‌توان برای مقابله با هر آتشی در بخش مالی به کار گرفت. بحران‌های مالی تاحدی به این دلیل روی می‌دهد که خاطرات از یاد انسان‌ها می‌رود. ما مجدداً درباره این موضوع دست به قلم برده‌ایم تا به انتقال بعضی آموزه‌های کلیدی حاصل از تجربه‌یاتمان کمک کنیم و امید داریم که این کار بتواند خاطرات افراد را تازه کند و به آتش‌نشانان آینده در خصوص محافظت از اقتصاد در برابر ویرانی‌های ناشی از بحران‌های مالی کمک کند.

چرا این بحران رخ داد و چرا تا این حد مخرب بود؟

مجدداً باید گفت که این یک هراس مالی کلاسیک و هجومی به سمت نظام مالی بود که به دلیل بحران در اعتماد به وام‌های مسکن ماشه‌اش کشیده شد. بنا بر روند معمول بحران‌ها، سوخت این بحران نیز از یک رونق اعتباری تأمین می‌شد که در آن بسیاری از خانواده‌ها و همچنین موسسات مالی نفوذ زیاد و خطرناکی پیدا کرده بودند و خود را تقریباً به طور کامل از طریق بدهی تأمین مالی می‌کردند. به دلیل اینکه ریسک بسیار زیادی به موسسات مالی - که در خارج از محدودیت‌ها و محافظت‌های نظام بانکی

1. Wall Street
2. Main Street

عبارت «main street» در حکم نماد منافع صاحبان موسسات و بنگاه‌های کوچک یا همان اقتصاد واقعی در برابر «wall street» در حکم نماد علایق و منافع سرمایه‌دارهای بزرگ و بنگاه‌های سرمایه‌گذاری بزرگ و کسب‌وکارهای مالی جهانی به کار می‌رود. م

سنتی کار می‌کردند- منتقل شده بود و به این دلیل که بخش بسیار زیادی از این نفوذ در قالب تأمین مالی‌های کوتاه‌مدت و بی‌ثباتی بود که می‌توانست با اولین نشانه‌های دردسر ناپدید شود، این خطر اوج گرفته بود. بروکراسی مقرراتی-نظارتی مالی جزیره‌ای آمریکا که آش‌شله‌قلمکاری از آژانس‌ها و مقامات و مقرراتی بود که طی دهه‌ها نتوانسته بود پا به پای واقعیت‌های متغیر بازار و نوآوری‌های سریع مالی حرکت کند، به این آسیب‌پذیری‌ها اجازه داده بود تا پرورش یابند. یکی از این نوآوری‌ها با نام اوراق بهادارسازی^۱ - سازوکاری که وال استریت از آن برای تکه تکه کردن وام‌های رهنی مسکن استفاده و آنها را به محصولات مالی پیچیده‌ای بدل می‌کرد که در امور مالی مدرن رواج پیدا کرده بود- به تبدیل هراس مرتبط با ریسک‌های موجود در وام‌های اصلی رهنی مسکن^۲ به هراسی دربارهٔ ثبات کل نظام انجامید.

در جریان رونق مالی، زمانی که نظام مالی به شکلی غیرعادی باثبات به نظر می‌رسید، باور عمومی این بود که قیمت مسکن همچنان به طور دائمی افزایش خواهد یافت و بسیاری از افراد در وال استریت و واشنگتن و دانشگاه‌ها باور داشتند که بحران‌های مالی جدی به گذشته تعلق دارد و این مشکلات اضطراری به نظر نمی‌رسید. اما وقتی حباب مسکن ترکید، ترس از زیان یک رمش مالی ایجاد کرد، چنانکه سرمایه‌گذاران و بستانکاران تماس با هر چیز و هر فردی که به اوراق بهادار با پشتوانهٔ وام رهنی مسکن مربوط می‌شد را به شکلی دیوانه‌وار کم کردند و حراج‌ها (که در آنها سرمایه‌گذاران نیازمند وجوه نقد مجبور بودند دارایی‌های خود را به هر بهایی بفروشند) و فراخوان‌های اعتبار^۳ (که در آنها سرمایه‌گذارانی که دارایی‌ها را به شکل اعتباری خریدند مجبور بودند پول نقد بیشتری بدهند) را تشدید کردند که به نوبهٔ خود به حراج‌ها و فراخوان‌های اعتبار بیشتری انجامید. هراس مالی اعتبار را فلج کرد و اعتماد به اقتصاد گسترده‌تر را در هم شکست و بیکاری‌ها و رهن‌شکنی‌های ناشی از آن به نوبهٔ خود هراس بیشتری در نظام مالی ایجاد کرد.

یک دهه بعد، این مارپیچ شوم ترس مالی و هراس اقتصادی شروع کرد به پاک شدن از ذهن عموم. اما هرچقدر هم که بر آشفتگی و هولناکی این بحران تأکید کنیم، باز هم کافی نیست. دورهٔ یک‌ماهه‌ای که از دسامبر ۲۰۰۸ آغاز شد شامل این رویدادها بود: ملی‌شدن ناگهانی غول‌های وام رهنی مسکن با نام‌های فنی می^۴ و فردی مک^۵ که بزرگ‌ترین و غافل‌گیرکننده‌ترین مداخلهٔ دولت در بازارهای مالی از زمان رکود بزرگ بود؛ ورشکستگی بانک سرمایه‌گذاری قدیمی برادران لمن^۶ که بزرگ‌ترین ورشکستگی در تاریخ ایالات متحده به شمار می‌رفت؛ فروریزی بنگاه دلال سهام مریل لینچ^۷ روی سر بانک آمریکا؛ کمک دولتی ۸۵ میلیارد دلاری برای شرکت بیمهٔ ای‌آی‌ج جهت جلوگیری از یک ورشکستگی بزرگ‌تر

1. securitization
2. underlying mortgages
3. margin calls
4. Fannie Mae
5. Freddie Mac
6. Lehman Brothers
7. Merrill Lynch
8. Bank of America

از ورشکستگی برادران لمن؛ ورشکستگی دو بانک از بانک‌های تحت بیمهٔ فدرال - بانک دوجانبهٔ واشنگتن^۱ و بانک واپوویا^۲ - که بزرگ‌ترین ورشکستگی‌های اینچینی در تاریخ آمریکا بودند؛ انقراض مدل بانک‌های سرمایه‌گذاری که مترادف شده بود با وال استریت مدرن؛ ارائهٔ اولین ضمانت‌های دولتی با ارزشی بیش از ۳ تریلیون دلار از وجوه بازار پول؛ حمایتی به ارزش یک تریلیون دلار دیگر از اوراق تجاری؛ و پس از یک عدم‌پذیرش اولیه و بازارشکن، تأیید کنگره برای ۷۰۰ میلیارد دلار از زرادخانهٔ حمایت دولت برای کل نظام مالی. تمام این موارد در جریان کمپین ریاست‌جمهوری اتفاق افتاد. از قرار معلوم ولادیمیر لنین^۳ گفته بود که بعضی دهه‌ها هست که هیچ اتفاقی در آنها نمی‌افتد و هفته‌هایی هم هست که در آنها دهه‌ها اتفاق می‌افتد؛ طی این بحران حرفش احساس می‌شد.

در ابتدا اثبات شد که قدرت مدیران دولتی مسئول بحران برای متوقف کردن این هراس کافی نیست و این تاحدی ناشی از این بود که تعداد زیادی از مشکلات خارج از حیطهٔ بانک مرکزی برای بانک‌های تجاری آغاز شده بود. اما سرانجام کنگره را متقاعد کردیم که به ما اقتدار لازم برای احیای اعتماد به نظام مالی را بدهد و رمیدگان عاقبت دست از رمیدن برداشتنند. در دوره‌ای از مشارکت شدید و بدبینی فراگیر نسبت به دولت، یک دولت جمهوری‌خواه و سپس دموکرات به منظور خنثی کردن جدی‌ترین تهدید نظام سرمایه‌داری در طول نسل‌ها، با کارکنان غیرحزبی دولت و (گاهی) رهبران قانون‌گذار مورد حمایت دوحزب همکاری کردند.

همهٔ ما باورمندان به قدرت بازارهای آزاد هستیم و تمایلی به نجات دادن بانکداران و سرمایه‌گذاران بی‌دقت به خاطر اشتباهاتشان نداشتیم. دولت ایالات متحده، در صورت امکان، شرایط سنگینی را بر بنگاه‌های گیرندهٔ کمک تحمیل می‌کرد؛ گاهی اجبار برای متقاعد کردن نهادهای قوی‌تر و همین‌طور ضعیف‌تر به منظور مشارکت در تلاش‌های مربوط به تقویت نظام مالی و احیای اعتماد باعث محدود شدن سختی شرایط برنامه می‌شد. اما می‌دانستیم که عقب نشستن و اجازه دادن به روند عادی، یک انتخاب معقول نیست. دست نامرئی سرمایه‌داری نمی‌تواند مانع از فروپاشی مالی تمام‌عیار شود؛ فقط دست مرئی دولت می‌تواند این کار را انجام دهد و فروپاشی‌های مالی تمام‌عیار کساد‌های معیوبی را ایجاد می‌کنند که کسب‌وکارها را می‌کشند، فرصت‌ها را محدود می‌سازد و رویاها را بر باد می‌دهد.

در واقع، شوک‌های مالی سال ۲۰۰۸ از بسیاری جهات بزرگ‌تر از شوک‌های قبل از رکود بزرگ و اثر اولیه اقتصادی آنها نیز به همین شکل بود. در پایان سال، اقتصاد ایالات متحده، حتی پس از زنجیره‌ای بسیار نیرومند از مداخلات مالی، همچنان در حال از دست دادن ۷۵۰,۰۰۰ شغل در ماه بود و با نرخ سالانهٔ ۸ درصدی رکودی کوچک‌تر می‌شد. اما انقباض اقتصادی که به کساد بزرگ^۴ معروف است تا ژوئن ۲۰۰۹ به پایان رسید و بازبایی پس از آن اکنون به ده سال رسیده است و همچنان ادامه دارد؛ این پدیده در مقایسه با بحران‌های قبلی یا کشورهای توسعه‌یافتهٔ دیگر پس از این بحران، یک تغییر بزرگ به شمار می‌رود. بازارهای سهام و کار و مسکن ایالات متحده همگی از اعماق فلاکت خود بیرون آمدند و

1. Washington Mutual
2. Wachovia
3. Vladimir Lenin
4. Great Recession

به قله‌های جدیدی رسیدند. متخصصان پیش‌بینی می‌کردند که استراتژی ما به ابرتورم، رکود اقتصادی و ورشکستگی‌های مالی^۱ منتهی خواهد شد و تلاش‌های دولت برای نجات بانک‌های لنگان و نهایتاً نجات کل نظام مالی تریلیون‌ها دلار برای مالیات‌دهندگان هزینه خواهد داشت و هیچ مشکل بنیادینی را حل نخواهد کرد. اما توانستیم با سرعت نسبتاً زیادی مجدداً اقتصاد را به رشد برسانیم و بخش مالی را به کار اندازیم، و در پایان، برنامه‌های مالی مختلف سود عظیمی برای مالیات‌دهندگان ایالات متحده دربرداشتند. این بحران نابودگر بود و زخم‌های عمیق و ماندگاری را بر خانواده‌ها و کل اقتصاد و نظام سیاسی آمریکا به‌جا گذاشت. اما بدون وجود تلاش‌های نجات‌بخش مستحکم و قدرتمندی که ایالات متحده سرانجام توانست تجهیز و بسیجشان کند، این خرابی بسیار بدتر می‌بود.

آیا ما اکنون ایمن‌تریم؟

ایالات متحده و جهان، اصلاحات مالی فراگیری را انجام داده‌اند که باید احتمال وقوع فاجعه دیگری در آینده نزدیک را کم کرده باشد. تا حدی به دلیل این اصلاحات، نهادهای مالی به سرمایه بیشتر، اهرم کمتر، نقدینگی بیشتر و وابستگی کمتری به تأمین مالی کوتاه‌مدت و ضعیف دارند. به طور خلاصه، امروزه رویکردهای ما نسبت به آتش مالی قوی‌تر است. متأسفانه، جلوگیری از آتش، همانند ساخت و ساز، هرگز محفوظ از خطا نیست و خاصه در ایالات متحده که مداخلات دولت ماشه اعتراضات عمومی شدیدی را کشید، سیاستمداران توانایی سازمان آتش‌نشانی در رسیدگی به بحران بعدی را تضعیف و با امید به اجتناب از بسته‌های نجات آتی، قدرت‌های مهمی را از مدیران بحران سلب کرده‌اند. درواقع، این محدودیت‌ها، هرچقدر هم که با حسن‌نیت اعمال شود، به احتمال زیاد باعث وخیم‌تر شدن بحران بعدی و شدیدتر شدن آسیب اقتصادی ناشی از آن خواهد شد. باور به اینکه قانون‌گذاری اعمال شده برای ممنوعیت بسته‌های نجات به‌وقوع در تمام سناریوهای آتی نیز مانع از آنها خواهد شد، یک توهم قوی و خطرناک است.

اعتراضات مردمی اجتناب‌ناپذیر و قابل‌درک بود. اقدامات دولت برای پایان دادن به هراس و ترمیم نظام مالی تخریب‌شده، اگرچه سرانجام موفقیت‌آمیز بود، اما نتوانست از میلیون‌ها نفری که شغل یا خانه‌شان را از دست دادند محافظت کند. این اقدامات، به شکلی اجتناب‌ناپذیر، برای بسیاری از افرادی که در این نظام درهم‌شکسته مشارکت داشتند و بعضی از آنهايي که در به آتش کشیدنش دست داشتند سودمند بود. باوجوداین، زمانی که آتش مالی دیگری پا بگیرد، آمریکا آرزو خواهد کرد که ای کاش یک مرکز آتش‌نشانی آماده‌تر و آتش‌نشانان مجهزتری داشت. یکی از دلایلی که باعث شد این بحران تا این حد آسیب‌زننده باشد این بود که دولت از ابتدا فاقد ابزار لازم برای حمله تمام‌عیار به این آتش بود. ما نگرانیم که اگر واشنگتن تغییرات چشمگیری را ایجاد نکند، اولین پاسخ‌گویان آینده کارشان را با ابزارهای ضعیف‌تر و کمتری آغاز خواهند کرد؛ و آنان نیز مانند ما مجبور خواهند بود که از سیاستمداران درخواست کنند تا سازمان آتش‌نشانی را زمانی ارتقا دهند که آتش همچنان درحال اشتعال است.

ما می‌خواهیم که آمریکا دفعه بعد آماده آتش باشد زیرا به قول جیمز بالدوین^۱، سرانجام این آتش دو مرتبه روشن خواهد شد. به همین دلیل است که ما باور داریم تلاش برای درک بحران قبلی (اینکه چطور آغاز شد، چطور گسترش یافت، چرا تا این حد سوزان بود، چگونه ما و همکارانمان در مبارزه با آن به نزاع افتادیم، چه اقدامی موثر بود و چه اقدامی بی‌فایده بود) موضوع بسیار مهمی است. ما باور داریم ملتی که از این آتش‌سوزی درس نگرفته باشد ممکن است محکوم به تحمل کردن چیز بدتری باشد. بعضی از این درس‌ها درباره پیش‌بینی و ممانعت است، زیرا بهترین روش برای حداقل ساختن خرابی ناشی از بحران مالی جلوگیری از وقوع آن است. بیشتر بحران‌ها از یک الگوی مشابه پیروی می‌کنند، بنابراین، احتمالی برای شناسایی نشانه‌های هشداردهنده وجود دارد، از جمله اهرم مالی بیش از اندازه در یک نظام مالی، مخصوصاً زمانی که این نظام بیش از حد بر تأمین مالی‌های کوتاه‌مدت تکیه دارد؛ خاصه در گوشه‌هایی از نظام که در آنها رویکردهای ضعیفی برای مقابله با آتش وجود دارد و دسترسی محدودی به مراکز آتش‌نشانی دارند. همچنین مهم است که نسبت به توانایی انسان‌ها در پیش‌بینی هراس‌ها فروتن بود، زیرا آنها برای این کار باید بتوانند رفتار انسان‌های دیگری که در یک نظام پیچیده با هم در تعامل‌اند را پیش‌بینی کنند. نظام‌های مالی ذاتاً شکننده‌اند و ریسک‌های مالی غالباً موانع مقرراتی را دور می‌زنند، دقیقاً مانند رودی که از اطراف یک سنگ عبور می‌کند. هیچ راه مطمئنی برای جلوگیری از هراس وجود ندارد، زیرا هیچ راه مطمئنی برای اجتناب از اعتماد به نفس بیش از حد یا سردرگمی وجود ندارد. انسان‌ها انسانند و به همین دلیل است که ما باور داریم که اندیشه ما درباره بحران‌ها باید مانند اندیشه بودایی‌ها نسبت به مرگ باشد: با نااطمینانی از زمان‌بندی و شرایط آن، اما اطمینان از اینکه سرانجام اتفاق خواهد افتاد.

این بحران همچنین به ما تجربه زیادی در زمینه هنر و علم واکنش به بحران آموخت. همان اندازه که پیش‌بینی بحران‌ها از قبل کار دشواری است، در اوایل یک بحران نیز دانستن اینکه آیا این آتش، بی‌خطر و کوچک است یا بزرگ و زنگ‌خطر، کار دشواری است. معمولاً کار درست این است که اجازه دهیم بنگاه‌های در حال فروریزی ورشکست شوند و سیاست‌گذاران نباید طوری واکنش نشان دهند که گویی هرخلأ کوچکی در درون بازار یا هر مانعی سر راه یک بانک بزرگ منادی یک فاجعه است. واکنش بیش از حد سریع می‌تواند ریسک‌پذیران را متقاعد کند که آنها با عواقب شرط‌بندی‌های بد خود روبرو نخواهند شد و در نتیجه «مخاطره اخلاقی [کژمنشی]»^۲ پدید می‌آید که می‌تواند رونق‌بخش سفته‌بازی غیرمسئولانه‌تر شود و زمینه را برای بحران‌های آتی آماده سازد. اما زمانی که مشخص می‌شود یک بحران واقعا سیستمیک است، واکنش دیر هنگام بسیار خطرناک‌تر از واکنش حداکثری خواهد بود، عملکرد دیر هنگام در مقایسه با عملکرد زود هنگام مشکلات بیشتری را به وجود می‌آورد و اقدامات نیمه‌جان فقط هیزم به این آتش می‌ریزد. در یک بحران بزرگ، اولویت برتر باید همیشه با پایان دادن به آن باشد، اگرچه این کار محتملاً مقداری مخاطره اخلاقی ایجاد خواهد کرد؛ مشکلات ناشی از تشویق ریسک‌پذیری غیراصولی در آینده، اگرچه واقعی‌اند، اما در مقایسه با مشکلات ناشی از بی‌تفاوت بودن نسبت به فروپاشی سیستمیک در حال حاضر بسیار ناچیزند. زمانی که هراس به وجود

1. James Baldwin

2. moral hazard

می‌آید، سیاست‌گذاران باید از تمام توانشان برای از بین بردن آن استفاده کنند و مهم نیست که این کار چه پیامدهای سیاسی دربردارد و اینکه آنها چه باورهای ایدئولوژیکی دارند و یا اینکه آنها در گذشته چه گفته یا چه وعده‌هایی داده‌اند. سیاست^۱ مربوط به بسته‌های نجات مالی خیلی بد است، اما کسادی‌های اقتصادی از آنها بدتر است.

ما هیچ راه‌حل ساده‌ای برای بهبود سیاست واکنش به بحران نداریم، اما امیدواریم که بتوانیم برای انتخاب‌هایی که داشتیم قراینی را ارائه کنیم و کتاب راهنمای مقابله با بحران را برای اولین واکنش‌دهندگان به بحران‌های آتی به‌روزرسانی کنیم. ما می‌کوشیم که برخی سوالات بی‌پاسخ دربارهٔ تصمیماتمان را شناسایی کنیم، از جمله اینکه چرا دولت نتوانست بانک برادران لمن را نجات دهد، اما توانست بیمهٔ ای‌آی‌ج را نجات دهد و اینکه چرا ما نکوشیدیم پس از پایان بحران، ابربانک‌های وال استریت را تجزیه کنیم؟ ما همچنین دربارهٔ درس‌های دیگر بحران صحبت خواهیم کرد، از جمله اهمیت تلاش‌های دوقبضه برای تثبیت نظام مالی از رهگذر برنامه‌های محرکی که اقتصاد گسترده‌تر را تثبیت می‌کند و نیاز به مقررات دولتی برای بنگاه‌های مالی که گرچه مشابه بانک‌های تجاری سنتی نیستند، اما می‌توانند ریسک‌های مشابهی را بر نظام مالی تحمیل کنند. در مورد چالش‌های مربوط به تصمیم‌گیری در مهی از جنگ مالی و اهمیت وجود تیم‌هایی از افراد حرفه‌ای و خاص و مجرب در خزانه‌داری و فدرال رزرو و شرکت بیمهٔ سپرده‌گذاری فدرال و سایر آژانس‌هایی که به جای رقابت تمایل به همکاری دارند صحبت خواهیم کرد. دربارهٔ قدرت و محدودیت‌های اصلاحات پس از بحران و باورمان در خصوص طرز بهبود آنها صحبت می‌کنیم و اگرچه هیچکدام مان سیاست‌مدار نیستیم، اما در مورد فرایند سیاسی حرفه‌هایی برای گفتن داریم؛ نکاتی که غالباً آنها را افسرده‌کننده و مأیوس‌کننده، اما گاهی نیز الهام‌بخش می‌پنداریم.

محتوای فرایند سیاسی در بالاترین سطح تنظیم می‌شود. در یک لحظهٔ تاریخی فوق‌العاده خطرناک، روسای جمهور، بوش و اوباما هر دو شهامت سیاسی لازم برای حمایت از مداخلات شدیداً نامحبوب اما حیاتی در نظام مالی را داشتند و اگرچه ما شکوایه‌های خودمان از کنگره را داشتیم، اما رهبران قانون‌گذار جمهوری خواه و دموکرات به موقع دست همکاری دادند و از تلاش‌های رسمی سیاسی برای ملی‌شدن فنی می و فردی مک و سپس نجات کل نظام مالی حمایت کردند، که معلوم شد این دو اقدام آخرین بخش‌های مهم قانون‌گذاری آمریکایی بود که با حمایت چشمگیر هر دو حزب تصویب شد. بحران سال ۲۰۰۸ و کسادی دردناک ناشی از آن آسیب شدیدی به اعتماد مردم به نهادهای عمومی وارد کرد، اما ما باور داریم که واکنش آمریکا به این بحران نشان داد زمانی که مقامات رسمی بخش عمومی در تمام سطوح دولت با یکدیگر و تحت فشار شدید برای خیر عمومی کار می‌کنند، چه چیزهایی امکان‌پذیر می‌شود.

ما متوجهیم که چرا بسیاری از مردم آمریکا واکنش دولت نسبت به این بحران را موفقیت‌آمیز یا حتی قانونی قلمداد نمی‌کنند. این واکنش به‌هم‌ریخته و ناسازگار به نظر می‌رسید، زیرا اغلب هم همین‌طور بود؛ ما در حال پیدا کردن راه‌مان در تاریکی بودیم و سعی داشتیم بخشی از نقشهٔ مالی را رهبری کنیم که در آن لانه‌های ازدها وجود داشت. در ابتدا از یک کتاب راهنمای سنتی پیروی کردیم، اما نظام

مالی مدرن بسیار پیچیده‌تر از قبل است، بنابراین، باید آزمایش‌ها و کارهای تکمیلی زیادی را انجام می‌دادیم. در مقابله با آتش با ابزارهایی که آنها را برای این کار کافی نمی‌دیدیم و سپس در متقاعد کردن سیاستمداران برای قرار دادن ابزاری قدرتمندتر در اختیار ما، دچار نزاع شدیم و درحالی‌که هیچ کلمهٔ جادویی وجود نداشت که بتوانیم با آن مردم را برای استقبال از بسته‌های نجات بانکی یا دیگر سیاست‌های بحث‌برانگیز متقاعد کنیم، در توضیح اقدامات و دلیل آنها مدام دچار نزاع بودیم. امیدواریم بتوانیم این توضیح را بهتر ارائه کنیم. داستان این بحران، داستانی دردناک است، اما از جهاتی نیز امیدوارکننده به شمار می‌رود. ما باور داریم که این داستان می‌تواند آموزنده باشد.

فصل اول

فتیله خشک: ریشه‌های بحران

وام‌دهی غیرمسئولانه در بخش وام‌های رهنی مسکن درجهٔ دو^۱ ایالات متحده بود که جرقهٔ آتش بحران مالی ۲۰۰۸ را شعله‌ور ساخت. با این حال، اگر فتیله‌های خشک این بحران در سراسر نظام مالی جهانی انباشته نشده بود، آشفته‌گی این بخش پرهرج و مرج اما به نسبت کوچک از بازارهای اعتباری نمی‌توانست چنین جهنم بزرگی ایجاد کند. بحران وام‌های مسکن درجه دو علت مستقیم بحران مالی ۲۰۰۸ بود، اما علل زیربنایی و عمیق‌تر دیگری نیز وجود داشت که این نظام شکننده را در برابر فاجعهٔ مالی آسیب‌پذیر می‌ساخت. برای درک ریشه‌های این بحران مالی، درک علت اشتعال این جرقه و عوامل دیگری که جنگل نظام مالی جهانی را تا این حد قابل‌اشتعال کرده بود، اهمیت دارد. درک ریشه‌های بحران مالی ۲۰۰۸ برای فهم چگونگی کاهش احتمال رخداد یا شدت بحران‌های مالی آتی نیز بسیار مهم است.

تاریخ خودش را تکرار نمی‌کند، اما همان‌طور که ظاهراً از مارک تواین نقل شده است غالباً قافیه‌های یکسانی می‌سازد. این بحران مالی نیز از الگوی بحران‌های حماسی گذشته پیروی می‌کرد - این بحران نیز مطابق فرمول‌بندی پیشنهادی مورخ و اقتصاددانی به نام چارلز کیندلبرگر شاهد سه مرحلهٔ پی در پی جنون، هراس و سقوط است - که البته با برخی پیچیدگی‌های عصر مدرن ادغام شده بود که پیش‌بینی و مهار هراس را حتی دشوارتر می‌ساخت. این بحران مالی درست همانند هر بحران مالی دیگری در طول تاریخ با جنون استقراض و رونق بازار اعتبارات در دوران اطمینان بیش از حد آغاز شد که با از بین رفتن این اطمینان مفرط کاملاً روبه‌زوال رفت. همچنین خود نظام مالی این دوران نیز اطمینان مفرط به رونق بازار اعتبارات را به خوبی منعکس می‌کرد. بنگاه‌های مالی از اهرم‌های مالی بسیار پرریسک استفاده می‌کردند. بیشتر این اهرم‌های مالی نیز از نوع بدهی‌های کوتاه‌مدت «قابل برداشت»^۲ بود که به محض نگرانی و ترس اعتباردهندگان به سرعت ناپدید می‌شد. بیشتر ریسک

1. subprime mortgage
2. runnable

فعالیت‌های مالی به بنگاه‌هایی منتقل شده بود که در خارج از نظام بانکی متعارف فعالیت می‌کردند و مقررات و نظارت سرپرستانه کافی بر امور آنها وجود نداشت و به تورهای ایمنی که برای محافظت از بانک‌ها در برابر وضعیت‌های اضطراری طراحی شده بود دسترسی نداشتند. همچنین طیف وسیعی از موسسات مالی مختلف از طریق کانال‌های مستقیم و غیرمستقیم متفاوت مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن که طی حباب مسکن، ابزارهای مالی بسیار مطمئنی به حساب می‌آمدند اما پس از ترکیدن این حباب بسیار سمی به نظر می‌رسیدند، در معرض ریسک وام‌های مسکن بودند. این وضعیت، هراس سرمایه‌گذاران از اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن درجه دو و نامرغوب را به تمام اوراق بهادار دیگر وام‌های مسکن بسط داد و در مراحل بعدی آنها را نسبت به بنگاه‌های مالی خاصی که تصور می‌کردند در معرض ریسک این اوراق بهادار قرار دارند بی‌اعتماد کرد؛ در نهایت حتی موسسات دیگری که تصور می‌شد در معرض ریسک فعالیت‌های این بنگاه‌ها هستند نیز مورد سوءظن سرمایه‌گذاران قرار گرفتند. هراس مسری است.

البته شاید امروزه و پس از گذشت یک دهه از رویدادهای آن زمان این مشکلات خیلی واضح به نظر برسند، اما آن زمان کاملاً شناخته شده نبودند. در حالی که تمام بحران‌های مالی با رونق‌های اعتباری آغاز می‌شود، اما همه رونق‌های اعتباری نیز به بحران مالی ختم نمی‌شود و در سال‌های آغازین سده بیست و یکم نظام مالی جهانی بسیار باثبات‌تر از گذشته به نظر می‌رسید، به نحوی که سال ۲۰۰۵ اولین سال پس از رکود بزرگ بود که هیچ بانکی در ایالات متحده ورشکست نشد. این رونق آمریکا را با برخی چالش‌های بلندمدت جدی مانند برآمدن نابرابری درآمد، دستمزدهای دائماً راکد، رشد کم بهره‌وری، کاهش دردرساز مشارکت مردان در سن اشتغال در نیروی کار روبه‌رو کرده بود، اما وضعیت کلی اقتصاد ایالات متحده مناسب به نظر می‌رسید. همچنین اعتماد گسترده‌ای میان همه مردم ایجاد شده بود که حتی در صورت رکود اقتصاد نیز نظام مالی استحکامش را حفظ خواهد کرد. هرچه باشد این نظام مالی در دهه‌های پیشین مجموعه‌ای از رکودهای اقتصادی متوسط مختلف و سایر آزمون‌ها را با موفقیت قابل‌قبولی پشت سر گذاشته بود و ظاهراً بانک‌ها سرمایه کافی را در اختیار داشتند تا ضررهای ناشی از رکود اقتصادی احتمالی را به طور کامل جذب کنند. آن زمان اقتصاددانان بزرگ استدلال می‌کردند که نوآوری‌های مالی مانند مشتقات^۱ به دلیل قابلیت ادعا شده آنها برای توزیع بهتر ریسک‌های مالی، بحران‌های مالی را به پدیده‌ای مربوط به گذشته و کاملاً منسوخ شده بدل کرده‌اند. با این حال، بحران‌های مالی هرگز، منسوخ شده و پدیده‌ای مربوط به گذشته نخواهند بود. به قراری که اقتصاددان معروف، هایمن مینسکی^۲ به روشنی گفت: "دوره‌های طولانی ثبات اطمینان مفرطی ایجاد می‌کند که بی‌ثباتی را رقم می‌زند. معمولاً در همین دوره‌های رونق اقتصادی است که نقدینگی نامحدود و ارزش دارایی‌ها همواره در حال صعود به نظر می‌رسد و ریسک‌پذیری به سمت حالت‌های افراطی میل و خطراتی را تحمیل می‌کند که به خوبی به فراسوی فرد ریسک‌پذیر می‌رود."^۳

1. Derivatives
2. Hyman Minsky

پیش از این بحران، هیچ‌یک از ما آسیب‌پذیری‌های ایجاد شده در نظام مالی را به درستی درک نمی‌کردیم. با وجود این، هیچ‌یک از ما (بن برنانکی در دانشگاه، تیموتی گیتنر در دولت و هنری پاولسون در بازار) نیز باور نداشت که بحران‌های مالی پدیدهٔ منسوخ‌ی است، شاید به این دلیل که بیشتر عمر حرفه‌ای‌مان را وقف تفکر در مورد آنها کرده بودیم. برنانکی در حکم استاد اقتصاد دانشگاه پرینستون، یکی از محققان پژوهش دربارهٔ رکود بزرگ بود؛ مثال تاریخی بارزی که در آن بی‌ثباتی مالی^۱، اقتصاد را به پایین کشید. تیموتی نیز در حکم کارمند دولت که ابتدا در وزارت خزانه‌داری و پس از آن در صندوق بین‌المللی پول کار کرده، چالش‌های مبارزه با بحران‌های مالی مکزیک و آسیا و سایر نقاط جهان را بارها و بارها مشاهده کرده بود. پاولسون نیز در حکم مدیرعامل بانک گلدمن ساکس^۲ تجربهٔ دوره‌های متفاوتی مانند فروپاشی صندوق پوششی لانگ‌ترم کپیتال منیجمنت^۳ و نکول روسیه را کاملاً از سر گذرانده بود. همهٔ ما آموخته بودیم که بازارهای بیش از حد داغ با چه سرعت بالایی می‌توانند فروپاشند و اگرچه هیچ‌یک از ما به حد کافی نگران وضعیت اقتصاد کشور نبود، اما هیچ‌کدام مان هم تصور نمی‌کرد که نوآوری‌های مالی و پیچیدگی‌های مالی مدرن می‌تواند ما را در برابر بحران‌های مالی مصون سازد. نظام مالی یکی از مولفه‌های حیاتی اقتصاد است. اما دست‌کم نحوهٔ سازماندهی آن در اقتصادهای مدرن ذاتاً شکننده است. پیش از بررسی عوامل مشخصی که نظام مالی را در برابر هراس یک دهه پیش به طور غیرعادی آسیب‌پذیر ساخت، بهتر است به بررسی این مسئله بپردازیم که چرا این نظام اساساً در برابر هراس آسیب‌پذیر است و همواره نیز آسیب‌پذیر خواهد بود.

بازی اعتماد

آسیب‌پذیری پایه نظام مالی از این واقعیت ناشی می‌شود که بانک‌ها دو کارکرد اقتصادی متفاوت دارند که بعضاً در تضاد با یکدیگر قرار می‌گیرند. بانک‌ها مکانی به آسانی در دسترس برای نگهداری پول برای مردم فراهم می‌کنند که در مقایسه با زیر تشک و بالش آنها از ایمنی بیشتری برخوردار است و نرخ بهره بالاتری نیز به آن تعلق می‌گیرد؛ بانک‌ها با همان پول‌ها، وام‌هایی را برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های ریسکی در مسکن و خودرو و کسب‌وکارها ارائه می‌دهند که به بهبود استانداردهای زندگی و تداوم چرخهٔ اقتصادها می‌انجامد. به عبارت دیگر، بانک‌ها از افراد جامعه استقراض کوتاه‌مدت می‌کنند تا وام بلندمدت بدهند؛ فرایندی که به آن «دگرگونی سررسید»^۴ می‌گویند. این فرایند می‌تواند روشی کارا برای تخصیص سرمایه به مصارف مولد باشد زیرا به کلیت جامعه اجازه می‌دهد تا منابع را وقف سرمایه‌گذاری‌های پردوام و نقدناشونده کند و در عین حال به هریک از اعضای منفرد جامعه نیز این امکان را می‌دهد که هر زمان که نیاز دارد به پولش دسترسی داشته باشد.

اما دگرگونی سررسید نیز ریسک‌هایی را دارد. هر موسسه‌ای که به کار استقراض‌های کوتاه‌مدت و دادن

1. financial instability
2. Goldman Sachs
3. Long-Term Capital Management
4. maturity transformation

وام‌های بلندمدت مشغول است، در برابر «هجوم به بانک»^۱ آسیب‌پذیر است، درست همانند صحنه مشهوری از فیلم زندگی شگفت‌انگیز^۲ که می‌بینیم مردم برای برداشت پولشان از انجمن ساخت‌وساز و وام برادران بیلی^۳ به این موسسه هجوم می‌برند. چنانکه در این فیلم جیمی استوارت^۴ در نقش جورج بیلی^۵ مجبور می‌شود به ساکنین محلهٔ بدفورد فالز^۶ که مصرانه تقاضای برداشت پولشان را داشتند توضیح دهد بخش بسیار کوچکی از پولی که سپرده‌گذاران و سایر اعتباردهندگان کوتاه‌مدت به یک بانک وام می‌دهند در خود بانک باقی می‌ماند. در مواقع نادری که اعتماد اعتباردهندگان به بانک از بین می‌رود و همان زمان خواهان برداشت پولشان از آن بانک می‌شوند این مسئله می‌تواند به مشکل بدل شود زیرا بخش عمدهٔ پول آنها پیش از این به دیگران وام داده شده است و مبلغ زیادی از سپرده‌های آنها در بانک نیست. حتی یک بانک دارا^۷ که ارزش دارایی‌هایش بیش از بدهی‌هایش است، می‌تواند فروپاشد اگر دارایی‌های این بانک برای تأمین مطالبات آنی تمام اعتباردهندگانش به شدت نقدناشونده باشد.

ایالات متحده نیز درست همانند اغلب کشورهای دیگر جهان کوشیده است تا با تصویب مقرراتی که ریسک‌پذیری مجاز بانک‌ها را محدود می‌سازد، در کنار بیمهٔ دولتی سپرده‌های بانکی که انگیزهٔ هجوم سپرده‌گذاران به بانک‌ها را در زمان بی‌ثباتی مالی بانک‌ها کاهش می‌دهد، ریسک هجوم همزمان سپرده‌گذاران به بانک‌ها را کاهش دهد و با این مشکل مقابله کند. اما اغلب بانک‌های سپرده‌پذیر همچنان به اشکال دیگری از منابع مالی بیمه‌نشده و قابل‌برداشت متکی است. همچنین در عصر مدرن برای هجوم سپرده‌گذاران به بانک لزومی ندارد که مردم واقعا به ساختمان فیزیکی آن هجوم ببرند، بلکه صرفاً یک کلیک موس برای انجام این کار کفایت می‌کند. این مسئله، بانک‌ها و سایر نهادهای واسطهٔ مالی را در برابر شیوع هراس در میان مردم نسبت به نظام مالی به شدت آسیب‌پذیر می‌سازد. مقررات احتیاطی می‌تواند این ریسک را کاهش دهد اما آن را کاملاً حذف نخواهد کرد و مادامی که بانک‌ها در کار دگرگونی سررسید هستند و وام‌های بالفطره ریسکی را به افراد و کسب‌وکارهایی می‌دهند، این ریسک از بین نخواهد رفت.

نکتهٔ کلی‌تر این است که موسسات مالی برخلاف کسب‌وکارهای دیگری که موفقیتشان اساساً به هزینه و کیفیت کالاها و خدمات آنها بستگی دارد، به اعتماد مشتریان خود وابسته هستند. به همین دلیل است که کلمهٔ «اعتبار»^۸ از معادل لاتین کلمهٔ «باور»^۹ گرفته شده است، یا به همین دلیل است که

1. run on the bank
2. It's a Wonderful Life
3. Bailey Bros. Building & Loan Association
4. Jimmy Stewart
5. George Bailey
6. Bedford Falls
7. solvent
8. credit
9. belief



در اصطلاح عامیانه می‌گوییم روی اطلاعاتی که از درستی آنها کاملاً مطمئنیم می‌توانیم همانند بانک حساب باز کنیم^۱ یا به همین دلیل بعضی موسسات مالی «صندوق امانی^۲» نامیده می‌شوند. دقیقاً به همین دلیل است که در ساختار متعارف بانکداری تکیه شدیدی بر رونماهای گرانیتی و ستون‌های بزرگ بود تا هاله‌ای از ثبات و تداوم را در برابر شکنندگی امور مالی در ذهن مشتریان مجسم کند. هیچ موسسه مالی نمی‌تواند بدون اعتماد به کارش ادامه دهد و اعتماد نیز فزّار است. هر لحظه ممکن است به دلایل معقول یا نامعقول، اعتماد سپرده‌گذاران از بین برود و زمانی که از بین می‌رود معمولاً سریع می‌رود و احیایش بسیار دشوار است.

بحران مالی نیز حالتی اغراقی و بارز از هجوم به بانک است و در واقع به معنای بحران اعتماد به کل نظام مالی است. مردم وحشت زده می‌شوند و می‌خواهند پولشان را از بانک پس بگیرند که این امر ایمنی پول باقی مانده در کل نظام را کاهش می‌دهد و افراد بیشتری را تحریک می‌کند تا پولشان را از بانک‌ها برداشت کنند؛ چرخه خودتقویت و شوم ترس، حراج دارایی‌ها به قیمت‌های بسیار پایین، کمبود سرمایه، بسته شدن اجباری معاملات توسط کارگزار در صورت رسیدن زیان به یک سطح معین و انقباض اعتبارات که می‌توانند به هجوم مردم به سوی خروج بیانجامد. وقتی رمش آغاز می‌شود، دویدن برای اجتناب از زیر پا ماندن بسیار معقول به نظر می‌رسد و درنگ کردن می‌تواند مهلک باشد. برداشت ذهنی و واقعیت هر دو اهمیت دارند زیرا افرادی که شروع به دویدن می‌کنند تا زمانی که دویدن ادامه خواهند داد که مطمئن شوند که نه تنها خودشان بلکه دیگران نیز دلیل معقولی برای دویدن بیشتر ندارند. ترس در اعماق روان انسان جای دارد و ذهنیت گله‌ای انسان نیز بسیار قدرتمند است که پیش‌بینی و مهار رمش را بسیار دشوار می‌سازد. پتانسیل هراس را هرگز نمی‌توان به طور کامل ریشه‌کن کرد.

به عبارت دیگر، مادامی که ریسک‌پذیری و دگرگونی سررسید در حوزه مالیه محوری باشد و انسان‌ها خلق و خوی فعلی خود را حفظ کنند، جهان همواره با تهدید بحران‌های مالی روبه‌رو خواهد بود. متأسفانه، فاجعه همواره امکان‌پذیر است.

بنابراین، چه عاملی باعث وقوع این فاجعه خاص شد؟

منشأ این جرقه

ایالات متحده در سال‌های پیش از وقوع بحران مالی شاهد انباشت سریع بدهی بود. خانواده‌های عادی به طرز خطرناکی بدهی‌هایشان را افزایش دادند. نسبت بدهی خانوارها به تولید ناخالص داخلی این کشور به سرعت در حال افزایش بود، چنانکه تیموتی گیتنر نموداری را که برای دنبال کردن این نسبت از آن استفاده می‌کرد، «کوه فوجی^۳» نامیده بود. بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های وام رهنی مسکن، شرکت‌های مالی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

1. “bank” on things we know to be true
2. trusts
3. Mount Fuji

مشترک ایالات متحده و سراسر جهان، این اعتبارات را برای خانوارها فراهم می‌کردند و مسئله مهم‌تر این است که آنها برای فراهم ساختن این اعتبار غالباً استقراض می‌کردند که به انباشت ۳۶ تریلیون دلار دارایی اهرمی تأمین مالی شده با وجوه شکننده منجر شده بود. کل مردم آمریکا نیز بسیار بیشتر از وسع خود خرج و حتی از پس‌اندازهای کشورهای دیگر نیز استفاده می‌کردند. موج بسیار بزرگی از پول خارجی به سمت ایالات متحده سرازیر شده بود زیرا سرمایه‌گذاران جهانی از نرخ‌های بهره پایین و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمیاب وطن‌شان به شدت خسته شده و به دنبال بازدهی‌های بهتر و ایمن‌تر در کشورهای خارجی بودند. بن برنانکی این نوع تقاضای به ظاهر سیری‌ناپذیر برای دارایی‌های با بازدهی قابل‌قبول را «اشباع جهانی پس‌اندازها» می‌نامید که فتیله‌های خشک بسیاری را در نظام مالی ایجاد می‌کرد.

بزرگ‌ترین بخش رونق اعتبارات در بازار وام رهنی مسکن ایالات متحده اتفاق افتاد. حد فاصل ۲۰۰۱-۲۰۰۷، سرانه بدهی وام رهنی مسکن به ازای هر خانوار در ایالات متحده به رقم بسیار بالای ۶۳ درصد رسید که سرعتش خیلی بیشتر از درآمدهای خانوار بود. برخی از این بدهی‌های جدید مفید و موثر بود و خرید خانه را برای مردم تسهیل می‌کرد یا به آنها انگیزه می‌داد تا پولشان را برای اهداف ارزشمند از خانه و زیر تشک خارج کنند. اما برخی وام‌های جدید به سمت قلمروهای بسیار خطرناک و ناشناخته‌ای منحرف شد که در آنها استانداردهای اخذ تضمین به ویژه برای دادن وام‌های رهنی مسکن درجه دو دارای ریسک بالاتر به وام‌گیرندگان کم‌درآمد به طرز چشمگیری کاهش یافته بود. بسیاری از وام‌دهندگان تقریباً درخواست وام به مبلغی معادل قیمت خرید خانه جدید را از سوی هر فردی بدون توجه به سابقه اعتباری او به سرعت می‌پذیرفتند و اصلاً توجهی نداشتند که آیا این افراد شغلی دارند یا می‌توانند اسنادی را برای تأیید منبع درآمد خود به آنها ارائه کنند یا اصلاً آمیدی واقعی برای بازپرداخت اقساط این وام‌ها از جانب این افراد وجود دارد یا خیر. در این دوران، به برخی وام‌ها به اصطلاح «نینجا»^۱ گفته می‌شد که به استقراض‌کنندگان فاقد مستندات درآمد یا شغل یا دارایی داده می‌شدند؛ همچنین «وام‌های دروغ‌گویان»^۲، که منظور از آنها وام‌های داده شده به افرادی بود که ارقام حقوق سالانه‌شان را دستکاری می‌کردند یا در مورد میزان دارایی‌های خود دروغ می‌گفتند؛ همچنین «وام‌های رهنی با بهره متغیر انفجاری»^۳ نیز در واقع به وام‌هایی گفته می‌شد که نرخ‌های بهره حیرت‌آوری داشتند که پس از دو یا سه سال سر به فلک می‌کشید؛ در واقع، همه دنبال این بودند تا به هر روش ممکن توافق کنند و وامی بدهند یا بگیرند.

معمولاً، وام‌دهندگان انگیزه‌هایی قوی دارند تا نسبت به مبلغی که می‌خواهند وام بدهند یا افرادی که قرار است به آنها وام بدهند بسیار محتاط و مراقب باشند زیرا می‌خواهند پول خود و سودش را پس بگیرند. با این حال، در سال‌های پیش از وقوع بحران، بنگاه‌های وال استریت برای پاسخ دادن به

1. NINJA
2. liar loans
3. Exploding (Adjustable Rate Mortgage) ARMs

اشتهای سیری‌ناپذیر جهانی برای دارایی‌های به ظاهر ایمن، روش ادغام وام‌های رهنی مسکن به صورت بسته‌هایی پیچیده از اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن را ابداع کردند که می‌توانستند آن اوراق را به سرمایه‌گذارانی بفروشند که به دنبال نرخ‌های بهره بالاتر بودند. این تقاضای بالای سرمایه‌گذاران نیز اشتهاهایی به همان اندازه سیری‌ناپذیر برای وام‌های رهنی مسکن در موسسات فعال در وال استریت ایجاد کرد زیرا می‌توانستند از این وام‌ها به منزله مواد خام اوراق بهادار خود استفاده کنند. بنابراین، وام‌دهندگان با اطلاع از این نکته که می‌توانند وام رهنی مسکن خود را بدون حذف هیچ‌گونه خطر عدم پرداخت وام به فرد دیگری بفروشند، هیچ‌گونه تمایلی برای جست‌وجوی وام‌گیرندگان معتبر نداشتند. بسیاری از آنها به جای کیفیت وام اعطایی براساس مبلغ وامی که داده بودند، حتی پاداش‌هایی نیز می‌گرفتند. این وام‌ها به ابزار بسیار سودمندی بدل شد که جریان بازپرداخت اقساط وام‌های رهنی مسکن مختلف با سطح ریسک متفاوت را از یکدیگر تفکیک و سپس آنها را به شکل اوراق بهادار پیچیده مجدداً بسته‌بندی می‌کرد، به نحوی که ریسک این وام‌ها چنان بخش‌بخش می‌شد که به نظر می‌رسید کاملاً از بین رفته است. البته، مشخص بود که این ریسک از بین نرفته بود، بلکه فقط مخفی و ضعیف شده و در سراسر جهان توزیع شده بود.

الگوی وام‌دهی به شکل «ایجاد برای توزیع»، انگیزه‌های وام‌دهی بدی برای وام‌دهندگان رهنی مسکن ایجاد کرده بود و بعضی تحلیلگران این الگو را مقصر اصلی کل بحران ۲۰۰۸ می‌دانند. در این دیدگاه، اگر وام‌دهندگان مجبور بوده‌اند تا تعداد بیشتری از وام‌های اعطایی را نزد خودشان نگهداری کنند و ریسک آنها را بپذیرند، امکان اجتناب از این بحران مالی وجود داشت زیرا در این صورت آنها به دلیل قرار گرفتن در معرض ریسک مستقیم این بانک‌ها نمی‌توانستند هنگام وام‌دهی تا این حد بی‌احتیاط باشند. با این حال، مشکلات غیرقابل‌انکار این الگو کل ماجرا نبود، زیرا بسیاری از این وام‌دهندگان و شرکت‌های مادر آنها تعداد زیادی از این وام‌ها و همچنین اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن را نیز نزد خودشان نگهداری می‌کردند و در بازارهای وام‌دهی کوتاه‌مدت نیز این اوراق بهادار را در حکم وثیقه معتبر می‌پذیرفتند. بنگاه‌هایی مانند کانتری‌واید فاینانشال^۱، بزرگ‌ترین و فعال‌ترین موسسه اعطای وام مسکن، به خوبی در این حوزه از خود مایه گذاشتند؛ این بنگاه‌ها به دلیل عدم توزیع تعداد کافی وام‌های پرریسک گرفتار شدند. این بنگاه‌ها همانند فروشندگان مواد مخدری بودند که با مصرف مواد مخدر خودشان نشئه شده و واقعا باور کرده بودند که قیمت مسکنی که سر به فلک گذاشته بود تا ابد می‌تواند جاذبه زمین را نقض کند.

سرانجام، نیروی محرکه اصلی رونق وام مسکن خوش‌بینی مفرط درباره بازار مسکن بود. صعود روزافزون قیمت مسکن به ترویج شرایط آسان وام‌دهی انجامید و این شرایط آسان دریافت وام نیز به نوبه خود باعث افزایش بیشتر قیمت مسکن می‌شد. این فرض فراگیر بین مردم ایجاد شده بود که استقرار کنندگان می‌توانند خانه‌هایی بسیار گران‌تر از وسیع مالی خود را بدون هیچ‌گونه ریسک قابل توجهی بخرند زیرا در صورت ناتوانی در بازپرداخت اقساط نیز همواره می‌توانند تا با فروش این خانه‌ها در قیمت‌های بالاتر، وام

را تسویه و حتی سود کنند و به مدت چند سال نیز این تصور خوش‌بینانه غالباً درست از آب درمی‌آید. مطالعه‌ای در ۲۰۱۴ که در مجلهٔ آمریکن اکونومیک ریویو^۱ منتشر شد به وضوح نشان می‌داد که حتی کارگزاری‌های وام رهنی مسکن و بانکداران وال استریت نیز در سراسر دوران رونق بازار مسکن تمام پس‌انداز شخصی خود را در این بازار سرمایه‌گذاری کرده بودند. آنها نیز درست همانند خریداران اوراق بهادار با پشتوانهٔ وام رهنی مسکن در این جنون گرفتار شدند. مدیران اجرایی بانک سرمایه‌گذاری معتبر و ۱۵۰ سالهٔ برادران لمن^۲ نیز به همین شکل فریب خوردند و حتی پس از شروع اُفت بازار مسکن نیز یک شرکت بزرگ املاک و مستغلات به نام صندوق امانی آرچ‌استون اسمیت^۳ را بر مبنای اطلاعات غالباً نادرست به مبلغ ۲۲ میلیارد دلار خریدند. این جنون همه‌گیر و عمیق شده بود.

به هر صورت کیفیت بسیار پایین خیلی از وام‌های رهنی مسکن جدید قطعاً نظام مالی را به شدت تحت تأثیر قرار می‌داد. ضررهای مستقیم ناشی از این وام‌های رهنی مسکن به خودی خود مشکل بزرگی به حساب می‌آمد، اگرچه احتمالاً قابل مهار و کنترل بود. با این حال، با رونق اوراق بهادارسازی، این وام‌ها به اوراق بهاداری بدل شد که در سراسر نظام مالی در حکم نوعی پول رایج یا وثیقهٔ معتبر قابل استفاده بود. این اوراق بهادار نیز غالباً از سوی سازمان‌های رتبه‌بندی خاصی که برای تأمین هزینه‌های خود به سازمان‌های منتشرکنندهٔ آنها وابسته بودند غالباً رتبهٔ اعتباری (تریپل ای) AAA را دریافت می‌کردند و در نتیجه بازارها نیز به شکلی با این اوراق رفتار می‌کردند که گویا به همان اندازهٔ اوراق قرضهٔ خزانه‌داری معتبرند. الگوهای معیوبی که برای توجیه این رتبهٔ تریپل ای استفاده می‌شد نیز غالباً بر این باور استوار بود که حتی در صورت اُفت قیمت مسکن در یک منطقهٔ کشور نیز هرگز ممکن نیست که قیمت مسکن در سراسر کشور به طور هم‌زمان سقوط کند. این حالت از زمان جنگ جهانی دوم به بعد همواره صادق بود که یکی از دلایل آن را می‌توان سیاست‌های مالیاتی و برنامه‌های دولتی خاصی به حساب آورد که با هدف ترویج و گسترش مالکیت مسکن در میان مردم طراحی می‌شد. با وجود این، دست آخر مشخص شد این فرض خوش‌بینانه که اوراق بهادار متشکل از وام‌های رهنی مسکن مناطق مختلف کشور پیوسته می‌تواند از ریسک نکول جمعی اجتناب کند، فرض کاملاً اشتباهی است. عاقبت، قیمت مسکن در کل کشور بیش از ۳۰ درصد سقوط کرد و درصد وام‌های مسکن درجه دو در حال نکول به صورت ناگهانی از رقم ۶ درصد به بیش از ۳۰ درصد جهش کرد. وضعیت در «ایالات ساحلی» مانند فلوریدا و نوادا وخیم‌تر از هر جای دیگری بود زیرا این ایالات در طول رونق بازار نیز بیشترین صعود قیمت مسکن را تجربه کرده بودند، اما می‌توان گفت که تقریباً در کل کشور وضع بدی حاکم بود.

اینجا نیز خطر سیستمیک اصلی این نبود که وام‌های رهنی مسکن به همان اندازهٔ ادعا شده ایمن نبود، بلکه این بود که اوراق بهادار پشتیبانی شده با این وام‌های رهنی مسکن زیربنای نظام مالی مدرن را تشکیل می‌داد و به همین دلیل استفاده از این اوراق بهادار، سلامت کلیت این نظام مالی را به روش‌هایی

1. American Economic Review
2. Lehman Brothers
3. Archstone-Smith Trust

که فقط برای عده اندکی قابل درک بود به شرایط درک شده بازار وام رهنی مسکن متکی ساخته بود. این وابستگی حتی در صورت سراسر و شفاف بودن این اوراق و معامله آنها در بازارهای بورس نیز می‌توانست بسیار خطرناک باشد. اما «تعهدات بدهی وثیقه‌گذاری شده»^۱، «تعهدات بدهی وثیقه‌دار به توان دو» و سایر محصولات طرح‌های مالی جدید اغلب پیچیده و مبهم و مستتر در اهرم‌های پنهان بودند. قرار بود این محصولات با توزیع ریسک میان افراد مختلف و سفارشی‌سازی ریسک مطابق نیازهای هریک از سرمایه‌گذاران به کاهش ریسک کمک کند، اما در تلاقی نیروهای مختلف در پایان رونق طولانی‌مدت بازار اعتبار، هم آسیب‌پذیری کل این نظام در برابر بحران اعتماد را به شدت افزایش داد و هم تثبیت مجدد این نظام را پس از شروع بحران دشوارتر ساخت. پس از آنکه نکول وام‌های رهنی مسکن یکی پس از دیگری آغاز و به نظر ریسکی بودن اوراق بهادار ساخته شده از آنها نیز نمایان شد، ظاهراً تلاش برای فروش انبوه این اوراق بسیار ساده‌تر و ایمن‌تر از تلاش برای ارزیابی دقیق میزان ریسک هریک از آنها بود. در عین حال، بازار خرید و فروش مشتقات-دارایی‌های مالی خاصی که ارزش آنها به روش‌هایی پیچیده به ارزش دارایی‌های دیگری پیوند داشت- نیز به بازار آشفته و کهنی از میلیون‌ها قرارداد مختلف میان هزاران طرف حساب خصوصی بدل شده بود به نحوی که در بعضی مواقع به نظر می‌رسید نمی‌توان تشخیص داد که چه کسی مالک چه چیزی است و چه کسی چه چیزی به دیگری بدهکار است. آن بدین معناست که در صورت وقوع یک بحران مالی، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نمی‌توانستند تشخیص دهند که چه خطراتی آنها را تهدید می‌کند و طرف مقابل در چه وضعیتی است. نااطمینانی در چنین بازاری مانند بنزینی است که بر آتش هراس ریخته شود.

با وجود این، آن زمان کسی تصور نمی‌کرد که بازار وام‌های رهنی مسکن درجه دو می‌تواند به تهدیدی برای خاکستر کردن کل نظام مالی بدل شود. وام‌های رهنی مسکن درجه دو فقط در حدود یک هفتم تمام وام‌های رهنی مسکن داده شده در ایالات متحده بود. همچنین اکثر نکول‌ها و تأخیرها در پرداخت اقساط که آغازگر این بحران مالی بود، غالباً در بازار وام‌های رهنی مسکن درجه دو با نرخ‌های بهره تعدیل‌پذیر اتفاق افتاد که تقریباً یک دوازدهم تمام وام‌های رهنی مسکن ایالات متحده را تشکیل می‌داد. محاسبات نشان می‌داد که حتی در صورت نکول تمام وام‌های رهنی مسکن درجه دو نیز زیان ناشی از این وام‌ها نسبتاً کم خواهد بود و حائل‌های سرمایه‌ای اکثر بانک‌های بزرگ و سایر اعتباردهندگان به راحتی این زیان‌ها را جذب خواهد کرد. با این حال، این محاسبات و همچنین اکثر مردم از این نکته مهم غافل بودند که این وام‌های رهنی مسکن در حال بدل شدن به بُردارهای هراس سرمایه‌گذاران در سراسر نظام مالی بودند.

شعله‌افروز آتش بحران‌های مالی

در ژوئیه ۲۰۰۶ که هنری پاولسون بانک گلدمن ساکس را رها کرد و برای احراز سمت جدیدش به واشنگتن دی‌سی رفت، این بنگاه ۶۰ میلیارد دلار اوراق قرضه خزانه‌داری داشت که از هر نوع قید و

1. collateralized debt obligations (CDO)
2. CDOs-Squared

بندی آزاد بود و آنها را در یک «گاو صندوق» مجازی نگهداری می‌کرد و هرگز از آنها در حکم وثیقه استفاده نمی‌کرد یا آنها را در معاملات تجاری به خطر نمی‌انداخت. این بانک به خوبی می‌دانست که دوران خوشی اصلاً برای همیشه تداوم نخواهد داشت و هر اسمی‌تواند افراد مسئولیت‌پذیر را در کنار افراد بی‌پروا به پایین بکشد و هنگام وقوع بحران مالی، نقدینگی حرف اول و آخر را خواهد زد.

این نگرش در سال‌های آغازین سده بیست و یکم نگرش غالب حاضرین در وال استریت نبود. موسسات مالی در ریسک‌پذیری و استفاده از اهرم‌های مالی زیاده‌روی می‌کردند و برای تأمین مالی شرط‌بندی خود روی دارایی‌های مرتبط به وام‌های رهنی مسکن و سایر انواع اعتبارات خصوصی به شدت از بازارهای اعتبارات کوتاه‌مدت به ویژه «توافق‌نامه سه طرفه» و «اوراق تجاری با پشتوانه دارایی‌ها» استقراض می‌کردند. بعضی مدیران اجرایی نگران نقض مدیریت ریسک بودند، اما در جریان رونق بازارها اینگونه شک و تردیدها می‌تواند بسیار گران تمام شود. چاک پرینس^۲، مدیر عامل شرکت سیتی‌گروپ^۳ در ۲۰۰۷ مشاهده کرد که: «تا وقتی موسیقی در حال پخش است باید بلند شد و رقصید.»

البته، شایان ذکر است که تمام حساب‌ها ثبات کل نظام مالی را تهدید نمی‌کنند. وقتی حساب دات‌کام^۴ در اواخر دهه ۱۹۹۰ ترکیب، سرمایه‌گذارانی که در سهام شرکت‌های اینترنتی و رشکسته سرمایه‌گذاری کرده بودند پولشان را از دست دادند، اما از دست رفتن پول آنها هیچ‌گونه پیامد چندگانه دیگری در پی نداشت و فقط یک کسادی اقتصادی معمولی ایجاد کرد. مشکلات اصلی زمانی جلوه می‌کنند که حساب‌ها با پول استقراض شده و به ویژه وجوه قابل‌برداشت ایجاد شود. همچنین، اهرم مالی می‌تواند بسیار اغواکننده باشد زیرا در نهایت می‌تواند سود فرد را چند برابر کند. اگر شما برای خرید یک دارایی خاص ۱۰۰ دلار هزینه کنید و از هیچ اهرم مالی خاصی استفاده نکرده باشید و سپس این دارایی را به قیمت ۱۲۰ دلار بفروشید، سودتان فقط ۲۰ درصد خواهد بود. اما اگر برای خرید این دارایی فقط ۵ دلار از پولتان را صرف کنید و ۹۵ دلار مابقی را با پول استقراض شده تأمین کنید و سپس آن را به قیمت ۱۲۰ دلار به فروش برسانید، آنگاه معجزه اهرم مالی سود ۴۰۰ درصدی را برای شما فراهم خواهد کرد. جنبه منفی این قضیه این است که اهرم مالی می‌تواند اثر زیان‌های شما را نیز به همین صورت چند برابر کند و «ریسک نابودی کامل سرمایه» شما را به طرز چشمگیری افزایش دهد. اگر همان دارایی بالا را با همان اهرم مالی خریداری کنید و ارزش این دارایی کاهش یابد و به زیر رقم ۹۵ دلار برود، در این صورت تمام پول سرمایه‌گذاری خود را از دست خواهید داد. در این صورت، اگر اعتباردهندگان ناگهان خواهان بازپس‌گرفتن وامشان شوند یا شما را وادار کنند تا وثایق اضافی ارائه کنید با مشکل بزرگی روبه‌رو خواهید شد، خاصه زمانی که گاو صندوقی پر از اوراق قرضه خزانه‌داری نداشته باشید که برای مواقع ضروری کنار گذاشته باشید. چه بسا مجبور شوید برای اجتناب از احتمال نکول این دارایی را به سرعت بفروشید و اگر افراد دیگری که دارایی‌های مشابه دارند نیز دارایی‌هایشان را به این شکل به حراج

1. asset-backed commercial paper
2. Chuck Prince
3. Citigroup
4. dot-com bubble



بگذارند، قیمت این دارایی بیشتر و بیشتر سقوط خواهد کرد و در طول مسیر سقوط حراجی‌ها، بسته شدن اجباری معاملات توسط کارگزار در صورت رسیدن زیان به یک سطح معین، نکول‌های بیشتر و بیشتری را ایجاد خواهد کرد. اگر برحسب اتفاق یک موسسه مالی باشید، شاید اعتباردهندگان نسبت به اوراق تجاری شما بی‌علاقه شوند، از تمدید قراردادهای خرید شبانه اوراق قرضه شما اجتناب کنند یا شما را وادار به ارائه وثیقه‌های بیشتر کنند که معادل مدرن هجوم مردم به بانک به حساب می‌آید. پس از ترکیدن حباب مسکن نیز هراس در میان سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به همین شکل گسترش یافت.

پیش از بحران ۲۰۰۸، بسیاری از موسسات مالی بزرگ از اهرم مالی بسیار بالایی استفاده می‌کردند و در برخی موارد به ازای هر دلار از سرمایه سهامدارانشان تا ۳۰ دلار استقراض کرده بودند و عملاً هیچ‌گونه تمهیدات محافظتی در برابر زیان‌های احتمالی نداشتند. همچنین بخش فزاینده‌ای از این اهرم مالی نیز از بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین شده بود که به سپرده‌های بانکی بیمه نشده شباهت داشتند؛ همان نوع بدهی‌های قابل برداشت که اعتباردهندگان آنها به محض کوچک‌ترین احساس خطر می‌توانند به سرعت پولشان را برداشت کنند. همین‌طور بسیاری از این موسساتی که اهرم مالی بسیار بالایی داشتند و برای تأمین این اهرم مالی از اعتبارات شبانه استفاده می‌کردند نیز به تدریج به موسسات خیلی بزرگی با همبستگی متقابل بسیار زیاد بدل شدند و عملاً در تار و پود نظام مالی مدرن در هم تنیدند و به همین دلیل از هم باز کردن آنها می‌توانست خطر بزرگی برای نظام مالی ایجاد کند.

تمام این رویدادها به منزله آتش‌افروزی‌هایی بودند که نظام مالی را به شدت قابل‌احتراق کردند. مسئله مهم‌تری که اوضاع را وخیم‌تر و پیش‌بینی و مقابله با این بحران را به شدت دشوارتر می‌کرد، این بود که بسیاری از این موسسات مالی به لحاظ فنی «بانک» محسوب نمی‌شدند. آنها رفتاری مشابه بانک‌ها داشتند؛ استقراض کوتاه‌مدت می‌کردند و وام بلندمدت می‌دادند، اما فعالیتشان غالباً خارج از نظام بانکداری تجاری انجام می‌شد و در نتیجه هیچ‌گونه نظارتی بر عملکردشان اعمال نمی‌شد و از معیارهای پیش‌گیرانه‌ای که دولت برای بانک‌های تجاری در نظر گرفته بود کاملاً به دور بودند. این موسسات هنگام ریسک‌پذیری با محدودیت‌های بسیاری کمتری روبه‌رو بودند و در بعضی مواقع حتی هیچ محدودیتی را برای میزان ریسک‌پذیری خود مشاهده نمی‌کردند؛ همچنین منابع مالی خود را از سپرده‌های بیمه شده تأمین نمی‌کردند و دسترسی مداوم به امکانات اعطای وام اضطراری فدرال رزرو نداشتند که برای اعطای وام اضطراری به بانک‌های تجاری در هنگام نیاز طراحی شده است. پیش از وقوع بحران مالی بیش از نیمی از اهرم مالی موجود در نظام مالی ایالات متحده به این «بانک‌های سایه» یا «مؤسسات غیربانکی» مانند بانک‌های سرمایه‌گذاری بیر استرنز^۱ و لمن و غول‌های وام رهنی مسکن مانند فنی می^۲ و فردی مک^۳، شرکت‌های بیمه‌ای مانند ای‌آی‌جی^۴، صندوق‌های بازار پول،

1. Bear Stearns
2. Fannie Mae
3. Freddie Mac
4. AIG

بازوهای مدیریت مالی شرکت‌های سهامی مانند جی‌ای کپیتال^۱ و شرکت پذیرش جنرال موتورز^۲ و حتی توابع غیربانکی بانک‌های تجاری متعارف کوچ کرده بود. همه این موسسات به حرفه شکننده دگرگونی سررسید مشغول بودند [منظور عدم تطابق سررسید میان سپرده‌ها و وام‌های بانکی است]، اما این کار را بدون امنیت حاصل از سپرده‌های بیمه شده‌ای که هرگز ناگهان ناپدید نمی‌شوند و بدون حمایت محدودیت‌های نظارتی موثر بر میزان اهرم مالی خود انجام می‌دادند و در صورت ناپدید شدن منابع مالی خود نیز نمی‌توانستند برای أخذ وام اضطراری به فدرال رزرو رجوع کنند.

این فقدان نظارت بر عملکرد موسسات غیربانکی به شدت خطرناک بود، اما کلیت نظام نظارت مالی ایالات متحده زنگ زده و تکه‌پاره و مجموعه‌ای از بروکراسی‌های همپوشان با رقابت‌های قبیله‌ای بود. درحالی‌که بانک‌های تجاری از رسمی‌ترین نظارت برخوردار بودند، اما مسئولیت نظارت بر کار آنها در میان چند نهاد مختلف از جمله فدرال رزرو، دفتر حسابرسی پولی^۳، شرکت بیمه سپرده بانکی فدرال^۴، دفتر نظارت بر پس‌اندازهای بانکی^۵، سازمان‌های نظارتی خارجی که به نظارت بر عملکرد شعب آمریکایی بانک‌های خارجی کمک می‌کردند و کمیسیون‌های مختلف بانکداری ایالتی با سطوح متفاوت چالاکي و صلاحیت تقسیم شده بود. در برخی موارد بانک‌ها عملاً می‌توانستند با تغییر ماهیت حقوقی خود سازمان ناظر بر عملکردشان را انتخاب کنند (مثلاً بانک کانتیری‌واید^۶ خود را به منزله یک بانک وام و پس‌انداز^۷ معرفی کرد تا بتواند از نظارت آشکار سهل‌گیرانه دفتر نظارت بر پس‌اندازهای بانکی بهره‌مند شود) و غالباً ناظران متعددی بر کار آنها نظارت می‌کردند که حوزه اختیارانشان به ابداً مشخص نبود. نظارت بر فعالیت‌های مالی بیرون از نظام بانک‌های تجاری حتی به مراتب ضعیف‌تر بود. موسسات بزرگ وام رهنی مسکن مانند فنی می و فردی مک که به منزله شرکت‌های تحت حمایت دولت^۸ شناخته می‌شدند نیز از سازمان‌های نظارتی غالباً ناکارای خود بهره‌مند بودند که محل کارشان در واشنگتن بود. کمیته بورس و اوراق بهادار نیز بر عملکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری نظارت داشت، اما برای محدودسازی اهرم مالی آنها یا کاهش اتکای آنها به منابع مالی کوتاه‌مدت هیچ تلاش خاصی انجام نمی‌داد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده درست همانند کمیسیون مبادله آتی‌های کالا^۹ که بسیاری از بازارهای مشتقات را تحت نظارت خود داشت، غالباً بر قوانین محافظت از سرمایه‌گذاران متمرکز بود. کمیسیون تجارت فدرال، فدرال رزرو و تعداد دیگری از سازمان‌های فدرال و ایالتی مسئولیت‌های مختلفی در زمینه محافظت از مشتریان مالی دارند، اما این مسئله اولویت اصلی و اول هیچ یک از این

1. GE Capital
2. General Motors Acceptance Corporation (GMAC)
3. Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
4. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)
5. Office of Thrift Supervision (OTS)
6. Countrywide
7. thrift
8. Government sponsored enterprises, or GSEs
9. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)



سازمان‌ها نبود.

شکاف حیاتی دیگر این بود که هیچ یک از این سازمان‌ها مسئول تحلیل ریسک‌های ساختاری و محافظت از نظام مالی در برابر این ریسک‌ها نبود. تقریباً هیچ یک از نهادهای نظارتی مسئول نظارت بر ایمنی و سلامت کلیت نظام مالی و محافظت از آن نبود، بلکه همه آنها بیشتر به ایمنی و سلامت موسسات منفرد توجه داشتند؛ حتی سازمان نظارتی خاصی وجود نداشت که مسئول نظارت بر کل نظام موسسات غیربانکی و بانک‌ها باشد. هیچکس ایمنی کلی مشتقات یا منابع مالی شبانه را ارزیابی نمی‌کرد و به خطرات بالقوه‌ای که ثبات نظام مالی را تهدید می‌کرد و می‌توانست از میان خطوط سازمان و نظارتی عبور کند هیچ توجهی نداشت. همچنین درحالی‌که شرکت بیمه سپرده فدرال از اختیار اضطراری برای انحلال سریع و منظم بانک‌های تجاری در حال نکول برخوردار بود، اما هیچ یک از این سازمان‌های نظارتی اجازه مداخله در امور موسسات غیربانکی بزرگ طی دوره‌های بحرانی را نداشت تا از ورشکستگی فاجعه‌بار آنها جلوگیری کند.

ما هر سه از این وضعیت ناراحت بودیم و پیش از وقوع بحران مالی در موسسات و سازمان‌های خودمان کمیته‌های جدید ارزیابی ریسک را ایجاد کرده بودیم تا بتوانیم تهدیدهای ساختاری را در مرکز توجه قرار دهیم. ما کوشیدیم تا خلاف جریان غالب اطمینان بیش از حد حرکت کنیم و تصوراتی که مدعی منسوخ شدن بحران مالی بودند را عقب برانیم؛ همچنین خواهان استفاده از مدیریت ریسک قوی و تواضع در تعیین دامنه ریسک بودیم. با این حال، با خلاقیت و جدیت کافی برای مهار این ریسک‌ها تلاش نمی‌کردیم و هیچ کدام از ما تشخیص نمی‌داد که این ریسک‌ها تا چه حد به آستانه از کنترل خارج شدن نزدیک شده‌اند. به‌رغم تجارب زیادی که درباره بحران‌های مالی داشتیم، نتوانستیم بدترین بحران زندگیمان را پیش‌بینی کنیم.

زمانی که بعدها از بن برنانکی سوال شد که کدام ویژگی این بحران مالی او را بیش از هر چیز دیگری متعجب کرد، پاسخ داد: «خود بحران مالی.» اگرچه نسبت به ناتوانی دولت در تضمین ایمنی و سلامت نظام مالی آشفته و پیچیده بسیار نگران بودیم، اما هیچ یک از ما تصور نمی‌کرد که این نظام مالی در آستانه فروپاشی است. ما نگران رخداد اتفاقی ناگوار بودیم، اما حتی تا چند ماه پیش از رویداد بحران مالی نیز نمی‌توانستیم ابعاد این اتفاق بد را به درستی پیش‌بینی کنیم. برای مثال ما و بسیاری از افراد دیگر انتظار نداشتیم هجوم برای بازپس‌گیری وجوه عمده‌فروشی کوتاه‌مدت^۱ را نداشتیم زیرا اغلب این وام‌ها دارای وثیقه بودند و از سرمایه‌گذاران در برابر نکول محافظت می‌کردند. ما تصور نمی‌کردیم در صورت ایجاد شرایط بحرانی، سرمایه‌گذاران حتی وثایق باکیفیت را (که در بازار به سرعت در حال اُفت مجبور به فروش فوری این وثایق خواهند شد) نیز تضمین‌های مناسبی برای وام خود به حساب نیاورند. ناکامی در این پیش‌بینی‌ها تاحدی ناشی از اشتباه قوه تخیل و تاحدی هم ناشی از شکست سازمان

1. short-term wholesale funding

منظور وجوهی است که بانک‌ها در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت از واسطه‌گران مالی بزرگ مثل صندوق‌های بازنشستگی استقراض می‌کنند. م

نهادی در دولت بود. هیچ سازمان جامعی وجود نداشت که مسئول نظارت و رسیدگی به ریسک‌های ساختاری و پاسخ‌گوی مشکلات ناشی از آنها باشد. این نظام نظارتی وصله‌پینه‌دار آنچنان از هم گسیخته بود که بیشتر اتفاقات آن زمان خارج از دید ناظران و متولیان رخ می‌داد و ناظران و سرپرستان حتی در صورت تشخیص برخی از این مشکلات نیز خودشان را مسئول رسیدگی به آنها نمی‌دانستند. همچنین دلیل دیگری که پیش‌بینی بحران مالی را بسیار دشوار می‌کرد این بود که این بحران از یک یا دو عامل واضح ناشی نشده بود، بلکه نتیجه تعامل متقابل و پیچیده تعداد زیادی از روندهای در حال تحول مختلف بود؛ روندهایی مانند انفجار اهرم مالی، اتکا به تأمین وجوه کوتاه‌مدت قابل برداشت، کوچ ریسک به نظام بانکداری سایه، پیدایش موسساتی که گفته می‌شد «آنقدر بزرگ‌اند که ورشکست نمی‌شوند»^۱ و فراوانی مشتقات مبهمی که با وام‌های مسکن نامرغوب پشتیبانی می‌شدند. هریک از این عوامل نیز نقش مستقلی در این ماجرا ایفا می‌کردند، باین‌حال، تعاملات دائمی آنها شرایط را برای شیوع هراس مشخصاً خطرناکی میان سرمایه‌گذاران فراهم کرد.

البته، فقط ما در پیش‌بینی این بحران اشتباه نکردیم، بلکه این بحران برای هر فرد دیگری نیز بسیار غافل‌گیرکننده بود. درسی که از تجربه سال ۲۰۰۸ درباره کشف و شناسایی بحران می‌توان آموخت این است که پیش‌بینی فروریزش نظام مالی به طرز غیرقابل باوری دشوار است. چه بسا برخی افراد قدرت پیش‌گویی برخی رویدادها را داشته باشند، اما در زمینه شناسایی بحران‌های مالی و اتخاذ راهبردهای واقع‌گرایانه برای اجتناب از آنها صرفاً نمی‌توان به پیش‌گویی افراد اتکا کرد.

تعمیر هر چیزی قبل از خراب شدنش بسیار دشوار است

نظام مالی ذاتاً شکننده است، اما سیاست‌مداران، از جمله قانون‌گذاران، می‌توانند این نظام را کم‌وبیش شکننده کنند. امروز با نگاه به گذشته کاملاً مشخص است که دولت در زمینه کنترل افراط‌هایی که به این بحران انجامیده‌اند شکست خورده است.

برای مثال اینک مشهود است که دولت در آن زمان به موسسات مالی بزرگ اجازه داد تا از اهرم مالی پرریسک بسیار زیادی استفاده کنند و آنها را ملزم به حفظ سرمایه کافی نکرد که جنبه معکوس اهرم مالی به حساب می‌آید؛ هرچه اتکای یک موسسه مالی به استقراض بیشتر باشد، سطح سرمایه آن موسسه پایین‌تر و در برابر شوک‌ها آسیب‌پذیرتر خواهد بود. سرمایه در واقع همانند سپری است که از موسسه مالی در برابر شوک‌های اقتصادی محافظت می‌کند و به آن اجازه می‌دهد تا در برابر زیان‌های مالی استقامت کند، اعتماد به نفسش را حفظ کند و طی بحران مالی توانایی پرداخت بدهی‌هایش را داشته باشد و با نگاه به گذشته مشخص می‌شود که مؤسسات مالی آمریکا در آن زمان به سرمایه زیادی نیاز داشتند. باین‌حال، این مسئله امروزه و تنها به مدد نگاه به گذشته کاملاً واضح به نظر می‌رسد. آن زمان بانک‌ها به راحتی الزامات قانونی حفظ سرمایه را نقض می‌کردند و سازمان‌های نظارتی نیز تصور نمی‌کردند که می‌توانند آنها را وادارند تا سرمایه بیشتری را نگه دارند. فدرال رزرو نیویورک از بانک‌های تحت نظارت درخواست کرده بود تا آزمون‌های استرس را برای الگوسازی پیامدهای احتمالی

رکود اقتصادی و سایر شوک‌ها انجام دهند، اما دوران خوشی آنچنان به درازا کشیده بود که آنها حتی دیگر قادر به تصور پیامدهای منفی نیز نبودند. هیچ بانکی به سناریویی نرسید که به شکلی معنادار سپر سرمایه‌اش را تضعیف کند. این وضعیت، نقطه ضعف یک دوره آرامش طولانی است: این وضعیت می‌تواند به خودخسودی بیانجامد.

بعدها در ارزیابی‌های گذشته‌نگر مشخص شد که رژیم سرمایه‌ای بانک‌ها که برای محافظت از آنها در برابر زیان‌های ناشی از رکودهای اقتصادی متوسط اخیر طراحی شده‌اند به اندازه کافی محافظه‌کارانه نبوده است. سازمان‌های نظارتی به جای اصرار بر جذب سرمایه سهامداران عادی که می‌تواند همانند سپری در برابر زیان‌های مالی عمل کند به بانک‌ها اجازه دادند تا سرمایه بی‌کیفیت زیادی را در داخل نسبت‌های الزامی خود جای دهند. همچنین سازمان‌های نظارتی قادر به تشخیص اهرم مالی پنهان بانک‌ها در مشتقات و ابزارهای مالی خارج از ترازنامه نبودند که می‌توانست نسبت سرمایه حفظ شده در بانک‌ها را بیش از حد واقعی نشان دهد. البته، بانک‌ها برای فریبکاری عمدی از این اهرم مالی پنهان استفاده نمی‌کردند، بلکه به دلیل پیچیدگی مفرط این مشتقات غالباً بانک‌ها نیز نمی‌توانستند میزان آسیب‌پذیری‌شان در برابر ریسک مشتقات را به درستی ارزیابی کنند. بیشتر بانک‌ها همانند مشتریان خود اطمینان خاطر مفرطی به ریسک‌های مالی بازار مسکن داشتند.

اما درحالی‌که رژیم سرمایه‌ای بانک‌های تجاری در آن زمان خیلی ضعیف بود، با این‌همه به قدر کافی قوی بود تا تریلیون‌ها دلار اهرم مالی را به سوی موسسات غیربانکی سوق دهد که ملزم به پیروی از مقررات آن رژیم نبودند. بررسی دقیق‌تر سطح سرمایه، نسبت نقدینگی یا میزان اتکای بانک‌ها به بدهی‌های کوتاه‌مدت حتی می‌توانست اهرم مالی بیشتری را به سوی بانک‌های سایه سوق دهد که از منابع سرمایه‌ای کافی برخوردار نبودند و خارج از حوزه قلمرو سازمان‌های نظارتی و پوشش معیارهای ایمنی فدرال رزرو قرار داشتند. ریسک نیز همانند عشق معمولاً به طریقی مسیرش را پیدا می‌کند. این وضعیت همان ویژگی متناقض‌نما و خطر ذاتی یک نظام نظارتی از هم گسیخته است که برای موسساتی که نام بانک را بر خود نهاده‌اند و موسسات دیگری که به نام‌های دیگری خوانده می‌شوند، استانداردهای متفاوتی را تعیین می‌کند. آسیب‌پذیرترین بنگاه‌ها در این بحران به لحاظ فنی «بانک» نبودند، اگرچه در الگوی تجاری خود شباهت‌های زیادی به بانک‌ها داشتند. همچنین، مخرب‌ترین مشکل قوانین سرمایه ایالات متحده ضعف شدید آنها نبود، بلکه دامنه پوشش بسیار محدودشان بود. این موسسات که بی‌پرواترین سرمایه‌گذارهای را در زمینه وام‌های رهنی مسکن انجام داده بودند و ناپایدارترین پایه‌های تأمین وجه را داشتند و از کمترین سپر سرمایه برخوردار بودند، عمدتاً در خارج از نظام نظارتی بانکی فعالیت می‌کردند.

در حالت ایده‌آل، باید نظام نظارتی جامع‌تر و قوی‌تر و همچنین مقررات مالی سخت‌گیرانه‌تر و قدرت پیش‌گیری بیشتری وجود داشته باشد، اما در جریان رونق بازار اعتبارات، تمایل سیاسی کافی برای وضع مقررات مالی قوی‌تر و سختگیرانه وجود نداشت. در گزارش سالانه شرکت بیمه سپرده‌های بانکی

فدرال در سال ۲۰۰۳ تصویربیه چشم می‌خورد که در آن ناظران فدرال و لابی‌گران بانکی با اربهرقی و قیچی باغبانی به جان مقررات دست‌وپاگیر اداری افتاده بودند که نگرش تحقیرآمیز این عصر دربارهٔ مأموران دولتی مداخله‌کننده در بازارها را منعکس می‌کرد. بنابراین، اگر نگرش غالب این دوران برای وضع مقررات سختگیرانه‌تر بانکی مساعد نبود، قطعاً با هر اصلاحاتی که به دنبال مدرن‌سازی این قوانین و تعمیم آنها به موسسات غیربانکی بودند به شدت مخالفت می‌شد. صنعت مالی که از سود مالی مفرط به هیجان آمده بود با سرریز بی‌سابقهٔ پول به لابی‌گران واشنگتن و کمک‌های مالی بزرگ به کمپین‌های تبلیغاتی تلاش می‌کرد تا از حقوق ویژه‌اش دفاع کند. کنگره در قانون گرام-لیچ-بلایلی^۱ سال ۱۹۹۹، لایحهٔ بزرگی را برای مقررات‌زدایی امور مالی تصویب کرد و پیش از وقوع این بحران مالی سوال اصلی که ذهن همه را به خود جلب کرده بود این بود که آیا مقررات‌زدایی بیشتری در این زمینه تصویب خواهد شد یا خیر و کسی به فکر مقررات‌گذاری مجدد نبود.

هر سه نفر ما همانند پیشینیان خود به خوبی آموختیم که بدون وجود بحرانی که دفاعیه‌ای را به نفع اصلاحات رقم بزند، انجام اصلاحات به شدت دشوار است که این امر در رویدادهای مرتبط به موسسات فنی می و فردی مک به واضح‌ترین شکل ممکن قابل مشاهده است. این دو بنگاه، مالک و ضامن بیش از نیمی از وام‌های رهنی مسکن ایالات متحده بودند. پیش از وقوع بحران مالی هر سه نفر ما نگرانی‌مان را از کمبود سرمایه و نظارت بر این بنگاه‌ها بارها و بارها ابراز کرده بودیم. مشارکت‌کنندگان در این بازار فرض می‌کردند که اگر این بنگاه‌ها زمانی به دردسر بیافتند دولت نجاتشان خواهد داد و به همین دلیل آنها نیز با آرامش خیال روز به روز اهرم مالی را افزایش می‌دادند که نمونهٔ واقعی از کژمنشی (مخاطرات اخلاقی)^۲ محسوب می‌شود. بن برنانکی در سال ۲۰۰۵ که رئیس شورای مشاوران اقتصادی دولت بوش بود، مشغول طراحی اصلاحاتی بود که می‌توانست نظارت بر عملکرد این بنگاه‌ها را تقویت و قدرت ریسک‌پذیری‌شان را مهار کند، اما فنی و فردی دوستان قدرتمندی در کاپیتول هیل^۳ یا همان کنگره داشتند که مانع تصویب این اصلاحات شدند. هنریک پاولسون پس از ورود به واشنگتن در سال ۲۰۰۶ رویای تصویب اصلاحات را بار دیگر احیا کرد و در نهایت توانست با سناتور دموکرات، بارنی فرانک^۴ به سازش دو جانبه‌ای دست یابد که قدرت سفته‌بازی فنی می و فردی مک را کاهش می‌داد و استانداردهای نظارتی سختگیرانه‌تر و قدرتمندی را بر این امور اعمال می‌کرد. این لایحهٔ اصلاحات در کنگره تصویب شد، اما نتوانست از سنا عبور کند. تصویب این اصلاحات تا زمانی که این بنگاه‌ها به آستانهٔ فروپاشی رسیدند به تعویق افتاد.

این رونق، زمان دلهره‌آوری برای افرادی بود که به دنبال بهبود ثبات نظام مالی بودند زیرا نظام مالی تا حدی بسیار سالم به نظر می‌رسید و نیازی به اصلاحات دیده نمی‌شد. هنریک پاولسون در خزانه‌داری کوشید تا طرحی را برای سازمان‌دهی مجدد نظام نظارتی معرفی کند که می‌توانست یک برنامهٔ کاری

1. Gramm-Leach-Bliley Act
2. moral hazard
3. Capitol Hill
4. Barney Frank

مناسب برای اجرای اصلاحات پس از وقوع بحران مالی فراهم سازد. اما این طرح پس از انتشار، غالباً با بی‌اعتنایی سناتورها و قانون‌گذاران روبه‌رو شد. برنانکی نیز در فدرال رزرو یک واحد ارزیابی ثبات مالی تأسیس و دستورالعمل‌های سختگیرانه‌ای را برای نظارت بر عملکرد بانک‌ها تعیین کرد تا آسیب‌پذیری بانک‌ها در برابر ریسک‌های املاک و مستغلات تجاری و سایر ریسک‌ها را کاهش دهد. گیتنر نیز به همراه سایر سازمان‌های نظارتی داخلی و خارجی تلاش‌های مختلفی را برای بهبود مدیریت ریسک و توجه بیشتر به ریسک وقوع بحران مالی انجام داد. در سال ۲۰۰۵، فدرال رزرو نیویورک به همراه سایر سازمان‌های نظارتی تلاش کرد تا معامله‌گران مشتقات وال استریت را به ارتقای زیرساخت‌های قدیمی دفاتر پشتیبانشان وادارد و نظام قدیمی انجام معاملات مشتقات را که در آن سفارشات با فکس به ماشین‌های بدون متصدی ارسال می‌شد و برخی معاملات حتی تا ماه‌ها تأیید نشده باقی می‌ماند را مدرن‌سازی کنند. با این حال، اگرچه این تغییرات، تاحدی باعث تقلیل منشأ بالقوه سردرگمی و هراس سرمایه‌گذاران شد، اما اهرم مالی کلی مورد استفاده در این نظام را به هیچ وجه کاهش نمی‌داد. این بنگاه‌ها تمایلی به کاهش آسیب‌پذیری‌شان در برابر مشتقات ریسکی نداشتند زیرا نمی‌خواستند سهم بازارشان را از دست بدهند و توصیه به احتیاط و عملکرد محتاطانه نمی‌توانست با روحیه غالب خوش‌بینی مفرط چندان مقابله کند. غرب وحشی مجهز به لوله‌کشی بهتر نیز همچنان همان غرب وحشی باقی مانده بود.

در نتیجه، تلاش‌های اندک ما برای تغییر نگرش نظام به سوی مسئولیت‌پذیری بیشتر به تلاش برای بستن در طویله، ساعت‌ها پس از فرار اسب‌ها از آن شباهت داشت. برای مثال، پس از انتصاب برنانکی به ریاست فدرال رزرو، این سازمان در نهایت توانست از اعطای وام‌های فاقد اسناد و مدارک کافی و سایر سوءاستفاده‌های فاحش از وام‌های رهنی مسکن جلوگیری کند، اما تا این مقررات جدید توانست از فرایند قانونی شدن عبور کند، بحران مالی دیگر آغاز شده بود. سازمان‌های نظارتی فدرال نیز به‌رغم میل باطنی‌شان، فضای کمتری برای کنترل و مهار وام‌دهی غیرمسئولانه داشتند، زیرا بانک‌ها و پس‌اندازهای تحت نظارت سازمان‌های نظارتی فدرال تنها منبع ۲۰ درصد از کل تمام وام‌های رهنی مسکن درجه دورا تشکیل می‌دادند. پس وقتی وام‌های رهنی مسکن مشکوک راه خود را به درون اوراق بهادار پیدا می‌کردند و با آنها ادغام می‌شدند دیگر هیچ راهی برای ابطال یا تفکیک آنها از این اوراق برای سازمان‌های نظارتی باقی نمی‌ماند و نمی‌توانستند از گسترش ترس مرتبط با آنها در سراسر نظام مالی جلوگیری کنند.

ما باید زودتر دست به کار و با فشار بیشتری خواهان تصویب این اصلاحات می‌شدیم، اما آن زمان هرگونه سختگیری در حوزه وام رهنی مسکن می‌توانست به شکست سنت سیاسی آمریکا و رویارویی با نفوذ پر قدرت صنعت املاک و مستغلات آمریکا بیانجامد. هر دو حزب دموکرات و محافظه‌کار آمریکا از دیرباز مالکیت خانه را یکی از عناصر حیاتی رویای آمریکایی به حساب می‌آوردند و یکی از دلایل استقبال عمومی از رونق بازار وام رهنی مسکن نیز این بود که اعطای این وام‌ها می‌توانست تعداد بیشتری از

آمریکایی‌ها را به این روپا برساند، چنانکه در اوج رونق این بازار، مالکیت خانه در آمریکا به رقم بی‌سابقه ۶۹ درصد رسیده بود. به ویژه، وام‌های رهنی مسکن درجه دو نیز به دلیل دموکراتیک‌سازی اعتبارات مورد ستایش عمومی بودند زیرا برای خانواده‌های کم‌درآمد، و خاصه، اقلیت‌هایی که همواره از این روپا محروم بودند، امکان خرید خانه را فراهم می‌کرد. سیاست‌مداران واشنگتن از سختگیری روی وام‌هایی که اجاره‌نشینان را به صاحب خانه بدل می‌کرد هیچ‌گونه حمایتی نمی‌کردند، اگرچه در برخی از این قراردادها از خریداران جدید خانه‌ها سوءاستفاده می‌شد.

به طور کلی، از نظام نظارتی که در دهه‌های پس از رکود در کنار نظام مالی تکامل پیدا کرده بود، انتظار می‌رفت تا از انفجار همزمان اهرم مالی، بدهی‌های کوتاه‌مدت، بانکداری سایه و حتی مشتقات مبهم با پشتوانه وام رهنی مسکن که هراس را در سراسر نظام مالی پخش می‌کردند، جلوگیری کند. باین‌حال، نظام نظارتی واقعی ایالات متحده در آن زمان قدرت خنثی‌سازی این بمب‌ها را نداشت و شرایط سیاسی دوران رونق بازار اعتبارات نیز اجازه اصلاح آن را نمی‌داد. از تلاش‌های قانونی یا نظارتی برای کاهش ریسک وقوع بحران مالی هیچ‌گونه حمایتی نمی‌شد، به این دلیل که وقوع یک بحران مالی همچنان بعید به نظر می‌رسید. حتی در صورت هوشیاری و ژرف‌بینی سیاست‌گذاران نسبت به ریسک وقوع بحران مالی نیز مشخص نبود که چطور می‌توان بزرگسالان راضی و گرفتار در این جنون آمریکایی را به تغییر رفتار ریسکی و در عین حال قانونی خود متقاعد کرد.

غفلت از جرقه

دره‌رحال، ما هوشیار و ژرف‌بین نبودیم.

تا بهار سال ۲۰۰۷ عملاً مشخص شد که رونق مسکن تمام شده بود و بازار وام‌های رهنی مسکن درجه دو در حال سقوط بود. باین‌حال، بازار اشتغال همچنان قوی بود و سطوح سرمایه بانک‌ها نیز همچنان قوی به نظر می‌رسید. ما تصور نمی‌کردیم که ترکیدن این حباب آثار اقتصادی یا مالی بزرگی بر جای بگذارد و گمان می‌کردیم که آثار آن صرفاً به بازار املاک و مستغلات محدود خواهد شد. بن برنانکی هنگام شهادت دادن در برابر کنگره در سال ۲۰۰۷ اذعان کرد که «مشکلات ایجاد شده در بازار وام رهنی مسکن درجه دو به احتمال زیاد آثار بزرگی بر کل اقتصاد کشور و سایر بازارهای مالی نخواهد داشت.» همچنین در بهار همان سال، هنریک پاولسون نیز مشکلات بازار وام رهنی مسکن درجه دو را «مشکلات عمدتاً محدود» توصیف می‌کرد. اقتصاد کشور همچنان سالم به نظر می‌رسید و در طول کل این سال رشد اقتصادی نیز قابل قبول بود.

تیموتی گیتنر نیز در مارس سال ۲۰۰۷ یک سخنرانی با عنوان «آنچه که ما دنباله ناخوشایند یا کران منفی می‌نامیم» در شهر شارلوت^۱ ایراد کرد. او در این سخنرانی پیشنهاد کرد که سقوط بازار وام رهنی مسکن درجه دو می‌تواند به «پویایی‌های بازخوردی مثبت» بیانجامد؛ همان چرخه شومی^۲ که در آن ترس از نکول و نااطمینانی افراد درباره آسیب‌پذیری در برابر ریسک‌های مالی به حراج دارایی‌ها

1. Charlotte
2. Vicious cycle

خواهد انجامید که این مسئله نیز به نوبه خود بسته شدن اجباری معاملات توسط کارگزار در صورت رسیدن زیان به یک سطح معین (فراخوان‌های اعتبار) فراوان را در پی خواهد داشت زیرا وثایق متکی به وام مسکن بیشتر و بیشتر متزلزل جلوه خواهند کرد و ارزش اعتباری طرفین قراردادها روز به روز کم خواهد شد و به تشدید حراج دارایی‌ها خواهد انجامید. در نهایت نیز، دقیقاً همین اتفاق افتاد. باوجوداین، تیموتی در این سخنرانی این‌طور نتیجه‌گیری کرد که احتمال رخداد این سناریو بسیار ضعیف است: «گرچه، تا به این لحظه، نشانه‌های زیادی را نمی‌توان دید که نشان دهد اختلالات ایجاد شده در یک بخش از بازار اعتبارات، اثر ماندگاری بر کل بازار اعتبارات خواهد داشت.»

باوجوداین، تا تابستان سال ۲۰۰۷ به تدریج نشانه‌ای از پیدایش این چرخه شوم قابل مشاهده بود. موسسه کانتری واید یکی از اعطاکندگان وام رهنی مسکن درجه دو به تدریج تمام نقدینگی‌اش را از دست داد و بزرگ‌ترین رقیبش نیز ورشکسته شد. دو صندوق بزرگ پوششی که توسط شرکت بیراسترنز^۱ تأمین مالی می‌شدند (از جمله صندوق اینهنسد لورج^۲ (اهرم پیشرفته) که به این دلیل چنین نامی را برای خودش برگزیده بود که در آن زمان اهرم پیشرفته مایه مباهات و فخر محسوب می‌شد) پس از بی‌اعتبار شدن کامل سبد وام‌های مسکنش سقوط کردند.

البته، فرض ما مبنی بر اینکه سلاخی در بازار وام رهن مسکن درجه دو می‌تواند بدون ایجاد آسیب‌های گسترده‌تر، مایه تأدیب بازارهای اعتباری آشفته شود، با توجه به سطح دانش‌مان در آن زمان معقول به نظر می‌رسید. باوجوداین، این تصور ما بیش از حد معقول بود. ما در تحلیل‌مان از اندازه و دامنه متوسط بازار وام رهنی مسکن درجه دو، از متغیر غیرقابل اندازه‌گیری ترس غافل شدیم. ما تشخیص ندادیم که پیچیدگی و ابهام اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران را وادار به فرار از هر چیز و هر فرد مرتبط با وام مسکن خواهد کرد و ترس آنها صرفاً به وام‌های رهنی مسکن درجه دو محدود نخواهد بود. ما قادر به پیش‌بینی این مسئله نبودیم که چطور اخبار بد بخشی از بازار مسکن می‌تواند پدیده‌ای را رقم بزند که اقتصاددانی به نام گری گارتون^۳ آن را اثر اشریشیا گلی^۴ نامید که طی آن شایعاتی درخصوص چند مورد همبرگر آلوده به این باکتری، مشتریان را چنان وحشت‌زده کرد که به جای تلاش برای شناسایی اینکه کدام نوع گوشت در کدام فروشگاه‌های کدام منطقه از کشور به این باکتری آلوده بوده‌اند، مصرف هر نوع گوشتی را به طور کامل رها کردند.

بازار وام مسکن درجه دو دچار مشکل شده بود، اما اگر هراس مالی را تشدید نمی‌کرد، صرفاً در حد مشکل استقراض‌کنندگان و اعتباردهندگان وام مسکن درجه دو باقی می‌ماند. پس از ورشکستگی‌ها و شبه‌ورشکستگی‌های سپتامبر سال ۲۰۰۸ نیز تنها بیش از نیمی از زیان‌های مالی بازار مسکن ایالات متحده اتفاق می‌افتاد. بدون هراس، مشکلات به نسبت مجزای بازار وام رهنی مسکن درجه دو واقعاً در حد مشکلاتی محدود باقی می‌ماند. اما ترس، این جرقه‌های مجزا را به آتشی جهنمی بدل کرد.

1. Bear Stearns
2. Enhanced Leverage Fund
3. Gary Gorton
4. E. coli effect



ریشه‌های روانشناختی این آتش جهنمی ابدأً از خطرناکی آن نمی‌کاست. عملیات پیش‌گیری از آتش‌سوزی ناموفق بود. حالا، سرنوشت نظام مالی در دستان آتش‌نشانان بود.

فصل دوم

اولین شعله‌ها: اوت ۲۰۰۷ – مارس ۲۰۰۸

در نهم اوت ۲۰۰۷، بی‌ان‌پی پاریباس^۱، بزرگ‌ترین بانک فرانسه، خبر از برداشت از سه صندوقی داد که حاوی اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی مسکن درجه دو ایالات متحده بودند و دلیل این کار را «تبخیر کامل نقدینگی» در بازارهای این اوراق می‌دانست. ما آنقدر درباره بحران‌ها اطلاعات داشتیم که بدانیم این امر بوی بحران می‌دهد، گرچه نمی‌دانستیم که این غده سرطانی بدخیم قرار است پخش و به بدترین بحران در میان نسل‌ها بدل شود.

آنچه باعث ترسناکی زیاد این اخبار می‌شد فقط این نبود که اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی مسکن درجه دو در حال از دست دادن ارزش خود بودند، بلکه این بود که بی‌ان‌پی پاریباس اعلام کرد اصلاً نمی‌داند چگونه باید ارزش این اوراق را تعیین کند، زیرا هیچ فردی آنها را «فارغ از کیفیتشان» نمی‌خرید. هراس‌ها از اینگونه ترس‌ها و نااطمینانی‌های مبهم ساخته می‌شود. بانک‌ها در حال اندوختن پول نقد بودند، نرخ‌هایی که از یکدیگر برای استقراض مطالبه می‌کردند شدیداً در حال صعود بود و سرمایه‌گذاران رمنده برای اطمینان از اینکه پول نقدشان مسدود نخواهد شد، در حال بیرون کشیدن پول‌هایشان از صندوق‌های دیگر بودند.

نرخ‌ها در مرحله اول هر بحران، سیاست‌گذاران باید بسنجند که با چه قوتی نسبت به اوضاعی واکنش نشان دهند که هنوز کاملاً آن را درک نمی‌کنند. دولت‌هایی که به طور متداول با پیدا شدن اولین نشانه‌های دردسر به سوی نجات می‌شتابند، می‌توانند مخاطرات اخلاقی (کژمنشی‌های) واقعی را ایجاد، سوداگری بی‌ملاحظه را ترویج، از «بانک‌های زامبی^۲» و دوام‌ناپذیر حمایت و نظام مالی را برای سقوط از یک پرتگاه بلندتر در آینده آماده کنند. اما واکنش دیر هنگام می‌تواند از واکنش زود هنگام پرهزینه‌تر و آسیب‌زننده‌تر باشد. تحقیقات دانشگاهی برنانکی نشان داده بود که چگونه بی‌عملی بانکداران مرکزی

1. BNP Paribas
2. Zombie banks

بزدل باعث بزرگ شدن رکود بزرگ شده بود. تیموتی در زمان مبارزه با بحران‌های مالی در آمریکای لاتین و آسیا مشاهده کرده بود که چگونه تأخیرها و اقدامات نصفه‌ونیمه از سوی دولت می‌تواند باعث افزایش اضطراب شود.

متأسفانه، بحران‌ها از پیش خبر نمی‌دهند که آیا آتشی کوچک‌اند که خود به خود خاموش خواهند شد یا کابوس‌هایی سیستمیک با پتانسیل به آتش کشیدن هسته نظام مالی هستند. سیاست‌گذاران باید همین‌طور که پیش می‌روند، ماهیت بحران را نیز شناسایی کنند.

مراحل ابتدایی یک بحران مالی، مرحله‌ی به‌یادماندنی نیستند. امروزه، آمریکایی‌ها مداخلات دولت برای نجات بزرگ استرنز، فنی می، فردی مک، ای‌آی‌جی و نهایتاً کل نظام مالی را به یاد دارند، اما ما در مرحله اول مبارزه با این آتش‌سوزی، به بنگاه‌هایی خواهان کمک، در خلوت پاسخ رد دادیم. در ابتدا، فدرال رزرو در تلاشی برای احیای نقدینگی نظام، با وام‌دهی سنتی و سپس غیرسنتی‌تر بانک مرکزی واکنش نشان داد. واکنش‌های چشمگیرتر، بعداً و پس از اینکه آتش شعله‌ورتر و سوزنده‌تر شد، اتفاق افتاد. ثبات نظام مالی خیلی زود و پیش از اینکه بیشتر خانواده‌ها بتوانند تأثیر کساد بزرگ را احساس کنند رو به فرسایش گذاشته بود و حتی مداخلات کوچک اولیه ما به منزله واکنش‌های گمراهانه و زودهنگامی که سعی در نجات افراد بی‌احتیاط و رونق مخاطرات اخلاقی داشت مورد انتقاد قرار می‌گرفت.

ما هر سه نفر قرار بود طی بحران با هم همکاری و معمولاً چند بار در روز صحبت کنیم. از آنجا که مشکل اولیه کمبود نقدینگی بود و به دلیل اینکه در آن زمان خزانه‌داری اقتدار مالی بسیار محدودی داشت، تقریباً تمام اقدامات اولیه باید از سوی فدرال (بانک مرکزی) رزرو انجام می‌شدند.

دفترچه راهنمای بجت^۲

در اوقات عادی، نقش اصلی بانک مرکزی کاهش یا افزایش نرخ‌های بهره و سرعت بخشیدن به اقتصاد به منظور بهبود رشد یا کشیدن ترمزها برای جلوگیری از تورم است. اما زمانی که اعتماد تضعیف و بازارهای اعتباری قفل می‌شود، بانک‌های مرکزی نیز می‌توانند وقتی وام‌دهندگان خصوصی شانه خالی می‌کنند به «وام‌دهنده روز مبادا» بدل شوند و برای بنگاه‌های در حال انحلال، نقدینگی فراهم کنند. کارکرد وام‌دهنده روزمبادای فدرال رزرو که به آن «پنجره تنزیل» گفته می‌شود، این است که برای هر بانک تجاری مواجه با بحران نقدینگی^۲، وجوه نقد اضطراری فراهم می‌کند. دسترسی به پنجره تنزیل به بانک‌ها اجازه می‌دهد تا بدون روی آوردن به حراج بی‌ثبات‌کننده دارایی‌ها، بتوانند وجه برداشت‌های نقدی بیستانکاران خصوصی خود را تأمین کنند. دولت فدرال اضافه بر بیمه سپرده و همچنین ابزارهای شرکت بیمه سپرده فدرال^۴ برای مدیریت ورشکستگی یک نهاد سپرده‌پذیر ورشکسته، محافظت‌هایی نسبتاً قوی برای نظام بانکی سنتی داشت.

متأسفانه، مدت‌ها بود که نظام بانکی سنتی دیگر بر امور مالی آمریکا سلطه نداشت و کانون مشکلات

1. Bear Stearns
2. Bagehot
3. cash crunch
4. FDIC

در امور مالی آمریکا به حساب نمی‌آمد. اما در لحظات آغازین این بحران، پنجرهٔ تنزیل، نقطهٔ طبیعی شروع بحران بود.

خبرنگار بریتانیایی، والتر بجت^۱، کتاب *لومبارد/ستریت*^۲، انجیل بانکداری مرکزی را در سال ۱۸۷۳ تألیف کرد که هنوز بخشی کلیدی از دفترچهٔ راهنمای واکنش به بحران را تشکیل می‌دهد. بجت باور داشت که یگانه راه متوقف کردن هجوم بانکی عبارت است از اینکه به جهان نشان دهیم هیچ دلیلی برای هجوم وجود ندارد؛ اعتبار را به آسانی در دسترس بنگاه‌هایی که قادر به پرداخت بدهی‌های خود^۳ هستند قرار دهید تا هراس فروکش کند: «آزادانه و جسورانه وام دهید چنانکه مردم احساس کنند شما قصد دارید تا ابد وام بدهید.» وام‌ها باید آنقدر گران باشند که فقط مادامی که بحران طول می‌کشد جذاب باقی بمانند (بجت یک «نرخ جریمه» را توصیه می‌کرد) و این وام‌ها باید از طریق وثایق ملموس تضمین شود تا در صورت نکول از بانک مرکزی محافظت شود. اما هدف باید این باشد که وقتی پول خصوصی موجود نیست، پول دولتی در دسترس قرار گیرد تا هراس کاهش یابد و اعتبار ثبات یابد. تحقیقات بن برنانکی نشان داده بود که چگونه کانال‌های اعتباری مسدود شده می‌تواند اقتصاد را تخریب کند و اینکه چگونه عدم تمایل فدرال رزرو به ارائهٔ نقدینگی در دههٔ ۱۹۳۰ به ایجاد رکود بزرگ دامن زده بود. اعلامیه بی‌ان‌پی پارibas بحران کلاسیک نقدینگی را ایجاد کرد: همین‌طور که اعتباردهندگان نگران در خصوص وثایق، وسواس بیشتری پیدا می‌کردند و دورهٔ وام‌های خود را کوتاه‌تر می‌ساختند، پول‌ها به سوی دارایی‌های امن‌تر می‌گریخت. بانک مرکزی اروپا با خرید اوراق بهادار در بازارهای آزاد، ۱۳۰ میلیارد دلار پول به بازارهای اعتباری منجمد شده تزریق کرد. فدرال رزرو نیز با خرید اوراق خزانه، ۶۲ میلیارد دلار دیگر وارد بازار کرد و با صدور بیانیه‌ای بانک‌ها را به استقراض از پنجرهٔ تنزیل تشویق کرد. حتی این گام‌های ابتدایی و مبتنی بر درسنامه نیز به منزلهٔ واکنش‌های خیلی زیاد و خیلی زود مورد انتقاد قرار گرفت. رئیس بانک مرکزی انگلستان^۴، مروین کینگ^۵، بانک مرکزی اروپا و فدرال رزرو را به دلیل واکنش بیش از حدشان به حذف صداهای کوچک بازار سرزنش کرد. یک ماه بعد، پس از وقوع اولین هجوم بانکی در این کشور پس از ۱۵۰ سال، بانک مرکزی انگلستان نیز به طور مشابه شروع به ارائهٔ نقدینگی کرد. در فدرال رزرو، چند نفر از اعضای کمیتهٔ بازار آزاد فدرال^۶ قصد داشتند برای جلوگیری از مخاطرات اخلاقی، شرایط سختی را برای وام‌های پنجرهٔ تنزیل تعیین کنند. اما بن برنانکی و تیموتی گیتنر نمی‌خواستند لکهٔ ننگ بانک‌های پیش از این مرتبط با وام‌های فدرال را بزرگ‌تر کنند. ما نمی‌خواستیم که بانک‌ها از پنجرهٔ تنزیل دوری کنند؛ ما می‌خواستیم که آنها پول فدرال را بگیرند و آن را وام بدهند.

1. Walter Bagehot
2. Lombard Street
3. solvent firms
4. Bank of England
5. Mervyn King
6. Federal Open Market Committee

تزریق کلی نقدینگی به آرام ساختن بازارها کمک کرد، اما پیغام بیایید-و-ببرید فدرال رزرو حتی بدون شرایط سخت نیز نمی‌توانست بانک‌ها را جذب پنجرهٔ تنزیل کند. این وام‌ها قرار بود محرمانه باشند، اما بانک‌ها از اینکه بازارها بو ببرند که نرخ جریمه را پرداخت کرده‌اند می‌ترسیدند و فکر می‌کردند که ضعیف و درمانده به چشم خواهند آمد. این موضوع اساس مشکل «لکهٔ ننگ^۱» را تشکیل می‌دهد و باعث می‌شود که نهادها، حتی زمانی که کمک‌های دولتی برای ثبات نظام جامع‌تر الزامی است، تمایلی به دریافت آنها نداشته باشند. فدرال رزرو سعی داشت با کاهش نرخ جریمه و تمدید مدت زمانی که بانک‌ها می‌توانستند وام بگیرند، وام‌گیری از پنجرهٔ تنزیل را جذاب‌تر سازد. فدرال رزرو هرگز حتی یک دلار نیز بابت وام‌های پنجرهٔ تنزیل از دست نداد، در نتیجه این امر مانند یک افزایش به شدت متوسط احساس می‌شد. اما بسیاری از افراد در داخل و خارج از فدرال رزرو فکر می‌کردند که بانک مرکزی باید به جای مداخله، با فرایند اهرم‌زدایی^۲ که آن را سالم و الزامی می‌پنداشتند، به بازار اجازه دهد تا خود به خود تعدیل شود. جفری لکر^۳، مدیر ریچموند فدا^۴ گفت: «من متوجهم که اصرار به اقدام-انجام کاری یا حداقل دیده شدن در حال انجام کاری-می‌تواند مقاومت‌ناپذیر باشد. اما معتقدم که باید از اصرار به ایفای نقش آقای تعمیرکار خودداری کنیم.»

اما فدرال رزرو برای این وجود دارد که وقتی بازارهای اعتباری منجمد می‌شود، دست به اقدام بزند. زمانی که مردم نتوانند وام‌های مسکن، وام‌های خودرو، وام‌های دانشجویی یا وام‌های کسب‌وکار دریافت کنند، اقتصاد پژمرده می‌شود. مدافعان مهار تورم باور داشتند که تورم یک خطر جدی‌تر است و با اوج گرفتن بحران نیز بر باورشان اصرار می‌کردند. اگرچه از دیدگاه بن برنانکی، توجه بیش از حد فدرال رزرو به تورم و مخاطرات اخلاقی طی یک بحران اعتباری، خودش رکودی را به وجود آورده بود. او قصد نداشت به فدرال رزرو اجازه دهد که رکود دیگری را ایجاد کند.

این مباحثات نشانه‌هایی اولیه از سیاست درهم‌ریختهٔ بحران‌های مالی بود. رئیس‌جمهوری فرانسه، نیکولاس سارکوزی^۵ به هنریک پاولسون توصیه کرد که برای منحرف کردن اعتراضات عمومی حتمی یک مقصر خوب پیدا کند؛ او پیشنهاد کرد که کاسه کوزه‌ها را سر موسسات رتبه‌بندی بشکنند که روی اوراق بهادار کم‌کیفیت، رتبه‌های سه‌گانه^۶ را چسبانده بودند. سارکوزی با طعنه به او گفت: «شما به یک داستان ساده نیاز دارید و من مطمئنم که نمی‌خواهید بانکداران را سرزنش کنید.» اما ما فکر نمی‌کردیم که شغل ما تعیین مقصر برای این بحران باشد. ما فقط سعی داشتیم آن را درست کنیم.

تجویز بجت یک پاسخ ضروری به بحران نقدینگی بود. ما امید داشتیم که این تجویز بتواند بدون

1. "stigma" problem
2. deleveraging
3. Jeffrey Lacker
4. Richmond Fed
5. Nicholas Sarkozy
6. triple-A

دوام‌بخشی مصنوعی به رونق مالی، به آرام‌سازی ترس‌های بازار و تثبیت این شرایط کمک کند. ما قصد نداشتیم که حمایت دولتی بیشتری از آنچه که برای حمایت از کل اقتصاد لازم بود برای نظام مالی فراهم کنیم.

سرمایه‌داری به تخریب خلاق وابسته است. فردی یک تله‌موش بهتر می‌سازد و تله‌موش‌سازهای قبلی یا باید خودشان را تطبیق دهند یا باید بمیرند. خودروسازان سازندگان درشکه را حذف می‌کنند، سپس بازار تعیین می‌کند که کدام خودروسازان به حیاتشان ادامه دهند. معمولاً همین اصول در بنگاه‌های مالی نیز صادق است. بنگاه قوی و چابک و معتمد رونق می‌گیرد و بنگاه‌های بی‌احتیاط و به خوبی مدیریت نشده طعمه می‌شوند. شکست معمولاً یک پدیدهٔ سالم است زیرا اصول را کم‌کم به بازماندگان تزریق می‌کند. در اوایل یک بحران، فرض معمول باید این باشد که بنگاه‌های خصوصی با عواقب اشتباهاتشان روبرو شوند، اگرچه بنگاه‌ها غالباً التماس کمک دارند و سیاست‌گذاران غالباً مجبور به انجام اقداماتی می‌شوند تا اثبات کنند «متوجه هستند». نه تمام حساب‌ها و نه حتی تمام سقوطها به فاجعه نمی‌انجامند. تا زمانی که آسیب مهارشده باشد، مشکلی نیست اگر اجازه دهیم یک بنگاه مدتی در آتش بسوزد؛ این آتش می‌تواند گیاهان کوچک را بسوزاند و انعطاف‌پذیری جنگل را بهبود بخشد. پس از ترکیدن یک حساب دارایی، برخی زیان‌های مالی اجتناب‌ناپذیر است و تلاش برای جلوگیری از تمام اهرمزدایی‌ها یا دوام بخشیدن به دوام‌ناپذیران، کار مخربی است.

اما هراس‌های مالی شدید همیشه خودتصحیح نیست و زمانی که ترس و نااطمینانی شتاب بیش از حدی می‌گیرد، زبانه‌های آتش می‌تواند از کنترل خارج شود. زمانی که سیاست‌گذاران در اقدامات خود بیش از حد کُند باشند - زیرا فکر نمی‌کنند که خطرات زیاد جدی باشد، زیرا بیش از حد نگران اجتناب از مخاطرات اخلاقی هستند یا به دلیل اینکه عمدتاً بر عواقب سیاسی متمرکزند - هراس می‌تواند هم افراد محتاط و قوی و هم افراد بی‌احتیاط و ضعیف و هم تماشاچیان و هم سودگران پرنفوذ را از پا در بیاورد. و هراس شایع است. همان‌طور که مشکلات بدهی مکزیکی در دههٔ ۱۹۹۰، ترس‌هایی را درخصوص اوراق قرضهٔ صادره از اقتصادهای نوظهور آمریکای لاتین به وجود آورد، که به اصطلاح به آن اثر تکلیلا^۱ گفته می‌شود، نکول وام‌های درجه دو^۲ در سال ۲۰۰۷ نیز تردیدهایی دربارهٔ وام‌های رهنی مسکن مطمئن‌تر آلت-ای^۳ و حتی وام‌های مسکن درجه یک^۴، که به قوی‌ترین وام‌گیرندگان اعطا می‌شد، به وجود آورد. بین یک تعدیل سالم که افراد بی‌مسئولیت را به درد می‌اندازد و هراسی که آسیبی همه‌جانبه به کل نظام می‌زند، مرزی مبهم وجود دارد که به سختی قابل تشخیص است. بحران‌های سیستمیک زمان مطلق‌گرایی بازار آزاد یا ناب‌گرایی مخاطرات اخلاقی نیستند، زیرا این بحران‌ها ریسک‌هایی جدی برای وام‌دهی و شغل‌ها و درآمدها به وجود می‌آورند؛ و همین‌طور زیرا بحران‌های سیستمیک بدون جایگزینی

1. Tequila Effect
2. subprime
3. Alt-A mortgages

وام‌های رهنی ریسکی‌تر از وام‌های درجه یک و کم‌ریسک‌تر از وام‌های درجه دو. م

4. prime

اعتبار حکومتی^۱ با اعتبار خصوصی و در معرض ریسک قرار دادن پول عمومی و متعاقباً ایجاد نوعی مخاطره اخلاقی توسط دولت به ندرت پایان می‌پذیرند. این کارها در هم‌ریخته و ناخوشایندند، اما بهتر از انفجار مالی هستند که کل اقتصاد را به سمت زوال می‌برد.

همیشه دو نوع فشار روی دوش بانک‌های مرکزی است: فشار سرمایه‌گذاران به منظور انجام کارهای بیشتر برای رونق بخشیدن به بازارها؛ فشار سیاسی جهت انجام کارهای کمتری برای رونق بخشیدن به اقتصاد به منظور درس دادن به سوداگران^۲. برنانکی نمی‌خواست با ارسال پیامی در مورد حمایت بی‌پایان بانک مرکزی از بازارهای به دردمر افتاده، یک «دستور برنانکی» ایجاد کند و همچنین قطعاً نمی‌خواست که اختلالات مالی باعث قطع اعتبارات و تکرار وقایع دهه ۱۹۳۰ شود. چالش اصلی این بود که بدانیم نظام مالی به چه میزان حمایت نیاز واقعی دارد و چه میزان هم درخواست دارد.

سیاست‌گذاران نمی‌توانند به هر چیزی که از مشارکت‌کنندگان بازار می‌شنوند اعتماد کنند. حتی معتبرترین نهادها، چه آگاهانه و چه ناآگاهانه، تمایل به «صحبت درباره رفتار خود» دارند. اما پایانه‌های اطلاعاتی ما در بلومبرگ تمام اطلاعات لازم برای درک ریسک‌های در حال رشد در بازار را نداشت. ما دائماً با همکارانمان در آژانس‌ها و کشورهای دیگر تلفنی در حال گفتگو بودیم و مرتباً با مدیران ارشد اجرایی بنگاه‌های مالی کوچک و بزرگ در نیویورک و سراسر کشور صحبت می‌کردیم. گاهی آنها گزارشی از نبض بازار و طرز فکر مشتریان و بانکداران خودشان به ما می‌دادند. گاهی نیز باید میزان ترس را در صدای آنها می‌شنیدیم. گاهی هم آنها ادعای اعتماد به نفس و گاهی هم به ما التماس کمک می‌کردند. آنها غالباً چیز زیادی درباره ریسک‌های پیش‌رو نمی‌دانستند. ما باید تمام سردرگمی‌ها و منافع شخصی را اولویت‌بندی می‌کردیم و تصمیم می‌گرفتیم که چه چیزی به نفع عموم است.

اولین بنگاهی که از فدرال رزرو تقاضای کمک مستقیم داشت، کانتری‌واید فایننشال^۳ بود؛ یک سمبل ۲۰۰ میلیارد دلاری در زیاده‌روی‌هایی که هیزم به آتش رونق مسکن می‌ریخت. در ۲۰۰۶، از بین هر پنج وام رهنی مسکن در ایالات متحده یکی به این بنگاه ختم می‌شد، اما در زمان آغاز بحران، هزینه بیمه بدهی این بنگاه در برابر نکول در عرض یک ماه به بیش از ۸۰ درصد رسید. مدیر عامل این بنگاه، آنجلو موزیلو^۴ اصرار داشت که بنگاهش در وضعیت خوبی است و تحلیل‌گرانی که درباره نقدینگی رو به افول این بنگاه هشدار می‌دادند را متهم به فریاد زدن برای «آتش‌سوزی» در یک تئاتر پرجمعیت می‌کرد. اما همان‌طور که بجت نوشته بود، داد و بیداد کردن به ندرت می‌تواند اعتماد را احیا کند: «هر بانکداری می‌داند که اگر مجبور باشد اثبات کند که شایسته اعتبار است، هرچقدر هم که استدلالش خوب باشد، در واقع اعتبارش از دست می‌رود.»

کانتری‌واید یک مطالعه موردی در زمینه تمام آسیب‌پذیری‌ها در نظام مالی بود: تکیه بیش‌ازحد به

1. sovereign credit
2. speculators
3. Countrywide Financial
4. Angelo Mozilo

وام‌های رهنی مسکن کم‌کیفیت، دوززدن مقررات^۱ و مخصوصاً تأمین مالی کوتاه‌مدت قابل اجرا. ابتدا برخی طلبکاران این بنگاه دست از «تمدید» اوراق تجاری آن برداشتند و مجبورش کردند که برای پرداخت بدهی خود دارایی‌هایش را بفروشد. سپس در شب پانزدهم اوت، علی‌الظاهر بانک نیویورک ملون^۲ - بانک تسویه کانتیری‌واید - از «بازخريد» رپوی^۳ ۴۵ میلیارد دلاری این بنگاه صرف‌نظر کرد (در حالی که وام‌دهندگان جدید داشتند آماده می‌شدند، موقتاً مسئولیت تعهدات سررسیدشده کانتیری‌واید را موقتاً بر عهده می‌گیرد)؛ این کار علامتی از بی‌میلی این بانک به تضمین ثبات کانتیری‌واید بود. (رپوها نوعی بدهی کوتاه‌مدت هستند که به طور گسترده در بنگاه‌های مالی استفاده می‌شوند. دولت این بدهی‌ها را ضمانت نمی‌کند، اما وام‌گیرندگان مقداری از دارایی‌های مالی خود را به منزله وثیقه قرار می‌دهند). آن رأی عدم‌اعتماد می‌توانست جرقه بزرگ‌تر اوراقی را بزند که کانتیری‌واید در حکم وثیقه از آنها استفاده می‌کرد و احتمالاً می‌توانست سبب هجوم به کانتیری‌واید شود.

بانک نیویورک ملون گفت که فقط اگر فدرال رزرو بابت هرگونه ضرر ۲۴ ساعته‌ای که این نهاد بابت تماسش با کانتیری‌واید دریافت کرده طلب گرامت کند، قرارداد رپو را بازخريد خواهد کرد. اما فدرال رزرو اساساً برای انجام این کار باید کل بازار رپو را تضمین می‌کرد، زیرا همه بنگاه‌های گرفتار سردرگمی‌های مشابه نیز انتظار همین برخورد را از فدرال رزرو داشتند. در ضمن، موزیلو از فدرال رزرو می‌خواست که به همکاران غیربانکی و محتاج به پول کانتیری‌واید اجازه دهد تا از پنجره تنزیل وام بگیرند. اما این کار نیازمند استناد به بخش ۱۳(۳) قانون فدرال رزرو بود که اجازه انجام فعالیت‌های اضطراری را در «شرایط غیرعادی و بحرانی» می‌دهد. به این قانون از زمان رکود بزرگ توسل نشده بود و کانتیری‌واید هنوز به یک خط اعتباری ۱۱.۵ میلیارد دلاری دسترسی داشت.

برنانکی و گیتنر تصمیم گرفتند که دخالتی نکنند. ما هنوز در مراحل اولیه فرایند آزمایشی بودیم و نمی‌خواستیم این پیام را بدهیم که دولت می‌خواهد از هر بنگاه بزرگ به دردمس افتاده حمایت کند و اینکه فدرال رزرو یک وام‌دهنده روز مبادا بود؛ ما نمی‌توانستیم کمک کردن به بنگاهی را توجیه کنیم که هنوز می‌توانست روی پای خودش بایستد. کانتیری‌واید نهایتاً در اواخر شب همان روز موافقت کرد که خط اعتباری خودش را وصل و وثیقه‌اش را به روز کند و در نتیجه بانک نیویورک ملون نیز با تسویه رپو موافقت کرد. خیلی زود بانک آمریکا^۴ تصمیم گرفت که کانتیری‌واید را بخرد و مشکلات آن را به ترازنامه خودش منتقل کند.

با این حال، درام کانتیری‌واید از شکل‌گیری مشکلاتی در خارج از بانک‌های سنتی و توانایی محدود ما در اصلاح آنها خبر می‌داد. این درام همچنین نمایشی آزردهنده از خطرات تأمین وجه عمده‌فروشی

1. regulatory arbitrage
2. Bank of New York Mellon (BoNY)
3. Repo book

مال ضبط شده یا پس گرفته شده (در اثر عدم پرداخت قسط).

4. Bank of America
5. funding

بود. در عرض یک هفته متلاطم، تفاوت بین سودهای اوراق خزانه و اوراق تجاری با پشتیبانی دارایی هشت برابر افزایش یافته بود، یعنی از مقدار پایه ۳۵ تا ۲۸۰ (یا از ۰.۰۳۵ درصد تا ۰.۲۸۰). ما به تازگی دیده بودیم که چگونه یک بازار ۰.۱ تریلیون دلاری اوراق تجاری و یک بازار رپوی ۰.۲ تریلیون دلاری می‌تواند نسبت به هجوم‌ها آسیب‌پذیر باشند.

فراتر از بخت

رویکرد بیابید-و-ببرید در اوایل پاییز آن سال موفق به جذب بسیاری از بانک‌ها به پنجرهٔ تنزیل نشد؛ این موضوع تا حدی به این دلیل بود که لکهٔ ننگ مربوط به وام گرفتن از فدرال رزرو همچنان سرچایش بود و تاحدی نیز به دلیل این بود که آشفتگی‌ها کمی سامان یافته بود. بازار سهام به اوج جدیدی رسید، نرخ وام‌های بین‌بانکی به ثبات رسید و بانک لمن تملک نادرست بنگاه مستغلات آرکاستون-اسمیت^۱ را تکمیل کرد. تا بدینجا، روند بحران به شکل تکرار سال ۱۹۹۸ بود؛ همان زمانی که سقوط صندوق پوششی بزرگ مدیریت سرمایه بلندمدت^۲ اضطراب گسترده‌ای ایجاد کرد، اما پس از مداخلهٔ نصف‌ونیمه‌ای از جانب فدرال رزرو نتوانست آسیب گسترده‌ای به‌بار بیاورد.

اما این آرامش دوام چندانی نداشت. ابتدا مریل لینچ، بزرگ‌ترین کاهش ارزش دارایی‌های مسئله‌دار در تاریخ وال‌استریت را اعلام و سپس مدیر عاملش را اخراج کرد. سپس سیتی‌گروپ^۳ آپیشینه مریل را فاش کرد و مدیر عاملش، فردی که گفته بود بانک‌ها باید تا زمانی که موسیقی درحال پخش است برقصند را اخراج کرد. رقم این ضررها ترسناک بود، اما به لحاظ روان‌شناسی، این احساس که غول‌های مالی از غافل‌گیری‌های کریه و پنهان موجود در ترازنامه‌های‌شان هیچ خبری نداشتند، ترسناک‌تر بود. کاهش ارزش دارایی‌های مریل لینچ دوبرابر بزرگ‌تر از چیزی بود که سه هفته قبل پیش‌بینی کرده بود. کاهش ارزش دارایی‌های سیتی‌گروپ نیز هفت برابر بزرگ‌تر از چیزی بود که در بررسی درآمد قبلی‌اش پیش‌بینی کرده بود. هر دو بنگاه نشان دادند که در سطحی بسیار گسترده و جدید در معرض وام‌های درجه دو قرار دارند که قبلاً متوجه آن نشده بودند. آنها گیج به نظر می‌رسیدند و گویی بمب‌های ضرر در اطرافشان منفجر می‌شد.

منبع این ضررها نیز باعث نگرانی بود. ضررهای مریل لینچ بیشتر ناشی از «تعهدات بدهی وثیقه‌گذاری شدهٔ فوق برتر^۴»، یکی از شکل‌های مطمئن‌تر اوراق بهادار وام رهنی مسکن بود. اما آنها همچنان وام‌های مسکن بودند و در نتیجه سرمایه‌گذاران و بستانکارانی که بدون تحلیل زیاد، آنها را خریداری کرده یا به منزلهٔ وثیقه پذیرفته بودند، با همان‌گونه تحلیل نیز شروع به فروش و قبول نکردن آنها به جای وثیقه کردند. مسمویت ناگهانی تعهدات بدهی وثیقه‌گذاری شدهٔ فوق برتر نشانه‌ای از این بود که هیجان جنون‌آمیز در حال بدل شدن به هراس است و اینکه بازارها از کلمهٔ «وام رهنی مسکن» وحشت پیدا

1. Archstone-Smith
2. Long-Term Capital Management
3. Citigroup
4. super-senior CDOs

کرده بودند. سیتی گروپ درخصوص ۱. ۲ تریلیون دلار از «ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته»^۱ و دارایی‌های دیگری که در خارج از ترازنامه خود اندوخته بود نیز با مشکلات مشابهی روبرو شد. ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته که منابع تأمین بودجه آنها از بانک‌های پشتیبان مجزا بود نیز طی این رونق مطمئن قلمداد شده بودند. اما اکنون که چند مورد از ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته مرتبط با وام‌های درجه دو به مشکل برخورد کرده بودند، سرمایه‌گذاران متأثر درحال فراری دادن تمام ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته بودند و بنگاه‌ها را مجبور می‌کردند که مانند سیتی گروپ برای جلوگیری از یک ضربه حیثیتی، دارایی‌های مسئله‌دارشان را وارد ترازنامه کنند.

هنریک پاولسون سعی داشت با ترتیب‌دهی یک «ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته برتر»^۲ - یک صندوق سرمایه‌گذاری تأمین مالی شده خصوصی که قرار بود برای جلوگیری از حراج‌های ثابت‌شکن، دارایی‌های ابزارهای سرمایه‌گذاری ساخت‌یافته را خریداری کند - مشکل را خفیف‌تر سازد. اما بانک‌های بزرگ درگیر مشکلات زیادی بودند و نمی‌توانستند این صندوق را تأمین مالی کنند و بدون پشتیبانی دولت این تلاش ناکام ماند. فدرال رزرو همچنین سیتی گروپ را مجبور کرد که با دستور دادن به بانک جهت کاهش سود سهامش شروع به حفظ سرمایه کند و ما با کمک هم به سایر نهادهای دچار مشکل فشار آوردیم تا سرمایه جدیدی برای خود جمع کنند. سیتی گروپ طی چند ماه آینده ۲۰ میلیارد دلار جمع‌آوری کرد که عمدتاً از صندوق‌های ثروت مستقل در خاورمیانه و آسیا جمع‌آوری شده بود. مورگان استنلی^۳ و مریل لینچ نیز سرمایه‌گذاران خارجی را جذب کردند که مجبور بودند مراقب سهام جدید خود در گودال بنگاه‌های معتبر وال‌استریت باشند.

همین‌طور که سرمایه‌گذاران و بستانکاران از تمام محصولات مالی (چه آنها به وام‌های درجه دو آلوده شده بودند یا خیر) دوری می‌کردند و با این کار قیمت‌های این محصولات را کاهش می‌دادند و آنها را سمی‌تر می‌ساختند، اثر /شریشیا^۴ کم‌کم درحال نمایان شدن بود. گویی اجتناب از گوشت باعث گسترش /شریشیا^۴ شده بود. ترس درحال غلبه بر قوه استدلال بود، زیرا هیچکس نمی‌دانست که اخبار بد چه زمانی قرار است باعث حراج ناگهانی بعدی شود. در نظر گرفتن بدترین حالت، کاری عقلایی بود. تمام اوراق بهاداری که دچار مشکل شده بود قرار بود روزی ارزشمند باشد؛ قرار نبود تمام وام‌های رهنی مسکن نکول شود و آنهایی که پرداخت می‌شدند قرار بود مقداری از ارزش خود را در قالب فروش املاک مرهونه گرفته شده احیا کنند. اما در زمانی که هیچکس خواهان این اوراق بهادار نبود، قیمت آنها بدون توجه به کیفیت واقعی‌شان رو به کاهش بود.

این موضوع به تدریج درحال بدل شدن به مشکلی بود که دفترچه راهنمای بجت از حلش عاجز بود. ابزار سنتی فدرال رزرو، که غالباً متشکل از وام‌هایی در ازای وثیقه به بانک‌های تجاری ایالات متحده بود، به تدریج در حال از دست دادن توانایی‌شان در حل معضلات مهم نظام اعتباری بودند. چند بانکی

1. Structured Investment Vehicles (SIV)
2. Super SIV
3. Morgan Stanley
4. E. coli

که جرأت مراجعه به پنجرهٔ تنزیل را داشتند به سایر نهادهای مالی یا افراد دیگر وام نمی‌دادند و بسیاری از نهادهایی گرفتار شده اصلاً بانک‌های تجاری نبودند. در ماه دسامبر، فدرال رزرو تصمیم گرفت که دو تلاش جدید برای افزایش نقدینگی را آغاز کند و یک گام آزمایشی ورای اصول اساسی بجت و به سوی راه‌های آزموده نشده بردارد.

اولین مورد تسهیلات حراجی دوره‌ای^۱ بود؛ برنامه‌ای که طراحی شده بود تا با تلاش نه تنها برای افزایش مدت وام‌ها بلکه با به حراج گذاشتن آنها برای بانک‌های شایسته به جای وام‌دهی با یک نرخ ثابت، بر لکهٔ ننگ پنجرهٔ تنزیل غلبه کند. وام‌گیرندگان قرار بود به جای پرداخت نرخ جریمه، یک نرخ بازاری تعیین شده از طریق حراج را پرداخت کنند. بنابراین، در صورتی که اخبار وام‌هایشان درز پیدا می‌کرد، دیگر درمانده به چشم نمی‌آمدند. طی یک سال، فدرال رزرو قرار بود از طریق تسهیلات حراجی دوره‌ای به منزلهٔ پنجرهٔ تنزیل، وام‌دهی‌اش را پنج برابر کند. نوآوری دوم، خطوط سوآپ^۲ بود که فدرال رزرو آنها را همراه با بانک مرکزی اروپا و دیگر بانک‌های مرکزی خارجی تعیین کرد تا آنها بتوانند به نوبهٔ خود دلارها را به بانک‌های خصوصی در کشورهای خودشان وام دهند. (به این دلیل به آنها سوآپ گفته می‌شود که فدرال رزرو دلارهای خود را با ارزش خارجی مبادله می‌کرد و از سوی بانک‌های مرکزی خارجی که نهادهای دولتی هستند، ضمانت بازپرداخت دریافت می‌کرد.) به دلیل اینکه دلار عملاً ارز جهانی به حساب می‌آید، فراهم کردن دلار برای بانک‌های مرکزی خارجی یک گام مهم در آرام‌سازی بازارهای جهانی بود. یک سال بعد، فدرال رزرو چیزی بیش از ۵۰۰ میلیارد دلار در قالب سوآپ‌های پرداخت‌نشده در دست داشت و این موضوع باعث تقدیس فدرال رزرو در حکم وام‌دهندهٔ روز مبادا برای جهان شد. سوآپ‌ها و وام‌های مزایده‌ای به کاهش بحران نقدینگی در نظام مالی ایالات متحده کمک کرد، اما شرایط درحال وخیم‌تر شدن بود و فروپاشی موتور اعتباری در حال آسیب زدن به کل اقتصاد بود و این موضوع باعث تشدید استرس‌های ناشی از انفجار حباب مسکن بود. هنریک پاولسون در ماه دسامبر به کاخ سفید هشدار داد که اقتصاد درحال برخورد با یک صخره است. (ناظران رسمی چرخهٔ کسب‌وکار در ادارهٔ ملی تحقیقات اقتصادی^۳ بعدها اعلام کردند که آن ماه آغاز یک رکود بود.) چرخهٔ بازخوردی ترس و حراج در داخل وال استریت درحال اثرگذاری بر یک چرخهٔ بازخوردی از تناقضات اعتباری و تناقضات کسب‌وکاری بین وال استریت و میناستریت^۴ بود. شرایط مالی وخیم شونده درحال ایجاد شرایط اقتصادی بدتری بود که این موضوع به نوبهٔ خود درحال تسریع سقوط وام‌های درجه دو و افزایش هراس مالی بود. سرانجام کار به جایی رسید که ما نمی‌توانستیم بدون تثبیت اقتصاد به نظام مالی ثبات ببخشیم و برعکس. برای خاموش کردن این آتش باید هر دو کار را همزمان انجام می‌دادیم.

در سال ۲۰۰۷، فدرال رزرو با کاهش نرخ‌های سود کوتاه‌مدت از ۵.۵ درصد به ۴.۲۵ درصد محرک پولی کوچکی برای اقتصاد فراهم کرد، اما این تنها یک محرک کوچک بود. برنانکی فدرال رزرو را با

1. The Term Auction Facility (TAF)
2. swap lines
3. The National Bureau of Economic Research
4. Main Street

رویکردی محترمانه و مبتنی بر اجماع هدایت کرده بود و سعی داشت کاری کند که این نهاد با یک صدای واحد صحبت کند. اما فدرال رزرو در حال عقب افتادن از منحنی بحران بود و در سال ۲۰۰۸، برنانکی محرک پولی را با شدت بیشتری پیش راند و اعتراضات مدافعان تورم کمیته بازار آزاد فدرال^۱ را نادیده گرفت. فدرال رزرو تا ماه مارس نرخ‌ها را به ۲.۵ درصد کاهش داد. طی این بحران، فدرال رزرو نرخ‌ها را سریع‌تر از دیگر بانک‌های مرکزی کاهش می‌داد و اگر به گذشته نگاه کنیم متوجه می‌شویم که احتمالاً باید این نرخ‌ها را سریع‌تر نیز کاهش می‌داد. به هر حال، در بحران، سیاست پولی فقط تا حدی می‌تواند کارگر باشد، مخصوصاً زمانی که نظام بانکی و مردم بیش از حد اهرم‌سازی کرده‌اند و وضعیت هراس در حال محدود کردن اعتبار است.

در عین حال، هنریک پاولسون در ژانویه سال ۲۰۰۸ کاخ سفید را به سوی اجرای یک محرک مالی کینزی^۲ سوق داد و از بسته‌ای از کاهش‌های موقت مالیاتی که قرار بود به جبران انقباض در تقاضای خصوصی کمک کند حمایت کرد. او بنا به پیشنهاد رئیس‌جمهور بوش، یک توافق دوحزبی با سخنگوی کاخ سفید، نانسی پلوسی^۳ و رهبر اقلیت کاخ سفید^۴، جان بوهرنر^۵، امضا کرد که شامل کاهش مالیات به ارزش ۱۵۰ میلیارد دلار، بدون مخارج جدید بود. این توافق بیشتر کاهش‌های مالیاتی را به سوی خانواده‌های کارگر سوق داد (که شامل اعتبارات مالیاتی برای خانواده‌های کم‌درآمدی بود که مالیات‌های درآمدی را پرداخت نمی‌کنند، اما سایر مالیات‌های فدرال را می‌پردازند) همان‌طور که دموکرات‌ها خواستار آن بودند. این معامله از کنگره عبور کرد، بوش آن را در اواسط ماه فوریه امضا کرد و اولین چک‌ها قرار بود در ماه آوریل صادر شود. این پاسخی کوچک به یک عقب‌افتادگی بود که فقط ۱ درصد از تولید ناخالص داخلی را به خودش اختصاص می‌داد، اما یکی از سریع‌ترین واکنش‌هایی بود که به تأیید کنگره رسیده بود. این واکنش، همچنین اثبات کرد که فرایند قانونی همچنان سالم است و به هنریک پاولسون نیز فرصتی داد تا در کاپیتول هیل روابطی ایجاد کند که بعدها این روابط مفید واقع شد.

آتش در نظام مالی همچنان در حال پیش‌روی بود. بیمه‌کنندگان به اصطلاح تک‌محصولی، که کسب‌وکار سنتی‌شان در زمینه بیمه اوراق قرضه شهرداری را به تضمین اوراق بهادار وام‌های رهنی مسکن درجه دو و تعهدات بدهی وثیقه‌گذاری شده، در ازای وجهی بسط داده بودند، یکی از نهادهایی بودند که گرمای این آتش را احساس می‌کردند. زیان‌های این شرکت‌های بیمه تک‌محصولی باعث شد تا سرمایه‌گذاران کم‌کم به اوراق بهادار دیگری که تحت بیمه آنها بود، از جمله اوراق قرضه شهرداری شک کنند. فدرال رزرو برای کمک به تمام شرکت‌های در معرض وام‌های مسکن با فشار روبرو شده بود. حتی برنانکی

1. FOMC
2. Keynesian fiscal stimulus
3. Nancy Pelosi
4. House Minority Leader
5. John Boehner

شخصاً شنیده بود که رئیس وام رهنی مسکن تورنبرگ^۱، لری گولدستون^۲، پس از رد شدن وثیقه‌اش از جانب وام‌دهندگان رپو، از فدارل رزرو می‌خواهد تا از اختیار قانونی ۱۳(۳) خود برای ارائه یک وام اضطراری استفاده کند.

فدرال رزرو این درخواست‌ها را نپذیرفت، اما برنانکی و گیتنر فعالانه در حال جستجو به دنبال روش‌های جدیدی برای کاهش فشار روی قسمت‌های دیگر سیستم بودند، گام‌هایی که قرار بود فراتر از وام‌دهی به بانک‌ها باشد. در ماه مارس ۲۰۰۸، فدرال رزرو از برنامه تسهیلات وام‌دهی اوراق بهادار مشروط^۳ پرده‌برداری کرد؛ برنامه نوآورانه جدیدی که قرار بود نهایتاً نقدینگی را به نهادهای غیربانکی بسط داده و به بنگاه‌های غیربانکی، از جمله پنج بانک بزرگ سرمایه‌گذاری اجازه دهد تا وثایق کمتر نقدشونده خود را با وثایق نقدشونده‌تر تعویض کنند. برنامه تسهیلات وام‌دهی اوراق بهادار دوره‌ای از فدرال رزرو می‌خواست تا برای اولین بار پس از سال ۱۹۳۶، از اختیارات بخش ۱۳(۳) خود برای وام‌دهی اضطراری استفاده کند، اما برنانکی به هیئت مدیره گفت که این کار برای پرداختن به بحران وجوه نقد در سایه نظام بانکی حیاتی است: «این کار غیرعادی است، اما شرایط بازار نیز غیرعادی است.» فدرال رزرو در دهم مارس این برنامه را تأیید کرد، اما این برنامه قرار نبود طی دو هفته و نیم آینده آماده شود. اما طی این مدت، قرار بود اوضاع بازار بسیار غیرعادی‌تر شود.

-
1. Thornburg Mortgage
 2. Larry Goldstone
 3. The Term Securities Lending Facility

فصل سوم

آتش گسترش می‌یابد: مارس ۲۰۰۸ – سپتامبر ۲۰۰۸

هنریک پاولسون پیش‌نویس سخنرانی اقتصادی رئیس‌جمهور بوش که برای اواسط ماه مارس برنامه‌ریزی شده بود را بررسی کرد و آن را پسندید. او فکر می‌کرد که این کار باعث اطمینان خاطر پیدا کردن کشور از اراده ریاست‌جمهوری برای پایان دادن به بحران خواهد شد. اما برنانکی یک اصلاحیه را توصیه کرد: اینکه نگوییم «هیچ بسته نجاتی» وجود نخواهد داشت. رئیس‌جمهور از این مسئله شوکه شد. او پرسید: «ما که قصد نداریم یک بسته نجات ارائه کنیم، این طور نیست؟»

هنریک پاولسون قصد این کار را نداشت و امیدوار بود که نیازی هم به این کار نباشد، اما تلاطم در بازارها هر روز در حال بدتر شدن بود.

هنریک پاولسون در پاسخ گفت: «آقای رئیس‌جمهور، حقیقت این است که کل سیستم چنان شکننده است که نمی‌دانیم اگر قرار باشد یک نهاد مالی غرق شود، چه کاری باید انجام دهیم.»

درواقع، یک نهاد مالی بزرگ در شرف چنین غرق‌شدگی بود: بیر استرنز؛ یک بانک سرمایه‌گذاری هشتاد و پنج ساله با دارایی‌هایی به ارزش ۴۰۰ میلیارد دلار. این نهاد مالی نیز مانند کانتیری‌واید، تا حدی به دلیل ارتباطش با وام‌های رهنی مسکن با بحران اعتماد روبرو بود. بستانکاران از تمدید اوراق تجاری این بانک دست برداشته بودند، وام‌دهندگان رپو تقاضای وثیقه بیشتری داشتند و صندوق‌های ضمانت در حال بستن حساب‌های کارگزاری این بنگاه بودند. نه فدرال رزرو و نه خزانه‌داری بر بیر استرنز نظارت نداشتند؛ نهاد ناظر^۱ این بنگاه، کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۲ - یک نهاد اعمال قانون متمرکز بر محافظت از سرمایه‌گذاران و نه بر ایمنی و سلامت موسسات مالی - بود. اما بیر استرنز چنان به نحوی گریزناپذیر در نظام مالی درگیر شده بود که ورشکستگی این نهاد به منزله تهدیدی برای فروپاشی کل آن نظام مالی به شمار می‌رفت و ما نمی‌توانستیم فقط به این دلیل که این تهدید در خارج از حیطه

1. regulator

2. Securities and Exchange Commission (SEC)

کاری ما آغاز شده، نادیده‌اش بگیریم.

فروپاشی بیر استرنز در چهاردهم ماه مارس یک نقطه عطف در این بحران بود و نظام مالی را در معرض بزرگ‌ترین خطر و مهمات اضطراری آمریکا را مورد سخت‌ترین آزمون از زمان رکود بزرگ قرار داد. فدرال رزرو با مداخله برای جلوگیری از انفجار یک نهاد غیربانکی، از یک مرز غیرقابل برگشت عبور کرده بود. نجات بیر استرنز به جلوگیری از آبخاری از ورشکستگی‌های مالی و مصائب اقتصادی - که قرار بود بعد از فروپاشی بانک برادران لمن مشاهده کنیم - و به برقراری شش ماه آرامش نسبی کمک کرد. اما این کار حتی در آن زمان نیز تسکین‌بخشی خاصی نداشت. اگر جی‌پی‌مورگان چیس^۱ تمایلی به خرید بیراسترنز و ضمانت اکثریت قریب به اتفاق تعهدات این نهاد نشان نداده بود، ما نمی‌توانستیم از این ورشکستگی هولناک جلوگیری کنیم. ما می‌دانستیم که بیر استرنز یگانه نهاد غیربانکی در هم تنیده با نظام مالی و دارای اهرم مالی زیاد نبود که در معرض خطر گریز مالی بود. هفت ماه پس از آغاز بحران، داستان غم‌انگیز داستان غم‌انگیز بیر استرنز، هشدار واقعی بینانه درباره ضعف نظام مالی، محدودیت‌های ما و پتانسیل وقوع فاجعه در آینده‌ای نه چندان دور بود.

بیر استرنز: چنان در هم تنیده که ورشکستگی یکی به ورشکستگی همه می‌انجامد^۲

بیر استرنز که از الزامات سرمایه‌ای و دیگر قوانین محدودکننده بانک‌های تجاری فارغ بود، طی دوره رونق از اهرم مالی استفاده شدیدی می‌کرد و به مدت پنج سال متوالی از درآمدهای بی‌سابقه‌ای سود می‌برد. اما در هفته‌ی روز دهم مارس، یک هجوم مالی در بیر استرنز آغاز شد و تصور اینکه این هجوم می‌تواند خود به خود متوقف شود بسیار دشوار بود. گذشته از هر چیز، یک بانک سرمایه‌گذاری که اعتماد مشتریان یا بازارها را از دست داده باشد چیز زیادی در دست ندارد. از دیدگاه بازار، بیر استرنز عمدتاً مجموعه‌ای از کسب‌وکارهای شکننده و دارایی‌های ریسکی بود. کسب‌وکارها بر اعتماد استوارند و زمانی که مردم نسبت به اطمینان بیر استرنز در انجام وظایفش تردید پیدا کردند، برای انتقال مال خود به محلی دیگر هجوم بردند و این موضوع باعث غیرمعمدتر شدن بیر استرنز شد.

بیر استرنز هفدهمین نهاد مالی بزرگ کشور بود؛ کوچک‌ترین نهاد در بین پنج بانک سرمایه‌گذاری مستقل. اما این بانک دوبرابر کانتی‌واید بود و با داشتن ۵,۰۰۰ طرف حساب تجاری و ۷۵۰,۰۰۰ قرارداد فرعی آزاد، در هم تنیدگی بسیار بیشتری با نظام مالی داشت. این نهاد با بانک‌ها، کارگزاری‌ها، صندوق‌های پوششی، صندوق‌های بازنشستگی، دولت‌ها و شرکت‌ها کار می‌کرد؛ و مشتریان در تقاضای کاهش ارتباط خود با بیر استرنز بودند و سعی داشتند متوجه شوند که چه نهادهای دیگری نیز در معرض خطرات این نهاد هستند. نظام مالی پیش از این به دلیل هفت ماه دست و پنجه نرم کردن با بحران ضعیف‌تر شده بود و تصور اینکه نکول تعهدات بیراسترنز چه ترسی می‌تواند ایجاد کند آزاردهنده بود؛ مثلاً حراج وثایق؛ منحل شدن آتشین مبادلات مشتقات؛ سقوط بازار رپو؛ یک هجوم احتمالی به

1. JPMorgan Chase

2. Too Interconnected to Fail)too connected to fail”(TCTF)

مفهومی است با این مضمون که یک نهاد یا موسسه مالی آنچنان در ارتباط تنگاتنگ و متقابل با دیگر نهادها و موسسات قرار دارد که اگر ورشکسته شود به ورشکستگی کل سیستم و سایر نهادها و موسسات می‌انجامد.

بانک لمن - بانکی که دومین بانک سرمایه‌گذاری ضعیف بود؛ و شاید حتی سقوط غول‌های وام مسکن فنی می و فردی مک. شب پنجشنبه، سیزدهم مارس، بیر استرنز در آتش بحران سوخت؛ ذخایر نقدی این بانک در عرض دو روز از ۱۸ به ۲ میلیارد دلار کاهش یافت و قصد داشت صبح روز بعد اعلام ورشکستگی کند.

ما در ابتدا گمان نمی‌کردیم که بتوانیم از یک ورشکستگی جلوگیری کنیم. شرکت بیمه سپرده فدرال^۱ قدرت کمک به بانک‌های ورشکسته به شکلی منظم و درعین‌حال ایستادن پای تعهداتش را داشت، اما دولت فدرال برای نهادهای غیربانکی که می‌توانستند از آشوب نکول اجتناب کنند هیچ برنامه حل مسئله منظمی نداشت. از نظر ما پاسخ فدرال رزرو قرار بود تزریق نقدینگی بیشتر به بازارها برای مهار آسیب‌های ناشی از یک فروپاشی اجتناب‌ناپذیر باشد؛ کاری که تیموتی گیتنر آن را «پول‌پاشی» برای جلوگیری از گسترش آتش پس از سقوط و سوختن بیر استرنز می‌نامید.

جعبه ابزار وام‌دهی بانکی بخت در زمینه جلوگیری از یک هجوم در یک نهاد ضعیف ارزش محدودی داشت و توانایی‌های اضطراری دیگر دولت به آن اندازه که مردم می‌پنداشتند فراگیر نبودند. خزانه‌داری نمی‌توانست بدون اجازه کنگره کار زیادی انجام دهد و همچنین اقتدار فدرال رزرو عمدتاً به وام‌دهی در برابر وثایق قابل‌اطمینان محدود می‌شد؛ نه فدرال رزرو و نه خزانه‌داری قدرتی برای تضمین تعهدات، سرمایه‌گذاری یا خرید دارایی‌های نقد به منظور توقف هجوم به یک بانک را نداشتند. برنامه تسهیلات وام‌دهی اوراق بهادار دوره‌ای هنوز آغاز نشده بود و فدرال رزرو هیچ تسهیلات مستحکمی برای وام‌دهی به یک بانک سرمایه‌گذاری مانند بیر استرنز نداشت. اما فدرال رزرو بخش ۱۳(۳) را داشت و در نتیجه می‌توانست در «شرایط غیرعادی و اضطراری» برای نهادهای غیربانکی تأمین وجه کند. اما بخش ۱۳(۳) عصابی جادویی نبود که بتواند یک شرکت ورشکسته را ماندگار، یک برند خراب‌شده را بازیابی یا دارایی‌های سمی را ارزشمند سازد.

در اثنای چنین هراسی، تشخیص اینکه آیا یک بنگاه به دردرس افتاده واقعا معسر است یا خیر می‌تواند کار دشواری باشد. بازارها همیشه درست یا عقلانی نیستند و همیشه این احتمال وجود دارد که اوراق بهاداری که طی موجی از ترس هیچکس آنها را نمی‌خواهد، پس از برقراری مجدد اعتماد، دوباره به اوراقی مقبول بدل شوند. اینجاست که نقدینگی و وام‌های دولت می‌تواند به بنگاهی که اساساً دارای ماندگاری است کمک کند تا پرداخت‌هایش را انجام دهد و از غرق شدن همراه با سایر نهادهای ضعیف اجتناب کند. اما سرازیری بیر استرنز که بسیار سریع‌تر و تندتر از سرازیری بنگاه‌های مشابه بود، نشان داد که این نهاد دچار ضعف واقعی و مفرط است. در هر صورت، فدرال رزرو دفاتر مالی بیر استرنز را ندیده بود و هیچ اساسی برای این نتیجه‌گیری نداشت که این بنگاه قادر به پرداخت بدهی‌اش از یک هجوم بد هدایت‌شده باشد. ظاهراً کمیسیون بورس و اوراق بهادار که به دفاتر مالی بیر استرنز دسترسی داشت نیز به چنین چیزی باور نداشت. مطابق آنچه ما می‌دانستیم، باور نداشتیم که وام‌دهی برای جلوگیری از ارزش رو به تنزل دارایی‌ها و کسب‌وکارهای بیر استرنز موفق به نجات این بنگاه شود. ما

1. The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

می‌ترسیدیم که فدرال رزرو با وام دادن در اثنای این گریز مالی شتاب‌گیرنده تنها قرار باشد در تأمین وجه برای خروج چند بستانکار کوتاه‌مدت که هنوز خارج نشده بودند موفق شود، بدون اینکه از فروپاشی نهایی بیر استرنز و آشوب ناشی از آن جلوگیری به عمل آورد.

در ساعات پیش از سپیده‌دم چهاردهم مارس، کارمندان فدرال رزرو در نیویورک برای استناد به بخش ۱۳(۳) و زنده نگه داشتن بیر استرنز تا آخر هفته، یک راه چاره موقت پیشنهاد کردند: وامی از فدرال رزرو به بانک نقدکننده چک‌های بیر استرنز؛ یعنی جی‌پی مورگان چیس که قرار بود این پول را در اختیار بیر استرنز قرار دهد و قرار بود این وام از طریق دارایی‌هایی که وام‌دهندگان ریو دیگر به عنوان وثیقه قبولشان نمی‌کردند تضمین شود. اساساً، فدرال رزرو قرار بود به مدت یک روز وام‌دهنده ریوی بیر استرنز باشد. بسیاری از همکاران ما از این حرکت ناراضی بودند زیرا این‌طور به نظر می‌رسید که ما پیشنهاد می‌کنیم می‌توانیم تعهدات یک نهاد غیربانکی در شرف ورشکستگی را تضمین کنیم، اما ما توافق کردیم که این کار دست‌کم مهلت آخر هفته را به خواهد داد تا بتوانیم در این زمان به دنبال راه دیگری برای اجتناب از فاجعه باشیم. هنریک پاولسون زمانی که این مسئله را به رئیس‌جمهور اطلاع می‌داد با طعنه گفت: «شما می‌توانید جمله مربوط به "نبود بسته نجات" را از متن سخنرانی‌تان خط بزنید.»

از آنجا که ما فکر نمی‌کردیم فدرال رزرو بتواند به اندازه کافی وام بدهد و وثایق تضعیف‌شده بیر استرنز را جبران کند و این بنگاه را در حکم یک نهاد مستقل نجات دهد، همچنان برای جلوگیری از تجزیه بیر استرنز مجبور بودیم وقتی بازارها روز دوشنبه باز شدند، یک خریدار برای آن پیدا کنیم. جی‌پی مورگان به سرعت به عنوان تنها ناجی بالقوه، با داشتن اعتباری برای حمایت از مبادلات بیر استرنز مطرح بود و مدیر عاملش، جیمی دیمون^۱ اصرار داشت که اگر فدرال رزرو فقط بخشی از ریسک دارایی‌های وام رهنی مسکن بیر استرنز را به عهده می‌گیرد، کارهای زیادی می‌تواند انجام دهد. بنابراین، شب یکشنبه، فدرال رزرو بخش ۱۳(۳) را به عنوان تفسیر خلاقانه دیگری از قدرت این بانک در وام‌دهی به پشتوانه وثیقه به اجرا گذاشت.

جی‌پی مورگان با خرید بیر استرنز با قیمت ۲ دلار در ازای هر سهم موافقت کرد و این پیشنهادی بود که دیمون بعدها آن را به ۱۰ دلار افزایش داد تا مطمئن شود که سهامداران بیر استرنز در این ادغام ایجاد خلل نمی‌کنند و نظام مالی را مجدداً به آشفتگی نخواهند انداخت. این کار حیاتی بود، زیرا جی‌پی مورگان همچنین موافقت کرده بود که در مدت زمان انتظار برای پایان این ادغام، ریسک تضمین دفاتر مالی بیر استرنز را به عهده خواهد گرفت و این یک پشتیبانی هراس‌زدا بود که فدرال رزرو اختیار انجامش را نداشت. اما فدرال رزرو قرار بود به یک نهاد جدید که آن را میدن لین^۲ نامید، ۳۰ میلیارد دلار وام بدهد و این نهاد اوراق بهادار بیر استرنز به ارزش ۳۰ میلیارد دلار را از جی‌پی مورگان بخرد. طبق بخش ۱۳(۳)، فدرال رزرو فقط زمانی می‌تواند وام دهد که آن وام برای «تضمین رضایت خاطر»

1. Jamie Dimon
2. Maiden Lane



بانک مرکزی^۱ داده شود، که البته این معیار نسبتاً مبهم است. گروهی از سوی بنگاه سرمایه‌گذاری بلک‌راک^۲ با تحلیل دارایی‌هایی که جی‌پی مورگان می‌خواست از شرشان راحت شود به ما گفت که به احتمال خوبی این وام طی چند سال و بدون هیچ ضرری بازپرداخت خواهد شد. برنانکی و گیتنر تصمیم گرفتند که اگر خزانه‌داری هرگونه ضرر بالقوه فدرال رزرو به خاطر این وام را تضمین کند، این بانک راضی خواهد شد و هنریک پاولسون به سرعت با این موضوع موافقت کرد.

اما سپس وکلای خزانه‌داری به هنریک پاولسون گفتند که او نمی‌تواند به فدرال رزرو غرامت بپردازد؛ در اثنای این بحران بود که ما متوجه میزان محدودیت توانایی‌های خزانه‌داری شدیم. بنابراین، گیتنر از هنریک پاولسون خواست تا نامه‌ای در حمایت از وام فدرال رزرو بنویسد و اشاره کند که اگر پول از دست برود، به جای اخذ غرامت، فدرال رزرو فقط سودهای کمتری به خزانه‌داری بپردازد. هنریک پاولسون این نامه را «تمام پول‌ها سبز رنگ‌اند» نامید و اگرچه از لحاظ قانونی معنای زیادی نداشت (فدرال رزرو به طور متداول تمام درآمدهای بالاتر از هزینه‌های اداری را به خزانه‌داری واریز می‌کرد) اما توانست خزانه‌داری و قوه مجریه را در تصمیم مهم فدرال رزرو دخیل سازد. ما می‌خواستیم همه بدانند که همه ما در این تصمیم دخیل هستیم.

درعین‌حال، فدرال رزرو برای آغاز یک برنامه وام‌دهی فعالانه‌تر برای بانک‌های سرمایه‌گذاری، که به آن تسهیلات اعتباری معامله‌گران اصلی^۳ گفته می‌شد، بخش ۱۳(۳) را دوباره اجرا کرد که قرار بود در مقایسه با تسهیلات وام‌دهی اوراق بهادار مشروط، طیف وسیع‌تری از وثایق، از جمله دارایی‌های پرریسک‌تر را قبول کند. امیدوار بودیم که مداخله در بانک بیر استرنز باعث آرام شدن بازارها شود، اما می‌دانستیم که بانک برادران لمن نیز دچار مشکلاتی مشابه با بیر استرنز شده بود، و اینکه مریل لینچ، مورگان استنلی^۴ و حتی گلدمن ساکس نیز ممکن است به دسترسی لیبرال‌ها به تور ایمنی اضطراری نیاز داشته باشند.

مداخله در بانک بیر استرنز باعث آرام شدن بازارها شد، اما موج شدیدی از سیاست^۵ واکنش به بحران را نیز ایجاد کرد. بسیاری از سیاست‌مداران و دانشمندان ما را متهم به واکنش زود هنگام به ریتم داروینی نظام سرمایه‌داری کردند، با این استدلال که اثر اقتصادی ورشکستگی یک بانک سرمایه‌گذاری کوچک خواهد بود؛ اما شش ماه بعد، با ورشکست شدن بانک لمن، این ادعا رد شد. لیبرال‌ها و محافظه‌کاران همه به این دلیل که ما دلارهای مالیات‌دهندگان را برای نجات بانکداران نالایق اسراف کردیم به ما حمله‌ور شدند. سنت‌گرایان در زمینه مخاطرات اخلاقی هشدار دادند که ما در حال تشویق ریسک‌پذیری

-
1. Reserve Bank
 2. BlackRock
 3. The Primary Dealer Credit Facility (PDCF)
 4. Morgan Stanley
 5. politics

افراطی هستیم؛ سناتور حزب جمهوری‌خواه، جیم بانینگ^۱ از کنتاکی^۲، انگ سوسیالیست بودن به ما زد. حتی رئیس سابق فدرال رزرو، پل ولکر^۳، گفت که اقدامات فدرال رزرو «به مرزهای قدرت قانونی و فرضی‌اش بسط یافته است» که اگرچه این گفته دقیق بود (زیرا ما مراقب بودیم که از این مرز پایین نیافتیم)، اما شبیه یک تحسین هم نبود. ما متوجه شده بودیم که با چالشی دوگانه روبرو هستیم: تصمیم بر انجام کار درست و توضیح دادن در مورد اینکه چرا این کار درست بوده است. موضوعی درخصوص نجات بئیر استرنز که در توضیحش دچار مشکل شده بودیم این بود که دقیقا چه کسی نجات پیدا کرد. این مداخله تضمین کرد که بستانکاران و طرف حساب‌های بئیر استرنز پول‌شان را به طور کامل دریافت می‌کنند و دیگر دست از هجوم برداشته و در نتیجه بستانکاران و طرف حساب‌های بنگاه‌هایی که وضعیتی مشابه داشتند نیز دست به هجوم نزنند. طی یک بحران، هر چیزی که باعث افزایش نااطمینانی در مورد بازپرداخت پول بستانکاران شود می‌تواند علامتی برای هجوم باشد. اما خود بئیر استرنز نجات پیدا نکرد. این بنگاه از بین رفت. مدیران ارشد این بنگاه شغل و بیشتر ثروت‌شان را از دست دادند. سهامداران این بنگاه چیزی بیشتر از صفر دلار از ارزش بنگاه در زمان ورشکستگی را دریافت کردند، اما این رقم ۹۵ درصد کمتر از ارزش این بنگاه در دوران اوجش در اوایل سال ۲۰۰۷ بود. تمام مداخلات مقداری مخاطرات اخلاقی ایجاد می‌کنند، اما تشخیص اینکه سرنوشت بئیر استرنز چگونه می‌توانست بنگاه‌های دیگر را به تقلید از رویکرد غیرمحتاطانه این بنگاه تشویق کند، کار دشواری بود. البته، هجوم اجتناب‌ناپذیر مالی در بانک لمن نشان داد که بازارها مطمئن نیستند که دولت بار دیگر برای نجات وارد عمل خواهد شد.

در حال، ما دلارهای مالیات‌دهندگان را هدر ندادیم؛ وام بئیر استرنز سرانجام بازپرداخت شد و دولت سودی بیش از ۲.۵ میلیارد دلار از آن به دست آورد. اما هدف این وام کسب سود نبود؛ بلکه هدفش جلوگیری از فروپاشی یک بنگاه دارای اهمیت سیستمیک و جلوگیری از آسیب اقتصادی اجتناب‌ناپذیر ناشی از آن بود. همچنان فکر کردن به واکنش زنجیره‌ای که می‌توانست در نتیجه ورشکستگی بئیر استرنز به وجود آید ترسناک است، مخصوصا زمانی که ما هنوز نتوانسته بودیم فنی‌می و فردی مک که در حال حفاظت از بازمانده‌های بازار وام رهنی مسکن ایالات متحده بودند را به ثبات برسانیم. زمانی که کانتری‌واید در حال ورشکستگی بود، عدم مداخله هنوز یک گزینه بود، اما بئیر استرنز بیش از حد در نظام مالی تنیده بود و نمی‌توانستیم بگذاریم ورشکست شود و نظام مالی پس از هفت ماه سوختن در آتش بحران، واقعا بیش از حد شکننده شده بود و تحمل ورشکستگی این بنگاه را نداشت.

ما پس از نجات بئیر استرنز احساس پیروزی نمی‌کردیم. احساس ناخوشایندی داشتیم. این رخداد نشان داد که چگونه اعتماد به بنگاه‌های غیربانکی دارای اهرم مالی زیاد و مقررات سست و تأمین مالی کوتاه‌مدت بیش از اندازه می‌تواند در یک آن ناپدید شود و بئیر استرنز تنها موسسه مالی نبود که

1. Jim Bunning
2. Kentucky
3. Paul Volcker



مقادیر بیش از اندازه زیاد و کوتاه‌مدتی را با نظارت بسیار کم قرض گرفته بود یا اینکه مقادیر زیادی را در وام‌های رهنی مشکوک و محصولات اعتباری ساختاری که دیگر هیچ فردی به آنها اعتماد نداشت سرمایه‌گذاری کرده بود. هنریک پاولسون آنقدر نگران فنی می و فردی مک بود که در یکشنبه دیوانه‌وار آخرفته‌بیر استرنز وقت گذاشت و جلسه‌ای را با مدیران ارشد اجرایی و ناظران این دو بنگاه ترتیب داد و از مثال بیر استرنز برای مجبور کردن این دو بنگاه به افزایش سرمایه استفاده کرد. شک زیادی در بازارها وجود داشت که بنگاه «بعدی» بانک لمن خواهد بود؛ این تردیدها می‌تواند برای یک بنگاه مالی یک پیشگویی خودمحقق^۱ باشند. بانک لمن ۷۵ درصد بزرگ‌تر از بیر استرنز و دارای اکسپوژر املاک بیشتر و حتی یک دفتر مشتقات بزرگ‌تر و ۲۰۰ میلیارد دلار به شکل تأمین مالی رهو بود؛ در نتیجه از بسیاری جهات، هدف بسیار مقبول‌تری برای هجوم محسوب می‌شد.

درواقع، اکنون کل مدل کسب‌وکار خالق بیر استرنز مشکوک شده بود؛ پس از بیر استرنز، هنریک پاولسون باید چند تن از وزرای مالی اروپایی را متقاعد می‌کرد تا بانک‌هایشان را مجبور به قطع معامله با هر یک از چهار بانک سرمایه‌گذاری نجات‌یافته ایالات متحده نکنند. اکنون که فدرال رزرو در حال وام دادن به بانک‌ها بود، سرانجام قدرت بررسی دفاتر مالی آنها را به دست آورده بود. نتایج این بررسی قوت قلبی به ما نداد. آزمون‌های استرس فدرال رزرو نشان داد که بنگاه‌های لمن، مریل لینچ، مورگان استنلی و گلدمن ساکس همگی در خصوص تأمین وجوه عمده خود در معرض آسیب هجوم قرار دارند و اینکه لمن برای زنده ماندن در سناریویی مشابه بیر استرنز، به ۸۴ میلیارد دلار نقدینگی اضافی نیاز دارد. ما هر سه بنگاه را به کاهش اهرم مالی، پیدا کردن منابع تأمین وجه بلندمدت‌تر و جمع‌آوری سرمایه بیشتر مجبور کردیم، اما بانک‌های سرمایه‌گذاری در آن زمان مانند یک سرمایه‌گذاری جذاب به نظر نمی‌رسیدند.

ما هر سه در این شرایط آزردهنده به خوبی همکاری و راه‌حلی برای بیر استرنز پیدا کردیم. اما بخت نیز با ما یار بود. اگر جی‌پی مورگان تمایلی به ضمانت دفاتر مالی بیر استرنز و جذب بخش عمده دارایی‌های این بنگاه نشان نمی‌داد، ممکن بود نظام مالی در همان ماه مارس دچار فروپاشی کامل درونی شود. حق با پل ولکر بود زیرا فدرال رزرو مرزهای محدودیت قدرتش را بازتر کرده بود و نجات‌های تک‌کاربرده، بیکیفیتی این قدرت را برملا کرده بودند. دولت ایالات متحده همچنان برای تزریق سرمایه به یک بنگاه گرفتار مشکل و خرید دارایی‌ها یا ضمانت تعهدات آن راهی نیافته بود؛ به عبارت دیگر، دولت راهی برای متوقف ساختن یک هجوم تمام‌عیار نداشت؛ اگر این بنگاه یک نهاد غیربانکی نبود، حتی راهی برای آرام‌سازی مطمئن آن به منظور جلوگیری از ورشکستگی نیز نمی‌توانست وجود داشته باشد. ترکیبی از حمایت فدرال رزرو از خرید بیر استرنز توسط جی‌پی مورگان و تسهیلات اعتباری جدید معامله‌گران اصلی جدید فدرال رزرو برای بانک‌های سرمایه‌گذاری به ایجاد این توقعات کمک کرد که ما صاحب اراده و ابزار لازم برای جلوگیری از ورشکستگی بانک‌های سرمایه‌گذاری دیگر نیز هستیم، اما در واقع دولت ظرفیت محدودی برای انجام این کار داشت.

1. self-fulfilling prophecy

اندکی بعد از ماجرای بیر استرنز، برنانکی و هنریک پاولسون به دیدار بارنی فرانک^۱، رئیس دموکرات کمیته خدمات مالی کاخ سفید^۲ رفتند تا به او توضیح دهند که چه بسا بانک لمن نیز با شرایط مشابهی روبرو شود؛ در نتیجه در صورت پیدا نکردن خریداری مثل جی پی مورگان، برای جلوگیری از ورشکستگی یک بانک سرمایه‌گذاری دیگر نیاز به اختیار تصمیم‌گیری اضطراری وجود دارد. بارنی توضیح داد که انجام این سیاست‌ها قبل از انتخابات ماه نوامبر غیرممکن خواهد بود، مگر آنکه ترس‌ها درباره بانک لمن را در بوق و کرنا کنیم و کنگره را متقاعد کنیم که فروپاشی این نهاد برای آمریکا ویران‌گر خواهد بود. ما می‌دانستیم که درخصوص سیاست حق با اوست (زیرا هرگونه قانون‌گذاری به قصد افزایش اختیار مدیران بحران به منزله یک لایحه نجات قلمداد می‌شود) و همچنین می‌دانستیم که الفاظ هشداردهنده می‌توانند به ایجاد زلزله‌ای در بازارها و تسریع این ورشکستگی که قصد جلوگیری از آن را داشتیم بیانجامد. باید تا زمانی که فاجعه ما را ملزم به استفاده از ابزارهای بیشتری نکرده بود، با همان ابزار محدودی که داشتیم مدارا می‌کردیم.

ما احساس می‌کردیم که با یک نوار چسب و سیم بسته‌بندی در حال مبارزه با این بحران هستیم. بازارها پس از قضیه بیر استرنز کمی آرام شدند و ما امیدوار بودیم تا مدتی آرام بمانند. اما گیتنر همیشه می‌گفت: «امیدواری، یک استراتژی نیست.»

فنی می و فردی مک: شلیک بازو کا^۳

در یازدهم ژوئیه هجومی به یک بانک آمریکایی صورت گرفت؛ این هجوم همانند هجوم بیر استرنز صوری نبود، بلکه هجومی واقعی به یک ساختمان واقعی بود، همانند هجومی که در فیلم «این یک زندگی شگفت‌آور است»^۴ دیده‌ایم. پس از اینکه شرکت بیمه سپرده فدرال بانک ایندی‌مک^۵ (یک نهاد مالی کالیفورنیایی که قبلاً با کانتیری‌واید در ارتباط بود و به طور مشابه در زمینه رویکرد خود نسبت به املاک بی‌دقت بود) را تصاحب کرد، سپرده‌گذاران هراسان بیرون از ساختمان صف کشیدند و تقاضای پس گرفتن پول‌شان را داشتند. شرکت بیمه سپرده فدرال سپرده‌های تا سقف ۱۰۰,۰۰۰ دلار را تضمین کرد، در نتیجه بیشتر این افراد دلیلی برای نگرانی نداشتند. اما تصاویری از اضطراب نسبت به بزرگ‌ترین ورشکستگی بانکی در ایالات متحده از زمان بحران سپرده‌گذاری و وام‌های دهه ۱۹۸۰ به اخبار راه پیدا کرد. هفته بعد، سپرده‌گذاران وحشت‌زده در عرض یک روز بیش از ۱ میلیارد دلار را از واشینگتن میوچوال^۶ بیرون کشیدند، نهادی که حتی از ایندی‌مک نیز بزرگ‌تر بود و ارتباط مشابهی با وام‌های مسکن داشت. هراس، یک بیماری مسری است. ورشکستگی ایندی‌مک نشانه‌ای از این بود که آتش دوباره در حال سوزنده‌تر شدن است، اما به نظر

1. Barney Frank
2. The House Financial Services Committee
4. It's a Wonderful Life
5. IndyMac Bank
6. Washington Mutual

۳. نوعی سلاح گرم

نمی‌رسید که این آتش هسته نظام مالی را تهدید کند. آن هفته، نگرانی‌های اصلی ما در مورد فنی می و فردی مک بود؛ غول‌های وام مسکن با پشتیبانی دولت که روی هم رفته پنجاه برابر ایندی‌مک (و بیش از چهار برابر بیر استرنز) بودند. آنها بیش از ۵ تریلیون دلار را در قالب بدهی وام رهنی مسکن نگه می‌داشتند یا آن را ضمانت کرده بودند و همچنین آخرین منبع عمده تأمین مالی وام رهنی مسکن در ایالات متحده بودند که از بین هر چهار وام مسکن، سه فقره را پشتیبانی می‌کردند. این بدان معنا بود که فروپاشی آنها مانع از ایجاد وام‌های رهنی مسکن جدید می‌شد و بازار مسکن که تا آن زمان صدمات زیادی دیده بود را متلاشی می‌کرد و این به معنای رهن‌شکنی‌های بیشتر در مین استریت و اضطراب بیشتر در خصوص اوراق بهادار وام رهنی مسکن در وال استریت بود. فنی می و فردی مک که به طرز انکارناپذیری سیستمیک و در حال خونریزی بودند.

هیچ مقام و قدرتی وجود نداشت که دولت را قادر به نجات فنی می و فردی مک بسازد؛ هنریک پاولسون باید کنگره را متقاعد به تصویب چنین قانونی می‌کرد و با این کار واکنش ما به بحران را وارد کانون درگیری‌های سیاسی می‌ساخت. اساساً قرار بود ما دو مورد از مهم‌ترین بنگاه‌های آمریکا را ملی‌سازی کنیم و این نیز مداخله دیگری بود که در شرایط عادی امکان‌ناپذیر بود. اقدامات ما همچنان به شدت نامحبوب بود، اما همچنان باور داشتیم که این اقدامات از ورشکستگی‌های فاجعه‌بار جلوگیری می‌کند؛ و همچنان این اقدامات سرانجام به سود قابل توجهی برای مالیات‌دهندگان می‌انجامد و در عین حال تأثیر آنها در مقایسه با هر اقدام عمومی یا خصوصی دیگری برای کمک به احیای بازار مسکن بیشتر بود. اما اگرچه تملک فنی می و فردی مک مطلقاً الزامی بود و این کار هراس مربوط به اوراق بهادار این بنگاه‌ها را از بین برد، اما نتوانست هراس موجود در کلیت نظام مالی را مهار کند. این اقدام، دست کم، پیامی ناخواسته دال بر شکنندگی بیش از پیش نظام مالی ارسال کرد.

فنی می و فردی مک، موسسات دورگه عجیبی بودند. آنها برای ترویج مالکیت مقرون به صرفه مسکن دارای منشورهای فدرال بودند، اما همچنین بنگاه‌های خصوص پرمفعتی بودند که بر بازار رهن ثانویه تسلط داشتند. این شرکت‌های دولتی^۱ در شهر واشنگتن نفوذ عمیقی در هر دو حزب داشتند و از این فرض که دولت هرگز اجازه نخواهد داد که آنها به دلیل استقراض سنگین زیر قیمت بازار بدون داشتن یک سپر سرمایه کافی ناکام بمانند، سوءاستفاده می‌کردند. آنها اساساً تجلی بنگاهی مخاطرات اخلاقی بودند، چنانکه از جوانب مثبت ریسک‌پذیری خود لذت می‌بردند و از این گمان که مالیات‌دهندگان تمام جوانب منفی را جبران خواهند کرد، آسوده‌خاطر بودند. آنها برخلاف نظر برخی منتقدین، آغازگر بحران نبودند؛ تا اواخر دوران رونق، بیمه وام‌های مسکنی که آنان خریداری و از آنها پشتیبانی می‌کردند، برای صنعت نسبتاً محافظه‌کارانه بود. اما آنها قبل از رکود، استانداردهای خود را سست‌تر کردند و در وهله اول با تضمین مقدار زیادی از بدهی‌های وام رهنی مسکن، ورود سیلی از پول‌های خارجی به املاک و مستغلات ایالات متحده را تسهیل و صحنه را برای بحران آماده کردند.

1. Government-Sponsored Enterprise (GSE)

ما هر سه، همانند پیشینیان خود، سال‌ها بود که نگرانی شدیدی نسبت به فنی می و فردی مک داشتیم؛ ما هر سه از اصلاحات جامع در مدل کسب‌وکار آنها و مقررات سفت و سخت‌تر در زمینه ریسک‌پذیری آنها حمایت می‌کردیم. زمانی که هنریک پاولسون طی آخرفته بحرانی بیر استرنز با مدیران عامل این دو شرکت تماس گرفت، آنها با افزایش بیشتر سرمایه موافقت کردند، اما فقط فنی می سرمایه‌ای جمع‌آوری کرد و این سرمایه نیز اصلاً کافی نبود. اندکی پس از فروپاشی بیر استرنز، هنریک پاولسون مدیران ارشد اجرایی این دو شرکت را نزد رئیس کمیته بانکداری مجلس سنا، کریستوفر داد^۱ و جمهوری خواه ارشد، ریچارد شلبی^۲ برد و آنها بر سر این موضوع توافق کردند که اصلاحات مورد تصویب مجلس سنا را احیا کنند، اما پیشرفت فرآیند قانونی به سرعت بازارها نبود. در تابستان آن سال، اولویت اصلی ما این بود که قبل از اینکه این دو شرکت دولتی کل نظام مالی را با خود پایین بکشند، ثبات آنها را برقرار کنیم؛ اوراق بهادار آنها با ارزش تریلیون‌ها دلار در حال تپیدن در رگ‌های مالی بود و ما از مسموم شدنشان می‌ترسیدیم. اوراق آنها در تمام جهان یک سرمایه‌گذاری مطمئن قلمداد می‌شد، اما اکنون ما از مقامات رسمی نگران در صندوق‌های ثروت ملی و دولت‌های خارجی باخبر می‌شدیم که قصد دارند از ایمن بودن خود این شرکت‌های دولتی مطمئن شوند. حتی بعضی از آنها هنوز نمی‌دانستند که دولت ایالات متحده رسماً از فنی می و فردی مک حمایت نکرده است.

بنابراین، هنریک پاولسون تصمیم گرفت از کنگره درخواست اختیار ثبات‌بخشی به این دو غول وام مسکن را بکند تا این ضمانت تلویحی و بلندمدت که واشنگتن پشت این دو مؤسسه ایستاده را علنی‌سازی کند. او همانند قضیه بانک لمن نگران بود که صرف درخواست برای اختیارات فوق‌العاده می‌تواند تأییدکننده میزان وخامت اوضاع باشد و هراس را شتاب دهد. اما یک بن‌بست نسبی وجود داشت: اختیارات گسترده مالی که خزانه‌داری برای حمایت معتبر از این غول‌ها به آن نیاز داشت از لحاظ سیاسی غیرواقع‌گرایانه به نظر می‌رسید، درحالی‌که مطالبه پول ناکافی می‌توانست تردیدها در مورد تعهد دولت نسبت به نجات این دو بنگاه را افزایش دهد. اما ما هر سه موافق بودیم که نمی‌توانیم کنار بایستیم و ریسک یک ورشکستگی را به جان بخریم. بنابراین، هنریک پاولسون به جای مطالبه مقداری دلار مشخص، خواهان اختیار نامحدود (حسن تعبیری که او به کار برد «غیرمقید» بود) برای تزریق سرمایه به بنگاه‌های فنی می و فردی مک شد. برنانکی به هنریک پاولسون گفت که او صد درصد از خزانه‌داری حمایت خواهد کرد، همان‌طور که هنریک پاولسون در نجات‌های قبلی از فدرال رزرو حمایت کرده بود. هنریک پاولسون و برنانکی در پانزدهم ژوئیه در مقابل کمیته مجلس سنا شهادت دادند و بر اهمیت قانون فوق‌مبنی بر افزایش اختیارات برای حفظ جریان اعتباری وام رهنی مسکن، جلوگیری از وخامت بیشتر بازار مسکن و حفاظت از هسته نظام مالی صحنه گذاشتند. درخواست هنریک پاولسون برای یک چک سفید امضا با تردیدهایی روبرو شد، اما او استدلال می‌کرد که اگر کنگره به او اختیاری جامع اعطا کند، نگرانی‌های بازار در مورد فنی می و فردی مک از بین خواهد رفت و احتمال کمتری وجود خواهد

1. Christopher Dodd
2. Richard Shelby



داشت که او از آن قدرت استفاده کند. او گفت: «اگر شما می‌خواهید از استفاده شدن از آن مطمئن شوید، آن را به اندازه کافی کوچک کنید و در این صورت آن به یک پیشگویی خودمحقق^۱ بدل خواهد شد. اگر شما یک تفنگ آب‌پاش در جیب‌تان گذاشته باشید، مجبور خواهید شد که آن را بیرون بکشید. اما اگر یک بازو کا داشته باشید و مردم بدانند که شما چنین اسلحه‌ای دارید، چه‌بسا نیازی به بیرون کشیدنش نباشد.» این استدلال مربوط به بازداری، معقول بود اما درخواست هنریک پاولسون برای مهمات بسیار زیاد نگرانی‌هایی را بر ملا ساخت که بازارهای هراسان نمی‌توانستند به سادگی آن را نادیده بگیرند؛ و او خیلی زود متوجه شد که شاید نهایتاً مجبور شود از این بازو کا استفاده کند.

درخواست هنریک پاولسون به نیابت از رئیس‌جمهوری که در حال برکناری بود، بسیار جاه‌طلبانه و مورد تأیید ۳۰ درصدی قرار داشت. سناتور بانینگ با خشم گفت که نجات بئر استرنز «در مقایسه با این کار، سوسیالیسم ناشیانه» بوده است. سیاست^۲ مسکن حتی قبل از اینکه فنی می و فردی مک از ریل خارج شوند نیز مشکل بود، در نتیجه این موضوع بحث بر حرارت در واشنگتن بر سر اینکه برای مقابله با موج افزایشی از رهن‌شکنی‌ها چه باید کرد را پیچیده‌تر ساخت. بعضی از مردم و اکثر جمهوری‌خواهان کنگره با استفاده از دلارهای مالیاتی پرداخت شده از سوی مستأجران و مالکان مسکن که در حال پرداخت وام مسکن خود بودند برای ارائه کمکی به مالکان مسکنی که وام‌شان را پرداخت نمی‌کردند مخالف بودند. اما برخی از مردم و اکثر دموکرات‌های کنگره نیز دقیقاً به همین قوت احساس می‌کردند که دولت اقدامات کافی برای کمک به مالکان خانه به دردرس افتاده انجام نمی‌دهد. در واقع، پیشنهاد نسبتاً بی‌اهمیتی که بارنی فرانک در زمینه قانون‌گذاری فنی می و فردی مک برای ارائه کمک وام رهنی مسکن داده بود در کابینت هیل بحث‌برانگیزتر از درخواست هنریک پاولسون برای بازو کا مالی بود؛ تا حدی که قرار بود وقتی این قانون به تصویب می‌رسد، رئیس‌جمهور بوش از امضای این لایحه به صورت عمومی خودداری کند.

اما این قانون به تصویب رسید. روابط فردی مهم‌اند و هنریک پاولسون نیز روابط محکمی با رهبران کنگره در هر دو حزب داشت؛ اکثر آنها موافق بودند که باید اضطرار را نسبت به سیاست در اولویت قرار داد. در پایان ماه ژوئیه، کنگره‌ای که تحت کنترل دموکرات‌ها بود قانون احیای اقتصاد و مسکن^۳ سال ۲۰۰۸ را تصویب کرد و قدرت زیادی را به یک مدیر جمهوری خواه داد و با این کار نشان داد که اگر بحران نیازمند کارهای جسورانه باشد، واشنگتن قادر به انجام چنین کارهایی هست؛ اگرچه نه قبل از وقوع بحران.

این قانون جدید همچنین به خزانه‌داری و فدرال رزور فرصتی داد تا نگاهی به زیر کاپوت فنی می و فردی مک بیاندازند و غافل‌گیری‌های کریهه‌ی را در آنجا پیدا کنند. بازرسان فدرال رزور و دفتر حسابرسی پولی^۴ به این نتیجه رسیدند که هر دو بنگاه از لحاظ کارآیی ورشکسته‌اند و سپرهای

1. self-fulfilling prophecy
2. politics
3. The Housing and Economic Recovery Act
4. Office of the Comptroller of the Currency (OCC)

سرمایه‌ای سستی دارند که عمدتاً حسابداری‌های تخیلی محسوب می‌شدند. هنریک پاولسون و گروه او در خزانه‌داری به سرعت تصمیم گرفتند که تنها راه‌حل این است که ناظر جدید فنی می و فردی مک، یعنی آژانس امور مالی مسکن فدرال^۱ را متقاعد سازند که آنها را مجبور به محافظه‌کاری کند؛ و این یعنی اساساً ملی‌شدن بدون کنترل روزانه دولتی. این یک وضعیت ناجور بود: هنریک پاولسون به تازگی به کنگره گفته بود که نیازی به استفاده از بازوهای خود نخواهد داشت و سازمان فدرال تأمین مالی مسکن^۲ به تازگی به فنی می و فردی مک گفته بود که سپرده‌های سرمایه‌شان مکفی است. اما این سپرده‌های سرمایه‌ای کافی نبود و اولویت اصلی هنریک پاولسون اجتناب از فروپاشی این بنگاه‌ها بود، نه حفاظت از شهرت خود در زمینه ثابت‌قدمی و وقتی هنریک پاولسون به این نتیجه رسید که عاقبت باید بازوهایش را بیرون بکشد، رئیس‌جمهور بوش از او حمایت کرد و گفت: «همیشه ظاهر ماجرا خوب نخواهد بود، اما ما باید هر کاری که از دستمان برمی‌آید برای نجات اقتصاد انجام دهیم.»

این نگرش انجام کار به هر قیمتی تقریباً نیروی محرک تمام کارهایی بود که ما طی بحران انجام دادیم. همه ما احساس می‌کردیم که این اوضاع فوق‌العاده توجیه‌کننده اقدامات فوق‌العاده است. هنریک پاولسون در ماه اوت دو نفر از همکاران سابقش در گلدمن و یک بنگاه حقوقی در نیویورک را برای کار روی بنگاه‌های فنی می و فردی مک آورد. او همچنین تکیه زیادی بر سازمان فدرال تأمین مالی مسکن داشت و بر ناظر آن فشار آورد که ارزیابی خود را به شکل‌هایی که هرگز نمی‌توانست حتی رویای انجام آن قبل و بعد از بحران را نیز داشته باشد، تغییر دهد. هنریک پاولسون حتی مطمئن نبود که آیا اختیار قانونی برای مجبور ساختن دولت به ارائه ضمانت الزامی و بلندمدت برای وام‌های رهنی مسکن سی‌ساله‌ای که فنی می و فردی مک بیمه کرده بودند را دارد یا خیر، زیرا کنگره تنها اختیار موقتی را به خزانه‌داری داده بود که مدت آن قرار بود در پایان سال ۲۰۰۹ منقضی شود. خزانه‌داری با کمک مشاوران مورگان استنلی، برخی مهندسی‌های مالی هوشمندانه را برای ایجاد چیزی که عملاً یک بیمه بلندمدت بود انجام داد، اما هنریک پاولسون آنقدر نگران سوءاستفاده از نیت کنگره بود که ترسش از متهم شدن را با رئیس‌جمهور و چند تن از همکارانش در خزانه‌داری در میان گذاشت. سرانجام وقتی هنریک پاولسون بازوهای خود را شلیک کرد، همه آنقدر شوکه شدند که حتی آن سوال خاص را نیز نپرسیدند.

در پنجم سپتامبر، هنریک پاولسون و برنانکی این خبر متحیرکننده را به مدیران عامل فنی می و فردی مک دادند که دولت قصد دارد آنها را تملک کند. آنها قرار بود شغل‌شان را از دست بدهند، سهامداران آنها قرار بود تقریباً تمام دارایی خود را از دست بدهند و خزانه‌داری قرار بود ۱۰۰ میلیارد دلار به هر بنگاه پول تزریق کند تا از ورشکستگی قریب‌الوقوع آنها به دلیل بدهی‌ها و اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکنی که آنها بیمه کرده بودند جلوگیری کند. این کار از زمان رکود اقتصادی بزرگ شدیدترین مداخله فدرال در بازارهای مالی بود و هجوم مالی به فنی می و فردی مک به سرعت فروکش کرد، زیرا

1. The Federal Housing Finance Agency
2. Federal Housing Finance Agency



اکنون شرکت‌ها و وام‌های مسکنی که بیمه کرده بودند دارای پشتوانه رسمی دولت بودند. اما گریز مالی در مابقی بخش‌های نظام مالی شتاب بیشتری گرفت و یک هفته بعد از ملی‌سازی فنی می و فردی مک شاهد بدترین خونریزی مالی از زمان آغاز بحران بودیم. ما امیدوار بودیم که نشان دادن تمایل دولت به انجام اقدامات فوق‌العاده جهت جلوگیری از ورشکستگی‌ها قرار است بازارها را آرام سازد و دست‌کم برای ما مقداری زمان جهت آماده کردن راه‌حلی برای برادران لمن فراهم سازد. اما مجدداً نمایش قدرت ما تأثیر دلخواه ما را در پی نداشت. بازارها اصلاً روی آرامش ندیدند؛ آنها نتیجه گرفتند که اگر دولت آنقدر نگران است که دست به چنین اقدامات فوق‌العاده‌ای زده، پس وضعیت باید حتی از ظاهر ماجرا نیز وخیم‌تر باشد. نااطمینانی، ترس را پیش می‌راند و هیچ فردی مطمئن نبود که بر سر بنگاه‌های به دردسر افتاده فاقد منشورهای فدرال منحصر به فرد چه خواهد آمد. ما نیز مطمئن نبودیم. ما از یک مرز بزرگ‌تر عبور و از یک هراس خطرناک‌تر جلوگیری کرده بودیم، اما ظرف چند روز همچنان با مشکل بزرگ‌تر و خطرناک‌تری روبرو بودیم.

فصل چهارم

دو‌خ: سپتامبر ۲۰۰۸ - اکتبر ۲۰۰۸

این آتش پیش از آن که بانک برادران لمن را به کام خود فرو برد، بیش از یک سال در حال سوختن بود، اما بسیاری از مردم آمریکا همچنان تصور می‌کنند که این بحران مالی با سقوط بانک برادران لمن آغاز شد. سقوط این بانک تمام رویدادهای پیش از خود را تحت‌الشعاع قرار داد؛ گویی عامل اصلی تمام اتفاقات بعدی هم بود. باوجوداین، سقوط این بانک بیش از آنکه عامل اصلی ضعف نظام مالی آمریکا باشد، یکی از نشانه‌های ضعف این نظام بود؛ فنی می، فردی مک، ای‌آی‌جی و مریل لینچ همگی بسیار بزرگ‌تر از بانک برادران لمن بودند و همگی در همین زمان به آستانه فروپاشی رسیدند. درواقع، سقوط بانک لمن نمونه بارز عواملی بود که به ایجاد این بحران مالی انجامید. عواملی مانند نظارت و مقررات‌گذاری ضعیف، استفاده مفرط از اهرم مالی، وجود موسسات غیربانکی متعدد که ارتباطات متقابل عمیقی با یکدیگر داشتند و در مقابل ریسک‌های بازار املاک و مستغلات و بدهی‌های کوتاه‌مدت قابل‌برداشت به شدت آسیب‌پذیر بودند، نظام مالی را به شدت تضعیف کرده بود. تنها ویژگی متمایز داستان بانک برادران لمن این بود که به فاجعه انجامید. نابودی این بانک مهم‌ترین لحظه بحران مالی بود که احتمالاً کمتر از سایر پیامدهای این بحران درک شد.

سقوط بانک برادران لمن همان کابوسی بود که همه ما به مدت یک سال قصد پیش‌گیری از آن را داشتیم و به معنای شکست خارج از کنترل یک نهاد مالی خاص به حساب می‌آمد که جایگاه مهم سیستمیکی در نظام مالی ایالات متحده داشت. از آنجا که فقط شش ماه پیش از این، موسسه بیراسترنز و یک هفته پیش از ورشکستگی بانک لمن نیز موسسات فنی می و فردی مک را از وضعیت مشابهی نجات داده بودیم و همچنین چند روز پس از ورشکستگی بانک برادران لمن نیز باید موسسه ای‌آی‌جی را از ورشکستگی نجات می‌دادیم، بسیاری از شاهدان ماجرا تصور کردند که ما عمداً بانک برادران لمن را به حال خود رها کرده‌ایم تا ورشکسته شود و درعین حال تعداد اندکی از آنها نیز ما را به دلیل انجام این کار ستایش کردند. با این حال، ما عمداً اجازه ورشکستگی بانک برادران لمن را ندادیم. ما درست

همان‌طور که در مورد تلاش یا عدم تلاش برای نجات موسسات بیراسترنز و ای‌آی‌جی با یکدیگر بحث و گفتگو نکردیم در مورد تلاش یا عدم تلاش برای نجات بانک لمن نیز سخنی به میان نیاوردیم زیرا می‌دانستیم باید تمام توانمان را برای جلوگیری از ورشکستگی آنها انجام دهیم. باین‌همه، در نهایت مشخص شد که تمام توان ما به هیچ وجه کافی نبوده است.

دست آخر، بانک لمن برخلاف موسسهٔ بیر استرنز که توسط جی‌پی مورگان خریداری شد، نتوانست خریداری بیابد که تمایل و توان ایستادگی در برابر تعهدات این بانک را داشته باشد. همچنین، کنگره نیز هیچ‌گونه مجوزی برای حمایت از بانک لمن به دولت نداده بود، درحالی‌که در مورد موسسات فنی و فردی به دولت اجازه داد تا از آنها حمایت کند. همین‌طور، بانک لمن از وثایق معتبر کافی برخوردار نبود تا فدرال رزرو بتواند با اتکا به آنها به این بانک وام بدهد و این بانک را در وضعیتی قابل قبول برای بازار حفظ کند، درحالی‌که موسسهٔ ای‌آی‌جی از شعب بیمهٔ خود در حکم وثیقهٔ دریافت وام از فدرال رزرو استفاده کرد. البته، ما با اعلام بیانیه‌ای پس از سقوط بانک لمن سردرگمی عمومی نسبت به انگیزه‌های خود را تشدید کردیم زیرا نمی‌خواستیم با اعتراف به ناتوانی برای نجات یک بانک دارای اهمیت ساختاری باعث آشفتگی بازارهای مالی شویم. باین‌حال، بدون وجود یک خریدار خصوصی نیز هیچ‌گونه گزینهٔ عملی خاصی برای نجات بانک لمن نداشتیم. شش ماه پس از نجات موسسهٔ بیراسترنز هیچ تغییری در ذهنیت ما ایجاد نشده بود، اما محدودیت‌های ما نیز به هیچ‌وجه تغییر نکرده بود. نمی‌توانستیم سرمایه‌ای به بانک لمن تزریق، تعهداتش را تضمین و دارایی‌های آن را خریداری کنیم یا به شکل منظم به فعالیت این بانک خاتمه دهیم؛ پس، کابوس به واقعیت بدل شد.

باین‌حال، این کابوس در نهایت به ما کمک کرد تا کنگره را به اعطای مجوزهای مورد نیاز متقاعد کنیم که عملاً قدرت خاموش کردن آتش این بحران مالی را به ما می‌داد، اما آرزوی قلبی ما این بود که از همان ابتدا از تحقق این کابوس جلوگیری کنیم. فقط سهامداران و مدیران اجرایی بانک لمن (از جمله دیک^۱ برادر هنریک پاولسون که یکی از معاونان ارشد این بانک بود) یا حتی طرف حساب‌های قراردادها و اعتباردهندگان این بانک در نظام مالی از درد ورشکستگی این بانک رنج نمی‌بردند، بلکه درد ورشکستگی این بانک در سراسر اقتصاد جهانی احساس می‌شد.

برادران لمن: در ورطهٔ نابودی

بانک لمن مسیر نابودی بسیار آشنایی را طی کرد و امتیازاتش را بر سر اوراق‌بهدار با پشتوانهٔ وام‌های رهنی مسکن درجه دو، املاک و مستغلات تجاری و سایر سرمایه‌گذاری‌های دارای اهرم مالی بسیار بالا قمار کرد که تا زمان وقوع بحران مالی بسیار سودآور بودند. با انباشت روزافزون زیان‌های بانک لمن که باعث شد تا فروشندگان استقرای^۲ بر سر نابودی این شرکت و سقوط ارزش سهام آن شرط‌بندی کنند. هنریک پاولسون و تیم مدیرعامل این بانک یعنی دیک فولد^۳ متقاعد شدند تا پیش از از بین رفتن کامل

1. Dick
2. short sellers
3. Dick Fuld

اعتماد مشتریان به این بانک، خریداری برای این بانک بیابد. باین حال، شرایطی که دیک برای خرید این بانک به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کرد وضعیت اضطراری آن را منعکس نمی‌کرد و در آن زمان نیز علاقه‌چندانی به خرید بانک‌های سرمایه‌گذاری با تعهدات و بدهی‌های مفرط وجود نداشت، به ویژه زمانی که دیک فولد تا این حد اکره داشت.

در روز چهارشنبه ۱۰ سپتامبر که در گزارش مالی زودتر از موعد این بانک زیان‌های سنگین آن در سه ماهه سوم سال اعلام شد، فولد کوشید تا با اعلام طرحی برای فروش دارایی‌های سمی این بانک به یک شرکت دیگر تأثیر این زیان‌ها را اندکی کم‌رنگ‌تر کند. باین حال، این مسئله تنها سمی بودن دارایی‌هایی که او قصد خلاصی از شرشان را داشت اثبات می‌کرد. پس، ماجرای پایان کار موسسه بیر استرنز در حال تکرار بود: وام‌دهندگان خواهان وثیقه بیشتر شدند، صندوق‌های پوشش ریسک حساب‌های کارگزاری را بستند و سازمان‌های رتبه‌بندی نیز این بانک را به کاهش رتبه اعتباری آن تهدید کردند. بازارها به شدت به این بانک مشکوک بودند و ما نیز از پیامدهای این ماجرا می‌ترسیدیم، بانک لمن بیش از ۱۰۰ هزار طلبکار و ۹۰۰ هزار قرارداد مشتقات باز داشت و مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت آن به دو برابر بدهی‌های کوتاه‌مدت بیراسترنز می‌رسید. سقوط این بانک ابداً به آرامی رخ نمی‌داد.

اگر بانک لمن یک بانک تجاری بود، سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال می‌توانست این بانک را تملک و تعهداتش را تضمین کند و با انحلال آن مانع ورشکستگی جنجالی آن شود. باین حال، هیچ‌نهاد دولتی خاصی نمی‌توانست چنین کاری را برای یک موسسه غیربانکی انجام دهد و به همین دلیل بانک لمن بایستی خریداری برای خودش پیدا می‌کرد، درست همان‌طور که بیراسترنز به خریدار نیاز داشت. بانک آمریکا پذیرفت تا شرایط خرید این بانک را بررسی کند، اما در وعده خود چندان جدی به نظر نمی‌رسید. بارکلیز یکی از بانک‌های مستقر در بریتانیا علاقه جدی‌تری به خرید این بانک داشت، اما فولد که همچنان تصور می‌کرد قدرت انتخاب و گزینش خریدار را دارد، نسبت به شایستگی این بانک تردید داشت و سازمان‌های نظارتی بریتانیا نیز نسبت به خرید این بانک ابراز نگرانی می‌کردند که در نهایت مشخص شد این نگرانی‌ها پیامدهای بزرگی به همراه دارد. در همین حال، اعتماد به تعدادی از بنگاه‌های بزرگ دیگر ایالات متحده نیز به سرعت در حال از دست رفتن بود.

ما تصمیم گرفتیم تا برخی مدیران عامل برتر شرکت‌های وال استریت را در ساعت ۱۲ جمعه شب سپتامبر به فدرال رزرو نیویورک دعوت کنیم تا شاید بتوانیم با همفکری هم راه‌حلی برای خرید این بانک از جانب بخش خصوصی پیدا کنیم (تا شاید همانند قرارداد خرید موسسه بیراسترنز تعدادی از بنگاه‌های حاضر در وال استریت به جای فدرال رزرو حاضر به پذیرش ریسک خرید این بانک می‌شدند یا با همکاری فدرال رزرو شرکت بزرگ‌تر و قدرتمندتر دیگری را به خرید بانک لمن متقاعد می‌کردند، یا شاید چیزی شبیه به قرارداد سال ۱۹۹۸ محقق می‌شد که در آن فدرال رزرو نیویورک چهارده طرف مقابل موسسه لانگ‌ترم کپیتال منیجمنت^۲ را متقاعد کرد تا با اتحاد با هم این موسسه را به صورت یکجا

1. Barclays
2. Long-Term Capital Management

بخردند و دارایی‌های آن را به تدریج بفروشند). اما این بار وال استریت انگیزه‌ای قوی برای جلوگیری از سقوط این بانک داشت. ظاهراً موسسهٔ مریل لینچ^۱ دومینوی بعدی است که پس از سقوط بانک لمن سقوط خواهد کرد و پس از آن نیز ظاهراً موسسهٔ مورگان استنلی در صف سقوط بود زیرا حتی بانکی به بزرگی گلدمن ساکس که قوی‌ترین ترازنامه و بزرگ‌ترین سپر نقدینگی را در میان تمام بانک‌های ایالات متحده دارد نیز نمی‌توانست از هجوم همگانی به تمام الگوهای تجاری خود جان به در ببرد.

متأسفانه، درخصوص پیدا شدن راه‌حلی عملی خوش‌بین نبودیم. لمن در زمان سقوطش بسیار بزرگ‌تر از موسسهٔ آل‌تی‌سی‌ام^۲ و دارایی‌هایش نیز بسیار متزلزل‌تر بود. در همین حال، سایر موسساتی که پول نقدشان برای نجات این بانک ضروری بود نسبت به سال ۱۹۹۸ در وضعیت شکننده‌تری بودند و سرمایهٔ اضافی زیادی نیز برای محافظت رقبا از فروپاشی نداشتند. آنها باید به فکر حفظ استحکام خود در برابر شوک‌های اقتصادی و مالی می‌بودند زیرا دلیلی برای پایان زود هنگام این شوک‌ها مشاهده نمی‌شد. شرکت بیمهٔ بزرگ ای‌آی‌جی نیز که بسیاری از اوراق‌بهدار آنها را در برابر نکول بیمه کرده بود، آن هفته بیش از نیمی از ارزشش را از دست داد و با فراخوان‌های اعتبار فراوان محاصره شد. یکی از ایمیل‌های داخلی فدرال رزرو نیویورک هشدار داد که با فرو رفتن لمن در ورطهٔ نابودی، وال استریت به شدت نگران وضعیت شرکت بیمهٔ ای‌آی‌جی است: «خبرهای بدتری از سقوط لمن به گوش من رسیده است. تمام بانک‌ها و کارگزاران در معرض ریسک این اوراق‌بهدار قرار دارند.» تصور وضعیت فاجعه‌باری که در صورت سقوط موسسات فنی و فردی ممکن بود روی دهد مو را بر تن آدمی سیخ می‌کرد، اما حتی پس از ملی شدن و تثبیت آنها نیز وضعیت همچنان فاجعه‌بار بود.

در همین حال، واشنگتن عملاً به دیگ جوشان شور و اشتیاق سیاست‌مداران برای تنبیه خطاکاران بدل شده بود و سیاست‌مداران هر دو جناح نسبت به اعطای کمک‌های مالی به موسسات حاضر در وال استریت بسیار خشمگین بودند. بخش‌های دیگر اقتصاد همچنان آثار ناشی از این ترس و هراس روزافزون را به طور کامل احساس نکرده بودند؛ برای مثال، فدرال رزرو در آگوست هنوز شروع به کاهش نرخ بهره نکرده بود زیرا زمان لازم بود تا اوضاع نابسامان وال استریت مردم عادی را نیز تحت تأثیر قرار دهد؛ باین‌حال، با کاهش مداوم میزان فروش خودرو و صعود شدید تعدیل نیرو در سازمان‌ها و شرکت‌های مختلف به تدریج نشانه‌هایی از تنش شدید در جامعه نیز مشاهده می‌شد. البته، خشم شدید و سردرگمی آمریکاییان از تلاش فوق‌العادهٔ دولت برای نجات بانکدارانی که مسئول اصلی این نابسامانی بودند کاملاً قابل‌درک است. باوجود این، نویسندگان سرمقاله‌های مجلات فایننشال تایمز و وال استریت ژورنال و سایر مطبوعات از ما می‌خواستند تا از پاداش دادن به اشتباه بانکداران دست بکشیم.

زمانی که لمن به پایان کارش رسید، هنریک پاولسون و گروهش این خبر را منتشر کردند که از مالیات پرداختی مردم به قرارداد فروش بانک لمن یارانه پرداخت نخواهد شد. البته، انتشار این خبر صرفاً یک ترفند مذاکره‌ای بود و یک تصمیم سیاسی محسوب نمی‌شد. او می‌کوشید تا بخش خصوصی را وادار به

1. Merrill Lynch
2. LTCM

خرید بیشترین سهم ممکن از دارایی‌های نامرغوب لمن کند تا احتمال نجات این بانک به روشی مشابه موسسهٔ بیراسترنز افزایش یابد. باین‌حال، این یکی از لحظات معدود طی دوران بحران مالی بود که ما اختلاف‌نظر داشتیم. تیموتی گیتنر تصور می‌کرد که اگر به بخش خصوصی بگوییم که در خرید این بانک کمکی از سوی دولت دریافت نخواهند کرد، این مسئله فقط فرار سرمایه‌گذاران را تشدید خواهد کرد و نگران بود که اگر فدرال رزرو فرصتی برای اعطای وام به خریداری پیدا کند که امکان نجات این بانک را به روشی مشابه موسسهٔ بیراسترنز فراهم کند، اعلام خبری مبنی بر «عدم تخصیص اعتبار دولتی» به این قرارداد به اعتبار ما لطمه خواهد زد.

باین‌حال، هنریک پاولسون می‌گفت که در صورت مشاهدهٔ فرصتی برای نجات لمن با خوشحالی تمام موضوعش را تغییر خواهد داد. همهٔ ما می‌دانستیم که اگر دولت بخواهد با ریسک‌پذیری بیشتر بانک لمن را نیز به روشی مشابه قرارداد خرید موسسهٔ بیراسترنز نجات دهد، همهٔ ما این کار را انجام خواهیم داد، حتی اگر انجام آن به‌رغم میل باطنی ما باشد زیرا نجات لمن در مقایسه با سقوط آن از نظر ثبات مالی و اقتصادی بسیار به صرفه‌تر خواهد بود. ما مصمم بودیم تا با جلوگیری از هرگونه نارسایی مخرب موسسات بزرگ، چنبرهٔ محافظتی خاصی را دور هستهٔ اصلی نظام مالی ایجاد کنیم، اما آن زمان قدرت کافی برای ساخت این دیوار آتش نداشتیم. ما فقط در زمینهٔ فنون مذاکراتی و پیام‌رسانی با هم اختلاف‌نظر داشتیم، ولی درخصوص هدف اصلی‌مان یعنی تلاش با تمام توان و امکانات برای جلوگیری از سقوط یک موسسهٔ دارای اهمیت ساختاری کاملاً هم‌عقیده بودیم.

تا پایان ساعت کاری وال‌استریت در روز جمعه، تقریباً عمدهٔ نقدینگی بانک لمن از بین رفته و فقط ۲ میلیارد دلار برای این بانک باقی مانده بود، درست همان‌طور که موسسهٔ بیراسترنز نیز در روز آخر دچار چنین وضعیتی شد. تیموتی گیتنر و هنریک پاولسون در فدرال رزرو نیویورک به رؤسای شرکت‌های برتر وال‌استریت هشدار دادند که ورشکستگی لمن برای همهٔ آنها فاجعه‌بار خواهد بود؛ به همین دلیل باید با کمک هم از سقوط این بانک جلوگیری کنند.

فدرال رزرو نیویورک در تمام طول تعطیلات آخر هفته مملو از بانکداران، وکلا، حسابداران و مقامات نظارتی مختلف بود که با تمام توان برای جلوگیری از سقوط این بانک بی‌وقفه تلاش می‌کردند. گروهی از این افراد با خریداران احتمالی این بانک دیدار می‌کردند تا دارایی‌های بدی را که خواهان خرید آنها نبودند شناسایی کنند، درحالی‌که گروه دیگر با کنسرسیومی از بانک‌های وال‌استریت جلسه گذاشته بود تا آنها را به تقبل برخی یا تمام این دارایی‌های بد تشویق کند. هر فردی که دفاتر حسابداری بانک لمن را بررسی می‌کرد وحشت‌زده می‌شد. بانک آمریکا به ما گفت که اصلاً حاضر به بررسی پیشنهاد خرید این بانک نیست مگر آنکه بتواند ۷۰ میلیارد دلار از دارایی‌های بد این بانک را کنار بگذارد، بارکلیز نیز ۵۲ میلیارد دلار دارایی بد این بانک را شناسایی کرد که حاضر به پذیرش آنها نبود. مدیران اجرایی شرکت‌های حاضر در وال‌استریت نیز با تحلیل سبد املاک و مستغلات لمن به این نتیجه رسیدند که

ارزش واقعی این بانک فقط نیمی از مبلغی است که روسای آن ادعا می‌کنند. این صنعت قصد داشت تا با بزرگ جلوه دادن مشکلات، دولت را وادار به کمک کند، اما در بانک لمن حفره سرمایه‌ای عظیم و واضحی وجود داشت که باید پیش از تکمیل هرگونه قرارداد خریدی پر می‌شد و ده برابر ریسکی که فدرال رزرو هنگام نجات موسسه بیراسترنز پذیرفته بود را برای این سازمان ایجاد می‌کرد.

پر کردن این حفره سرمایه‌ای برای کنسرسیومی از شرکت‌های بخش خصوصی که خواهان خرید این بانک بودند بسیار دلهره‌آور بود. همچنین مدیران عامل شرکت‌های قدرتمندتر به درستی نگران این مسئله بودند که در صورت پذیرش مسئولیت نجات رقبای در حال سقوط، بازارهای مالی آنها را تنبیه خواهند کرد. اگر روز دوشنبه برای نجات موسسه ای‌آی‌جی به تشکیل کنسرسیومی دیگر نیاز بود چه اتفاقی ممکن بود بیافتد؛ موسسه‌ای که ده‌ها میلیون مشتری بیمه عمر داشت و ارزش دارایی‌های بازنشستگی آن به ده‌ها میلیارد دلار می‌رسید؟ صبح روز شنبه موسسه ای‌آی‌جی به فدرال رزرو هشدار داد که شاید به ۳۰ میلیارد دلار وام واسط نیاز داشته باشد؛ اما عصر همان روز مبلغ درخواستی این موسسه به رقم ۶۰ میلیارد دلار جهش پیدا کرد.

باین‌حال، تمام اخبار آن شنبه شب بد نبودند: بانک آمریکا در حال آماده‌سازی قرارداد خریدی برای موسسه مریل لینچ بدون کمک دولت یا صنعت بود که نشان می‌داد چرا مدیران ارشد این بانک تمایل اندکی برای خرید لمن از خود نشان دادند. ما از خنثی شدن یکی از این تهدیدهای حیاتی خود بسیار خوشحال بودیم، اگرچه این خبر فقط یک خریدار احتمالی را برای بانک لمن باقی می‌گذاشت. همچنین، تا آخر شب مسئله ادغام بارکلیز و لمن بسیار محتمل به نظر می‌رسید. مدیران عامل شرکت‌های وال استریتی نیز در اصل موافقت کرده بودند تا ریسک بخش بزرگی از دارایی‌های آشفته لمن را تقبل کنند تا در خرید لمن به بارکلیز کمک کنند و مانع ورشکستگی مخرب این بانک شوند. باین‌حال، همچنان سوالات بی‌پاسخی وجود داشت و ما احتمال می‌دادیم که برای نهایی کردن این قرارداد خرید کمک‌های لحظه آخری فدرال رزرو ضروری خواهد بود. باب دایموند، مدیرعامل بارکلیز نیز مسئله دردسرساز دیگری را مطرح کرد: او گفت مطابق قانون بریتانیا پیش از نهایی شدن ادغام بارکلیز با لمن، رأی نهایی سهامداران ضروری خواهد بود و احتمال می‌داد که تا زمان نهایی شدن قرارداد خرید، بارکلیز قادر به تضمین تعهدات لمن نباشد. این مسئله قطعاً مشکل‌ساز بود اما به نظر نمی‌رسید به حدی بزرگ باشد تا معامله‌ای که قدرت جلوگیری از یک فاجعه بزرگ را داشت مختل کند. ما تصور می‌کردیم که اگر سایر مشکلات حل شود می‌توانیم با بریتانیایی‌ها به توافق برسیم.

اما در اشتباه بودیم. صبح روز یکشنبه سازمان‌های نظارتی بریتانیا قرارداد خرید لمن را متوقف کردند. کالوم مک‌کارتی^۲ یکی از ناظران مالی ارشد بریتانیا در تماس تلفنی به تیموتی گیتنر گفت گمان نمی‌کند بانک بارکلیز از سرمایه کافی برای پذیرش ریسک بانک لمن برخوردار باشد یا ظرفیت لازم

1. Distressed assets

دارایی‌هایی که صاحبشان به دلیل شرایط اضطراری خویش و تحت فشار بودن مجبور به فروش آنها زیر قیمت و ارزش واقعی آنهاست.

2. Callum McCarthy

برای تضمین دارایی‌های مشکل‌دار آن بانک را در داشته باشد. او در ادامه گفت در هر صورت بارکلیز پیش از رأی‌گیری از سهامداران خود و کسب تاییدیه آنها برای ادغامی که خود کالوم هیچ تمایلی برای تأیید آن نداشت اجازه تضمین تعهدات بانک لمن را نخواهد داشت و ترتیب مقدمات رأی‌گیری از سهامداران نیز می‌توانست هفته‌ها یا حتی ماه‌ها به درازا بکشد. تیموتی گیتنر پاسخ داد که بازارها نیازمند قطعیت فوری در مورد سرنوشت بانک لمن هستند و به همین دلیل به تأخیر انداختن این قرارداد خرید در لحظه‌ای که ثبات نظام مالی جهانی در خطر بود، معادل فسخ آن قرارداد محسوب می‌شد. اما مک‌کارتی به او پاسخ داد: «موفق باشید.»

هنریک پاولسون به منزله آخرین تلاش خود با آلیستر دارلینگ^۱، وزیر دارایی بریتانیا تماس گرفت تا شرط رأی‌گیری از سهامداران برای تکمیل این قرارداد خرید را حذف و به بارکلیز اجازه تضمین تعهدات بانک لمن را اعطا کند. اما دارلینگ به صراحت گفت که قصد هیچ‌گونه کمکی ندارد زیرا نمی‌خواهد مالیات‌دهندگان بریتانیا را گرفتار مشکلات بانک لمن کند. همان‌طور که هنریک پاولسون بعدها به تیموتی گفت: «او نمی‌خواست سرطان ما را به کشورش وارد کند.» بنابراین، قرارداد خرید بارکلیز لغو شد. ما از امتناع سازمان‌های نظارتی بریتانیا برای کمک به جلوگیری از یک فاجعه بزرگ جهانی بسیار خسته شده بودیم، اما آنها نگرانی‌های مشروعی داشتند. نسبت حجم نظام بانکی به حجم اقتصاد آنها چهار برابر نسبت حجم نظام بانکی به اقتصاد ما بود، اما نظام بانکی هر دو کشور به یک اندازه شکننده بود. اگر در نهایت بنگاه ترکیبی بارکلیز-لمن دچار نکول می‌شد و به کمک‌های دولتی برای نجات نیاز پیدا می‌کرد، وارد کردن بیماری بانک لمن به بانک بارکلیز می‌توانست مالیات‌دهندگان این کشور را با ضررهای بزرگی مواجه کند. مردم بریتانیا به درستی نگران بودند که شاید بارکلیز به مثال همان مستی بدل شود که می‌کوشید مست دیگری را از گودالی بیرون بکشد، اما در نهایت خودش نیز درون گودال می‌افتد.

اگرچه غیرقابل تصور بود، اما دیگر هیچ گزینه‌ای برای ما باقی نمانده بود. ما اجازه نداشتیم تا حفره سرمایه بانک لمن را پر یا تعهداتش را تضمین کنیم و مطابق اختیارات فدرال رزرو فقط می‌توانستیم در ازای وثیقه معتبر به این بانک وام بدهیم. البته، فدرال رزرو در تعیین وثایق معتبر، آزادی عمل قابل توجهی داشت، اما تعدادی از باهوش‌ترین افراد دولت و امور مالی دارایی‌های بانک لمن را بررسی کردند و قضاوتشان همانند بازارها بی‌رحمانه بود. ظاهراً لمن قدرت عمل به تعهداتش را به شدت از دست داده بود، در یکی از پژوهش‌های سال ۲۰۱۳ نشان داده شد که حفره سرمایه این بانک احتمالاً به ۲۰۰ میلیارد دلار رسیده بود. همچنین اگرچه فدرال رزرو می‌توانست خرید این بانک را تسهیل کند، همان‌طور که در مورد موسسه بی‌راسترنز چنین کاری را انجام داد، اما نمی‌توانست یک موسسه کاملاً ورشکسته را در ببحوحه فرار سرمایه‌گذاران نجات دهد. صرف‌نظر از ضررهای موجود در ترازنامه بانک لمن، اعتماد بازارها به قدرت کسب‌وکارها و برند و مدیریت این بانک کاملاً از بین رفته بود. ما شواهد فراوانی داشتیم که نشان می‌داد این بانک ماه‌هاست قدرت جذب سرمایه، فروش دارایی‌ها یا فروش

سبد املاک و مستغلاتش در مبالغی نزدیک به ارزش اسمی آنها را از دست داده است. ما حاضر بودیم تا بیشترین ریسک ممکن را بپذیریم، اما امکانات فدرال رزرو برای کمک به این بانک فقط به اعطای وام در ازای وثیقه معتبر محدود می‌شد که برای حفظ بانک لمن کافی نبود.

حتی در صورتی که فدرال رزرو برخلاف شواهد موجود تصمیم می‌گرفت که ارزش بانک لمن، دادن وام به این بنگاه در مقیاسی بزرگ را توجیه می‌کند، اعطای وام به بانکی که پیش از این مورد هجوم توقف‌ناپذیر قرار گرفته بود فقط به اعتباردهندگان و طرف حساب‌های بازمانده آن بانک اجازه می‌داد تا به بهای از بین رفتن مالیات‌های مردمی سرمایه‌شان را از این بانک بیرون بکشند زیرا کسب‌وکار لمن پیوسته در حال زوال بود. اعطای این نوع وام‌های واسط به موسسات روبه‌زوال فقط ضرر سنگینی را به دولت وارد می‌کرد و هیچ‌گونه تأثیری در فرونشاندن ترس و هراس عمومی نداشت. همچنین، واکنش شدید ناشی از آن می‌توانست توانایی ما برای کمک به موسسات مالی بزرگ بعدی را از بین ببرد که در نهایت مشخص شد روز سه شنبه همان هفته موسسه مالی بزرگ دیگری به کمک نیاز پیدا خواهد کرد. وجود وام‌دهنده روز مبادا صرفاً می‌تواند ریسک ورشکستگی شرکت‌های فعال را به دلیل مشکلات موقت نقدینگی کاهش دهد، اما نمی‌تواند شرکت‌های اساساً در شرف انحلال را احیا کند. اگر بازارها باور داشته باشند که بنگاهی به شکل برگشت‌ناپذیر قدرت انجام تعهدات مالی‌اش را از دست داده است، اعطای وام تضمین شده به آن بنگاه نمی‌تواند هجوم به آن را متوقف سازد یا مشتریان و طرف حساب‌های در حال فرار را بازگرداند.

ساعت ۰۱:۴۵ بامداد روز دوشنبه ۱۵ سپتامبر بانک لمن اعلام ورشکستگی کرد که بزرگ‌ترین بانک ورشکسته در تاریخ ایالات متحده محسوب می‌شود. فدرال رزرو کوشید تا با اعلام آمادگی برای پرداخت وام به بانک‌های سرمایه‌گذاری در ازای هر نوع وثیقه ممکن، آثار منفی این خبر را کم کند. باوجود این، انفجار ناشی از این خبر به هر صورت بسیار مخرب بود.

هزینه تضمین اوراق قرضه بانک‌های مورگان استنلی و گلدمن ساکس در آن روز دو برابر شد و بازارها اعتمادشان را به الگوی کسب‌وکار بانک‌های سرمایه‌گذاری از دست دادند. باین حال، فرار اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران به بخش بانکداری تجاری نیز بسط پیدا کرد. قیمت سوپ‌های نکول اعتباری بانک سیتی جهش بزرگی را تجربه کرد که هراس روزافزون بازارها نسبت به احتمال ورشکستگی بانک‌های خیلی بزرگ را منعکس می‌کرد که ادعا می‌شد ورشکستگی آنها برای اقتصاد کشور فاجعه‌بار است؛ همچنین این خبر سپرده‌گذاران صندوق تأمین مالی واشنگتن میوچوال^۱ را به وحشت انداخت به نحوی که دو برابر مبالغی که هنگام فرار از صندوق ایندی‌مک^۲ از حساب‌های‌شان برداشت کرده بودند را از حساب خود در این صندوق خارج می‌کردند. حتی غول‌های صنعتی مانند جنرال الکتریک نیز در تمديد اسناد تجاری قابل‌معامله خود دچار مشکل جدی شدند که نشانه نگران‌کننده‌ای از آلوده شدن بخش‌های بیشتری از اقتصاد به این ویروس مالی محسوب می‌شد. بانک‌ها و کسب‌وکارها و خانوارهای

1. Washington Mutual
2. IndyMac

سراسر جهان به درون پوسته دفاعی خود بازگشتند، ارزش صندوق‌های بازنشستگی و حقوق مستمری به شدت سقوط کرد و چرخه شوم رهن‌شکنی و تعدیل نیرو و ترس و هراس مالی شدت گرفت. دسترسی بانک‌های خارجی خاصی که از بازار پول ایالات متحده استقراض کرده بودند و خود بانک‌های آمریکایی به دلار قطع شد و بازارهای نوظهور نیز اکسیژن مالی‌شان را از دست دادند. فدرال رزرو دامنه موافقت‌نامه‌های دوجانبه مبادلات ارزی خود را به میزان قابل توجهی گسترش داد تا بتواند به بانک‌های مرکزی کشورهای خارجی دلار بدهد و اساساً طی یک بحران نقدینگی بی‌سابقه، نقدینگی بی‌سابقه‌ای را برای بازارهای آمریکا و کشورهای خارجی فراهم کرد. باین‌حال، وام‌دهی کوتاه‌مدت فدرال رزرو به خودی خود نمی‌توانست بحران اعتماد جهانی را برطرف کند.

پس از ورشکستگی بانک لمن، سردبیران مختلف نشریات نیویورک تایمز و وال استریت ژورنال و سایر نشریات بانفوذ خوشحال بودند که ما در برابر وسوسه استفاده از دلارهای عمومی برای نجات یک شرکت ورشکسته مقاومت کردیم. منتقدانی که همواره ما را به منزله پادشاهان نجات جلوه می‌دادند برای مدت کوتاهی تعهد ما به اصول بازار آزاد و تمایل ما برای تنبیه وال استریت را ستودند زیرا اجازه دادیم سفته‌بازان بی‌مسئولیت جزای گناهان‌شان را بپردازند. باین‌حال، ستایش آنها به اندازه انتقادات پراکنده‌ای که عدم نجات بانک لمن از ورشکستگی را صرفاً حماقت محض ما می‌دانستند مبتنی بر اطلاعات نادرستی بود. اگر می‌توانستیم حتماً بانک لمن را از ورشکستگی نجات می‌دادیم. البته، درست است که پیش از ورشکستگی لمن، هنریک پاولسون گفته بود که دولت به این بانک کمکی نخواهد کرد، اما این گفته صرفاً شیوه‌ای برای اعمال فشار به بخش خصوصی برای مشارکت در فرایند نجات این بانک بود زیرا فدرال رزرو و خزانه‌داری به تنهایی قادر به نجات این بانک نبودند. چند روز پس از ورشکستگی بانک لمن، هنریک پاولسون و برنانکی در جریان دادن شهادت در کنگره اعلام کردند که بازارها وقت کافی داشتند تا برای ورشکستگی لمن آماده شوند که برخی منتقدان با شنیدن این جملات تصور کردند که ما انتظار داشتیم ورشکستگی لمن اثر منفی متوسطی بر بازارها داشته باشد. باین‌حال، ما توافق کرده بودیم تا ناتوانی خودمان برای نجات بانک لمن را دست‌کم برای مدت زمان کوتاهی کم‌اهمیت جلوه دهیم زیرا می‌ترسیدیم مبدا اعتراف کامل ما به ناتوانی به وحشت بازارها و تشدید فرار اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بیانجامد. حفظ روابط عمومی مناسب در جریان هراس عمومی هم بی‌اندازه مهم و هم به طرز باورنکردنی دشوار است و ما کوشیدیم تا توازنی میان رک‌گویی و اطمینان بخشیدن به بازارها بیابیم. ما به انتشار این شایعه کمک کردیم که ورشکستگی لمن یک موضوع انتخابی از جانب فدرال رزرو بود تا بتوانیم از اعتراف علنی به ته‌کشیدن همه امکانات و ابزار مالی خودمان برای مقابله با بحران اجتناب کنیم، اما در واقعیت ما قدرت پیش‌گیری از این فاجعه را نداشتیم.

سقوط لمن بحران مالی را به طرز چشمگیری تشدید کرد، اما همچنان از بحرانی که احتمال رخداد آن بیش از یک سال در سراسر نظام مالی انباشته شده بود آرام‌تر و نامحسوس‌تر بود. اقتصاددانی به نام ادوارد لیزر^۱، بانک لمن را به اولین دانه ذرتی تشبیه کرد که نتوانستیم از ترکیدنش جلوگیری کنیم،

1. Edward Lazear

اما به داغ شدن ماهی‌تابه نیانجامید. همچنین اگر به طریقی می‌توانستیم بانک لمن را از ورشکستگی نجات دهیم، اجازه انجام مداخلات دیگر برای کاهش حرارت بحران مالی را پیدا نمی‌کردیم تا از ترکیدن سایر دانه‌های ذرت جلوگیری کنیم. ما در مخمصه دیگری نیز بودیم؛ ما به اختیارات قابل توجه جدیدی از جمله توانایی تزریق سرمایه به موسسات مالی متزلزل برای جلوگیری از وقوع بحران مالی نیاز داشتیم، اما بدون وجود ورشکستگی چشمگیری مانند ورشکستگی بانک لمن هرگز نمی‌توانستیم چنین اختیاراتی را از کنگره بگیریم. همین‌طور حتی پس از چنین رویدادی نیز اخذ این اختیارات از کنگره به تقلائی زیادی نیاز داشت. ورشکستگی بانک لمن موضوعی انتخابی نبود، اما اگر به طریقی می‌توانستیم راه‌حلی برای این بنگاه پیدا کنیم، بازهم چیز دیگری در جایی اتفاق می‌افتاد.

ما از تمام امکانات موجود استفاده کرده بودیم، اما امکانات و توانایی‌های ما نیز واقعا محدود بود و حالا به طرز دردناکی مشخص شده بود تا زمانی که به تمام منابع دولت آمریکا دسترسی نداشته باشیم نمی‌توانیم این آتش را خاموش کنیم. یکشنبه‌شب پس از روشن شدن سرنوشت بانک لمن، ما هر سه نفر هم‌عقیده بودیم که اکنون زمان آن فرا رسیده است تا به کنگره برویم و تمام پول‌ها و ابزارهای مورد نیازمان را دریافت کنیم. اگرچه پیش از رفتن به کنگره باید به وضعیت موسسه‌ای‌آی‌جی رسیدگی می‌کردیم که ورشکستگی آن بزرگ‌تر و خطرناک‌تر از لمن بود و می‌توانست بقایای نظام مالی را نیز بسوزاند.

ای‌آی‌جی: روز بازار آزاد

شرکت بیمه بین‌المللی ای‌آی‌جی نیز همانند بانک لمن در دام شکاف‌های موجود نظام نظارتی ناکارآمد ما افتاده بود. شرکت‌های زیرمجموعه ای‌آی‌جی تحت نظارت سازمان‌های نظارتی ایالتی بود، درحالی‌که اداره نظارت بر بانک‌های پس‌انداز، ناظر آسان‌گیر و برگزیده موسساتی مانند کانتیری‌واید، ایندی‌مک و واشنگتن میوچوال (وامیو) خواهان نظارت بر شرکت مادر آنها شده بود. هیچ‌یک از ما سه نفر هیچ‌گونه آشنایی خاصی با شرکت بیمه ای‌آی‌جی نداشت و پیش از به هم ریختن اوضاع این شرکت در اواخر تابستان آن سال نیز هرگز توجه خاصی به عملکردش شرکت نداشتیم. باین‌حال، هرچه با شرکت بیشتر آشنا می‌شدیم بیشتر و بیشتر درک می‌کردیم که دنبال کردن مسیر بانک لمن از جانب این شرکت به رکود اقتصادی بزرگی خواهد انجامید.

شرکت ای‌آی‌جی بیمه‌های زندگی، سلامت، اموال، خودرو و حساب‌های بازنشستگی ۷۶ میلیون مشتری خود را تحت پوشش بیمه داشت که میان آنها ۱۸۰,۰۰۰ کسب‌وکار مختلف وجود داشت که بیش از دو سوم نیروی کار ایالات متحده را در درون خود جای داده بودند. همچنین به لطف بخش محصولات مالی غیرمسئولانه این شرکت که بیشتر به صندوق پوششی خاصی شباهت داشت که براساس یک شرکت بیمه متعارف شکل گرفته بود، ارزش قراردادهای مشتقات شرکت ای‌آی‌جی به ۷.۲ تریلیون دلار می‌رسید که اغلب آنها سواب‌های نکول اعتباری بود که ابزار مالی و اوراق بهادار مشکل‌دار را بیمه کرده بودند. در صورت فروپاشی این شرکت، سایر بانک‌ها و موسسات غیربانکی سیستمیک، بیمه حادثه

فاجعه‌بار خود را در زمانی از دست می‌دادند که بیش از هر لحظه دیگری به آن نیاز داشتند. به نظر می‌رسید که تقریباً همه مردم از ورشکستگی ای‌آی‌جی آسیب خواهند دید و هیچکس نمی‌دانست که ورشکستگی این شرکت به هر فرد چه آسیبی خواهد زد و به همین دلیل ورشکستگی ای‌آی‌جی می‌توانست به هجوم سرمایه‌گذاران به تمام موسسات مالی دیگر بیانجامد.

اما حالا ورشکستگی این شرکت حتمی به نظر می‌رسید. روز دوشنبه ارزش سهام ای‌آی‌جی به زیر ۵ دلار سقوط کرد، در حالی که در زمان اوجش به بیش از ۱۵۰ دلار رسیده بود؛ طرف حساب‌های این شرکت خواهان مقادیر عظیمی از وثایق اضافی و سازمان‌های رتبه‌بندی به فکر تنزل رتبه اعتباری این شرکت بودند که می‌توانست فعالیت‌هایش را فلج کند. حالا به نظر می‌رسید ای‌آی‌جی برای حفظ حیاتش دست‌کم به ۷۵ میلیارد دلار نیاز دارد و در زمانی که بانک‌ها در حال انباشت نقدینگی بودند، این نوع حفره سرمایه را فقط دولت می‌توانست پر کند. ما هرگز تصور نمی‌کردیم که روزی فرا خواهد رسید که فدرال رزرو به یک شرکت بیمه کمک کند و تنها چند روز پیش از این شک داشتیم که بتوانیم به چنین شرکتی کمک کنیم. اما عصر روز دوشنبه روشن بود که شرکت بیمه ای‌آی‌جی، خیلی بزرگ، خیلی پیچیده و خیلی درمانده‌تر از آن است که بخش خصوصی نجاتش دهد و نظام مالی نیز در وضعیتی نبود تا بتواند فروپاشی آن را رفع و رجوع کند.

اینجا نیز درست همانند ماجرای لمن ما از اختیاراتی مشابه شرکت بیمه سپرده فدرال برخوردار نبودیم تا با تضمین تعهدات ای‌آی‌جی و انحلال تدریجی آن از ورشکستگی و نکول جلوگیری کنیم و قدرت تزریق سرمایه به شرکت، تضمین بدهی‌های آن یا خرید دارایی‌هایش را هم نداشتیم. با وجود این، این بار باور داشتیم که باید فدرال رزرو با اعطای وام کافی به این شرکت از فروپاشی آن جلوگیری کند. ای‌آی‌جی برخلاف بانک‌های سرمایه‌گذاری که در صورت از دست دادن اعتماد و اطمینان مشتریان چیزی برای عرضه نخواهند داشت، امپراطوری جهانی به نسبت باثباتی داشت که به کسب‌وکار درآمدزای بیمه مشغول بود. فدرال رزرو اختیار داشت تا در ازای وثیقه مناسب به این شرکت وام دهد، و برخلاف بیراسترنز و لمن، شرکت ای‌آی‌جی مجموعه‌ای از شرکت‌های بیمه زیرمجموعه مقررات تحت نظارت داشت که بیمه‌گذاران آنها پیوسته اقساط بیمه خود را می‌پرداختند و همچنین ذخایر پولی اجباری را نزد خود نگهداری می‌کرد که می‌توانست برای پشتیبانی از وام‌هایشان از آنها استفاده کند. بازارها اعتمادشان به ای‌آی‌جی را از دست داده بودند و تصور نمی‌کردند بتواند در برابر هجوم اعتباردهندگان خود دوام بیاورد، اما مشکلات این شرکت اساساً از شرکت مادر آن ناشی می‌شد که بخش محصولات مالی را در خود جای داده بود و حالا در تنگنای بزرگی بود. ما تصور می‌کردیم که بازارها متوجه خواهند شد که عملیات بیمه‌ای بارزش این شرکت برای پرداخت بدهی‌های آن و حفظ حیاتش اساساً کافی خواهد بود.

البته، اعطای هر نوع وام به شرکت در حال افولی که در بحبوحه هجوم اعتباردهندگان خود قرار گرفته است، همچنان کار پرریسکی به حساب می‌آید و ما می‌دانستیم که اعطای وام به این شرکت فقط

ممکن است اندکی وقت بیشتر برای نظام مالی بخرد تا آماده نکول شود. باین حال، اگر ای‌آی‌جی تا روز سه‌شنبه مبلغ مورد نیازش را دریافت نمی‌کرد به آستانه اعلام ورشکستگی می‌رسید و درعین حال به نظر می‌رسید مبلغ مورد نیاز این شرکت نیز هر ساعت در حال افزایش است. عصر آن روز فدرال رزرو پیشنهاد وام غیرقابل‌تغییری به مبلغ ۸۵ میلیارد دلار و با نرخ بهره تنبیهی در ازای مالکیت ۷۹.۹ درصد از کل ای‌آی‌جی را به این شرکت داد که مبلغ آن هم اندکی کمتر از آستانه مشخصی بود که دولت را مجبور به درج رسمی این شرکت در ترازنامه مالی خود می‌کرد و هم به حد کافی زیاد بود تا تضمین کند که در صورت نجات این شرکت عمده سود فعالیت‌های آن عاید مالیات‌دهندگان خواهد شد. ای‌آی‌جی این پیشنهاد را پذیرفت، اگرچه در شرایط قرارداد این وام آمده بود که ما پس از پرداخت وام بلافاصله مدیرعامل این شرکت را عوض خواهیم کرد.

می‌دانستیم که این اقدام ما می‌تواند واکنش شدیدی به همراه داشته باشد و اوضاع را طوری جلوه خواهد داد که گویا در آستانه شکست فاحشی قرار داریم. بارنی فرانک^۱ به ما طعنه می‌زد که باید روز ۱۵ سپتامبر را به افتخار یک روز تعهد آمریکا به سختگیری بازار نسبت به شرکت‌های لمن و ای‌آی‌جی روز بازار آزاد^۲ بنامیم. باوجوداین، ما هیچ‌یک از اصول بازار آزاد را به طور ناگهانی نپذیرفته یا رها نکرده بودیم. ما تمام توانمان را برای جلوگیری از بروز فاجعه بکار بردیم و هر اقدامی که توانایی انجامش را نداشتیم نیز انجام ندادیم؛ ای‌آی‌جی وثیقه معتبری داشت که برای تضمین وامی که برای حفظ کسب‌وکارش به آن نیاز داشت کفایت می‌کرد، درحالی‌که لمن چنین وثیقه معتبری نداشت. اضافه‌براین، ما حتی در هنگام کمک به ای‌آی‌جی نیز تلاش کردیم تا پیشنهاد دشواری را به آن شرکت بدهیم تا هم از پول مالیات‌دهندگان تا حد ممکن محافظت کرده باشیم و هم در آینده از نظر اخلاقی محکوم نشویم. سهامداران ای‌آی‌جی بعدها از ما شکایت کردند زیرا تصور می‌کردند با آنها خیلی بدرفتاری کرده‌ایم. باوجوداین، رفتار ما هر چه قدر هم آزاردهنده، نشان‌دهنده تعهد ما نسبت به نجات کل نظام مالی بود و نمی‌توانستیم به فکر نجات هر فردی باشیم که در درون این نظام مالی قرار دارد. نجات شرکت ای‌آی‌جی آخرین گزینه بد ما در آن زمان بود و ما تلاش کردیم تا وخامت آن را تا حد امکان کاهش دهیم.

منتقدان ما را به تمسخر می‌گرفتند و مدعی بودند که با نجات ای‌آی‌جی بار دیگر به وال استریت پیام دادیم که در این نظام، شکست، پاداش می‌گیرد. اما اکثر اشتباهات پاداشی دریافت نکرده بودند. در این بحران مالی، مدیران عامل شرکت‌های کانتتری‌واید، بیراسترنز، فنی می، فردی، مریل، لمن، ای‌آی‌جی، سی‌تی و واچوویا همگی مشاغل خود را از دست دادند. سهامداران تمام موسسات مالی نیز شاهد سقوط ارزش سهام‌شان بودند. درست است که توانستیم دردهای بخش مالی را تا حد قابل‌توجهی کاهش دهیم و از فرار همگانی تمام اعتباردهندگان و طرف‌حساب‌ها جلوگیری کنیم که احتمالاً منجر به ایجاد برخی مخاطرات اخلاقی هم شد، اما قصد نداشتیم که به الگوی رفتاری متخصصان مالی آینده بدل

1. Barney Frank
2. Free Market Day



شویم تا از ما پیروی کنند، بلکه به دنبال نجات کل نظام مالی بودیم و نمی‌توانستیم تا این حد مغرور و گستاخ باشیم که صرفاً برای رعایت قوانین و چارچوب‌های از پیش تعیین شده و سخت‌گیرانه خود اجازه فروپاشی نظام مالی را بدهیم که می‌توانست اقتصاد کشور را نیز با خود پایین بکشد. اگر تصور می‌کردیم که پیامدهای ورشکستگی ای‌آی‌جی فقط گریبان‌گیر مدیران اجرایی و سهامداران این شرکت خواهد شد با خوشحالی تمام اجازه سقوطش را می‌دادیم، اما وقتی نمی‌توانستیم از تبدیل آسیب‌های ناشی از ورشکستگی این شرکت‌ها به یک فاجعه جهانی جلوگیری کنیم، ابداً خواستار ورشکستگی هیچ یک از موسسات دارای اهمیت ساختاری در نظام مالی نبودیم.

بعضی منتقدان به شدت خشمگین بودند که فدرال رزرو بر تخفیفاتی که می‌توانست مبالغ پرداختی به اعتباردهندگان و طرفین مقابل شرکت ای‌آی‌جی را کاهش دهد به حد کافی اصرار نکرده است و آنها عملاً توانسته‌اند به ازای هر دلار معامله‌ای که با این موسسه در شرف نابودی داشته‌اند صد سنت دریافت کنند. در واقع، فدرال رزرو بدون رویارویی با خطر نکول و ورشکستگی شرکت‌ها قدرت اعمال این تخفیفات را نداشت و اعتباردهندگان آنها نیز ایده پذیرش داوطلبانه کوچک‌ترین تخفیفات را به سرعت رد کردند. اگرچه اعمال تخفیفات به اعتباردهندگان شرکت‌های در شرف انحلال در مواقع عادی اقدامی معقول و منصفانه به حساب می‌آید و عملاً یکی از ویژگی‌های مشترک تمام فرایندهای عادی ورشکستگی شرکت‌ها محسوب می‌شود، اما اعمال این تخفیفات در دوره‌های بحرانی فقط به تشدید وخامت اوضاع خواهد انجامید. در واقع، اعمال این تخفیفات به اعتباردهندگان سایر شرکت‌های مشکل‌دار هشدار خواهد داد که اگر به سرعت پول‌شان را از این موسسات خارج نکنند با خطر مواجهه با کاهش ارزش اعتبارات خود روبه‌رو خواهند شد؛ همان پدیده‌ای که فقط یک هفته بعد در صندوق تأمین مالی واشنگتن می‌وجوال مشاهده کردیم. هدف اقداماتی که در واکنش به بحران انجام می‌شود باید کاهش شدت ترس و هراس عمومی باشد و نه تشدید و تأیید آنها.

ما می‌فهمیدیم چرا عموم مردم می‌خواهند بنگاه‌های مالی جزای کامل اقدامات بی‌پروای‌شان را ببینند و علت این تمایل مردم را نیز درک می‌کردیم. به قول معروف سرمایه‌داری بدون ورشکستگی مانند مسیحیت بدون جهنم بود. با این حال، سیاست‌گذارانی که طی بحرانی طولانی به جای ثبات‌بخشی به نظام به دنبال مجازات مقصران اند فقط بحران را طولانی‌تر می‌کنند. به قول برنانکی، اگر همسایه شما با سیگار کشیدن در رختخواب، خانه‌اش را به آتش بکشد می‌خواهید که آتش‌نشانی به سرعت آتش‌خانه او را خاموش کند تا از سرایت آتش به خانه شما نیز جلوگیری شود؛ اگرچه خاموش نکردن آتش خانه همسایه شما مجازات مناسب‌تری برای فرد مقصر خواهد بود و پیامی قوی را به دیگران ارسال خواهد کرد که سیگار کشیدن در رختخواب ابداً تحمل نمی‌شود. البته، زمانی که ضرورت مهار آتش از بین برود اجتناب از پاداش دادن به افراد بی‌پروا و بی‌مسئولیت و مجازات مناسب آنها پس از خاموش شدن آتش (و ترویج همزمان اقدامات پیش‌گیری از آتش‌سوزی) کاملاً معقول خواهد بود. اما اولویت اول ما همواره باید خاموش کردن آتش باشد.

سرانجام، مشخص شد که وضعیت ای‌آی‌جی بسیار وخیم‌تر از چیزی بود که ما تصور می‌کردیم. پس از پرداخت وام اولیه به این شرکت، مشکلات آن، یکی پس از دیگری نمایان شد چنانکه در نهایت مبلغ مورد نیاز برای نجات این شرکت به رقم غیرقابل تصور ۱۸۵ میلیارد دلار رسید. اگرچه ای‌آی‌جی چه با فروش شرکت‌های زیرمجموعه‌اش و چه به روش‌های دیگر، سرانجام این مبلغ را همراه با سودش پرداخت می‌کرد و دولت نیز سودی معادل ۲۳ میلیارد دلار به دست می‌آورد، اما موضوع مهم‌تر این بود که ما توانستیم از گسترش آسیب‌های بزرگ‌تر ناشی از ورشکستگی ای‌آی‌جی جلوگیری کنیم. البته، مدیران اجرایی این شرکت نیز در به خطر افتادن کل نظام نقش موثری داشتند و به همین دلیل، اعطای پاداش‌هایی که پیش از بحران مالی در قرارداد کاری آنها مقرر شده بود خشم عمومی را تشدید کرد. نجات ای‌آی‌جی از دیدگاه عمومی اقدامی بسیار مخرب بود. اما نجات ندادن ای‌آی‌جی در سپتامبر ۲۰۰۸ و یک روز پس از اعلام ورشکستگی بانک لمن فاجعه‌بار بود.

پایان یک دوره

ما توانستیم از بروز برخی فجایع جلوگیری کنیم، اما جلوگیری از وقوع آنها به هیچ وجه کافی نبود. ورشکستگی بانک لمن و قرار گرفتن شرکت‌های مریل و ای‌آی‌جی در آستانه ورشکستگی، شوک عمیق‌تری به بازارها وارد کرد. دو بانک سرمایه‌گذاری باقی‌مانده نیز با هجوم‌های روزافزون روبه‌رو شدند؛ سوپ‌های نکول اعتباری مورگان استنلی جهش ناگهانی بزرگی را تجربه کرد و به ارقامی بالاتر از سوپ‌های نکول اعتباری بانک لمن پیش از ورشکستگی رسید، درحالی‌که گلدمن ساچز شاهد ناپدید شدن ۶۰ میلیارد دلار از نقدینگی خود بود. مابه‌التفاوت خرید و فروش اوراق قرضه شرکتی نیز به دو برابر میزان آن پس از سقوط بازار سهام در سال ۱۹۲۹ رسید که هراس عمومی از ورشکستگی گسترده‌بینگاه‌های غیرمالی را نیز نشان می‌داد. بازدهی اوراق قرضه کوتاه‌مدت خزانه‌داری نیز عملاً منفی شد که فرار دیوانه‌وار سرمایه‌گذاران به سوی ایمنی را نشان می‌داد؛ سرمایه‌گذاران به حدی از سرمایه‌گذاری در هر چیزی هراس داشتند که حاضر بودند به دولت پول بدهند تا از وجوه نقدشان نگهداری کند. برنانکی پست الکترونیکی خاصی را از بیل جیمز^۱، یکی از تحلیلگران داده‌های آماری بیس‌بال دریافت کرد که در آن از بیل خواسته شده بود تا همچنان در برابر سختی‌ها مقاومت کند: «در نهایت زمانی فرا رسید که حرف افرادی که می‌گویند اوضاع نمی‌تواند از این بدتر شود نیز درست از آب در می‌آید.»

باین‌حال، هر روز اوضاع بدتر می‌شد و در همان روز سه‌شنبه که در حال تکمیل شرایط کمک به ای‌آی‌جی بودیم نیز فاجعه دیگری رخ داد. صندوق ذخیره اولیه^۲ یکی از صندوق‌های بازار پول - که سرمایه‌گذاری سنگینی روی اوراق بهادار بانک لمن انجام داده بود اعلام کرد که دیگر نمی‌تواند در ازای هر دلار از سرمایه سرمایه‌گذاران خود ۱۰۰ سنت به آنها پرداخت کند و عملیات برگشت سرمایه را متوقف کرده بود. سرمایه‌گذاران از ترس اینکه مبادا ارزش سهام سایر صندوق‌های بازار پول نیز «به

1. Bill James
2. Reserve Primary Fund

زیر یک دلار» سقوط کند و این صندوق‌ها نیز مجبور به مسدودسازی سرمایه اعتباردهندگان خود شوند با شتاب به آنها هجوم بردند تا ۲۳۰ میلیارد دلار سرمایه را از این صنعت خارج کنند؛ این هم یعنی هجوم همگانی و هولناک اعتباردهندگان به شبه‌بانک‌ها که با شبه‌سپرده‌های بیمه نشده مشتریان خود فعالیت می‌کردند. در عین حال، صندوق‌های بازار پول نیز برای اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذاران خود بیشتر و بیشتر از ریسک‌پذیری اجتناب می‌کردند و اوراق بهادار کمتری را می‌خریدند یا حتی وام کمتری به بازارهای ریو می‌دادند، که این مسئله نیز بحران نقدینگی بانک‌ها و موسسات غیربانکی را تشدید می‌کرد. مدیران عامل شرکت‌های غیرمالی بسیار معتبری مانند جنرال الکتریک، فورد و حتی کوکاکولا نیز به هنریک پاولسون هشدار دادند که برای فروش اوراق بهادارشان با مشکل روبه‌رو شده‌اند و همین امر آنها را از دسترسی به منابع مالی کوتاه‌مدت مورد نیاز برای انجام فعالیت‌ها و پرداخت هزینه تأمین‌کنندگان و کارگران محروم ساخته است. این مسئله آنها را مجبور می‌کرد تا موجودی انبار را کاهش دهند و پرداخت‌ها به تأمین‌کنندگان خرد و متوسط را به تأخیر بیندازند که این امر نیز به نوبه خود آنها را وادار به تعدیل نیرو می‌کرد.

بحران به طور محکم‌تر و محسوس‌تر در آستانه گسترش از وال استریت به مین استریت بود. ما قاطعانه تصمیم داشتیم تا از هجوم اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران به صندوق‌های بازار پول جلوگیری کنیم زیرا این صندوق‌ها برای ۳۰ میلیون نفر از مردم آمریکا حدود ۳.۵ تریلیون دلار سرمایه‌گذاری انجام داده بودند که نقدینگی روزانه بسیار حیاتی را برای بسیاری از شرکت‌های اقتصاد واقعی فراهم می‌کرد. تیم هنریک پاولسون ایده‌ای را پیشنهاد کرد تا دولت با استفاده از ۵۰ میلیارد دلار از صندوق تثبیت ارز خزانه‌داری صندوق‌های پول خرید اوراق بهادار را تضمین کند، درست همان‌طور که سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال سپرده‌های بانکی را تضمین می‌کرد. هدف اصلی تشکیل این صندوق خزانه‌داری محافظت از ارزش دلار در مواقع اضطراری بود، اما می‌توانستیم استدلال کنیم که جلوگیری از هجوم اعتباردهندگان به صندوق‌های پول می‌تواند از یک فروپاشی اقتصاد جلوگیری کند که ارزش دلار را تخریب می‌کرد. به هر صورت، باور داشتیم که حتی پس از اعلام خبر تضمین صندوق‌های پول از سوی خزانه‌داری نیز ضرورتی برای پرداخت هیچ‌گونه مبلغ یا وامی از این صندوق وجود نخواهد داشت زیرا پس از احیای مجدد اطمینان سرمایه‌گذاران به ایمنی صندوق‌های پول، هجوم آنها به این صندوق‌ها نیز متوقف خواهد شد. همچنین فدرال رزرو با افزودن برنامه وام‌دهی جدیدی به نام ای‌ام‌ال‌اف^۱ (برنامه تسهیل نقدینگی صندوق‌های تعاونی خرید اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها)^۲ به ترکیب پیچیده‌ای از برنامه‌های وام‌دهی مختلف خود، تضمین جدید این صندوق‌ها از جانب خزانه‌داری را تقویت کرد که تلاش غیرمستقیمی برای گرم نگهداشتن بازار معاملات اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها به حساب می‌آمد و به بانک‌ها کمک می‌کرد تا اوراق بهادارشان را از این صندوق‌های پول بخرند. طی دو هفته، این برنامه منابع مالی مورد نیاز برای اوراق بهاداری به ارزش ۱۵۰ میلیارد دلار را تأمین می‌کرد که بازار

1. AMLF

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

دیگر اعتمادی به آنها نداشت.

باین‌حال، مداخلات ما موثر واقع شد. ارزش سهام هیچ صندوق تعاونی دیگری به زیر یک دلار سقوط نکرد و از آنجا که خزانه‌داری نیز در ازای طرح بیمه جدیدش از همه آنها حق بیمه می‌گرفت نیز در نهایت سود دیگری عاید مالیات‌دهندگان شد. تأمین نقدینگی اضافی از سوی فدرال رزرو نقش موثری در بهبود اوضاع داشت، اما درس اصلی خاصی که از این ماجرا می‌توان آموخت قدرت تضمین‌های دولتی بود؛ زمانی که تیم مدیریت بحران می‌تواند وعده‌های معتبری را برای محافظت از سرمایه‌گذاران در برابر پیامدهای فاجعه‌بار به آنها بدهد، مشارکت‌کنندگان در بازار نیز مجبور نخواهند بود با در نظر گرفتن احتمال رویداد این پیامدها عمل کنند و به همین دلیل این پیامدهای هولناک اتفاق نخواهد افتاد.

ما اجازه تضمین تعهدات بانک‌های سرمایه‌گذاری را نداشتیم و به همین دلیل ساعت‌های زیادی را مشغول مذاکره با جان مک^۱ و لیود بلنکفین^۲، مدیران عامل بانک‌های مورگان استنلی و گلدمن ساچز بودیم تا آنها را برای ادغام بانک‌شان با بانک‌های تجاری خاص دارای پایه‌های مالی قوی‌تر متقاعد کنیم. در این مرحله، تیموتی گیتنر چنان مشغول آماده‌سازی ترتیبات ادغام شرکت‌های مختلف بود که مدیران اجرایی شرکت‌های حاضر در وال استریت به اولقب «ای‌هارمونی»^۳ داده بودند که نام یک وبسایت دوست‌یابی بود. باوجوداین، ادغام احتمالی شرکت‌های بزرگی مانند گلدمن ساچز، واچوویا، مورگان و سیتی واقعا معقول به نظر نمی‌رسید زیرا مؤسسات واچوویا و سیتی به‌رغم سپرده‌های تضمین شده نیز با چالش‌های خاص خود روبه‌رو بودند و ادغام آنها به مثابه ضرب‌المثل دو مرد مست گرفتار در گودال، این سؤالات را در ذهن افراد ایجاد می‌کرد که کدام‌یک می‌تواند دیگری را نجات دهد. در همین زمان، به‌رغم میل باطنی خود، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده را تشویق کردیم تا فروش استقراری سهام بنگاه‌های مالی را به صورت موقت ممنوع کند، اگرچه ماه‌ها از ابراز چنین درخواستی به این کمیسیون خودداری کرده بودیم و اگر شرایط تا این حد بحرانی نبود هرگز حاضر به دادن آن درخواست نمی‌شدیم. بنابراین، شرط‌بندی علیه شرکت‌های مشکل‌دار را ممنوع کردیم، اگرچه انجام این کار چنین احساسی را در ما تداعی می‌کرد که گویا ابراز نظر منفی در مورد این شرکت‌ها را غیرقانونی اعلام کرده‌ایم که می‌توانست اعتماد عمومی به بازارهایی که قصد محافظت از آنها را داشتیم به شدت تضعیف کند. باین‌حال، مورگان استنلی در آستانه سقوط قرار گرفته بود و بانک گلدمن ساچس نیز در پشت سر این بانک بود و سایر بانک‌های تجاری نیز فاصله چندانی با آنها نداشتند. اگر این بانک‌ها سقوط می‌کردند دیگر چیزی باقی نمی‌ماند که بخواهیم از آن محافظت کنیم.

هر دو بانک سرمایه‌گذاری به شدت در جست‌وجوی شرکای راهبردی خاصی بودند که توانایی سرمایه‌گذاری اساسی در سهام آنها را داشته باشند و ضمن کمک به تقویت سپرده‌های سرمایه آنها،

1. John Mack

2. Lloyd Blankfein

3. Eharmony

بزرگ‌ترین وبسایت دوست‌یابی آنلاین است که به طور ویژه برای برقراری رابطه طولانی‌مدت میان زنان و مردان طراحی شده است.

اعتماد اعتباردهندگان و مشتریان را به ادامه حیات کسب و کارهای آنها احیا کنند. فدرال رزرو تصمیم گرفت تا به این هر دو بانک اجازه دهد به شرکت‌های هلدینگ بانکی بدل شوند، اما به شرطی که بتوانند سرمایه خصوصی کافی برای انجام این کار را به سرعت جمع‌آوری کنند. بانک گلدمن ساچز طی تعطیلات آخر هفته ۲۰ سپتامبر آن سال توانست ۵ میلیارد دلار سرمایه از وارن بافت بگیرد که با کمک این سرمایه توانست تا ۵ میلیارد دلار دیگر نیز از عموم مردم جذب کند. همچنین مورگان استنلی نیز با شرکت میتسوبیشی به توافق رسید تا این شرکت در ازای پرداخت ۹ میلیارد دلار، ۲۰ درصد از سهام این بانک را بخرد. تصمیم فدرال رزرو برای تبدیل این بانک‌ها به شرکت‌های هلدینگ بانکی اطمینان خاطر مبهمی به بازارها داد، اگرچه در واقع پیامدهای قابل توجهی به همراه نداشت. برای مثال، به‌رغم تداوم برنامه‌های وام‌دهی فدرال رزرو، تبدیل این بانک‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌های بانکی، قدرت دریافت وام آنها از فدرال رزرو را ابداً افزایش نمی‌داد.

تزریق سرمایه از سوی سرمایه‌گذاران خصوصی نوعی رأی اعتماد به کسب و کار این موسسات محسوب می‌شد، اما آتش بحران مالی همچنان برافروخته بود. ما به طرز خطرناکی از منحنی ترس و هراس عمومی عقب افتاده بودیم و زرادخانه ابزار مالی ما در آن زمان نیز برای مهار نیروی ناشی از فرار سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بسیار ضعیف بود. ما باید به جای رسیدگی تدریجی به اوضاع، برای تک‌تک بنگاه‌های مالی روشی پیدا می‌کردیم تا از فجایع در شرف وقوع در تمام بخش مالی پیشی بگیریم و انجام این کار بدون حمایت و پذیرش کنگره و دلارهای مالیات‌دهندگان ممکن نبود.

ماه‌ها بود که می‌خواستیم از کنگره اختیارات اضطراری قوی‌تری را درخواست کنیم، اما کنگره بارها و بارها به ما علامت داده بود که برای اعطای اختیارات بیشتر به ما به شواهد قانع‌کننده‌تری نیاز دارد که ضرورت واقعی این اختیارات را نشان دهد و از سوی دیگر نیز نگران بودیم که مبدا مخالفت عمومی آشکار با اعطای این اختیارات به ما، نگرانی بازارها نسبت به توانایی ما در مهار این بحران مالی را تشدید کند. با این حال، چشم‌انداز پرتگاه رکود اقتصادی ثانویه حالا در برابر چشم ما بود و برای اولین بار تصور می‌کردیم که می‌توانیم کنگره بی‌میل را به اعطای این اختیارات متقاعد کنیم. در ۱۸ سپتامبر برنانکی و هنریک پاولسون جلسه‌ای را در اتاق روزولت کاخ سفید با رئیس‌جمهور بوش برگزار کردند و به او گفتند که زمان رفتن به کنگره فرا رسیده است و تأکید داشتند که فدرال رزرو به تنهایی قادر نیست کار بیشتری در این زمینه انجام دهد. رئیس‌جمهور بوش نیز به ما اجازه داد تا به کپیتول هیل برویم و اختیارات بیشتر مورد نیازمان را از کنگره درخواست کنیم تا بتوانیم با اطمینان خاطر کامل از تکرار فجایعی مثل ورشکستگی بانک لمن جلوگیری کنیم.

هنریک پاولسون پس از کسب تاییدیه رئیس‌جمهور در نیمه‌شب، پیش‌نویسی سه صفحه‌ای از برنامه

1. Capitol Hill

منطقه‌ای در اطراف ساختمان کپیتول در واشنگتن دی سی

کمک به دارایی‌های مشکل‌دار^۱ را به کنگره ارسال کرد که در آن پیشنهاد شده بود اجازه خرید ۷۰۰ میلیارد دلار از این اوراق بهادار سمی و تضمین شده با وام رهنی مسکن به خزانه‌داری اعطا شود زیرا این اوراق بهادار کل نظام مالی کشور را مسموم کرده بود. مبلغ درج شده در این برنامه به صورت اختیاری تعیین شده بود (از یک سو ۵۰۰ میلیارد دلار برای بازار ۱۱ تریلیون دلاری وام مسکن ایالات متحده کافی به نظر نمی‌رسید و از سوی دیگر نیز پذیرش هر مبلغی نزدیک به یک تریلیون دلار برای نظام سیاسی کشور ناممکن به نظر می‌رسید)، باین‌حال، هدف اصلی این برنامه نشان دادن قدرت فدرال رزرو و تغییر برداشت عمومی از توانایی‌های اثرگذار ما بود. ما امید داشتیم تا با حذف برخی دارایی‌هایی فاقد قدرت نقدشوندگی از ترازنامه مالی موسسات مالی در معرض خطر بتوانیم اعتماد بازارها به آنها را مجدداً احیا کنیم، همچنین انتظار داشتیم خرید این اوراق بهادار توسط خزانه‌داری به احیای سایر بازارهای مشابه دارایی‌های تضمین شده با وام مسکن بیانجامد که در فهرست خرید ما نبودند و احیای آنها عملاً می‌توانست سرمایه مورد نیاز در سراسر نظام مالی کشور را تأمین کند. این برنامه به طرح مشترک خزانه‌داری و فدرال رزرو در ماه آوریل که به اصطلاح طرح اضطراری نامیده شده بود بسیار شباهت داشت زیرا واقعا وقت اجرای آخرین طرح فرا رسیده بود.

البته، حمایت علنی از برنامه کمک به دارایی‌های مشکل‌دار (تارپ)، ریسک‌های خاص خودش را داشت. هنریک پاولسون و برنانکی باید کنگره را متقاعد می‌کردند که وخامت اوضاع به حدی است که انجام اقدامات فوق‌العاده را توجیه می‌کند، اما استفاده از الفاظ به شدت هشداردهنده نیز می‌توانست به تشدید ترس و هراس عمومی بیانجامد؛ از این‌رو، سخنرانی ما در کنگره اولین تنگنای ارتباطات دشواری بود که طی بحران مالی از آن عبور کردیم. البته، پیشنهاد حداقل اقدامات لازم هنریک پاولسون آتش سیاسی خاص خودش را ایجاد کرد. این پیشنهاد صرفاً با هدف توضیح طرح کلی برنامه و در پاسخ به درخواست سناتور داد^۲ ارائه شد که از ما خواسته بود کنگره را در برابر عمل انجام شده قرار ندهیم، اما منتقدان، کمبود جزئیات قانونی آن را به تمسخر گرفتند. در این پیش‌نویس، انعطاف‌پذیری تقریباً نامحدودی برای خزانه‌داری درخواست شده بود به نحوی که خزانه‌داری می‌توانست بدون هرگونه مداخله کنگره یا حتی بررسی قضایی، این ۷۰۰ میلیارد دلار را مطابق صلاح‌دیدش مصرف کند. در نتیجه، بسیاری از منتقدان، هنریک پاولسون را به قدرت‌جویی بی‌سابقه متهم کردند. بسیاری از سناتورهای جمهوری خواه با حمله به این طرح آن را طرح دولت بزرگ سوسیالیسم نامیدند، درحالی‌که بسیاری از سناتورهای دموکرات نیز از عدم تعیین محدودیت‌های کافی برای پرداخت غرامت اجرایی و کمک مالی به خانه‌داران در این طرح شکایت داشتند. طی جلسات متعددی که در کپیتول هیل برگزار شد، برنانکی و هنریک پاولسون بارها و بارها متهم شدند که وال استریت را به مردم عادی ترجیح داده‌اند و به جای تنبیه مقصران این وضعیت، آنها را نوازش می‌کنند. یکی از این سناتورها به بن گفت که «رأی ۵۰ درصد از سناتورهای اداره آنها به قانون پیشنهادی آنان منفی است و رأی ۵۰ درصد دیگر نیز به کل منفی است.»

1. Troubled Assets Relief Program (TARP)

2. Dodd



با این حال، هنریک پاولسون به دور از دوربین‌های خبرنگاران و خودنمایی‌های سناتورهای کنگره، پیشرفت قابل توجهی برای جلب رضایت دو حزب به دست آورده بود، اما در همین زمان سناتور جان مک‌کین^۱، نامزد ریاست جمهوری حزب جمهوری خواه، ناگهان اعلام کرد که کمپین انتخاباتی خود را به صورت موقت رها می‌کند تا برای کمک به حل این بحران به واشنگتن بازگردد که این مسئله این مذاکرات را به یکی از مباحث داغ مناظرات ریاست جمهوری بدل کرد. هنریک پاولسون به مک‌کین هشدار داد که در صورت کارشنکی در فرایند تصویب طرح تارپ علناً اعلام خواهد کرد که سناتور مک‌کین قصد خرابکاری در اقتصاد کشور را دارد، اگرچه اصلاً تمایل نداشت مجبور به انجام چنین کاری شود. هنریک پاولسون برای جلوگیری از وقوع فاجعه مجبور بود اندکی بلوف بزند و به همین دلیل حتی ادعا کرد که برنانکی به احتمال زیاد از او حمایت خواهد کرد، اگرچه برنانکی در حکم رئیس مستقل فدرال رزرو در واقع چنین کاری نمی‌کرد.

رئیس‌جمهور بوش و هنریک پاولسون روز پنج‌شنبه ۲۵ سپتامبر جلسه‌ای را با حضور نامزدهای ریاست جمهوری یعنی مک‌کین و اواما و رهبران هر دو حزب در کنگره در کاخ سفید برگزار کردند که گفته می‌شود بسیار بی‌حاصل بود و پس از ادامه مخالفت سناتورهای اصلی جمهوری خواه با این طرح به مشاجره ناهنجار میان سناتورهای دو حزب انجامید. بحران‌های مالی همواره شرایط سیاسی دشواری را ایجاد می‌کند، حتی زمانی که پیش از انتخابات ریاست جمهوری اتفاق نمی‌افتند زیرا اقدامات لازم برای تثبیت نظام مالی هرگز محبوب نیست. به همین دلیل تیم مدیریت بحران باید پیش از وقوع بحران به ابزار مناسب برای مهار آن مجهز باشد تا هنگام وقوع بحران نیازی به اتکا به ریسک‌پذیری رهبران سیاسی زیر میکروسکوپ عموم مردم نداشته باشد. به گفته لی ساکس^۲، معاون تیموتی گیتنر زمانی که آتش‌سوزی غیرقابل‌کنترلی در شهر روی می‌دهد اداره آتش‌نشانی نباید برای تصویب خرید تجهیزات جدید درخواست برگزاری جلسه‌ای در شهرداری بدهد.

درواقع، این آتش‌سوزی در همان روز پنج‌شنبه بنگاه بزرگ دیگری به نام صندوق واشنگتن میوچوال را نیز در کام خود فرو برد و آن را به بزرگ‌ترین بانک ورشکسته ایالات متحده بدل کرد که سپرده‌های بانکی آن راسازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال تضمین کرده بود؛ جایگاهی که پیش از این در دست ایندی‌مک قرار داشت. شیلا بیر^۳، رئیس سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال بدون هیچ‌گونه کمکی از سوی صندوق بیمه سازمان خود توانست بانک جی‌پی مورگان چیس را به خرید واشنگتن میوچوال و محافظت از سپرده‌های بانکی آن متقاعد کند. اما قراردادی که سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال به بانک جی‌پی مورگان پیشنهاد کرد نه تنها سهامداران صندوق واشنگتن میوچوال را نابود (که البته بنا به شرایط موجود ضروری بود) بلکه ضررهای سنگینی را به دارندگان بزرگ اوراق قرضه این بانک تحمیل می‌کرد. به بیان دیگر، این قرارداد خرید به صندوق واشنگتن میوچوال اجازه می‌داد تا تعهدات بدهی‌اش

1. J ohn McCain
2. Lee Sachs
3. Sheila Bair

را نکول کند؛ همان نتیجه‌ای که ما با تمام توان قصد جلوگیری از آن را داشتیم. اُفت ارزش سهام و اوراق قرضهٔ یک شرکت به این شکل در دوره‌های عادی معقول به نظر می‌رسد زیرا اعتباردهندگان را وادار می‌کند تا پیامدهای وام‌های غیرعقلانهٔ خود را مشاهده کنند، اما انجام چنین کاری در دوره‌های بحرانی به اعتباردهندگان سایر بنگاه‌های مالی اعلام خطر می‌کند که باید به سرعت پول‌شان را بردارند و پا به فرار بگذارند. بیر تصور می‌کرد اقداماتی که ما برای نجات موسسات و شرکت‌های مختلف انجام داده‌ایم مخاطرات اخلاقی خیلی زیادی ایجاد کرده بود و ورشکستگی صندوق واشنگتن میوچوال را درس عبرتی برای کل نظام مالی به حساب می‌آورد. او همچنین از صندوق بیمهٔ سپرده‌های شرکت بیمه سپرده فدرال بسیار محافظت می‌کرد و جست‌وجوی کم‌هزینه‌ترین گزینه برای سازمانش را غالباً وظیفهٔ قانونی خود می‌دانست. اما حالت «استثنای ریسک سیستمیک» برای این تعهد قانونی در نظر گرفته شده بود که هنگام به خطر افتادن ثبات مالی کل نظام قابل استفاده بود و در اینجا نیز به نظر می‌رسید کاهش ارزش سهام و اوراق قرضهٔ صندوق واشنگتن میوچوال ریسک سیستمیک قابل توجهی را ایجاد و تعداد بیشتری از بانک‌ها را با خطر ورشکستگی روبه‌رو خواهد کرد، ضررهای بیشتری را به سازمان بیمهٔ سپرده‌های بانکی فدرال وارد خواهد ساخت و به مخاطرات اخلاقی بیشتری خواهد انجامید.

مسلم است که صبح روز بعد اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بانک واچووایا که از نظر حجم دارایی‌ها چهارمین بانک بزرگ آمریکا به حساب می‌آمد برای برداشت سرمایه‌شان به این بانک هجوم بردند و بنابراین دومینوی بعدی در آستانهٔ ریزش قرار گرفت. در نتیجه، هزینهٔ بیمهٔ بدهی قدیمی واچووایا در برابر نکول دو برابر شد و قیمت اوراق قرضهٔ ده سالهٔ آن نیز در عرض یک روز به یک سوم مقدار خود کاهش پیدا کرد. بار دیگر، باید تعطیلات آخر هفتهٔ خود را وقف جست‌وجوی راه‌حلی برای نجات این بانک بزرگ می‌کردیم و درحالی‌که هم سیتی‌گروپ و هم ولز فارگو^۱ به خرید بانک واچووایا علاقه‌مند بودند، اما هیچ‌یک از این دو نیز بدون کمک دولت حاضر به خرید این بانک‌ها و تضمین تعهدات آنها نمی‌شد. در ابتدا بیر برای محافظت از سازمان بیمهٔ سپرده‌های بانکی فدرال و اجتناب از مخاطرات اخلاقی بیشتر تصمیم گرفت تا ارزش سهام و اوراق قرضهٔ طلبکاران بزرگ این بانک را همانند صندوق واشنگتن میوچوال کاهش دهد. اما پس از گفت‌وگوی فراوان حاضر به استفاده از حالت استثنای ریسک سیستمیک شد تا از نکول آشوب‌زای دیگری جلوگیری شود که می‌توانست به هراس عمومی ختم شود. اتخاذ این موضع نیز به ماجرای بانک واچووایا پایان نداد. شرکت بیمهٔ سپرده‌های فدرال در ابتدا خبر خرید این بانک از سوی بانک سیتی را اعلام کرد، درحالی‌که پذیرفته بود ریسک برخی دارایی‌های وام رهنی مسکن بد آن را برعهده بگیرد، اما پس از دریافت پیشنهادی از سوی ولز فارگو که نه به تنزیل ارزش سهام و نه به کمک شرکت بیمهٔ سپرده‌های فدرال نیاز نداشت، نظر خود را تغییر داد. البته، تغییر نظر این شرکت به خوبی قابل‌درک بود، اما تغییرات رفتاری دولت باعث تشدید نااطمینانی در بازارها می‌شد. رفتار به ظاهر دست‌پاچهٔ دولت که نبود یک راه‌برد منسجم در برنامهٔ کاری آن را نشان می‌داد، غالباً نتیجهٔ قدرت‌های محدود خود دولت، سازمان‌های از هم گسیخته و آشفتگی کلی ناشی از

بحران‌های مالی بود. اما رفتار دولت به بازارها اطمینان خاطر نمی‌داد که ما وضعیت را تحت کنترل خود داریم و این مسئله اثربخشی ابزارهای در دست ما را به شدت محدود می‌کرد. ما می‌خواستیم به بازارها اطمینان خاطر بدهیم که فجایع بانک‌های لمن و واشنگتن می‌یوچوال تکرار نخواهند شد و برای اثبات این ادعا به برنامه تارپ نیاز داشتیم. طی تعطیلات آخر هفته‌ای که به وضعیت بانک و اچووایا رسیدگی می‌کردیم، هنریک پاولسون و تیمش با رهبران هر دو حزب در کنگره به توافق رسیدند تا برخی معیارهای نظارتی اضافی را به پیش‌نویس حداقلی اضافه و محدودیت‌هایی مشخصی را نیز برای پاداش‌های طلایی مدیران عامل موسسات شرکت‌کننده تعیین کنند. هنریک پاولسون در برابر اعمال محدودیت‌های سخت‌گیرانه‌تر برای پاداش‌های مدیران اجرایی مقاومت می‌کرد تا شاید به این روش بدنامی برنامه تارپ را اندکی کاهش دهد زیرا این برنامه تنها زمانی موثر واقع می‌شد که تمام بانک‌ها و حتی بانک‌هایی که در آستانه ورشکستگی نبودند حاضر به شرکت در آن می‌شدند. باین‌حال، اولویت نخست او تصویب این برنامه بود و خزانه‌داری هر ابزاری را که هنریک پاولسون تصور می‌کرد به آنها نیاز پیدا خواهد کرد در این برنامه لحاظ کرده بود. سناتورها مک‌کین و اوباما نیز با حمایت از این برنامه، شجاعت سیاسی خود را نشان دادند.

باوجوداین، کنگره روز دوشنبه ۲۹ سپتامبر با اختلاف آرای بسیار اندک لایحه تصویب برنامه تارپ را رد کرد. پس از انتشار خبر رد این برنامه، شاخص اس‌اندپی ۵۰۰ به میزان ۹ درصد سقوط کرد و برای اولین بار یک تریلیون دلار از ارزشش را از دست داد. لحظه واقعا هولناکی بود که بعضی سناتورهای سرسخت جمهوری خواه حاضر در مجلس را سرعقل آورد. پس از افزودن برخی معافیت‌های مالیاتی به برنامه تارپ از جانب رهبران هر دو حزب در سنا، این برنامه در روز چهارشنبه با حمایت سناتورهای هر دو حزب در مجلس تصویب شد. روز جمعه نیز سناتورهای مجلس بار دیگر از موضع سرسختانه خود عقب‌نشینی و نسخه جدیدتر این برنامه را نیز تصویب کردند. اگرچه فرایند تصویب این برنامه ابداً خوشایند نبود، اما در وضعیت اضطراری کشور، کنگره که اکثریت آن در دست دموکرات‌ها بود (با حمایت برخی سناتورهای جمهوری خواه) تنها در عرض شانزده روز لایحه‌ای را تصویب کرد تا دولت جمهوری خواه وقت کمک مالی بزرگی به مبلغ ۷۰۰ میلیارد دلار را به شرکت‌های حاضر در وال‌استریت اعطا کند که تصویب آن پیامدهای سیاسی مخربی به همراه داشت. تصویب این لایحه، قدرت فوق‌العاده زیادی به خزانه‌داری داد و نشان داد که حتی نیازی به خرید دارایی‌های مشکل‌دار توسط هنریک پاولسون و خزانه‌داری باقی نمی‌ماند. بارنی فرانک نیز به شوخی گفت که با کمک این برنامه حتی می‌توان شن و ماسه هم خرید. البته، هنریک پاولسون چنین قصدی نداشت، اما در همان زمانی که سنا مشغول تصویب این لایحه بود، خزانه‌داری و فدرال رزرو روی گزینه‌های دیگر خرید این دارایی‌های مشکل‌دار تمرکز کرده بودند.

فصل پنجم

آب ریختن روی آتش: اکتبر ۲۰۰۸ - می ۲۰۰۹

تصویب تارپ یک نقطه عطف بود، لحظه‌ای که ارکان دولت که به شکل دموکراتیک انتخاب شده بودند رسماً متوجه شدند که این بحران، خطری است جدی برای اقتصاد و برای ثبات بخشی به نظام مالی اختیار بیشتری را به مدیران بحران اعطا کردند. اما نظام مالی تا مدت زیادی بی‌ثبات باقی ماند. بخشی از مشکل این بود که نظام مالی در وضعیت بسیار بدی قرار داشت. این نظام به مدت چهارده ماه در حال ضربه خوردن بود و آشفتگی ماه سپتامبر (نه تنها فروپاشی بانک لمن بلکه شبه‌ورشکستگی‌های فنی می و فردی مک، مریل لینچ، ای‌آی‌جی همراه با هجوم‌های مالی بی‌سابقه به صندوق‌های بازار پول) ضربه ویرانگری به اعتماد و بازارهای اعتباری وارد کرده بود. تصویب کمک ۷۰۰ میلیارد دلاری خبری بود دلپذیر، اما نظام مالی گرفتار مشکلاتی با ارزش بیش از ۷۰۰ میلیارد دلار بود و ترس‌ها در مورد قدرت پرداخت بدهی بنگاه‌های مالی برجسته دیگر به طور مستمر در حال افزایش بود. در واقع، این بازتاب گسترده که بازتاب اضطراب‌های موجود نسبت به وام‌های بین‌بانکی بود طی هفته بعد از تصویب تارپ در کنگره به نقطه اوج جدیدی رسید؛ بازار سهام بدترین هفته‌اش را از سال ۱۹۳۳ پشت سر گذاشت. به طور واضح، تنها وجود تارپ قرار نبود این وضعیت اضطراب را آرام کند. ما باید طرحی روشن برای آرام کردن فوری بازارها را اعلام می‌کردیم و آن را به سرعت به اجرا می‌گذاشتیم. متأسفانه، ویروس بی‌اعتمادی که اوراق بهادار وام‌های رهنی مسکن، بنگاه‌های مرتبط با این اوراق بهادار و بنگاه‌های مرتبط با این بنگاه‌ها را آلوده کرده بود، به فدرال رزرو و خزانه‌داری نیز سرایت کرده بود. قرار بود ما اوضاع را بهتر کنیم، اما اوضاع همین‌طور بدتر می‌شد و بازارها روزبه‌روز تردید بیشتری نسبت به توانایی ما در کنترل این بیماری همه‌گیر پیدا می‌کردند. آنها خواهان استراتژی سازگار و نیرومندی بودند که بتوانند بر آن تکیه کنند، اما محدودیت‌های اختیاری ما حالتی را به وجود آورده بود که گویی ما همین‌طور بی‌جهت پیش رفته بودیم و برخی بنگاه‌ها را نجات می‌دادیم و برخی را به حال خودشان رها می‌کردیم و از منحنی بحران عقب می‌افتادیم و اکنون که کنگره نهایتاً به وسیله تارپ

حیطهٔ اختیارات ما را گسترش داده بود، هنریک پاولسون تصمیم گرفت که از آن برای خرید دارایی‌های مشکل‌دار استفاده نکند. ظاهراً ما مجدداً کارها را به صورت فی‌البداهه انجام می‌دادیم. وضعیت وخیم‌تر شوندهٔ کل اقتصاد یکی از دلایلی بود که آتش بحران به‌رغم تجهیزاتی آتش‌نشانی پیشرفتهٔ ما برای مقابله با بحران همچنان شوم به نظر می‌رسید. اقتصاد در دسامبر قبل وارد رکود شده بود، اما پریشانی ناشی از این سقوط باعث شتاب گرفتن حلقهٔ فناپذیری بین بخش مالی و اقتصاد واقعی شده بود: از دست دادن شغل و نکول وام‌ها باعث از بین رفتن بیشتر اعتماد شد، قیمت‌های دارایی‌ها را کاهش داد و منجر به اختناق، اخراج، ورشکستگی و حراج‌های بیشتری شد و در نتیجه بحران مالی و همچنین رکود اقتصادی را عمیق‌تر ساخت. با انفجار از درون اقتصاد، در نظر گرفتن بدترین حالت برای بنگاه‌های مالی ایالات متحده که در حال کشمکش بودند بیش از پیش منطقی‌تر شده بود و وضعیت دست‌کم به بدی اروپا بود؛ جایی که هفت کشور مختلف باید برای ملی‌سازی یک یا چند نهاد ورشکست‌شده مداخله می‌کردند.

با این حال، اکنون ما با در اختیار داشتن تارپ احساس می‌کردیم که بالاخره می‌توانیم از منحنی بحران جلو بزنیم.

اجرای تارپ

زمانی که برای اولین بار تارپ را پیشنهاد کردیم، هنریک پاولسون باور داشت که خرید دارایی‌ها در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌سازوکار بهتری برای احیای ثبات مالی خواهد بود. هدف او سرمایه‌گذاری مجدد در نظام بانکی بود. اما در گذشته، هر زمان دولت‌ها سرمایه را مستقیماً به بانک‌های خصوصی تزریق کرده بودند، شرایطشان غالباً آنقدر تنبیهی بود که فقط بانک‌های ورشکسته یا در حال ورشکستگی این سرمایه را قبول کرده بودند؛ در نتیجه بدون کمک‌های مالی بسیار زیاد کل نظام، تنها ضعیف‌ترین بانک‌ها با هزینهٔ زیادی ملی‌سازی شدند. هنریک پاولسون باور داشت که خرید دارایی‌های مشکل‌دار می‌تواند قیمت‌های دارایی‌هایی که در بانک‌ها مانده بود را افزایش دهد و ترازنامه‌های این بانک‌ها را تقویت کند، وضعیت سرمایه‌ای آنها را بهبود بخشد و اعتماد سرمایه‌گذاران را احیا کند. برعکس، تزریق سرمایه زنگ هشدار خطر ملی‌سازی را به صدا درآورد که می‌توانست سرعت فرار از بانک‌های بزرگ را افزایش دهد. در هفته‌های گذشته، پس از اینکه دولت سهام دارایی فنی می، فردی‌مک و ای‌آی‌جی را خرید، تقریباً تمام سهامداران این بنگاه‌ها ناپدید شدند و هنریک پاولسون می‌ترسید که اگر سهامداران بانکی دیگر هم فکر کنند که دارایی آنها نیز در خطر کاهش است، آنان نیز فرار خواهند کرد. او از واکنش سیاسی به چیزی که ملی‌سازی جزئی نظام مالی به نظر می‌رسید نگران بود.

در حالی که ما سعی داشتیم کنگره را متقاعد به اعطای قدرت‌های اضطراری کنیم، باید به دو مورد از بزرگ‌ترین ورشکستگی‌های بانکی در تاریخ ایالات متحده، یعنی بانک‌های واشنگتن میوچوال و واپوویا نیز رسیدگی می‌کردیم و تا زمان اجرای تارپ، وضعیت با سرعت نگران‌کننده‌ای در حال وخیم‌تر شدن

بود. ما برای آرام کردن بازارها به اقدامات فوری نیاز داشتیم و خیلی زود آشکار شد که طراحی بر نام‌های موثر و خوب برای خرید دارایی‌ها، کاری پیچیده و دشوار خواهد بود. خبر بد این بود که نظام مالی به سرمایه بیشتری نیاز داشت و خرید دارایی‌ها روشی غیرمستقیم و ناکارآمد برای افزایش سطح سرمایه‌ها بود؛ همچنین برای تشخیص اینکه خزانه‌داری کدام دارایی‌ها را باید بخرد و چه مقدار باید برای آنها پرداخت کند، روش ساده‌ای وجود نداشت. گروه هنریک پاولسون رویکردهای مختلفی چون مزایده‌ها و مشارکت‌ها با سرمایه‌گذاران بخش خصوصی را در نظر گرفت، اما واضح بود که اجرای برنامه موثر به شش هفته یا بیشتر زمان نیاز داشت. قرار بر این بود که ما در ماه‌های آتی مجدداً برخی از این ایده‌ها را مرور کنیم، اما برای کمک به نظام قبل از نابودی آن، به رویکردی ساده‌تر، سریع‌تر و کارا تر نیاز داشتیم.

زمانی که کنگره تارپ را تصویب کرد، همگی موافقت کردیم که مجبور کردن دولت به خرید سهام جدیدالانتشار نهادهای مالی و در نتیجه تزریق مستقیم سرمایه به این بنگاه‌ها در مقایسه با خرید دارایی‌هایشان روش ساده‌تر و سریع‌تری برای ثبات‌بخشی به نظام بانکی خواهد بود. همچنین، این کاری قدرتمندتر و به‌صرفه‌تر بود. ما باید هر دلار از تارپ را تا جایی که می‌توانستیم کش می‌دادیم؛ ۷۰۰ میلیارد دلار پول زیادی بود و نگران بودیم که خرید دارایی‌ها چه‌بسا این پول را به سرعت تمام کند، اما هیچ مشکل اساسی را حل نکند. گروه هنریک پاولسون همچنین تصمیم گرفت به جای خرید سهام عادی، سهام بدون رأی ترجیحی را خریداری کند که این کار به فرونشاندن ترس‌ها از تملک‌های دولتی کمک می‌کرد و این گروه همچنین قصد داشت این کار را با شرایط نسبتاً جذابی انجام دهد تا بانک‌های قوی و ضعیف این سرمایه را بپذیرند و اعتماد مردم به نظام مالی احیا شود.

به مدت چهارده ماه، نیروی ما صرفاً به تلاش‌های فدرال رزرو برای رسیدگی به مشکلات نقدینگی محدود شده بود؛ اما اکنون سرمایه دولتی می‌توانست به مشکلات اساسی نقدینگی رسیدگی کند. اما با ایجاد هراس، بانک‌ها هنوز در تأمین مالی خود دچار مشکل بودند و با افزایش حجم زیان‌های بالقوه، می‌ترسیدیم که تزریق سرمایه به تنهایی برای ثبات‌بخشی به نظام مالی کافی نباشد. بستانکاران و سرمایه‌گذاران همچنان در حال گریز از بنگاه‌های قوی و ضعیف بودند. ساده‌ترین و قدرتمندترین روش برای تضمین اینکه بانک‌ها بتوانند تأمین مالی جذب کنند، تضمین بدهی آنها بود، همان کاری که خزانه‌داری پس از ورشکستگی صندوق ذخیره اولیه^۱ برای صندوق‌های بازار پول انجام داده بود. ما قصد داشتیم این تعهد معتبر را ایجاد کنیم که هیچ کاهش قیمت یا نکول دیگری رخ نخواهد داد، زیرا اعتماد بدین صورت احیا و هجوم‌ها بدین صورت متوقف می‌شد و ما در قضیه مربوط به صندوق‌های پول مشاهده کرده بودیم که بازارها ضمانت‌های فدرال را معتبر قلمداد می‌کنند. چندین کشور اروپایی کماکان تصمیم داشتند تضمین‌های جامعی برای بدهی‌های بانکی‌شان ارائه کنند، بنابراین، دفاعیات ما نیز باید به همان شکل فراگیر می‌بود.

به نظر ما از آنجا که شرکت بیمه سپرده فدرال قدرت پشتیبانی نوبتی از بانک‌های ورشکسته را داشت،

1. The Reserve Primary Fund

در نتیجه می‌توانست استثنای ریسک سیستمیک خود را برای پشتیبانی یکجا از تمام بانک‌ها استفاده کند. مدیر شرکت بیمه سپرده فدرال، شیلا بیر تمایل نداشت صندوق بیمه سپرده‌گذاری آژانس خود را در معرض ریسک بیشتری قرار دهد و از ما انتقاد کرد که رویکرد به هر قیمتی^۱ ما برای حفاظت از نهادهای سیستمیک نسبت به وال استریت بسیار سخاوتمند است. اما او واکنش‌های آشفته بازار نسبت به ورشکستگی‌های لمن و ماوو^۲ را دیده بود و به اعتبار خودش، با تضمین بعضی تعهدات بانکی موافقت کرد.

در ابتدا، شیلا بیر سعی کرد تضمین‌ها را محدود کند؛ از طریق محدود کردن آنها به بدهی‌های تازه منتشر شده، مستثنی ساختن بدهی‌های کمپانی‌های هلدینگ بانکی، اعمال هزینه‌های جزایی بر بانک‌هایی که از این تضمین‌ها استفاده می‌کردند و حتی محدود کردن بیمه‌ها به ۹۰ درصد از بدهی‌ها، یعنی یک کاهش قیمت ضمنی ۱۰ درصدی. او استدلال کرد که در داخل صندوق بیمه خودش فقط ۳۵ میلیارد دلار دارد، پس باید مراقب ریسک‌ها باشد. اما ما استدلال می‌کردیم که پذیرفتن مستقیم مقداری از ریسک‌ها در برابر هجوم‌های مالی باعث کاهش ریسک تخلیه صندوق او در اثر ورشکستگی‌های آبشاری (ریزشی) خواهد شد و همچنین او این توانایی را داشت که برای پشتیبانی از صندوق خود از خزانه‌داری وام بگیرد؛ همچنین شرکت بیمه سپرده فدرال نیز می‌توانست پس از پایان بحران برای پر کردن مجدد صندوقش، کارمزدهای صنعت مالی را افزایش دهد.

ما قصد داشتیم هر چیزی که در دست داشتیم را جلوی بحران بیندازیم، بنابراین، حتی زمانی که برای مرور جزئیات سرمایه و تضمین‌های دولتی عجله می‌کردیم، تلاش‌های مضاعفی را نیز برای حفاظت از نظام مالی انجام می‌دادیم. فدرال رزرو یک برنامه وام‌دهی جدید برای جلوگیری از فروپاشی بازار اوراق بازرگانی تنظیم کرد و در نتیجه شرکت‌های بزرگ می‌توانستند عملیات‌شان را تا مدتی بیش از یک یا دو روز تأمین مالی کنند. تسهیلات تأمین مالی اوراق بازرگانی^۳ شامل تعبیر مدرن دیگری از اختیارات اورژانسی فدرال رزرو می‌شد، اما قرار بود در اولین هفته، اوراقی به ارزش ۲۴۲ میلیارد دلار را خریداری و به باز کردن کانال‌های اعتباری کوتاه‌مدت برای کسب‌وکارها کمک کند و این برنامه قرار بود در پایان ۸۴۹ میلیون دلار برای مالیات‌پردازان سود داشته باشد و هیچ ضرری ایجاد نکند.

در عین حال، همزمان با یأس بی‌سابقه در حال انتشار در اقتصاد جهانی، ما همراه با هم‌تایان جهانی‌مان اقداماتی بی‌سابقه را در دستور کار قرار دادیم. در ابتدا فدرال رزرو به سازماندهی اولین کاهش هماهنگ نرخ بهره در بانک‌های مرکزی مهم کمک کرد. کاهش نیم درصدی نرخ بهره باعث معکوس‌سازی فرسایش اعتماد بازار نشد، اما نشانه‌ای از تعهد بین‌المللی برای تسهیل سیاست پولی جهت ترویج رشد بود و این موضوع با توجه به اینکه بانک مرکزی خوشبین اروپا به تازگی در ماه ژوئیه کمربندها را سفت کرده بود، دستاورد کوچکی به شمار نمی‌آمد. همچنین هنریک پاولسون و برنانکی، با حمایت مروین

1. whatever-it-takes approach

2. MaWu

3. The Commercial Paper Funding Facility (CPFF)

کینگ^۱ از بانک مرکزی انگلستان، بیانیه‌ای بسیار جدی از سوی کشورهای جی ۷ ترتیب دادند که در آن تقاضا شده بود جهت پایان دادن به بحران «اقداماتی اضطراری و استثنایی» انجام شود و در آن از اصطلاحات محرمانه و هشدارهای دیپلماتیک که در بیشتر مکاتبات مشاهده می‌شود اجتناب شده بود تا تأکید شود تمام کشورها «از تمام ابزارها برای حمایت از نهادهای مالی مهم برای کل نظام مالی و جلوگیری از ورشکستگی آنها استفاده کنند.» رویکرد به هر قیمتی ما در مقابل بحران، اکنون به سیاستی رسمی برای اقتصادهای بزرگ بدل شده بود.

ما همچنان نیاز داشتیم که برنامه سرمایه‌ای خود و تضمین‌های شرکت بیمه سپرده فدرال را در طول آخرفهفته و روز کریستف کلمب^۲ نهایی کنیم. چالش ما تعبیه شرایط سفت و سختی بود که بتواند به اندازه کافی از مالیات‌دهندگان محافظت کند، اما آنقدر سفت و سخت نباشد که بنگاه‌های قدرتمند را از مشارکت دلسرد و این برنامه را خدشه‌دار کند. باور نداشتیم که بتوانیم بنگاه‌هایی که نسبت سرمایه آنها بالاتر از حد نصاب مقرراتی بود را مجبور به مشارکت در تارپ کنیم و نگران بودیم که اگر تنها بنگاه‌های ضعیف سرمایه دولتی را بپذیرند، بازارها از این بنگاه‌ها فرار خواهند کرد، درحالی که مابقی نظام مالی، کم‌سرمایه و آسیب‌پذیر باقی خواهد ماند. بنابراین، درحالی که ما مقداری از پاداش مدیران ارشد اجرایی که کنگره به عنوان شرط مشارکت در تارپ تعیین کرده بود را محدودتر کردیم، اما بر پاداش‌ها و امتیازات مجریان بانک‌های دیگر محدودیتی اعمال نکردیم. قصد داشتیم مشارکت را حداکثر کنیم تا بتوانیم سرمایه کافی را وارد نظام کنیم و با کمک تضمین‌هایی به اندازه کافی فراگیر، هراس را از بین ببریم. همچنین، شرایط تزریق سرمایه را برای بانک‌ها جذاب کردیم؛ قرار بر این بود که خزانه‌داری سهام ترجیحی را با سود ۵ درصد (که در طول زمان قرار بود به ۹ درصد برسد) و همراه با ضمانت‌نامه‌هایی (گزینه‌هایی برای خرید سهام بیشتر با قیمتی ثابت در آینده) که قرار بود در صورت عملکرد خوب بنگاه‌ها منافی را برای مالیات‌دهندگان تضمین کند، خریداری کند. هدف این بود که این سرمایه را آنقدر جذاب کنیم که تمام بانک‌ها آن را بپذیرند، اما همچنین این انگیزه را داشته باشند که در صورت کاهش فشار بازار، آن را با سرمایه خصوصی جایگزین کنند.

شیلا بیر در رابطه با تضمین‌ها موافقت کرد که پشتوانه شرکت بیمه سپرده فدرال را برای وام‌گیری کمپانی‌های هلدینگ بانکی و بانک‌ها به کار بگیرد، قیمت‌ها را آنقدر پایین تعیین کند که از خدشه‌دار شدن این برنامه جلوگیری شود و به جای اعمال تخفیف (که سرانجام قرار بود تأثیر این تضمین‌ها را خنثی کند)، بدهی‌ها را به طور کامل بیمه کند. اما او برای کاهش ریسک شرکت بیمه سپرده فدرال اصرار داشت که این پشتوانه فقط می‌تواند برای بدهی‌های جدید بانکی اعمال شود و این یعنی بستن کاران قرار بود همچنان نسبت به تخفیف‌ها و نکول‌های بالقوه برای بدهی‌های موجود نگران باشند؛ اگرچه توانایی ایجاد ساده بدهی‌های جدید این احتمال را افزایش می‌داد که بانک‌ها بتوانند وظایف‌شان را در زمینه بدهی‌های موجود انجام دهند. همچنین، برنامه سرمایه ما قدرت تام نداشت. با

1. MervynKing
2. Columbus Day

خرید سهام ترجیحی دائمی که سود ثابت آنها باید قبل از پرداخت هرگونه سود به سهامداران عادی پرداخت می‌شد، این خطر وجود داشت که تزریق‌های سرمایه‌ای خزانه‌داری بیشتر ظاهری به شکل وام داشته باشد تا سرمایه‌گذاری سهامی ماندگار و این می‌توانست اعتماد بازار نسبت به کافی بودن سرمایه‌گذاری مجدد در نظام مالی را کاهش دهد. ما هنوز به شکلی منطقی مطمئن بودیم که تارپ قرار است هم به مشکلات نقدینگی و هم به مشکلات توانایی نقدی حمله کند و ریسک هجوم‌ها را کاهش دهد و درعین حال به بانک‌ها کمک کند تا سلامت کافی بدست آورند و مجدداً به ارائه وام و تبلیغ رشد اقتصادی بپردازند. همچنین باور داشتیم که این برنامه قرار است به بانک‌هایی که به برابری بیشتری نیاز داشتند فضای نفس کشیدن بدهد تا بتوانند دارایی خود را بدون تضعیف بازارها از طریق سرمایه‌گذاران خصوصی جمع‌آوری کنند.

ما باید این برنامه را به سرعت و با جلوه‌ای از یک نیروی فوق‌العاده آغاز می‌کردیم، بنابراین، در سالگرد کریستف کلمب، هنریک پاولسون مدیران ارشد اجرایی نه بنگاه مالی دارای بیشترین اهمیت برای نظام مالی را به خزانه‌داری احضار کرد. ما سه نفر، همراه با شیلا بیر و ذیحساب ارزی، جان دوگان^۱، توضیح دادیم که انتظار داریم هر نه نفر سرمایه خزانه‌داری را تا سقف چیزی معادل ۳ درصد از دارایی‌های موزون شده با ریسک خود (بالغ بر ۱۲۵ میلیارد دلار در قالب سرمایه‌گذاری‌های تارپ) همراه با تضمین‌های شرکت بیمه سپرده فدرال برای هر بدهی جدیدی که در ماه ژوئن ۲۰۰۹ از سوی آنها ثبت شده بود بپذیرند. این معامله یک بسته بود: هیچ تضمین دولتی قرار نبود بدون پذیرش سرمایه دولتی انجام شود. چند مورد از بانک‌ها که سرمایه بیشتری داشتند نگران بودند که این برنامه قرار است آنها را در سطح رقابتی به خطر افتاده‌شان ضعیف نشان دهد و در نتیجه هیچ‌کدام از بانک‌ها تمایل نداشتند که دولت را در حکم یک سرمایه‌گذار بپذیرند. اما ما به آنها یادآوری کردیم که هیچ‌کدام از آنها نباید مطمئن باشند که سرمایه کافی برای پشت سر گذاشتن این رکود شدید، و با احتمال بسیار کمتر، نجات یافتن از هجوم‌های مالی ناشی از فروپاشی نظام مالی را دارند. ما قرار نبود این تضمین‌های قدرتمند را بدون پذیرش سرمایه خودمان به آنها ارائه کنیم. هر نه بنگاه برای بقا به نظام مالی نیاز داشتند و بهترین روش برای تضمین بقای‌شان این بود که هر نه بنگاه در تارپ مشارکت کنند. سپس قرار بود ما ۱۲۵ میلیارد دلار دیگر برای بانک‌های کوچک‌تر فراهم کنیم و با حضور هر نه بنگاه، دگر نیازی نبود که آنها نگران لکه ننگ باشند. در بعدازظهر همان روز هر نه مدیر ارشد اجرایی وجوه نقد تارپ را پذیرفتند و بازار سهام بزرگ‌ترین افزایش قیمت سهام یک‌روزه خود در تاریخ را اعلام کرد. در ماه‌های بعد قرار بود ما سریعاً سرمایه‌ای را به درون تقریباً ۷۰۰ بانک کوچک‌تر تزریق کنیم و این نیز گام بسیار مهمی جهت ثبات‌بخشی و سرمایه‌گذاری مجدد در کل نظام بانکی بود.

سرانجام، دولت قرار بود سود چشمگیری را از سرمایه‌گذاری‌ها در بانک‌های ایالات متحده به دست آورد، اما آن زمان مردم فکر می‌کردند که ما پول دولت را به بانکدارانی می‌دهیم که اقتصاد را خراب کرده بودند. اروپایی‌ها در پاییز همان سال، رویکرد سنتی‌تری را در خصوص مشکلات بانکی در پیش گرفتند

و بانک‌های ورشکسته را ملی‌سازی کردند و سرمایه‌پیشنهادی به بانک‌های دیگر چنان شرایط تنبیهی داشت که فقط تعداد کمی از بانک‌ها آن را پذیرفتند. در نتیجه، نظام بانکی آنها قرار بود چندین سال شدیداً در وضعیت بدون سرمایه باقی بماند و سرعت احیای اقتصادی آنها قرار بود از ما کندتر باشد. اما همان جوانبی که قرار بود تارپ را از لحاظ اهداف اقتصادی موفق سازد، قرار بود بدنامی آن را نیز در بین مردم آمریکا افزایش دهد؛ زیرا مردم از ما می‌خواستند که بانک‌ها را با شدیدترین شرایط تنبیه کنیم. و این تنها آغازی برای پایان بحران بود.

ما اکنون استراتژی موثرتری برای مقابله با زلزله مالی داشتیم، اما سونامی اقتصادی در حال نزدیک شدن به ساحل بود. در سه‌ماهه چهارم سال ۲۰۰۸، همین‌طور که موج شوک‌های وال‌استریت به تدریج به مین‌استریت می‌رسید، اقتصاد ایالات متحده با نرخ سالانه ۸.۲ درصد در حال کوچک شدن بود و تقریباً ۲ میلیون شغل را از دست داد. نگرانی‌های مین‌استریت نیز به نوبه خود در حال وخیم‌تر کردن مشکلات در وال‌استریت بود، زیرا کسب‌وکارهای در حال ورشکستگی توانایی پرداخت وام‌های خود را نداشتند و کارگران اخراج شده نیز از پرداخت کارت‌های اعتباری، وام‌های دانشجویی، وام‌های خودرو و وام‌های مسکن عقب افتادند. دارایی‌های مشکل‌دار در ترازنامه‌های بانکی بیش از پیش مشکل‌دار شدند، زیرا نکول‌ها و قصورهای بیشتر در پرداخت وام‌های رهنی مسکن، نگرانی‌های مربوط به اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی مسکن را افزایش داد. بدترین کساد از زمان رکود بزرگ در حال شدت گرفتن بود و تلاش‌های ما برای تثبیت نظام مالی را پیچیده‌تر می‌ساخت.

مهم‌تر اینکه ریاضیات تارپ نیز در همین حال شکل‌گیری به خود گرفته بود، در نتیجه برای بازارها سوال شد که آیا کوزه بزرگ و جدید پول ما برای پر کردن چاله‌های سرمایه‌ای باقیمانده در نظام مالی کافی خواهد بود یا خیر. ما در برش اول از تأمین وجوه تارپ فقط ۳۵۰ میلیارد دلار داشتیم و برای دسترسی به ۳۵۰ میلیارد باقیمانده به تأیید کنگره نیاز داشتیم. بنابراین، تزریق ۲۵۰ میلیارد دلار به بخش بانکداری فقط ۱۰۰ میلیارد دلار در برش اول از تارپ و روی هم رفته فقط ۴۵۰ میلیارد دلار برای ما باقی گذاشت. اما تحلیلی از جانب فدرال رزرو نشان داد که بخش بانکداری به تنهایی در یک «سناریوی اضطرار» به ۲۹۰ میلیارد دلار و در یک «سناریوی فوق اضطرار» به ۶۸۴ میلیارد دلار دیگر سرمایه نیاز دارد. این مبالغ شامل هزینه‌های کمک به مالکان مسکن یا نجات صنعت اتومبیل نمی‌شد. ما همچنین باید به ای‌آی‌جی، که زیان‌های بزرگ و غافل‌گیرکننده‌ای را اعلام کرده بود و مجدداً در حال خونریزی بود، رسیدگی می‌کردیم. این بار تصمیم گرفتیم در تلاشی برای سوزاندن زخم‌های این بنگاه به شکلی دائمی‌تر، ساختار بسته نجاتش را تغییر دهیم. خوشبختانه ما اکنون تارپ را در اختیار داشتیم و هنریک پاولسون برای اقناع آژانس‌های رتبه‌بندی اعتباری و بازارها نسبت به ماندگاری مالی این شرکت، موافقت کرد که ۴۰ میلیارد دلار سرمایه به آن تزریق کند. فدرال رزرو نیز برای دو ابزار جدید تأمین مالی فراهم کرد تا ریسک اوراق بهادار مشکل‌دار ای‌آی‌جی را از روی ترازنامه‌های این

بنگاه بردارد و طناب دارایی‌هایی که درحال از بین بردن اعتماد به این بنگاه بودند را قطع کند. فدرال رزرو آزمایش کرد تا معلوم شود آیا این کار می‌تواند باعث متقاعد شدن بستانکاران بزرگ ای‌آی‌جی به کاهش داوطلبانه ارزش مطالباتش از این شرکت شود یا خیر؛ اما آنها حتی بهترین تخفیف‌ها را نیز قبول نمی‌کردند. از نظر تئوریک ما می‌توانستیم از تهدید اجبار به ورشکستگی ای‌آی‌جی برای متقاعد کردن آنها استفاده کنیم، اما اولویت ما جلوگیری از ورشکستگی و سرفتها و گریزهای ناشی از آن بود. تهدید به ورشکستگی روش خوبی برای کاهش ترس از ورشکستگی نیست و ما اصلاً قصد نداشتیم با ارسال این پیام که هیچ قراردادی امن نیست، هیزم به آتش هراس بریزیم.

برهه‌ی زمانی خطرناکی بود و به دلیل این واقعیت که بعد از دوره‌ی جلسات چهارساله پس از انتخاب رئیس‌جمهور جدید اتفاق افتاد، خطرناک‌تر نیز شده بود. همه‌ی ما از مسئولیت‌پذیری باراک اوباما در پرداختن به این بحران در جریان کمپین ریاست جمهوری‌اش تحت تأثیر قرار گرفته بودیم و می‌دانستیم او متوجه بزرگی این چالش شده است. او سپس زمانی که از تیموتی گیتنر خواست تا جانشین هنریک پاولسون در خزانه‌داری شود، حمایتش از استراتژی هر-چه-لازم-باشد را اعلام کرد، اگرچه گیتنر به او هشدار داده بود که این حرکت قرار است او را در انتخاب‌های نامحبوب ما دخیل سازد و پیام تغییراتش را پیچیده سازد. با این حال، دوره‌ی گذار ده‌هفته‌ای تغییر رؤسای جمهور به شکل طاقت‌فرسای طولانی به نظر می‌رسید. هنریک پاولسون و برنانکی از نامزدی تیموتی بسیار راضی بودند، اما او باید به دلیل ارتباطش با نهادهای مالی طی دوره‌ی گذار ریاست‌جمهوری برحسب جانبداری از این مقام صرف‌نظر می‌کرد. با راهنمایی تیموتی، دستیاران دیگر اوباما نیز به استناد قانون هر بار یک رئیس‌جمهور واشنگتن، هنریک پاولسون را تنها گذاشتند، بنابراین تصمیماتی که قرار بود بر کابینه‌ی آنها اثر بگذارد بدون حضور آنان گرفته شد. آن زمان، هنریک پاولسون احساس تنها ماندن می‌کرد، اما با نگاه به گذشته، اوباما با عدم مداخله در همکاری بین کابینه‌ی بوش و فدرال رزرو کار درست را انجام داد. واقعا هیچ رئیس‌جمهور آینده‌ای دوست نداشت مسئولیت برخی اقدامات آشفته‌ای که قرار بود قبل از سوگند یاد کردن او انجام شود را قبول کند.

اولین اضطراب دوره‌ی گذار به سیتی‌گروپ- یک غول جهانی با دارایی‌هایی به ارزش ۲ تریلیون دلار- مربوط می‌شد. سیتی‌گروپ ضعیف‌ترین بانک از میان بانک‌های بزرگ بود، به نحوی که حفره‌ی سرمایه‌ی آن بزرگ‌تر از تزریقی بود که از تارپ دریافت کرده بود و بازارها این موضوع را می‌دانستند. این بانک چنان بزرگ و مرتبط با نظام مالی بود که نمی‌توانست ورشکست شود، پس خزانه‌داری موافقت کرد که از ۲۰ میلیارد دلار دیگر از سرمایه‌ی تارپ برای خرید سهام ترجیحی بیشتر استفاده کند، اما این بار با سود سهام ۸ درصدی. اما ظاهراً سرمایه‌ی بیشتر به تنهایی نمی‌توانست از گریز بستانکاران و سپرده‌گذاران بیمه‌نشده‌ی خارجی این بانک جلوگیری کند. بنابراین، این بسته‌ی نجات شامل «حصار حلقوی» فدرال رزرو و شرکت بیمه سپرده فدرال به دور ۳۰۶ میلیارد دلار از بدترین دارایی‌های سیتی‌گروپ می‌شد و باعث می‌شد که این شرکت مسئولیت ۳۷ میلیارد دلار اولیه را در قالب ضررهای بالقوه بر عهده بگیرد، اما یک



تضمین دولتی را نیز برای ۹۰ درصد هر زبانی بالاتر از آن ارائه می‌کرد. ایده اصلی این بود که با بیمه کردن این شرکت در برابر بدترین سناریو، ریسک دنباله‌ای سیتی را محدود کنیم که به شکلی امیدوارانه قرار بود اعتماد کافی را برای اجتناب از بدترین سناریو احیا کند. ما گمان می‌کردیم که این رویکرد از تزریق تمام سرمایه مورد نیاز سیتی یا خرید تمام دارایی‌های بد این شرکت بسیار ارزان‌تر خواهد بود، مگر آنکه کل نظام مالی فرو می‌پاشید؛ و در این حالت مشکلات ما بسیار بزرگ‌تر از سیتی گروپ می‌شد. در عین حال، بازارهای اعتباری مصرف‌کنندگان فلج شده بود و فدرال رزرو و خزانه‌داری برنامه‌ای برای احیای آن بازارها با آغاز جهش از بازارهای اوراق بهادار با پشتوانه اعتبار مشتریان طراحی کرده بودند. بنابراین، برنانکی و همکارانش در فدرال رزرو بار دیگر با توسل به ۱۳(۳) تسهیلات وام اوراق بهادار دوره‌ای با پشتوانه دارایی^۱ را ایجاد کردند که با پذیرفتن اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های کارت‌های اعتباری، وام‌های دانشجویی، وام‌های خودرو و وام‌های کسب‌وکار به منزله وثیقه‌ای برای وام‌های فدرال به سرمایه‌گذاران، تقاضایی برای آنها ایجاد می‌کرد. در صورت خسارت دیدن فدرال رزرو از ضررهای ناشی از این اوراق بهادار، برنامه تسهیلات وام اوراق بهادار دوره‌ای با پشتوانه دارایی تحت پشتیبانی ۲۰ میلیارد دلار دیگر از سرمایه‌گذاری تارپ بود، اما قرار نبود ضرری متوجه آن باشد و قرار بود از این برنامه برای کمک به مقابله با روند بانک‌ها در محدودسازی اعتبار در مین استریت در هنگام بیشترین نیاز به آن استفاده شود.

پس از تعهدات ما به سرمایه بانکی، نجات‌ای‌آی‌جی و سیتی گروپ و بازارهای اعتباری مشتریان، تقریباً تمام ۳۵۰ میلیارد دلار قسط اول تارپ را تمام کردیم. در این اثنا، مریل لینچ در حال تجربه زیان‌های چنان شدیدی بود که بانک آمریکا تهدید به انصراف از این ادغام کرد، که به نظر می‌رسید این تصمیم ماشه هجوم به هر دو بنگاه را خواهد کشید؛ از نظر ما حتی اگر این ادغام انجام می‌شد نیز همچنان برای نجات این شرکت ادغام شده به وجوه تارپ نیاز داشتیم. پول تارپ همچنین برای نجات خودروسازان ورشکسته مورد نیاز بود تا از بیکار شدن بالقوه میلیون‌ها نفر در میدوست^۲ صنعتی جلوگیری به عمل آید. تارپ برای کمپانی‌های صنعتی که معمولاً می‌توانند اعلام ورشکستگی کنند و سپس به شکلی منظم تجدید ساختار و تسویه حساب کنند، طراحی نشده بود، اما نظام بانکی آنقدر شکننده شده بود که تأمین مالی بدهکار مالک^۳ که بنگاه‌های ورشکسته امور مالی در مواقع عادی بر آن تکیه می‌کنند، در دسترس نبود. این بدان معنا بود که یک ورشکستگی بزرگ می‌توانست باعث فروپاشی کل صنعت و زنجیره‌های عرضه آن شود. بنابراین، در ماه دسامبر، رئیس‌جمهور بوش مبلغی به ارزش ۱۷.۴ میلیارد دلار را در قالب وام‌های موقت برای جنرال موتورز^۴ و کرایسلر^۵ و همچنین معاملاتی را برای سرمایه‌گذاری مجدد و تجدید ساختار بازارهای مالی آنها تأیید کرد. این اساساً یک خط اعتباری حیاتی

1. The Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)
2. Midwest
3. Debtor in possession
4. General Motors
5. Chrysler

برای زنده نگه داشتن این صنعت در دوره گذار بود، اگرچه ۴ میلیارد دلار از آن وابسته به تأیید قسط دوم تارپ از سوی کنگره بود.

رئیس‌جمهور بوش در هفته قبل از پایان دوره ریاست جمهوری از کنگره خواست تا قسط ۳۵۰ میلیارد دلاری را آزاد کند که یک عمل ناخوشایند سیاسی بود که می‌توانست انجام آن را به جانشین دموکراتش محول کند. اما بوش و هنریک پاولسون مصمم بودند بدون انجام تصمیمات بلندمدت (مانند این تصمیم که خودروسازان چگونه باید مجدداً تجدید ساختار کنند یا اینکه چگونه به صاحب‌خانه‌های ورشکسته کمک شود) که باعث بسته شدن دستان رئیس‌جمهور جدید می‌شوند، هر چه در توان داشتند را برای خنثا ساختن مشکلات دشوار (مانند ای‌آی‌جی و سیتی‌گروپ و بانک آمریکا) انجام دهند تا اوپاما و گروه جدیدش مجبور به این کار نباشند. به سختی می‌توان شرایطی را برای هدایت یک بحران مالی و اقتصادی تصور کرد که از شرایط دوره گذار ریاست جمهوری دشوارتر باشد. آن زمان، چالش‌های تدارکاتی و سیاسی دوره گذار به نظر شدیداً مایوس‌کننده می‌رسید. اما با نگاه به گذشته، اوضاع به طور غافل‌گیرکننده‌ای هموار پیش رفت. کنگره قسط دوم تارپ را بدون سروصدای زیاد تأیید کرد و هنریک پاولسون و برنانکی بسته نجاتی مشابه بسته سیتی را برای بانک آمریکا طراحی کردند که شامل ۲۰ میلیارد دلار از سرمایه تارپ و یک حصار حلقوی به دور ۱۱۸ میلیارد دلار از دارایی‌های بد آن می‌شد. این مداخلات به این شرکت ثبات بخشید. خوشبختانه، نه بانک آمریکا و نه سیتی قرار نبود از تضمین‌های ویژه دولتی خود استفاده کنند و هر دو بابت حمایتی که دریافت کردند، هزینه‌ای را به دولت پرداختند.

نجات بانک آمریکا آخرین اقدام هنریک پاولسون در حکم یک کارمند دولت بود، اگرچه بیشتر سیاست‌های مربوط به مبارزه با بحران که او از آنها حمایت کرده بود همچنان قرار بود پس از جدایی او نیز ادامه پیدا کند. احتمالاً متهم شدن آتی هنریک پاولسون و برنانکی به مجبور کردن بانک آمریکا به اختتام معامله خود با مریل لینچ و در نتیجه سوگند یاد کردن در دادگاه و شهادت دادن آنها درباره نجات این بانک، عمل صحیحی بوده باشد. ما بعداً قرار بود دوباره این افتخار را کسب کنیم، یعنی در جریان پرونده‌های قانونی ثبت‌شده از سوی سهامداران ای‌آی‌جی که ادعا داشتند دولت باید در زمان نجات این کمپانی از فروپاشی، دارایی‌های بیشتری را برای آنها را حفظ می‌کرد. بنگاه‌هایی که ما آنها را نجات دادیم معمولاً از شرایط نجات خود راضی نبودند، درحالی‌که باور کلی مردم این بود که آنها اصلاً نباید نجات داده می‌شدند.

پایان بازی

متأسفانه، وقتی رئیس‌جمهور اوپاما به دفتر ریاست‌جمهوری پا گذاشت، نظام مالی همچنان بی‌ثبات بود و وضعیت اقتصاد با شدت درحال وخیم‌تر شدن بود. سرمایه و تضمین‌های تارپ سودمند بود و سرانجام بانک‌ها در سه ماهه اول درآمدهای خود را به طرز چشمگیری افزایش دادند، اما همیشه در ثبات یافتن معیارهایی که در داده‌های اقتصادی مشاهده می‌شوند تأخیر وجود دارد. شاخص ترس که ریسک

نکول‌های شرکتی را می‌سنجد حتی بالاتر از زمان فروپاشی بانک لمن بود. اعتماد مصرف‌کنندگان به طور بی‌سابقه‌ای پایین بود. زمانی که تیموتی برای اولین بار در سمت وزیر خزانه‌داری با رئیس‌جمهور اوباما دیدار کرد، به او هشدار داد که فنی می و فردی مک تقریباً تمام ۲۰۰ میلیارد دلار کمک فدرال را سوزانده‌اند و به ۲۰۰ میلیارد دلار دیگر نیاز دارند؛ و اینکه بازارها همچنان باور دارند که نظام مالی به طوری جدی نیازمند سرمایه است؛ و اینکه ای‌آی‌جی و سیتی‌گروپ و بانک آمریکا به‌رغم بسته‌های نجات ما همچنان بی‌ثبات‌اند. ما تا بدین زمان بیش از نیمی از وجوه تارپ را توزیع کرده بودیم و نسبت به اعلام این موضوع تردید داشتیم که بدون نیاز به یک تارپ دیگر توانایی نجات نظام مالی و جلوگیری از ورشکستگی‌های بدتر را خواهیم داشت. در واقع، اولین مبلغ پیشنهادی از سوی اوباما قرار بود شامل ۷۵۰ میلیارد دلار جایگزین برای نجات‌های مالی دیگر باشد.

فدرال رزرو می‌کوشید نقش خود را برای احیای اقتصاد ایفا کند. در ماه دسامبر، فدرال رزرو نرخ بهره کوتاه‌مدت هدف‌گذاری شده را اساساً تا صفر درصد کاهش داد، که قرار بود این نرخ به مدت هفت سال آینده در همین نقطه باقی بماند. برنانکی همچنین طرح‌هایی را اعلام کرد که طبق آنها قرار بود فدرال رزرو ۱۰۰ میلیارد دلار از بدهی‌های به بار آمده از سوی فنی و فردی و همچنین اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن تضمین شده از سوی فنی و فردی به ارزش ۵۰۰ میلیارد دلار را خریداری کند. این صرفاً تلاشی به منظور احیای تقاضا برای اوراق بهادار و سرعت بخشیدن به بازار آهسته مسکن نبود، بلکه علامتی بود که نشان می‌داد فدرال رزرو همچنان با روش‌های خلاقانه به حمایت از رشد ادامه خواهد داد، حتی با وجود اینکه نرخ بهره کوتاه مدت با حد نصاب پایینی و صفر درصدی محدود شده بود. اما خلاقیت بیشتر از سوی فدرال رزرو قرار نبود کافی باشد. حتی با وجود نرخ‌های بهره صفر درصدی، حتی با وجود اینکه تارپ شروع به بیرون کشیدن بانک‌ها از توفان اقتصادی کرده بود، حلقه بازخوردی منفی بین فرسایش اقتصادی و بی‌ثباتی مالی با تمام قدرت در جریان بود. رئیس‌جمهور جدید قرار بود انواع مختلفی از اقدامات متهورانه را برای احیای اقتصاد دنبال کند، از جمله بزرگ‌ترین لایحه محرک مالی در تاریخ آمریکا، طرحی برای نجات خودروسازی‌ها که قرار بود جنرال موتورز و کرایسلر را به منزله مقدمه‌ای برای تجدید ساختارهای ضروری مجبور به پذیرندگی^۱ کند و برنامه‌های جاه‌طلبانه‌ای برای کاهش سلب حق اقامه دعوی و کمک به صاحب‌خانه‌ها. در عین حال، اوباما خواهان یک طرح قوی برای ترمیم نظام مالی بود تا دیگر باعث عقب افتادن مابقی اقتصاد نشود. در جلسه میزگرد^۲ اولیه، او به تیموتی گفت علاقه‌ای به منتظر ماندن و امیدوار بودن برای بهبود اوضاع ندارد. همان موقع خواهان فعالیت و از بین بردن فوری مشکلات مالی بود تا بتواند به دیگر چالش‌های ایجاد شده ناشی از کساد اقتصادی رسیدگی کند.

سوال اصلی این بود که اوباما خواهان چه نوع فعالیتی بود؟ یک باور فراگیر بین متخصصان مالی در همه طیف‌های ایدئولوژیک وجود داشت که بخش بانکداری اساساً غیرقابل نجات است و اینکه رئیس‌جمهور

1. Receivership
2. Oval Office

مجبور به ملی‌سازی بخشی یا تمام آن خواهد شد. بسیاری از همکاران تیموتی در ریاست جمهوری جدید با این نظر موافق بودند و افشاگری‌های دائمی در رسانه‌ها که نشان می‌داد ملی‌سازی اجتناب‌ناپذیر است، تأثیر وخامت‌بخشی بر سهام بانکی داشت. سرمایه‌گذاران عجله داشتند که سهام‌شان را بفروشند، پیش از آنکه دولت ارزش آن را کاهش دهد یا آنها را از بین ببرد.

تیموتی و برنانکی قصد داشتند تا زمانی که مطلقاً ضروری نشود، از ملی‌سازی گسترده نظام بانکی جلوگیری کنند و حتی به نظر می‌رسید ملی‌سازی یک یا دو بنگاه بزرگ ماشه هراس را می‌کشد و می‌تواند منجر به تملک‌های دولتی بیشتر شود. اما با منجمد شدن بازارهای اعتباری و وخیم‌تر شدن کساد، شناور بودن روی امواج آب نیز استراتژی خوبی به نظر نمی‌رسید. تیموتی پس از هفته‌ها بحث و مشاوره با گروه جدید خود در خزانه‌داری، مشاور اقتصادی کاخ سفید، لری سامرز^۱ و دیگر دستیاران اوباما، فدرال رزرو و شرکت بیمه سپرده فدرال، رویکردی کمتر جدی و موثر را پیشنهاد کرد. برنامه او طوری طراحی شده بود که اعتماد به سلامتشان بانک‌ها را با ترکیبی از شفافیت بی‌سابقه و سرمایه جدید احیا کند. مطابق این طرح، فدرال رزرو و دیگر تنظیم‌گران نظام بانکی قرار بود بانک به بانک، میزان زیان‌هایی که هر نهاد می‌توانست در یک کساد شدید و یک بحران مالی جدید با آن روبرو شود را تخمین بزنند. آنها سپس قرار بود این زیان‌های برآوردی را به اطلاع عموم برسانند و مطمئن شوند که هر بانک سرمایه کافی برای تحمل این زیان‌ها را دارد؛ اگر می‌توانستند از طریق منابع خصوصی و اگر نمی‌توانستند از طریق تارپ. شفافیت یک استراتژی ریسکی بود. اگر حق با متخصصان می‌بود، قرار دادن دفاتر مالی بانک‌ها در معرض انظار عمومی تنها عمق ناتوانی مالی آنها را به اطلاع جهانیان می‌رساند. اما بازارها در حال حاضر نیز بدترین سناریو را در نظر گرفته بودند و طوری رفتار می‌کردند که گویی بانک‌ها مردگان متحرک‌اند. تیموتی و همکارانش باور داشتند تا زمانی که نااطمینانی حاکم است، اعتماد هیچگاه احیا نمی‌شود و آنها فکر می‌کردند دست کم این امکان وجود دارد که درک مردم نسبت به سلامت نظام بانکی بدتر از واقعیت باشد.

برنامه ارزیابی سرمایه نظارتی^۲ یا «آزمون استرس» هسته طرح او را شکل می‌داد. فدرال رزرو و دیگر تنظیم‌گران بانکی قرار بود بررسی‌های فعالانه‌ای را برای تشخیص این موضوع انجام دهند که آیا بانک‌های بزرگ سرمایه کافی برای نجات پیدا کردن از رکود را دارند یا خیر. سپس قرار بود نتایج براساس این طرح به اطلاع عموم برسد و قرار بود به بانک‌هایی که توانایی مالی نداشتند شش ماه مهلت داده شود تا بتوانند سرمایه مازاد مورد نیازشان را جمع‌آوری کنند. سپس، بانک‌هایی که نمی‌توانستند سرمایه خصوصی جذب کنند مجبور بودند سرمایه مازاد تارپ (و احتمالاً کنترل دولتی) را بپذیرند. مطمئناً این ریسک وجود داشت که بسیاری از بانک‌ها در این وضعیت قرار بگیرند، بودجه تارپ در تلاش برای سرمایه‌گذاری مجدد در آنها تمام و سرانجام ملی‌سازی در مقیاس بالا انجام شود. اما ظاهراً قرار دادن نظام بانکی در انحصار نظام سیاسی یک گزینه افراطی بود زیرا این امکان وجود داشت که بسیاری

1. Larry Summers

2. Supervisory Capital Assessment Program

از بانکها در وضعیتی بهتر از آنچه بازارها از آن می‌ترسیدند باشند. بازارها معمولاً تمایل دارند که در روند نزولی و همچنین در روند صعودی خطا و زیادی جهش کنند و تیموتی تمایل نداشت که به جای تکیه بر مدارکی دال بر عدم استحکام بانکها، بر ترس از ناشناخته‌ها تکیه و بانکها را به بخش‌هایی از دولت بدل کند. آزمون استرس قرار بود تصویری دقیق‌تر از سلامت بانکها ارائه و سپس تضمین کند که بانکهای بیمار سرمایه‌مورد نیاز خود را به دست می‌آورند، چه به صورت داوطلبانه از سرمایه‌گذاران، چه به صورت اجباری از تارپ.

تیموتی و برنانکی همچنین با گسترش دراماتیک تسهیلات وام اوراق بهادار دوره‌ای با پشتوانه دارایی و تبدیل آن به یک برنامه تریلیون دلاری فدرال رزرو با پشتوانه وجوه تارپ موافقت کردند و هدف از این حرکت اعلام اراده دولت در احیای بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها بود. (نتیجه کار نشان داد که نیازی به این ظرفیت مازاد وجود نخواهد داشت). گروه تیموتی برای خرید دارایی‌های مشکل‌دار، همراه با بخش خصوصی مشارکت جدیدی در خزانه‌داری ترتیب داد که برخی از ایده‌هایی که هنریک پاولسون در زمان عجله برای آغاز طرح تارپ آنها را در آماده‌باش قرار داده بود را شامل می‌شد. برنامه سرمایه‌گذاری عمومی-خصوصی^۱ قرار بود وام‌های تارپ را به بنگاه‌های سرمایه‌گذاری بدهد که قصد تصمیم‌گیری در زمینه خرید دارایی‌ها و پرداخت هزینه برای آنها را داشتند، تا دولت مجبور به انجام این کار نشود؛ اما همچنین سرمایه‌گذاران نیز قرار بود پول‌شان را در معرض ریسک قرار دهند و در هر سودی با دولت سهیم باشند.

تیموتی گیتنر در سخنرانی دهم فوریه از طرحش خود برای شکستن کمر بحران پرده‌برداری کرد. این اولین خطابه تلویزیونی او در طول دوره کاری‌اش بود و در حین سخنرانی او بازارها به شدت سقوط کرد. این امر تا حدی به این دلیل بود که تیموتی جزئیات را (که هنوز بی‌ثبات بود) با ابهام ارائه کرد و تا حدی هم به این دلیل بود که طرز بیان او دقیقاً الهام‌بخش اعتماد نبود؛ بارنی فرانک گفت او مثل پسری بود که به سن تکلیف رسیده است. بازارها نیز از اینکه تیموتی ایده‌هایی بی‌ثبات در مورد خرید دارایی‌های مشکل‌دار از سوی دولت با قیمت‌های متورم را تأیید نکرد مأیوس شده بودند. در هر صورت، کار زیادی از دست خزانه‌داری یا فدرال رزرو برای انجام دادن در مورد واکنش‌های بد بر نمی‌آمد، به غیر از طراحی برنامه‌های جدید با سرعت تمام و امیدوار بودن به اینکه سرانجام جزئیات امر اطمینان‌بخش باشد. قرار بود تا زمان آماده شدن برنامه‌ها و سپس تا زمان انجام آزمون‌های استرس، نظام مالی در یک وضعیت برزخی یأس‌آور باشد. ما تنها باید امیدوار می‌بودیم که قبل از اینکه (یا حتی بعد از آنکه) بازارها بتوانند نتایج را ببینند نظام مالی فرونپاشد.

در همین حال، صدای طبل ملی‌سازی همچنان به گوش می‌رسید و با هر شایعه یا افشاگری جدید ما می‌توانستیم لرزش در بازارها را احساس کنیم. در ماه مارس، اوپاما جلسه‌ای را با گروه اقتصادی خود به منظور بحث درباره برنامه‌ای که تیموتی پیش از این خبر از آن داده بود تشکیل داد، زیرا به نظر می‌رسید هیچکدام از همکاران تیموتی از رویکرد او راضی نیستند. اما هیچکدام از آنها نمی‌توانستند

راه‌حل جایگزین و موثری ارائه کنند که بتواند بانک‌ها را بدون زدن جرقه هراس یا خالی کردن تارپ ملی‌سازی کند و در نتیجه به قول تیموتی: برنامه‌داشتن بی‌برنامگی را شکست می‌دهد. سرانجام اوباما موافقت کرد که تکمیل و متناسب‌سازی برنامه‌های تثبیت که پیش از این آغاز شده بود در مقایسه با یافتن یک راه جدید و افراطی معقول‌تر است، اگرچه پایگاه سیاسی او نیازمند فاصله‌گیری جسورانه از دوره بوش بود. جوانب منفی و بالقوه آزمون استرس واضح بود؛ هیچ ضمانتی وجود نداشت که پاسخ‌های این آزمون باعث آرام شدن اوضاع شود. اما یک احتمال معقول وجود داشت که مجبور ساختن کل نظام مالی به آماده شدن برای یک رویداد رکودی باعث کاهش احتمال وقوع این رویداد خواهد شد و اولویت‌بندی این آماده‌سازی به کشیدن خطی روشن بین بانک‌های اساساً سالم و بانک‌های رو به موت کمک خواهد کرد.

همه‌چیز وابسته به نتایج آزمون استرس بود. بعضی افراد بدبین انتظار داشتند که این آزمون قلبی و ساختگی باشد و اینکه فدرال رزرو قصد دارد به کمک این آزمون بانک‌ها را در معرض سناریوی ملایم قرار دهد و برای آنها گواهی سلامت فراهم کند. اما ما می‌دانستیم که اگر آزمون استرس معتبر به نظر نرسد، نتایجش هرطور هم که باشد، بازارها همچنان به در نظر گرفتن بدترین سناریو به کارشان ادامه خواهند داد. اما سناریویی که فدرال رزرو واقعا قصد انجامش را داشت نسبتاً بی‌رحمانه بود و پیش‌بینی می‌کرد که زیان‌های مالی حتی بدتر از زیان‌های رکود بزرگ و کاهش قیمت مسکن از واقعیت ۲۰۰۹ نیز بدتر باشد. همچنین، همکاران تیموتی در خزانه‌داری ترفندی پرمخاطره برای محدود ساختن نااطمینانی در دوره انتظار ارائه کردند و قیمتی که قرار بود خزانه‌داری برای سهام بانک‌های کم‌سرمایه پرداخت کند را در سطوح قیمت ماه فوریه ثابت نگه می‌داشتند؛ حتی اگر قیمت‌ها قبل از اتمام آزمون‌های استرس بیشتر کاهش می‌یافت. این شرط که کارمندان تیموتی آن را «گیتنر پوت^۱» نامیدند، انگیزه سرمایه‌گذاران برای گریز از بانک‌ها را طی دوره‌ای که فدرال رزرو در حال بررسی دفاتر مالی بانک‌ها بود کم کرد.

دوره انتظار همچنان دردناک بود. سیتی‌گروپ دوباره به مشکل برخورد و خزانه‌داری باید معامله پیچیده‌ای برای رسیدگی به وضعیت بعضی سهامداران خصوصی این بنگاه طراحی می‌کرد تا ضربه‌گیر سرمایه این بانک را بدون ملی‌سازی آن تقویت کند. سپس ای‌آی‌ج نیز به یک خط اعتباری حیاتی دیگر از تارپ نیاز پیدا کرد و این بار معادل ۳۰ میلیارد دلار؛ دقیقاً قبل از اینکه اعلام کند در حال پرداخت امتیازات گراف تأمین شده با پول مالیات‌دهندگان به برخی کارمندانش است و باعث آغاز خشمگینانه‌ترین اعتراضات مردمی در طول کل بحران شود. آغاز برنامه سرمایه‌گذاری عمومی خصوصی از سوی خزانه‌داری برای خرید دارایی‌های مشکل‌دار نیز به منزله یک عمل بی‌ارزش و رسواکننده برای سرمایه‌گذاران خصوصی مورد حمله قرار گرفت، اگرچه این برنامه قرار بود سود مثبت و کمی نیز برای مالیات‌دهندگان داشته باشد. درعین حال، اگرچه اقتصاد همچنان در وضعیت وحشتناکی بود و نرخ بیکاری تا پایان ماه آوریل به ۸.۹ درصد رسید، اما سرعت فروپاشی در حال کاهش بود.

در ماه می، فدرال رزرو نتایج آزمون استرس را اعلام کرد و این نتایج بسیار بهتر از چیزی بود که بسیاری از بازاریان انتظارش را داشتند. فدرال رزرو تشخیص داد که ۹ بنگاه از ۱۹ بنگاه مالی بزرگ پیش از این سرمایه کافی برای مقابله با بدترین سناریوی این آزمون را اندوخته بودند و ده بنگاه دیگر نیز روی هم رفته فقط به ۷۵ میلیارد دلار سرمایه اضافی نیاز داشتند. فدرال رزرو داده‌های اصلی که نشان می‌داد چگونه به این نتایج رسیده را منتشر و بازار این نتایج را معتبر قلمداد کرد. هزینه بیمه در برابر ورشکستگی نهادهای مالی به سرعت کاهش یافت و بخش خصوصی مجدداً اعتماد لازم برای سرمایه‌گذاری در بانک‌ها را به دست آورد. در عرض یک ماه، بنگاه‌های کم‌سرمایه تقریباً تمام سرمایه لازم برای انطباق با توصیه‌های آزمون استرس را جمع‌آوری کردند. تنها بنگاهی که موفق به انجام این کار نشد شرکت پذیرش جنرال موتورز بود، در نتیجه خزانه‌داری قرار بود این شکاف را با تزریق مقدار نسبتاً کمی از وجوه تارپ پر کند. سرانجام، حتی نجات شرکت پذیرش جنرال موتورز (که اکنون با نام بانک الای^۱ شناخته می‌شود) نیز قرار بود ۴.۲ میلیارد سود برای خزانه‌داری داشته باشد. حتی در آوریل سال ۲۰۰۹ نیز صندوق بین‌المللی پول همچنان پیش‌بینی می‌کرد که دولت ایالات متحده قرار است ۲ تریلیون دلار برای نجات نظام بانکی‌اش خرج کند. اما برنامه‌های سرمایه‌ای تارپ برای بانک‌ها و بیمه‌کنندگان قرار بود تقریباً ۵۰ میلیارد دلار برای خزانه‌داری سود به وجود آورد و روی هم رفته، مداخله‌های مالی ما قرار بود مازاد بر سودهای اقتصادی عظیم حاصل از داشتن یک نظام مالی سالم به جای یک نظام مالی در حال فروپاشی، بازدهی مالی مستقیم و اساساً بزرگ‌تری را نیز رقم بزند.

آزمون استرس نتیجه نسبتاً غیرمنتظره‌ای برای یک عذاب بیست‌ماهه بود و سرانجام به بازارها اطمینان داد که مورد دیگری مشابه بانک لمن اتفاق نخواهد افتاد. این راه‌حلی جادویی برای پایان دادن به بحران نبود؛ بلکه این اوج زنجیره‌ای طولانی از مداخله‌های اضطراری بود که پایان یافتن این بحران را امکان‌پذیر ساخت. برنامه‌های وام‌دهی و نقدینگی گسترده فدرال رزرو، نجات‌بیر استرنز، فنی، فردی و ای‌آی‌جی، حمایت خزانه‌داری از صندوق‌های بازار پول، ضمانت‌های شرکت بیمه سپرده فدرال برای بدهی‌های بانکی و ارائه اولیه وجوه تارپ به بانک‌ها، همگی برای خاموش کردن آتش الزامی بود، اگرچه هیچ‌یک از این اقدامات به خودی خود کافی نبود. اگر تمام این مداخلات انجام نمی‌شد (خاصه سرمایه‌ای به ارزش صدها میلیارد دلار که تارپ پیش از این به نظام مالی تزریق کرده بود، همچنین سرمایه‌های خصوصی که ما از آغاز بحران بانک‌ها را مجبور به جمع‌آوری آنها کرده بودیم) نتایج آزمون استرس اطمینان‌بخشی کمتری برای بازارها و هزینه بیشتری برای مالیات‌پردازان ایجاد می‌کرد.

اضافه‌براین، اگر تمام این اقدامات تهاجمی برای اصلاح نظام مالی با اقدامات متهورانه مشابهی برای احیای کلیت اقتصاد تکمیل نمی‌شد، عایدات حاصل از نوآوری‌های دراماتیک در استراتژی روز سالگرد کریستف کلمب همگی از بین می‌رفت. دست آخر، معلوم شد که کل نیروی دولت ایالات متحده برای خاموش کردن آتش کافی است، اما به سختی. چیزی کمتر از این کفایت نمی‌کرد.

دقیقا همان‌طور که یک فروپاشی بازگشت‌ناپذیر مالی می‌توانست اقتصاد را وارد رکود کند، یک سقوط آزاد اقتصادی طولانی نیز قرار بود باعث فروپاشی نظام مالی شود. مداخلات مالی ما تنها همراه با تلاش‌های متهورانه برای احیای تقاضای اقتصادی در اوایل سال ۲۰۰۹ (جسارت مالی بیشتر فدرال رزرو، محرک مالی بی‌سابقه اوباما و کنگره، نجات صنعت خودروسازی از سوی دولت و یک فشار ناقص اما قوی برای زنده کردن بازار مسکن و کمک به صاحب‌خانه‌های آسیب‌پذیر) موثر واقع شد. ما سرانجام با استفاده از سلاح‌های مالی و اقتصادی در اختیارمان روال معمول را احیا کردیم و به دلیل به کارگیری همزمان این سلاح‌ها، آنها بسیار قدرتمند شدند.

برنانکی در یک سخنرانی پرشور در سال ۲۰۰۲ استدلال کرده بود که حتی با قرار گرفتن کران پایینی روی عدد صفر-یعنی وقتی بانک‌های مرکزی به طور متعارف مهمات اقتصادی خود را تمام می‌کنند- آنها می‌توانند از اقدامات غیرمتعارف برای مبارزه با فشارهای ضدتورمی و رکودی استفاده کنند. اما در سال ۲۰۰۹، اقتصاد شدیداً به کمک بیشتری نیاز داشت و در اوایل ماه مارس، فدرال رزرو آزمایش محرک مالی متهورانه‌ای با نام «تسهیل مقداری»^۱ را آغاز کرد و در تلاشی برای پایین آوردن نرخ‌های بهره بلندمدت و مبارزه با رکود اقتصادی بزرگ، اوراق بهادار وام رهنی مسکن و سپس اوراق قرضه خزانه‌داری را خرید. دور اول با نام «تسهیل مقداری ۱» قرار بود به ۱.۷۵ تریلیون دلار در قالب خریدهای فدرال رزرو گسترش یابد و پیامی اعتمادبخش ارسال کند که فدرال رزرو کنار نخواهد ایستاد و اجازه نخواهد داد که اقتصاد دچار رکود شود. برنانکی و همکارانش قرار بود تسهیل مقداری ۲ و تسهیل مقداری ۳ را در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۲ اعلام کنند و سرانجام ترازنامه فدرال رزرو را به بیش از ۴.۵ تریلیون دلار، تقریباً پنج برابر بیشتر از اوج ترازنامه قبل از وقوع بحران بسط دهند. طیف وسیعی از مطالعات دانشگاهی نشان می‌دهد که تسهیل مقداری نرخ‌های بلندمدت خزانه‌داری و وام‌های رهنی مسکن را کم و به احیای اقتصادی کمک کرد؛ همچنین سایر بانک‌های مرکزی را تشویق کرد تا برنامه‌های مشابهی را برای حمایت از رشد جهانی به کار گیرند.

در کنار اثرات سیاست پولی فدرال رزرو، رئیس‌جمهور جدید نیز محرک‌های مالی را به سمت اقتصاد مین‌استریت سرازیر کرد: سرمایه‌گذاری مجدد و احیای آمریکا^۲ در سال ۲۰۰۹، یک بسته عظیم ۳۰۰ میلیارد دلاری را در قالب تخفیف‌های مالیاتی موقتی همراه با مخارج جدید فدرال به ارزش ۵۰۰ میلیارد دلار دربرمی‌گرفت که شامل معافیت برای قربانیان رکود بود؛ فعالیت‌های عمومی طراحی شده برای اشتغال‌زایی و در عین حال ارتقای زیرساخت‌های ملی و کمک‌های مستقیم به ایالت‌ها به منظور جلوگیری از افزایش مالیات و کاهش بودجه‌ها به دست آنها که می‌توانست باعث عمیق‌تر شدن کساد بزرگ شود در این ارتباط قابل ذکرند. جمهوری‌خواهان کنگره تقریباً متفق‌القول با این بسته مخالف بودند و با حمله به اوباما او را یک ولخرج از کنترل خارج‌شده نامیدند؛ اما مستقل‌ترین اقتصاددانان موافق‌اند که قانون احیا به نجات مشاغل و افزایش رشد و پایان دادن به رکود تا ژوئن سال ۲۰۰۹ کمک

1. Quantitative easing

2. American Recovery and Reinvestment Act

کرد. دولت‌های ایالتی و محلی - که بیشترشان با الزامات بودجه متوازن روبه‌رو شدند - مقداری از قدرت این قانون را با گردش‌های مالیاتی، اخراج کارمندان و کاهش مخارج جبران کردند، اما این قانون به آغاز رشد در ایالات متحده کمک کرد، در صورتی که اقتصادهای توسعه‌یافته همچنان در حال کوچک شدن بودند. معمولاً دولت‌ها باید سعی کنند با معیارهای خود زندگی کنند، اما زمانی که تقاضای خصوصی فرو می‌پاشد، مخارج کسری بودجه که می‌تواند اقتصاد را احیا کند از لحاظ مالی بسیار موثرتر از صرفه‌جویی‌های دولتی هستند که باعث کاهش تقاضا می‌شوند. کسادی‌های بیرحمانه می‌تواند کسری‌های بودجه را به مدت چندین سال متورم کند؛ گرچه بسته‌های محرک می‌تواند کسری‌های بودجه را در کوتاه‌مدت افزایش دهد، اما به کارگران کمک می‌کند تا مجدداً درآمد مشمول مالیات به دست بیاورند و به کسب‌وکارها کمک می‌کند تا مجدداً سودهای مشمول مالیاتی به دست بیاورند که می‌تواند باعث کاهش کسری‌های بودجه در بلندمدت شود.

این کشور استطاعت بسته‌های محرک بزرگ‌تری را داشت و اقتصاد نیز می‌توانست از بسته‌های بزرگ‌تری استفاده کند، اما در مجلس سنا فقط ۶۰ رأی برای ۸۰۰ میلیارد دلار وجود داشت و هیچ حمایتی علیه اطلاع‌بررسی‌های سنا برای تصویب بسته‌های بزرگ‌تر وجود نداشت. دموکرات‌های کنگره به آرامی چندین اقدام محرک کوچک دیگر را نیز برای کاهش مالیات بر حقوق، گسترش کمک‌های [بیمه] بیکاری و ارسال کمک بیشتر به ایالت‌ها و در پایان تزریق ۶۵۷ میلیارد دلار دیگر به اقتصاد را پیگیری کردند. کابینه اوباما نیز پول بیشتری را از تارپ برای طرح متهورانه و بحث‌برانگیز نجات خودروسازی‌ها استفاده کرد که جنرال موتورز و کرایسلر را مجبور به پذیرش مقدمات تجدید ساختاری می‌کرد که مدت‌ها به تعویق افتاده بود. روی هم رفته، صنعت خودرو قرار بود از تارپ بیش از ۸۰ میلیارد دلار دیگر دریافت کند، اما در پایان قرار بود هزینه آن برای مالیات‌دهندگان فقط ۳.۹ میلیارد دلار باشد؛ بهای نسبتاً کمی برای نجات یک بخش تولیدی مهم در ایالات متحده. بین سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۱۲، گسترش مالی فدرال (از جمله تثبیت‌کننده‌های خودکار و ضدچرخه‌های تجاری و همچنین محرک‌گزینشی) تقریباً معادل ۳.۴ درصد از تولید ناخالص داخلی سالانه بود. کاهش مالیات و وجوه انتقالی دولتی نیز در زمینه تأثیر خود پیش‌رو بودند و اُفت کلی درآمد خانوادگی که در ۴۰ درصد پایینی توزیع درآمد قرار داشتند را تقریباً به طور کامل جبران کرد.

تیموتی گیتنر و همکارانش در کابینه اوباما نیز مجموعه‌ای از برنامه‌های جدید را برای حمایت از بازار مسکن، سرمایه‌گذاری مجدد در فنی و فردی و کاهش نرخ بهره وام‌های مسکن از جانب فدرال رزرو آغاز کردند. فردای روزی که قانون احیا تصویب شد، رئیس‌جمهور از یک استراتژی مسکن پرده‌برداری کرد که شامل برنامه تأمین مالی مجدد مسکن قابل‌استطاعت^۱ برای کمک به صاحب‌خانه‌های «ورشکسته» در تأمین مالی مجدد وام‌های رهنی مسکن خود (حتی اگر ارزش این وام‌ها بیش از ارزش فعلی خانه‌های آنها بود) و برنامه تعدیل مسکن قابل‌استطاعت^۲ برای کمک به صاحب‌خانه‌های مقصر در

1. The Home Affordable Refinance Program (HARP)

2. The Home Affordable Modification Program (HAMP)

پرداخت اقساط ماهانه خود می‌شد. هنریک پاولسون و رئیس جمهور بوش تلاش‌هایی را برای تعدیل وام رهنی مسکن در بخش خصوصی آغاز کرده بودند، اما قلمرو این اقدامات به دلیل ماهیت داوطلبانه آنها و در دسترس نبودن وجوه فدرال محدود بود. تلاش‌های اوپاما با پشتوانه دلارهای تارپ در حکم رشدی واضح قلمداد می‌شد؛ تاحدی که باعث شکایت معروف مجری سی‌ان‌بی‌سی^۱، ریک سانتلی^۲، شد که خواهان یک مهمانی چای^۳ انتقادی علیه دولت جدید برای اعتراض به نجات صاحب‌خانه‌های انگل صفت بود. جناح چپ مترقی قویاً احساس می‌کرد که پاسخ دولت به بحران سلب مالکیت‌ها ضعیف و دیر هنگام و خیانتی از جانب مین استریت بود.

شمولیت و سرعت پیشرفت این برنامه‌ها به شکل دردناکی آهسته و مایوس‌کننده بود. برنامه تأمین مالی مجدد مسکن قابل استطاعت پس از آغازی کند، فقط به بیش از ۳ میلیون صاحب‌خانه برای تأمین مالی مجدد وام رهنی مسکن‌شان کمک کرد، در حالی که ۲۰ میلیون نفر دیگر قرار بود بدون کمک دولت برای تأمین مالی مجدد وام خود از نرخ‌های بهره کم منتفع شوند. برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت کابوس لجستیکی بود که اتکا بر اختلال عملکرد صنعت خدمات وام‌دهی داشت که به طور متداول اسناد و مدارک را گم می‌کرد، توانایی پاسخ دادن به تماس‌های تلفنی را نداشت و عموماً از پاسخ‌گویی به وام‌گیرندگان طفره می‌رفت. گروه تیموتی گیتنر در خزانه‌داری در نظر داشت برنامه خدماتی خود را از صفر شروع کند، اما متوجه شد زمان کافی برای آن ندارد و بانک‌ها به سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های مورد نیاز برای شناسایی وام‌های رهنی مسکن مناسب تعدیل و انجام سریع معاملات تمایلی نداشتند. برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت نیز برای مقابله با کلاهبرداری دارای شرایط احراز دشوار و قوانین صلاحیتی محدودکننده‌ای بود که این موضوع باعث مسدودی بیشتر فرایند ناهموار فعلی شد و بانک‌ها را متقاعد کرد که به جای سر و کله زدن با کاغذبازی‌های دولتی، خودشان بدون کمک برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت به طور خصوصی میلیون‌ها وام رهنی مسکن را تجدید ساختار کنند. سرانجام، برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت قرار بود فقط از بخشی از هدف اوپاما برای اصلاح ۳-۴ میلیون وام رهنی مسکن حمایت مستقیم کند، اما در پایان ترکیب اصلاحات دولتی و بخش خصوصی به بیش از ۸ میلیون صاحب‌خانه رسید.

کشمکش‌های برنامه تأمین مالی مجدد مسکن قابل استطاعت و برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت توجه زیادی را به خود جلب و بسیاری از ناظران را متقاعد کرد که سیاست‌های مسکن دولت با شکست روبرو شده بود. اقدامات فدرال که بیشترین اثر را بر بازار مسکن داشت عبارت بود از ۴۰۰ میلیارد خط اعتباری حیاتی برای فنی می و فردی مک که اعتبار وام مسکن را پس از گریز سرمایه‌های خصوصی از صحنه در جریان نگاه داشته بود و خرید اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی مسکن توسط فدرال رزرو که به پایین نگه داشتن نرخ‌های بهره وام مسکن و تسهیل تأمین مالی مجدد کمک کردند. طراحی

1. CNBC
2. Rick Santelli
3. Tea Party

برنامه‌ها برای کاهش سلب حق اقامه دعوی پس از سقوط قیمت املاک و مستغلات و وقوع یک کساد عمیق بسیار دشوارتر بود. این سیاست خطرناک بود و هیچ روش ساده‌ای برای طراحی برنامه‌های هدفمند وجود نداشت که بتواند بدون هدر دادن پول برای صاحب‌خانه‌هایی که یا به کمکی نیاز نداشتند و یا حتی با کمک دولت نیز هرگز استطاعت تأمین مالی خانه‌های خود را نداشتند، به صاحب‌خانه‌هایی که از لحاظ مالی در مخصصه بودند کمک کند تا در خانه‌های خود بمانند.

گزینهٔ مرجح برای بسیاری از فعالان در زمینهٔ مسکن یک برنامهٔ «کاهش اصل مبلغ وام» بود که قرار بود مبلغ بدهی صاحب‌خانه‌های ورشکسته را کاهش دهد. اما دولت نمی‌توانست بانک‌ها را مجبور به بخشیدن بدهی‌های مربوط به وام رهنی مسکن کند و ارائهٔ انگیزه‌های کافی برای آنها به منظور انجام داوطلبانهٔ این کار می‌توانست یک استفادهٔ شدیداً ناکارآمد از دلارهای مالیاتی باشد. مطالعه‌ای در سال ۲۰۱۴ در گزارشات بروکینگز دربارهٔ فعالیت اقتصادی^۱ نشان داد که اگر دولت ۷۰۰ میلیارد دلار دیگر برای تسویه تمام دلارهای منفی در دارایی‌های بازار مستغلات ایالات متحده خرج می‌کرد، تنها می‌توانست تأثیر بسیار اندکی بر کلیت اقتصاد بگذارد و مصرف فردی را فقط تا کمتر از ۰.۲ درصد افزایش دهد و مقدار برآوردی بالغ بر ۱.۵ میلیون دلار برای هر شغل نجات‌یافته هزینه داشته باشد. در عوض، حمایت تارپ از صنعت خودروسازی قرار بود فقط ۱۴,۰۰۰ دلار به ازای هر شغل نجات‌یافته هزینه داشته باشد. رئیس جمهور اواما آژانس امور مالی مسکن فدرال^۲ را مجبور به ادامهٔ برخی کاهش‌های هدفمند اصل وام برای وام‌های فنی و فردی کرد، اما این آژانس مستقل در برابر این تصمیم مقاومت کرد. چیزی که موثرتر از کاهش اصل وام رهنی مسکن واقع شد این بود که اقساط پرداختی ماهانه کاهش پیدا کند و این رویکردی بود که برای اصلاح بیشتر وام‌های بخش خصوصی و عمومی به کار گرفته شد.

سرانجام، واکنش دولت به سقوط مسکن به شکلی جامع‌تر برای ثبات‌بخشی به کل بازارهای مسکن و وام رهنی مسکن موثر واقع شد. بدون ملی‌سازی فنی و فردی یا خرید اوراق بهادار وام‌های رهنی مسکن از سوی فدرال رزرو و خزانه‌داری قرار بود قیمت مسکن خیلی بیشتر کاهش یابد، میلیون‌ها شهروند آمریکایی خانه‌هایشان را از دست بدهند و کساد بسیار وخیم‌تر باشد. برنامه‌هایی که برای کمک به صاحب‌خانه‌ها در تأمین بودجهٔ خانه‌های خود یا اصلاح وام‌های مسکن طراحی شده بود نیز در دسترس میلیون‌ها نفر قرار گرفت، اما شروع حرکت آنها آهسته و گسترهٔ شمولشان محدود بود. کنگره هرگز علاقه‌ای به یک استراتژی شدیداً قوی‌تر برای بازار مسکن نشان نداد و تیموتی و بیشتر کسانی که در دولت اواما حضور داشتند نیز بر این باور بودند که دلارهای اضافی که برای مزایای بیکاری، پروژه‌های زیرساختی، کاهش مالیات حقوق و کمک به ایالت‌ها خرج شده بود در مقایسه با موج جدیدی از برنامه‌هایی که مشخصاً بر صاحب‌خانه‌ها تمرکز داشت، می‌توانست رونق اقتصادی بیشتری ایجاد کند؛ و در عین حال می‌توانست دشواری‌های کمتری را در مورد رعایت انصاف به وجود آورد. حل این بحران

1. Brookings Papers on Economic Activity
2. Federal Housing Finance Agency

اقتصادی شرط لازم برای حل بحران مسکن بود، درحالی‌که عکس این موضوع الزاما درست نبود. سرانجام، احیای اقتصادی طولانی و باثبات می‌تواند موفق‌ترین برنامه برای بازار مسکن باشد. قیمت خانه‌ها پس از پایان کساد اقتصادی ثبات پیدا کرد و به تدریج تریلیون‌ها دلار در قالب دارایی منفی^۱ را حذف کرد و میلیون‌ها صاحب‌خانه ورشکسته را نجات داد.

اقتصاد^۲ بهتر تقریباً همه‌چیز را بهتر ساخت. فروش سالانه خودرو در ایالات متحده در سال ۲۰۰۹ به ۱۰ میلیون کاهش یافته بود، اما تا سال ۲۰۱۵ فروش خودرو مجدداً به رقم ۱۷ میلیونی قبل از وقوع بحران بازگشت. از دست رفتن اعتبار برای بیشتر مصرف‌کنندگان و کسب‌وکارها پایان یافت، اگرچه بانک‌ها همچنان از آنچه برای ما مطلوب بود از دادن وام‌های بلندمدت‌تر پرهیز می‌کردند، مخصوصاً دادن وام به خریداران بالقوه مسکن. نرخ بیکاری به سرعت از اوج ۱۰.۰ درصد در اواخر سال ۲۰۰۹ به ۳.۷ درصد (در زمان تألیف این کتاب) کاهش یافت و اقتصادی که در اوایل سال ۲۰۰۹ در حال از دست دادن ۲ میلیون شغل در هر فصل بود، در طول نود و هفت ماه متوالی و بی‌سابقه حدوداً ۱۹ میلیون شغل ایجاد کرد. سود شرکت‌ها به سرعت احیا شد، بسیار سریع‌تر از احیای دستمزدها، اما نرخ فقر کودکان به پایین‌ترین سطح تاریخی کاهش یافت. این کساد در مقایسه با کشورهای دیگر در این بحران یا احیاهای تاریخی در بحران‌های قبلی، شدت کمتری داشت و فرایند احیا در ایالات متحده بسیار سریع‌تر آغاز شد و اگرچه این احیا به قوتی که بسیاری امید داشتند نبود، اما به شکلی غیرمعمولی باثبات بود. بااین‌حال، بحران ۲۰۰۸ جهان را دچار رنجی فوق‌العاده کرد. این بحران غالباً به طور نادرست در حکم مسبب نابرابری فزاینده بین اقشار مختلف، رکود آفت دستمزد و روندهای اقتصادی دیگری که دهه‌ها قبل از پنهان شدن زیر رونق اقتصادی شروع به عفونت کرده بودند قلمداد می‌شود، اما به درستی در حکم مسبب میلیون‌ها بیکاری، میلیون‌ها سلب مالکیت و ضربه‌ای ماندگار به میلیون‌ها خانواده محسوب می‌شود. ای کاش ما می‌توانستیم آتش بحران را سریع‌تر خاموش کنیم، اما ما شکرگزار این هستیم که ایالات متحده توانست از یک فاجعه اقتصادی که می‌توانست با رکود اقتصادی بزرگ رقابت کند، جلوگیری کند.

و ما همچنان نگران خطرات آتش بحران بعدی هستیم.

1. negative equity

وقتی در بازار مسکن قیمت مسکن به دلیل ترکیب حباب کاهش می‌یابد و ارزش بازاری ملک کمتر از مقدار باقی‌مانده اقساط وام رهنی مسکن است، از این عبارت استفاده می‌شود.

2. economy

نتیجه‌گیری: آتش بحران بعدی

هیچ‌کدام از ما، یا هیچ‌کدام از همکاران فاضل ما، هرگز چنین بحرانی را تجربه نکرده بودند. به‌رغم تخصص برنانکی دربارهٔ رکود بزرگ، شناخت هنریک پاولسون از بازارهای مالی و تجربهٔ تیموتی از بحران‌های خارجی، هیچ‌کدام از ما هرگز مطمئن نبودیم چه چیزی در جریان بحران کارآمد خواهد بود، چه چیزی نتیجهٔ عکس خواهد داشت یا اینکه نظام مالی چقدر توانایی تحمل استرس را خواهد داشت. هیچ‌کتابچهٔ استانداردی وجود نداشت که بتوانیم برای راهنمایی از آن استفاده کنیم و هیچ اجماع حرفه‌ای نیز برای بهترین رویه‌ها^۱ در دست نبود. باید گاهی با تغییر تاکتیک‌ها و گاهی با تغییر اذهان‌مان، همراه با نااطمینانی عظیم دربارهٔ پیامدها، راه را در میانهٔ مه پیدا می‌کردیم و ظاهراً بسیاری از کارهایی که انجام دادیم به همان صنعت مالی که در وهلهٔ اول جهان را به ورطهٔ بحران کشانده بود پاداش می‌داد.

بنابراین، این موضوع قابل‌درک و شاید اجتناب‌ناپذیر بود که مفسران به در نظر گرفتن و پیش‌بینی کردن بدترین سناریو علاقه داشتند. منتقدان هشدار می‌دادند که ما در حال آماده‌سازی صحنه برای هجوم به دلار، یا یک ابرتورم به سبک زیمبابوه، یا یک بحران بدهی به سبک یونانی، یا تریلیاردها دلار در قالب هزینه‌های نجات، یا یک نظام تحت سلطهٔ بانک‌های ورشکسته و نجات‌ناپذیر به سبک ژاپنی یا حتی مرگ نظام سرمایه‌داری بازار آزاد آمریکا هستیم. اما در پایان، هیچ‌کدام از این موارد اتفاق نیافتاد و ما معتقدیم محقق نشدن این اتفاقات به‌رغم انتخاب‌های ما نبود، بلکه برعکس به سبب انتخاب‌های ما بود. ما خوش‌شانس بودیم که کنگره نهایتاً قدرت بیشتری به ما داد و به ما اجازه داد واکنشی نیرومند و موثر داشته باشیم؛ و شاید از جهاتی ما فقط خوش‌شانس بودیم. اما با وجود یک دهه فرصت برای بازاندیشی درخصوص آنچه در اینجا و دیگر کشورهای بحران‌زده اتفاق افتاد، ما باور داریم که استراتژی به کار گرفته شدهٔ ایالات متحده که ما در شکل‌دهی به آن نقش داشتیم، در حد امیدواری‌های ما عملکرد خوبی داشت، خاصه اگر محدودیت‌ها و نااطمینانی‌های افراطی که کشور با آنها روبرو بود را در نظر بگیریم. فشار بحران سال ۲۰۰۸ از جهاتی - شامل کاهش قیمت‌های سهام و مسکن و افت تولید و

اشتغال - حتی بیشتر از مراحل اولیه رکود بزرگ بود، اما این بار دولت توانست هراس را متوقف سازد، نظام مالی را تثبیت، بازارهای اعتباری را احیا و بهبود را آغاز کند که تا به امروز ادامه دارد. بهبود ایالات متحده در مقایسه با بهبودهای گذشته پس از بحران‌های شدید مالی قبلی و بهبود اقتصادهای پیشرفته دیگر پس از این بحران در سطح مطلوب‌تری قرار دارد.

اگرچه بحران مذکور می‌توانست بدتر از این‌ها باشد، اما باز هم آسیب‌های فوق‌العاده‌ای را هم برای ایالات متحده و هم برای جهان به بار آورد. میلیون‌ها آمریکایی شغل، کسب‌وکار، سپرده‌های بانکی و خانه‌های‌شان را از دست دادند. یک درس مهم که از سال ۲۰۰۸ می‌آموزیم این است که بحران‌های مالی می‌توانند حتی زمانی که واکنش‌ها به آنها نسبتاً متهورانه است و این واکنش‌ها از قدرت و اعتبار مالی عظیم ایالات متحده سود می‌برند نیز ویرانگر باشند. بهترین استراتژی برای بحران مالی نبود بحران مالی است. در صورت وقوع یک بحران، بهترین روش برای محدود ساختن خسارات آن، اطمینان از این است که مدیران بحران قبل از وخامت بیش از حد اوضاع، ابزار لازم برای مبارزه با آن را داشته باشند. متأسفانه، بحران‌های مالی هرگز به طور کامل قابل‌پیش‌گیری نخواهند بود، زیرا این بحران‌ها محصول هیجانات و ادراکات انسان‌ها و همچنین خطاهای اجتناب‌ناپذیر ناظران و سیاست‌گذاران‌اند. مالیه وابسته به اعتماد و اعتماد هم همیشه شکننده است. اگرچه تلاش برای مهار اهرم‌های مالی و ریسک‌پذیری بیش از حد وال استریت مهم است، اما آن اهرم مالی و ریسک‌پذیری عموماً بازتاب خوش‌بینی بیش از حد در کل جامعه است. ناظران و سیاست‌گذاران از این جنون‌ها مصون نیستند. انسان‌ها ذاتاً در معرض وفورهای غیرعقلایی هستند و بازارهایی که در روندهای صعودی خطا می‌کنند در روندهای نزولی نیز خطا می‌کنند. علی‌الظاهر جنون و هراس هر دو مسری‌اند.

اما این استدلالی برای انفعال یا بی‌عملی قبل از وقوع بحران نیست. حتی اگر هیچ گلوله نقره‌ای وجود نداشته باشد که بتواند بحران‌های مالی را برای همیشه نابود کند، موارد زیادی وجود دارند که مقامات دولتی می‌توانند از آنها در تلاش‌ها به منظور کاهش آسیب‌پذیری نظام مالی در برابر بحران‌ها، کاهش تکرار بحران‌ها و کاهش احتمال بدل شدن آنها به مارپیچی خارج از کنترل استفاده کنند. دولت ایالات متحده به خوبی برای آتش بحران سال ۲۰۰۸ آماده نبود و این نشان می‌دهد چرا این بحران اینقدر سوزنده بود، چرا تلاش‌ها برای مهار آن غالباً آشفته به نظر می‌رسید و حتی اینکه چرا واکنش ما شدیداً نامحبوب بود. آمادگی بهتر می‌توانست نتایج بهتری را رقم بزند. اگر نظام مقرراتی، چندگانگی کمتری داشت و توانایی بیشتری برای شناخت ریسک‌های خارج از بانک‌های تجاری می‌داشت، اگر مدیران بحران از ابتدای توانایی استفاده از نیروهای عظیم برای جلوگیری از فروپاشی مالی را داشتند و اگر از ابتدا سازوکارهایی برای تضمین اینکه نظام مالی خودش پول نجاتش را پرداخت کند وجود داشت، این آتش‌سوزی شدت کمتری پیدا می‌کرد و مقابله با آن ظاهری منسجم‌تر و منصفانه‌تر پیدا می‌کرد. یک دهه بعد، سوال مهمی که باید بررسی کنیم این است که آیا ایالات متحده اکنون آمادگی بیشتری دارد؟ به نظر ما پاسخ این سوال هم بله و هم خیر است. اکنون برای پیش‌گیری از وقوع هراس در وهله اول

حفاظت‌های بهتری وجود دارد؛ معادل مالی اقدامات فعالانه‌تر برای پیش‌گیری از آتش‌سوزی و قوانین ساختمانی که در برابر آتش مقاوم‌ترند، تعبیه شده‌اند. اما اختیارات اضطراری مقامات دولتی برای واکنش نشان دادن در زمان رخداد بحرانی شدید، از بسیاری جهات ضعیف‌تر از وضعیت آن در سال ۲۰۰۷ است؛ معادل مالی آتش‌نشان‌های غیرمجهز و مراکز آتش‌نشانی تعطیل شده. توانایی دولت در پاسخ‌گویی به یک فروپاشی در تقاضای اقتصادی از طریق محرک‌های مالی و پولی (اصطلاحاً مهمات کینزی) نیز به طور چشمگیری از بین رفته است. به طور خلاصه، اقتصاد ایالات متحده و نظام مالی، امروز شاید کمتر در معرض آتش‌سوزی‌های کوچک باشد، اما اگر، به‌رغم قوانین به‌روزرسانی شده و اصلاح‌شده برای پیش‌گیری از آتش، قرار باشد آتش‌سوزی بزرگ دیگری رخ دهد، چه‌بسا آسیب‌پذیری بیشتری نسبت به این آتش جهنمی بزرگ داشته باشد. اگر بخواهیم از تشبیه متفاوتی استفاده کنیم، مانند این می‌ماند که سیاست‌گذاران بخواهند نسبت به یک فاجعهٔ عمومی در زمینهٔ سلامت از طریق گسترش واکسیناسیون، تبلیغ تغذیهٔ خوب و تشویق مردم به انجام چک‌آپ‌های سالانه واکنش نشان دهند؛ اما همچنین تصمیم بگیرند که اتاق‌های اورژانس و جراحی‌های نجات‌بخش غیرقانونی را تعطیل کنند.

دفاع قدرتمندتر

ارائهٔ خلاصه‌ای دربارهٔ چرایی ایمن نبودن نظام مالی قبل از بحران سال ۲۰۰۸ ارزشمند است زیرا به روشن شدن مسیر کنونی ما به سوی ایمنی بهتر کمک می‌کند. یک بار دیگر بگوییم که مشکلات اساسی عبارت بود از اهرم‌های ریسکی بسیار زیاد، تأمین مالی‌های کوتاه‌مدت گریزپذیر بسیار زیاد و مهاجرت ریسک بسیار زیاد به بانک‌های سایه که تحت لوای مقررات اندکی بودند و به شبکه فدرال رزرو دسترسی نداشتند. همچنین، بنگاه‌های بزرگ بسیار زیادی وجود داشتند که بیش از حد بزرگ و به هم پیوسته بودند و ورشکستگی آنها تهدیدی برای ثبات نظام مالی به شمار می‌رفت و رونق شدید مشتقات مبهم با پشتوانهٔ وام رهنی مسکن، سلامت بازار مسکن را به حامل بالقوهٔ نگرانی بدل کرده بود. درعین حال، بروکراسی مقرراتی آمریکا از هم گسسته و تاریخ گذشته بود و هیچ فردی مسئول نظارت و رسیدگی به ریسک‌های سیستمیک نظام مالی نبود.

هیچکس نمی‌داند بحران مالی بعدی دقیقاً به چه شکل خواهد بود، اما از لحاظ تاریخی، بحران‌ها از یک الگوی جنون-هراس-سقوط در ریسک‌پذیری و اهرم‌های مازاد پیروی می‌کنند. پس از بحران، برنانکی و تیموتی گیتنر فکر می‌کردند مهم‌ترین حفاظ‌ها عبارت خواهند بود از محدودیت‌های سفت‌وسخت‌تر بر ریسکی که بنگاه‌ها می‌توانستند با پول استقراضی بپذیرند. این بدان معنا بود که آنها را به نگهداری سرمایه بیشتر به منظور جذب زیان و اهرم‌های کمتر- که برعکس سرمایه هستند- ملزم کنیم (شعار تیموتی گیتنر این بود: «سرمایه، سرمایه، سرمایه»). این نیز به معنای الزامات نقدینگی محافظه‌کارانه‌تری است که وام‌دهندگان را به نگهداری پول نقد بیشتر و سایر دارایی‌های با نقدینگی بیشتر و درعین حال تکیه کمتر بر تأمین مالی‌های کوتاه‌مدت وادار می‌کند که می‌تواند با اولین نشانه‌های دردسر فراری

شوند. بزرگ‌ترین بنگاه‌ها، که ناتوانی‌شان در انجام تعهداتشان بیشترین خطر را دربرداشت، قرار بود در معرض محدودیت‌های سخت‌تری در زمینهٔ ریسک‌پذیری و تأمین مالی قرار گیرند. مهم‌تر از همه اینکه قوانین جدید باید به شکل جامع‌تری در سراسر نظام مالی اعمال شود، نه تنها در ایالات متحده بلکه در سراسر جهان، همراه با انعطاف‌پذیری برای گسترش بیشتر آنها در آینده به منظور کمک به جلوگیری از مهاجرت ریسک خارج از حیطهٔ قوانین به سوی مسیری با کمترین مقاومت مقرراتی.

کابینهٔ اوباما و فدرال رزرو تلاش سختی برای رسیدن به این اهداف انجام دادند و در این مسیر با کنگره بر سر تصویب قانون محافظت از مصرف‌کنندگان و اصلاحات وال استریت داد-فرانک^۱ برای ایالات متحده در سال ۲۰۱۰ مذاکراتی انجام دادند و درعین‌حال یک جنبش جهانی برای اعمال محدودیت‌های سخت‌تر در خصوص ریسک‌پذیری در بزرگ‌ترین اقتصادها را رهبری کردند و مذاکرات در این حوزه‌ها، دیوارهای دفاعی بسیار محکم‌تری را در برابر بحران‌های بالقوه ایجاد کرد. رژیم مقرراتی جهانی بازل^۲ شرایط مربوط به الزامات حداقل سرمایه برای بانک‌ها را سه برابر و این شرایط را برای بزرگ‌ترین بانک‌ها چهاربرابر کرد، درحالی‌که همچنین خواهان سرمایهٔ باکیفیت‌تری است که بتواند واقعا زبان‌ها را جذب و همچنین تضمین کند که نظام جهانی شوک‌گیرهای بسیار قوی‌تری را در اختیار دارد. البته، استانداردهای تعبیه شدهٔ فدرال رزرو برای بانک‌های ایالات متحده محکم‌تر نیز هست. الزامات نقدینگی همچنین در سراسر جهان بهبود یافت و تکیه بر نهادهای مالی برای تأمین وجه یک‌شبه و بی‌ثبات را کاهش داد. قبل از بحران، مجموع بدهی‌های بیمه‌نشدهٔ کوتاه‌مدت تقریباً معادل یک‌سوم دارایی‌ها در نظام مالی بود؛ اما امروزه آنها تقریباً معادل یک‌ششم این دارایی‌ها هستند. بازار رپو بسیار کوچک‌تر است، دارایی‌هایی که این بازار تأمین مالی می‌کند بسیار ایمن‌تر است و پریسک‌ترین عامل بازار رپو، یعنی اعتبار روزانه، نسبت به اوجش قبل از وقوع بحران ۹۰ درصد کاهش یافته است. نه‌تنها این موارد محدودیت‌های ریسک‌پذیری سخت‌تری را فراهم می‌کنند، بلکه جامع‌ترند؛ و نه‌تنها بر بانک‌های تجاری سنتی بلکه بر معامله‌گران-کارگزاران و سایر نهادهای غیربانکی که قبلاً در سایه کار می‌کردند اعمال می‌شوند. قبل از بحران، بنگاه‌هایی که فقط ۴۲ درصد از دارایی‌های نظام مالی را در دست داشتند با محدودیت‌های معناداری در زمینهٔ اهرم‌های خود مواجه شدند؛ اما اکنون این عدد به ۸۸ درصد افزایش یافته است. اضافه بر این، این اصلاحات، ابزارهای مالی و بازارهای تأمین مالی و همچنین یکایک بنگاه‌ها را هدف گرفت. برای مثال، داد-فرانک مستلزم این بود که بیشتر مشتقات به جای اینکه در معاملات خصوصی مبادله گذاشته شوند، آزادانه و در معامله‌های عمومی مبادله شوند تا خطر ناشی از نااطمینانی درمورد اینکه کدام بنگاه‌ها در معرض ریسک‌هایی قرار می‌گیرند که مجدداً به هراس بازار سهام دامن می‌زنند کاهش یابد. این قانون همچنین الزامات محافظه‌کارانه‌تری را برای سودهای ناخالص حاصل از معاملهٔ مشتقات، استقراض رپو و وام‌دهی اوراق بهادار اعمال می‌کرد، و این روشی برای دور کردن افراد از سفته‌بازی افراطی بود. میانگین حجم روزانهٔ وام‌دهی اوراق بهادار در

1. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

2. Basel III

۲۰۰۸-۲۰۱۵ از ۵.۲ به ۱ تریلیون دلار کاهش یافت و چند طبقهٔ پرریسک از ابزارهای تأمین مالی که مشکلاتی را برای نهادهایی مانند بئیر استرنز و سیتی‌گروپ ایجاد کرد طی بحران پاکسازی شد و تا به امروز دوبار پدیدار نشده‌اند.

هدف اصلاحات پس از بحران این بود که این ریسک که ورشکستگی یک بانک بزرگ می‌تواند باعث بی‌ثباتی کل نظام مالی شود کاهش یابد. نوعی «هزینهٔ مازاد سیستمیک» برای بزرگ‌ترین بانک‌ها در نظر گرفته شده است که آنها را ملزم می‌کند برای مقابله با مقدار مشخصی از ریسک، سرمایهٔ بیشتری نسبت به نهادهای کوچک‌تر نگهداری کنند که توانایی آنها برای افزایش اهرم‌های خود را کاهش می‌دهد و ذخایر احتیاطی آنها در برابر زیان‌ها را افزایش می‌دهد. داد-فرانک همچنین شامل بندی برای ممنوع ساختن ادغام‌هایی بود که منجر به تمرکز بیش از ۱۰ درصد از بدهی‌های نظام مالی در یک بانک می‌شد، در نتیجه به فدرال رزرو این توانایی را می‌داد تا بانک‌هایی را که خطری جدی برای ثبات نظام مالی می‌پنداشت تجزیه کند و از فدرال رزرو می‌خواست تا آزمون‌های استرس سالانه‌ای را برای بانک‌های بزرگ انجام دهد تا مطمئن شود آنها آمادۀ وخیم‌ترین سناریوهای اقتصاد و مالی هستند. در سال ۲۰۱۸، برخی اصلاحات دوحزبی از سوی کنگره باعث شد تا آستانه برای بنگاه‌ها به منظور رویارویی با آزمون‌های استرس خودکار از ۵۰ تا ۲۵۰ میلیارد دلار در قالب دارایی‌ها افزایش یابد، اما فدرال رزرو این قدرت را دارد تا هر بنگاهی را که تهدیدی بالقوه برای نظام قلمداد می‌شود آزمون کند. با گذشت زمان و فراموشی خاطرات، ضرورت دارد که فشارهای اجتناب‌ناپذیر برای به عقب بردن پاندول به سوی رویکردی ملایم‌تر، آسیب‌پذیری‌های موجود قبل از بحران را دوباره ایجاد نکند. اما تا اینجا، عملاً تمام اصلاحات اصلی داد-فرانک همچنان پابرجا باقی مانده‌اند و اگرچه بعضی منتقدان در ابتدا آنها را به منزلهٔ یک زیاده‌کاری بزرگ که قرار است نظام مالی را فلج کند در نظر گرفتند و به آن حمله می‌کردند، این نظام نشان داده است که قدرت کافی برای حمایت از یک گسترش اقتصادی پایدار را دارد.

منتقدان دیگر نیز به این دلیل به اصلاحات داد-فرانک حمله کردند که آنها به جای تجزیهٔ فوری بانک‌های بزرگ و تصویب مجدد قانون گلس-استیگال^۱ در دورهٔ رکود بزرگ که بانکداری تجاری را از بانک‌های سرمایه‌گذاری سوداگرتر تفکیک می‌کرد، تا حد زیادی در پی حفظ وضع موجود بودند. آن اقدامات افراطی‌تر می‌توانست وزنه‌های سنگینی در کنگره باشد، اما دلیل اینکه ما آنها را پیگیری نکردیم این نیست. ما صرفاً باور نداشتیم که این اقدامات بتواند علل ریشه‌ای بحران را شناسایی کند یا ریسک بحران‌های آتی را کاهش دهد. گذشته از هر چیز، بئیر استرنز، برادران لمن، فنی می، فردی مک و ای‌آی‌جی بنگاه‌هایی غیربانکی بودند که قرار بود از اثرات قانون گلس-استیگال مصون بمانند، درحالی‌که واچووویا و واشنگتن میوچوال بانک‌هایی هستند که به روش سنتی به دردرس افتادند؛ یعنی از طریق دادن وام‌های بد. بزرگی همیشه یک جنبهٔ منفی نیست؛ اگر جی‌پی مورگان، بانک آمریکا و ولز فارگو به اندازهٔ کافی بزرگ نبودند که بتوانند بئیر استرنز، وامو، کانتری‌واید، مریل لینچ و واچووویای نه-به-آن-بزرگی را قبل از فروپاشی ببلعند، این

بحران بسیار وخیم‌تر می‌شد و کوچک بودن نیز همیشه یک جنبه مثبت نیست؛ آشنایی از ورشکستگی‌ها از سوی بانک‌های نسبتاً کوچک بود که جرعه رگود بزرگ را زد. در حال، بزرگ‌ترین بانک‌های کشور طی هشت سال اول تحت قانون داد-فرانک از آزمون‌های استرس موفق بیرون آمده‌اند. در سال ۲۰۱۸، فدرال رزرو به این نتیجه رسید که سرمایه این بانک‌ها پس از یک کساد جهانی شدید با زیان‌هایی بزرگ‌تر از آنچه در بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۹ تجربه شد در مقایسه با سرمایه آنها در روزگار خوب قبلی از بحران همچنان بیشتر است و گزارشی در سال ۲۰۱۴ از سوی اداره پاسخ‌گویی دولت^۱، ذیل کمیسیون منتقدان کنگره که انتظار داشتند این گزارش مسئله خیلی بزرگ-برای ورشکستی را بدتر از همیشه تخمین بزند، نشان داد که بزرگ‌ترین بانک‌ها دیگر نمی‌توانند با نرخ‌هایی خیلی پایین‌تر از بانک‌های کوچک وام بگیرند و این نشان می‌دهد که بازارها باور کمتری دارند که این بانک‌ها برای ورشکستگی زیادی بزرگ هستند.

ما دوست داشتیم شاهد تجدید ساختار بیشتر نظام مقررات مالی منسوخ باشیم، زیرا این تجدید ساختار یک عنصر کلیدی طرح اصلی هنریک پولسون برای اصلاحات بود، چنانکه فدرال رزرو مسئول نظارت بر ریسک‌های سیستمیک و چندین نهاد دیگر با هم متحد شده بودند تا سازگاری و جوابگویی بیشتری را ایجاد کنند. اما جنگ‌های منطقه‌ای سیاسی ترسناک بودند و این شرایط مثل یک جنگ انتخاب بود تا یک جنگ نیاز. فدرال رزرو پس از بحران با اعتراضی شدید روبرو شد و کنگره هیچ علاقه‌ای به اعطای اختیارات فراگیر جدید به آن نداشت. داد-فرانک یک شورای نظارت بر ثبات مالی^۲ متشکل از ناظران تحت لوای ریاست وزیر خزانه‌داری ایجاد کرد که اگرچه یک نهاد واحد نبود، دست کم یک هیئت دولتی بود و مسئولیت برآورد و محدودسازی ریسک‌ها در سراسر نظام مالی را بر عهده داشت و شورای نظارت بر ثبات مالی اختیار انجام اقداماتی برای حداقل ساختن ریسک‌های سیستمیکی که آنها شناسایی می‌کردند را داشت، از جمله اختیاری برای گزینش هرگونه نهاد مالی به عنوان نهادی «مهم برای نظام مالی» و در نتیجه قرار دادن آن در معرض نظارت سخت‌تر فدرال رزرو. داد-فرانک با لغو نظارت دفتر پس‌انداز^۳، ناظر تسخیرشده دائمی کانتری‌واید، وامو و ای‌آی‌جی، یک گام آزمایشی به سوی سازماندهی مجدد برداشت، گرچه هر نهادی که در منشور سازمانی فدرال وجود داشت به بقای تیموتی گیتنر در ابتدا امید داشت که کمیسیون بورس و اوراق بهادار، نگهبان بازارهای اوراق بهادار را با کمیسیون تجارت قراردادهای آتی کالا، ناظر بازارهای مشتقات ادغام کند، اما جنگ‌های منطقه‌ای بین کمیته‌های کنگره‌ای که بر این دو نهاد نظارت داشتند از لحاظ سیاسی اجازه آغاز این پروژه را ندادند. داد-فرانک حتی یک نهاد را نیز به آن منشور سازمانی درهم‌برهم افزود: اداره محافظت مالی مصرف‌کنندگان^۴، که بخش‌های حفاظت از مصرف‌کنندگان مربوط به تمام ناظران را در قالب یک مراقب جدید و قدرتمند برای نظارت بر رفتار مالی با هم متحد ساخت. اما ایجاد یک پنجره واحد برای محافظت از مصرف‌کنندگان که غالباً در اولویت آخر سایر نهادها بود، اقدامی معقول بود. تحمیل زوری

1. The Government Accountability Office
2. Financial Stability Oversight Council (FSOC)
3. The Office of Thrift Supervision
4. The Consumer Financial Protection Bureau

قوانین علیه کلاهبرداری در بازارهای اعتباری مصرف‌کنندگان، در کنار کمک به مردم عادی آمریکا در نگهداری پول‌های خود نیز می‌توانست با توقیف امضاهای تقلبی و دیگر رفتارهای متزورانه که باعث ایجاد بسیاری از مشکلات در بازار وام مسکن شده بود، ثبات مالی را بهبود بخشد.

این اصلاحات در کنار یکدیگر باید بتوانند تعداد دفعات وقوع بحران‌ها را کاهش دهند. قوانین جدید موسسات مالی، خاصه نهادهای مالی بزرگ‌تر را مجبور می‌سازند تا سرمایه بیشتر و باکیفیت‌تری را نگه دارند، اهرم‌های کمتری را روی هم انباشه سازند، خود را به روش‌های امن‌تری تأمین مالی کنند و آزمون‌های استرس سالانه تضمین می‌کنند که آنها در حال آماده‌شدن برای بدترین سناریوها هستند. بازار مشتقات کمتر یادآور غرب وحشی است، محافظت از مصرف‌کنندگان ارتقا پیدا کرده و نهایتاً یک هیئت دولتی مسئول نظارت بر خطرات بالقوه برای کل نظام شده است.

اما قوانین قوی‌تر و نظارت سفت و سخت‌تر هرگز از تمام بحران‌های مالی جلوگیری نمی‌کند. ناظران گوش به زنگ می‌توانند نشانه‌های هشدار، مخصوصاً رونق‌های اعتباری مستمر را شناسایی کنند، اما هرگز نمی‌توانند مطمئن باشند کدام رونق‌ها منعکس‌کنندهٔ جنون‌ها هستند یا چه زمانی آن جنون‌ها به هراس بدل خواهد شد. حتی اگر قوانین جدید به شکلی بتوانند پا به پای نوآوری‌های بازارهای مالی پیش بروند، آنها ضعف انسانی یا رفتار گله‌ای را از بین نخواهند برد، بنابراین نمی‌توانند از بدل شدن تمام امواج بلند خوش‌بینی و خودخشنودی به یک بحران اعتماد جلوگیری کنند. سیاست‌گذاران باید دربارهٔ توانایی‌شان برای شناسایی و تصحیح باورهای شدیداً مسری و خطرناک یا جلوگیری از جرقه خوردن هراس‌ها متواضع باشند. اگر شناسایی حباب‌ها آنطور که بسیاری از افراد گمان می‌برند ساده بود، سرمایه‌گذاران هرگز در آنها گیر نمی‌افتادند.

حتی سپرده‌های سرمایه‌ای ضخیم - محکم‌ترین دفاع علیه وخامت‌های غیرمنتظره - نیز ممکن است سپرهایی کافی در برابر هجوم‌های همه‌جانبه نباشند. همان‌گونه که در سال ۲۰۰۸ مشاهده کردیم، بالشتک‌های سرمایه شاید امن و کافی به نظر برسند، اما فقط تا زمانی که ناگهان این خاصیت خود را از دست بدهند. میزان سرمایه خصوصی که بانک‌های ایالات متحده از زمان بحران جمع‌آوری کردند برای پوشش تمام زیان‌های آنها طی بحران کافی بود و این می‌توانست گامی مطلوب به سوی ایمنی باشد، اما اگر استفادهٔ نیرومند واشنگتن از محرک‌های مالی و پولی، خونریزی اقتصادی را قطع نکرده بود، این زیان‌ها بسیار شدیدتر می‌شد. همین‌طور که زخم‌های سال ۲۰۰۸ بیشتر در گذشته می‌مانند، چه‌بسا دوره‌های مستمر ثبات بتواند به خودخشنودی احیاشده بیانجامد و چه‌بسا سیاست‌گذاران برای تعدیل محدودیت‌های ریسک‌پذیری اعمال شدهٔ پس از بحران وسوسه شوند و بازارها دوباره بتوانند مقادیر چشمگیری را از طریق انتقال سررسید و خارج از حیطهٔ نظارت‌های مقرراتی سفت‌وسخت به آسانی تأمین مالی کنند. خوب است یادآوری شود چه میزان از ریسک‌پذیری‌های اهرمی قبل از وقوع بحران از بانک‌ها کوچ می‌کردند، حتی زمانی که الزامات سرمایه‌ای خیلی کمتر بودند. اکنون، انگیزه‌های یافتن فرصت‌های جدید برای آربیتراژ (دور زدن) حتی قوی‌ترند و مقررات غالباً از منحنی عقب می‌افتند.

مطمئناً می‌توان این را فهمید که جهان در پیش‌بینی و پیشگیری از شوک‌ها مهارت بیشتری پیدا خواهد کرد. بانک‌های مرکزی و نهادهای بین‌المللی در واحدهای ثبات مالی که سعی دارند نشانه‌های خطر را از طریق «داده‌های بزرگ» نمایش داده شده با «نقشه‌های طیفی» پیچیده شناسایی کنند، سرمایه‌گذاری سنگینی انجام داده‌اند. اما به گمان ما، نه نظارت‌های مبتنی بر فن‌آوری و نه نظارت‌های احتیاطی هیچ‌کدام نمی‌توانند نظام مالی را به طور کامل از شکست خیال و محدودیت‌های حافظه که ظاهراً در ذات انسان نهادینه‌اند، محافظت کنند. سرانجام، از یک تهدید غفلت خواهد شد و یک بحران فوران خواهد کرد. همان‌طور که مگ مک‌کانل^۱ از فدرال رزرو نیویورک همیشه می‌گوید ما زمان زیادی را صرف یافتن ریسک‌های سیستمیک می‌کنیم، اما غالباً این ریسک‌ها هستند که ما را پیدا می‌کنند. در این لحظات است که کسانی که در دولت باید پاسخ‌گو باشند به یک تور ایمنی نیاز دارند و به نظر ما تور ایمنی آمریکا حتی بیش از زمان قبل از وقوع بحران حفره دارد.

زرادخانه اضطرابی ضعیف‌تر

داستان اینکه این بحران چطور اتفاق افتاد داستانی پیچیده دربارهٔ اهرم ریسک، تأمین وجوه فزّار، بانکداری سایه‌ای، اوراق بهادارسازی گسترده و مقررات تاریخ‌گذشته است. اما داستان اینکه این بحران چطور تا این حد شدت پیدا کرد، داستانی نسبتاً ساده درخصوص زرادخانه ضعیف و منسوخ سلاح‌های اضطرابی ما در مبارزه با این بحران است.

زمانی که تیموتی گیتنر در سال ۲۰۰۳ کارش را در فدرال رزرو نیویورک آغاز کرد، او «کتاب رستاخیر» این نهاد را خواند که اختیارات اضطرابی شیشه‌ای-را-بشکنید آن را توضیح می‌داد، اما تیموتی زیاد تحت تأثیر آن قرار نگرفت. برنانکی نیز در سال ۲۰۰۶ وقتی به مدیریت فدرال رزرو منصوب شد و درخواست برپایی یک جلسهٔ توجیهی دربارهٔ ابزارهای بحرانی را کرد، با تجربهٔ مشابهی روبرو شد. فدرال رزرو دارای قدرت جامعی بود تا در ازای وثیقه‌ای ملموس به بانک‌ها وام بدهد، اما به بنگاه‌های غیربانکی تنها در زمان بحران و تنها به استناد اختیارات اضطرابی ۱۳(۳) خود می‌توانست وام بدهد و حتی در این حالت نیز وام‌گیرندگان بالقوه باید در نزدیکی نقطهٔ غیرقابل بازگشت باشند یا از آن عبور کرده باشند. اختیار این نهاد به شکلی غافل‌گیرکننده دارای نامتجانس بود؛ مثلاً اختیارات این بنگاه برای خرید دارایی‌های مالی محدود به اوراق خزانه و اوراق بهادار کم‌ریسک با ضمانت فنی می و فردی مک بود، درحالی‌که بانک‌های مرکزی دیگر می‌توانستند اوراق بهادار پرریسک‌تر و در برخی موارد سهام را نیز بخرند، و چنان که هنریک پاولسون آموخت، خزانه‌داری عملاً هیچ اختیار قاطعی برای مداخله در بحران نداشت و این یک مشکل بود، زیرا بحران‌های سیستمیک خود به خود ناپدید نمی‌شوند. بدون اقدام دولت برای جایگزینی اعتبار ملی با اعتبار خصوصی و به جان خریدن زیان‌هایی که بازار نمی‌تواند آنها را تحمل کند، هیچ راهی برای تسکین یک هراس شدید وجود ندارد. هیچ نهاد خصوصی نمی‌تواند خود را در برابر یک سیل صدساله بیمه کند.

طی بحران، فدرال رزرو برنامه‌های وام‌دهنده-روز-مبادای خود را تا سرحد حیطة اختیارش بسط داد و

معلوم شد که آنها ابزارهای موثری برای ارائه نقدینگی به نهادهای فاقد پول نقد و حمایت از بازارهای اعتباری متزلزل بودند. اما وام‌دهی سنتی و حتی غیرسنتی نمی‌تواند طی یک بحران واقعا سیستمیک به طور جادویی اعتماد به بنگاه‌های مشکل‌دار یا دارایی‌های مشکل‌دار را احیا کند. فدرال رزرو نیز برای جلوگیری از فروپاشی‌های فاجعه‌بار بیر استرنز و ای‌آی‌جی اختیار وام‌دهی اضطراری‌اش را به روش‌های خلاقانه‌ای بازسازی کرد، اما این نجات‌های لحظه‌آخری نیز نتوانست اعتماد مردم را به نظام مالی احیا کند، زیرا دولت هیچ راهی نداشت که بتواند به سرمایه‌گذاران و بستانکاران این اطمینان را بدهد که بنگاه‌های مهم دیگر با فروپاشی‌های مشابه مواجه نخواهند شد. والتر بجت ادعای قدرتمندی کرده بود که چرا بانک‌های مرکزی باید به بنگاه‌های معتبر در ازای وثیقه خوب وام بدهند. این بحران محدودیت‌های آموزه بجت را نشان داد. ما باید در اوج بحران به کنگره می‌رفتیم تا اختیار لازم برای سرمایه‌سازی مجدد در بنگاه‌های به‌خطرافتاده را کسب می‌کردیم و حتی در این حالت نیز اطمینان بخشیدن به بازارها در مورد اینکه دیگر دلیلی برای هجوم وجود ندارد، هم نیازمند زمان بود و هم نیازمند شفافیت. ما باور داریم که اگر ما بحران را با داشتن چنین اختیاری آغاز می‌کردیم، حتی اگر این اختیار با دقت محدود شده بود نیز می‌توانستیم از طریق مداخلاتی که برای کمک به احیای اعتماد به کل نظام طراحی شده بودند، با نیروی بیشتر و سرعت بیشتر و تمامیت بیشتری عمل کنیم. اما ما در بیشتر مواقع باید به ابزارهای محدودتر نقدینگی فدرال رزرو و نجات‌های تک‌کاره‌ای تکیه می‌کردیم که ما را از قرار گرفتن در جلوی بحران باز می‌داشتند.

پس از بحران، تیموتی گیتنر و برنانکی امید داشتند تا امکانات جدیدی که برای تثبیت نظام مالی به کار برده بودیم برای ما محفوظ باقی بماند و اختیارات اضافی جدیدی که به عنوان امدادگر مالی به ما اعطا شده بود تا در بحران‌های آینده بتوانیم موسساتی که ساختار نظام مالی را به خطر می‌اندازند به طور قاعده‌مند و تدریجی منحل کنیم، از ما بازپس گرفته نشود. دولت اواما نیز حتی پیشنهاد کرد اختیارات تضمین قوی‌تری به سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال اعطا شود تا احتمال تکرار مشکلاتی مانند ورشکستگی بانک لمن کاهش یابد و فدرال رزرو نیز نیاز کمتری به طراحی کمک‌های مالی یک‌مرتبه‌ای به موسسات منفردی مانند بیر استرنز و ای‌آی‌جی داشته باشد. باین حال، اختیارات تعیین شده در برنامه تارپ در تاریخ انقضای خود لغو و نسخه نهایی لایحه داد-فرانک در کنگره تصویب شد که به جای گسترش ابزارهای اطفای حریق دولت، آنها را به شدت کاهش داد. اختیارات گسترده سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال برای تضمین بدهی‌ها و سپرده‌های بانکی که طی دوره بحران مالی بسیار موثر واقع شده بود به همراه توانایی وام‌دهی فدرال رزرو به موسسات مالی غیربانکی که به موجب تبصره ۱۳(۳) به عنوان اختیارات اضطراری این نهاد شناخته می‌شد به کل لغو شد. باوجود این، فدرال رزرو سایر اختیاراتی که ذیل بند ۱۳(۳) برای وام‌دهی به طیف وسیع‌تری از موسسات مختلف دریافت کرده بود را همچنان حفظ کرد تا همانند دوره بحران مالی بتواند برای حمایت از بازارهای پول به معامله‌گران مهم وام دهد و اوراق بهادار مهم را خریداری کند. باین حال، آزادی عمل و توانایی ریسک‌پذیری این نهاد در

انجام این کار نسبت به دوره بحران مالی کاهش قابل توجهی یافت. برای مثال، کنگره آزادی عمل فدرال رزرو برای قضاوت در مورد کفایت تضمین‌های وام‌های خود را کاهش داد که پذیرش وثایق پریسک در شرایط اضطراری آینده را برای بانک مرکزی به شدت دشوار می‌ساخت. خیلی ساده هیچ حمایت سیاسی از هر قانونی که ظاهراً به فدرال رزرو و دولت اجازه می‌داد تا در آینده با اعطای کمک‌های مالی به شرکت‌های مشکل‌دار آنها را از ورشکستگی نجات دهد وجود نداشت.

به طور کلی می‌توان گفت مدیران بحران در آینده برای حمایت از نظام مالی کشور از اختیارات و انعطاف‌پذیری کمتری برخوردار خواهند بود. کنگره قدرت خزانه‌داری برای استفاده از صندوق تثبیت نرخ ارز جهت صدور تضمین‌های مختلف را لغو کرد، اگرچه خزانه‌داری با کمک این اختیار توانست از سپرده‌های بانکی بسیاری از مردم عادی آمریکا محافظت کند و در زمانی که صندوق‌های بازار پول خرید اوراق قرضه کوتاه‌مدت پس از سقوط ارزش سهام صندوق ذخیره اولیه به زیر یک دلار یکی پس از دیگری در آستانه ورشکستگی قرار گرفته بودند، وام‌های کوتاه‌مدت حیاتی برای آنها فراهم کند. کنگره همچنین، توانایی قوه مجریه برای پذیرش ریسک اعتباری در کنار فدرال رزرو را کم کرد؛ این نهاد دیگر نمی‌تواند از طریق تسهیلات وام اوراق بهادار با پشتوانه داریی از بازارهای اعتباری مصرف‌کنندگان پشتیبانی کند. لایحه داد-فرانک حتی برنامه متعارف آخرین مرجع وام‌دهنده فدرال رزرو را نیز تضعیف کرد و قوانین افشا را به این برنامه افزود که به‌رغم مزایای احتمالی افزایش شفافیت سازمانی، ننگ احتمالی وام‌گرفتن از فدرال رزرو را نیز افزایش داد و تزریق نقدینگی به نظام مالی را در بحران‌های آتی برای فدرال رزرو دشوارتر ساخت.

لایحه داد-فرانک ابزار اطفای حریق جدید و مهمی را نیز در اختیار فدرال رزرو قرار داد که «اختیار انحلال منظم» نامیده می‌شود، مکانیسمی مشابه ورشکستگی برای انحلال بنگاه‌های معظم ورشکسته که به مدیران بحران اجازه می‌دهد بدون کشیدن ماشه یک فروپاشی آشفته‌ساز به تدریج و به آهستگی آن بنگاه‌ها را منحل کنند، درست همان‌طور که سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال چنین کاری را در مورد بانک‌های کوچک‌تر و ساده‌تر انجام می‌دهد. ناتوانی ما برای انجام این کار طی بحران مالی بارها و بارها باعث ناکامی ما شد و در تعطیلات آخر هفته‌ای که به دنبال راه نجاتی برای بانک لمن بودیم به فاجعه انجامید. فدرال رزرو برای جلوگیری از ورشکستگی فاجعه‌بار موسسه بیر استرنز باید قدرت وام‌دهی‌اش را افزایش می‌داد و مداخلات ما برای نجات این موسسه تنها به این دلیل موثر واقع شد که جی‌پی مورگان می‌توانست تعهدات بدهی بیر استرنز را تقبل کند، اما زمانی که نتوانستیم خریدار مشابهی برای بانک لمن بیابیم چاره دیگری برای ما باقی نماند. هدف مدیریت بحران نمی‌تواند جلوگیری از تمام ورشکستگی‌های ممکن باشد، بلکه هدفش باید ممانعت از ورشکستگی‌های کنترل نشده موسسات با اهمیت ساختاری در بحبوحه هراس عمومی باشد. وجود یک نهاد مقتدر می‌تواند روشی ظریف برای اجتناب از آشوب باشد، درحالی‌که به این تضمین کمک می‌کند که هیچ یک از موسسات مالی آنقدر بزرگ نیست که ورشکست نشود.

با این حال، تا زمانی که از این نهاد مقتدر جدید استفاده نکنیم نمی‌توانیم کارکردش را ارزیابی کنیم و ما سه نفر در خصوص امیدبخش بودن آن اختلاف نظر داریم. ما قطعاً نمی‌خواهیم اهمیت رژیم انحلال جدید یا «وصیت‌نامه‌های» مرتبط به آن را نادیده بگیریم که مدعی‌اند موسسات با اهمیت ساختاری باید در دوره‌های خوب رشد کنند تا در مواقع بحرانی دولت قدرت انحلال و تفکیک تدریجی آنها را داشته باشد. اما بدون هیچ اجحافی می‌توان گفت این نهاد جدید احتمالاً زمانی برای مدیریت ورشکستگی‌هایی مشابه بانک لمن کارایی خواهد داشت که سایر موسسات و نهادهای دولت وضعیت باثباتی داشته باشند و وقتی سایر بنگاه‌ها نیز در خطرند و کل نظام در لبهٔ هراس عمومی قرار دارد چندان موثر نخواهد بود. روی هم‌رفته می‌توان گفت اگرچه ایالات متحده نسبت به زمان پیش از وقوع بحران مالی از حفاظ‌های قوی‌تری علیه وقوع هراس عمومی برخوردار است، اما سازمان‌های مدیریت بحران آن از ابزارهای ضعیف‌تری برای واکنش به وقوع هراس عمومی برخوردارند. مدیران بحران این کشور بدون ارجاع به کنگره قدرت تزریق سرمایه، تضمین بدهی‌ها یا خرید دارایی‌ها را ندارند. در همین حال، فدرال رزرو نیز قدرت نجات موسسات منفرد را از دست داده و در زمینهٔ قدرت وام‌دهی خود با محدودیت‌های جدیدی روبه‌رو شده است، درحالی‌که خزانه‌داری نیز قدرت استفاده از صندوق تثبیت نرخ ارز را برای صدور تضمین‌های خود از دست داده است. همهٔ این تغییرات ذیل هدف ارزشمند اجتناب از نجات‌های دولتی انجام شده است. ولی برای جلوگیری از اعطای کمک‌های مالی به شرکت‌ها و موسسات مشکل‌دار بهتر است به جای بستن دست و پای امدادگران، اساساً از وقوع بحران‌های مالی پیشاپیش جلوگیری کرد. حتی در صورت استقرار بهترین حفاظ‌های موجود نیز باز هم این امکان وجود دارد که ریسک تمام آنها را دور بزند و مسیر خود را بیابد و به همین دلیل بایستی به مدیران بحران اقتدار لازم اعطا شود تا بتوانند پاسخ‌گوی نیروی پرقدرت آن باشند. نمی‌توان با تعطیل کردن ادارهٔ آتش‌نشانی امید داشت هیچ آتش‌سوزی رخ ندهد.

البته، مشخص است که در صورت رخداد یک بحران بزرگ کنگره همچنان می‌تواند این محدودیت‌های پیش‌گیرانه را که برای تیم مدیریت بحران وضع کرده است کاملاً لغو کند. اما انجام این کار در عمل و در یک دموکراسی غیرپارلمانی بسیار دشوارتر از گفتن آن است، زیرا تغییرات قانونی در چنین دولتی به تأیید رئیس‌جمهور، مجلس نمایندگان و اکثریت اعضای سنا که معمولاً با پرحرفی عمدی مانع تصویب قوانین می‌شوند، نیاز دارد. مأمورین اطفای حریق مالی دولت دست کم مجبور خواهند شد تا مسیر پردردسر ما را دنبال کنند و زمان، انرژی و سرمایه سیاسی فراوانی را برای دست‌یابی به ماشین‌ها و شلنگ‌های آتش‌نشانی مورد نیاز خود صرف کنند، درحالی‌که آتش در حال سوختن است و می‌تواند به تشدید بحران‌ها بیانجامد و هزینه‌های نهایی تحمیل شده بر مالیات‌دهندگان را افزایش دهد. همچنین با نگاهی ساده به وضعیت سیاسی به شدت قطبی شدهٔ آمریکا در عصر مدرن به خوبی می‌توان درک کرد که دست‌یابی به اجماع دو حزبی برای تصویب اقدامات لازم و ناخوشایند، وقتی تصویب این اقدامات اهمیت حیاتی دارد، در نظام فعلی تا چه حد دشوار و ناممکن است.

همان اندازه که این بحران مالی و کسادى متعاقب آن بد بود، اگر فدرال رزرو و کنگره و قوه مجریه نمی‌توانستند با هم به توافق برسند و محرک‌های مالی و پولی عظیمی را برای جلوگیری از انقباض اقتصاد و تسهیل روند بهبود آن طراحی و به بازارها تزریق کنند، اوضاع به مراتب وخیم‌تر می‌شد. درس مهم دیگری که از بحران مالی سال ۲۰۰۸ می‌توان آموخت این بود که اگر اقتصاد در حال فروپاشی از درون باشد حتی شدیدترین اقدامات برای تثبیت نظام مالی نیز نمی‌تواند موفق شود و درعین حال اگر نظام مالی در حال فروپاشی باشد، اقدامات متهورانه برای احیای اقتصاد نیز نمی‌تواند موفق باشد. مبارزه با بحران مالی و تنظیم سیاست‌های اقتصاد کلان فقط در کنار هم موفق خواهند بود و توانایی هر دولت برای کاهش شدت بحران‌های مالی به فضای مانور موجود در اقتصاد کلان آن دولت بستگی دارد. خوشبختانه، پیش از وقوع بحران مالی زرادخانه کینزی آمریکا از تجهیزات کافی برخوردار بود. فدرال رزرو فضای زیادی برای کاهش نرخ‌های بهره و دنبال کردن سایر سیاست‌های پولی انبساطی داشت، درحالی‌که سایر نهادهای دولتی نیز در بودجه خود از فضای کافی برای تقبل سیاست‌های مالی انبساطی خاصی مانند کاهش مالیات‌ها و افزایش مخارج برخوردار بودند. امروزه زرادخانه کینزی فدرال رزرو بسیار محدودتر از گذشته به نظر می‌رسد، که در صورت وقوع یک بحران مالی جدی می‌تواند فدرال رزرو را با مشکلات جدی روبه‌رو کند. همین‌طور که فدرال رزرو به تدریج نرخ‌های بهره را افزایش داده است که به پر کردن مجدد مهمات پولی استفاده شده طی بحران گذشته کمک می‌کند، اما شاخه‌های سیاسی واشنگتن با سیاست‌های خود مهمات مالی آن‌ها را به هدر می‌دهند، درحالی‌که بایستی در حال جمع‌آوری مهمات بیشتر باشند.

از جنبه پولی، ایالات متحده زمانی وارد بحران شد که نرخ بهره وجوه فدرال ۵.۲۵ درصد بود که گرچه با استانداردهای گذشته نرخ بهره متوسطی به حساب می‌آید، اما به حد کافی بالاتر از صفر بود و زمانی که به مرز پایین صفر رسید، برنانکی عملاً پیشنهاد کرده بود که برای حمایت از اقتصاد متزلزل حاضر است از اقدامات نامتعارف استفاده کند. اگرچه فدرال رزرو در اولین ماه‌های بحران اندکی در تصمیماتش مردد بود، اما در ماه‌های بعدی بحران یعنی از اوایل سال ۲۰۰۸ سریع‌تر از هر بانک مرکزی دیگری نرخ‌های بهره را کاهش داد. فدرال رزرو در تاریک‌ترین روزهای سقوط بازارها نرخ بهره را به صفر درصد رساند و به مدت هفت سال آن را به منظور حمایت از بهبود اقتصاد در این محدوده حفظ کرد. فدرال رزرو همچنین سه دوره برنامه تسهیل مقداری را اجرا کرد که سوخت قابل توجهی را در اختیار رشد اقتصادی کشور قرار داد و به اقتصاد کشور کمک کرد تا بدون بازگشت به رکود در برابر مجموعه‌ای از رویدادهای منفی از جمله بحران بدهی‌های دولتی در اروپا مقاومت کند. همچنین، خرید اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن توسط فدرال رزرو نیز برای احیای بازار مسکن حیاتی بود.

جانشینان برنانکی در فدرال رزرو یعنی ژانت یلن^۱ و جروم پاول^۲ فرایند آزادسازی تدریجی ۴.۵ تریلیون دلار اوراق بهاداری که فدرال رزرو طی برنامه تسهیل مقداری خود انباشته کرد را آغاز کرده‌اند و

1. Janet Yellen
2. Jerome Powell

در عین حال، نرخ‌های بهره را به آرامی افزایش داده‌اند به نحوی که در همین حال که مشغول نگارش این مطلب هستیم نرخ‌های بهره به بالای ۲ درصد رسیده است. باین حال، ظاهراً حتی پس از بازگشت سیاست پولی به حالت خنثی، نرخ‌های بهرهٔ رایج پایین‌تر از گذشته خواهند بود. اگر چنین مطلبی حقیقت داشته باشد، فضای زیادی برای فدرال رزرو باقی نخواهد ماند تا در هنگام رکود اقتصاد با کاهش نرخ بهره، سیاست پولی انبساطی را در پیش بگیرد و این مسئله تلاش‌های بعدی فدرال رزرو برای مبارزه با بحران یا رکود اقتصادی آینده را با مشکل روبه‌رو خواهد کرد.

از جنبهٔ مالی، کسری بودجهٔ فدرال در هنگام وقوع بحران اخیر [۲۰۰۸] حدود یک درصد تولید ناخالص داخلی کشور بود. پس از شروع کساد بزرگ درصد این کسری به طرز چشمگیری افزایش و درآمدهای مالیاتی دولت نیز به شدت کاهش یافت، اما ایالات متحده همچنان ظرفیت مالی قابل توجهی را برای حمایت از اقتصاد خود در اختیار داشت و می‌توانست بدون به خطر انداختن بودجهٔ کشور برای مدت طولانی کسر بودجهٔ خود را به صورت کوتاه‌مدت افزایش دهد و چنین کاری را نیز انجام داد. طرح معافیت مالیاتی به ارزش ۱۵۰ میلیارد دلار که هنریک پاولسون در ابتدای بحران مالی با کنگره بر سر تصویب آن مذاکره کرد، قانون بهبود اقتصاد اوپاما به ارزش ۸۰۰ میلیارد دلار و زنجیره‌ای از اقدامات محرک کوچک‌تر دیگری که در ادامه انجام شدند با افزایش کسری بودجه، نسبت کسری بودجه به تولید ناخالص داخلی کشور را به ۱۰ درصد رساندند. اگرچه برخی از این محرک‌های دولت فدرال با کاهش بودجهٔ برخی دولت‌های ایالتی و محلی و افزایش مالیات برخی صنفا خنثی شد و ما باور داریم که واشنگتن پس از شروع روند بهبود اقتصاد در بازگشت به برنامهٔ ریاضت اقتصادی عجله کرد، اما کاملاً واضح است که تزریق آدرنالین دولتی به جریان خون اقتصادی کشور به پایان دادن به رکود اقتصادی و شروع روند تدریجی بهبود اقتصاد و در همین حال به گریز از فروپاشی نظام مالی کمک کرد.

کسر بودجهٔ دولت نیز پس از جهش ناگهانی به بالای یک تریلیون دلار طی بحران مالی با فروکش کردن وضعیت اضطراری کشور کاهش پیدا کرد زیرا کمک‌های مالی دولت برای نجات موسسات و سازمان‌های مختلف عملکرد سریعی داشت و اقتصاد به سرعت به محدودهٔ رشد بازگشت و کنگره نیز مالیات‌ها را افزایش و سرعت رشد مخارج دولت را کاهش داد. اما امروزه به دلیل معافیت‌های مالی بزرگ که با محدودسازی مخارج دولت همراه نشده‌اند، کسر بودجهٔ سالانه مجدداً به شدت در حال افزایش است و به بالای یک تریلیون دلار بازگشته است. همین‌طور که جمعیت سالخوردهٔ ایالات متحده دولت را تحت فشار انجام تعهدات استحقاقی آینده خود قرار می‌دهد، چه‌بسا ایالات متحده با کسری بودجهٔ بسیار بلندمدت و ناپایداری روبه‌رو شود که تا به حال به چشم دیده نشده است. ارزش بدهی فدرال در دست عموم مردم این کشور از ۳۱ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۱ به ۷۶ درصد تولید ناخالص داخلی در حال حاضر افزایش یافته است و فقط پرداخت‌های بهره‌ای این بدهی‌ها سالانه هزینه‌ای معادل ۳۰۰ میلیارد دلار به دولت تحمیل می‌کند. زمانی که بحران یا حتی افت اقتصادی عادی بعدی اتفاق بیافتد که به کاهش درآمدهای مالیاتی و تشدید کسری بودجه خواهد انجامید، انجام

اقدامات واکنشی قدرتمندی همانند اقدامات انجام شده در یک دهه پیش هم به لحاظ سیاسی و هم اقتصادی برای سیاستمداران بسیار دشوار خواهد بود. به بیان دیگر احتمالا استفاده از آدرنالین دولتی تنها به بحرانی‌ترین و حیاتی‌ترین لحظات محدود خواهد شد.

همچنین برای بازگرداندن قدرت آتش ابزارهای اقتصاد کلان آمریکا به سطوحی که برای مبارزه با وضعیت‌های اضطراری بعدی مناسب باشند به دوره طولانی‌تری از سیاست‌های محتاطانه‌تر و شرایط اقتصادی بی‌خطر نیاز خواهد بود. در حال حاضر حتی یک کساد متوسط نیز می‌تواند هرگونه توانایی واکنش به بحران مالی در آینده یا ارتقای زیرساخت‌های لازم برای مبارزه با چنین بحران‌هایی، یا مبارزه با بیماری‌های همه‌گیر افیونی، بررسی و شناخت تغییرات آب‌وهوایی، تثبیت طرح‌تأمین اجتماعی یا ارائه معافیت‌های مالیاتی دائم به خانواده‌های کم‌درآمد و سخت‌کوش آمریکا را از واشنگتن سلب کند. ایالات متحده حتی پیش از بحران مالی سال ۲۰۰۸ نیز با مشکلات افزایش نابرابری درآمدی، ناامنی^۱ طبقه متوسط و سایر چالش‌های اقتصادی دست و پنجه نرم می‌کرد، اما وقوع این بحران مالی فقط وخامت این مشکلات را تشدید کرد و افزایش ناپایدار کسر بودجه می‌تواند توانایی ما را برای مبارزه با این مشکلات از بین ببرد.

امروزه نظام مالی، قوی‌تر و از برخی جهات نیز باثبات‌تر از گذشته است. بانک‌ها ایمن‌تر شده‌اند و اعتبارات لازم برای رشد اقتصاد را فراهم می‌کنند. اما جهان مملو از ریسک‌های مختلف است. اگرچه بحران‌های شدید بسیار نادرند، اما روزی قطعا اتفاق می‌افتند. همچنین حالا که واشنگتن در منجلاب بن‌بست سیاسی پر سروصدایی فرو رفته، زمان خوبی است برای پرکردن شکاف‌های موجود در اصلاحات سال ۲۰۱۰ و آمادگی برای رخداد بدترین شرایط ممکن تا مطمئن شویم بدترین حالت ممکن هرگز اتفاق نخواهد افتاد. همان‌طور که ظاهرا از سون تزو^۲ فیلسوف و استراتژی‌پرداز نظامی چینی نقل شده است: اگر صلح می‌خواهید برای جنگ آماده شوید.

چه کارهایی باید انجام داد؟

در نظر ما و بسیاری از مردم آمریکا که بحران مالی زندگیشان را مختل کرد و به آنها آسیب زد، گویی همین دیروز بود که گرفتار بحران مالی بودیم. اما بازارها حافظه کوتاه‌مدتی دارند، و همان‌طور که تاریخ نشان داده است، دوره‌های طولانی‌مدت اطمینان و ثبات می‌توانند به ایجاد اطمینان بیش‌ازحد و بی‌ثباتی بیانجامند. قوانینی که پس از آغاز یک فاجعه ضروری به نظر می‌رسند، ممکن است در دوره‌های آرام‌تر، طاقت‌فرسا و غیرضروری جلوه کنند.

دشمن اصلی ما فراموشی است. بار مقرراتی جاری جلو بانک‌ها را در کسب سودهای سالم و وام دادن مبالغ بی‌سابقه‌ای به خانوارهای و کسب‌وکارها نگرفته است، اما صنعت مالی به شدت خواهان کاهش این بار مقرراتی است. به باور ما اولین قاعده‌ای برای اصلاحات مالی باید بقراط باشد: اول، هیچ آسیبی نزن. ما حتی در هنگام تصحیح برخی اصلاحات پس‌بحران نیز باید بسیار محتاط باشیم و اجازه ندهیم

1. insecurity
2. Sun Tzu

قدرتمندترین دفاعیات ما در برابر وقوع بحران به شدت تضعیف شوند. زمانی که اوضاع بر وفق مراد است خطرات پسرقت ممکن است قابل‌اغماض به نظر برسند.

اما هزینه‌های بدترین بحران‌های مالی شاید چنان بالا باشد که لازم شود با تمام توان برای استقرار معیارهای پیش‌گیرانه قوی‌تر تلاش کنیم تا هم از وقوع آنها جلوگیری شود و هم شدت آنها در صورت وقوع کاهش یابد. به قراری که با پیشنهادات اولیه خود به کنگره برای تثبیت شرکت‌های فنی می و فردی مک دریافتیم، بدون وقوع یک بحران مالی نمی‌توان نظام سیاسی را به تصویب این قوانین و معیارهای سختگیرانه‌تر متقاعد ساخت. سیاست‌مداران به ویژه در دوران آرامش تمایلی ندارند تا قدرت پاسخ‌گویی کافی به بحران‌های آینده را به بانک‌های مرکزی و وزارتخانه‌های مالی خود بدهند، گویی صرف وجود آتش‌نشانی شاید سبب آتش‌سوزی شود. اما بسیار بهتر است که پیش از وقوع آتش‌سوزی اختیارات اطفای حریق مورد نیاز آتش‌نشانان به آنها داده شده باشد. همچنین ریسک‌ها و هزینه‌های ناشی از وقوع بحران‌های مالی به حدی بالا است که واشنگتن بایستی ثبات مالی کشور را در حکم یک امر اضطراری به حساب بیاورد، پیش از آنکه واقعا به چنین امری بدل شود.

قوانین جدیدی که در مورد میزان سرمایه، اهرم مالی، نقدینگی و حاشیه سود وضع شده‌اند، در زمینه پیش‌گیری از وقوع بحران بسیار قوی‌تر از حفاظت‌هایی هستند که پیش از بحران مالی وجود داشتند و چالش اصلی اصلاح‌خواهان مقاومت در برابر فشارهای خواهان تضعیف این قوانین است. یکی از چالش‌های مهم دیگر نیز این خواهد بود که افراد و سازمان‌های حاضر در بازار به تدریج با قوانین جدید سازش می‌یابند و ریسک را به حوزه‌های دیگری منتقل می‌سازند که فاقد نظارت کافی هستند و به همین دلیل سازمان‌های نظارتی نیز بایستی از آزادی عمل کافی برای سازش متقابل با این وضعیت جدید برخوردار باشند. بانک‌های تجاری ایالات متحده در مقایسه با بانک‌های تجاری سایر اقتصادهای بزرگ همچنان بخش کوچک‌تری از نظام مالی این کشور را تشکیل می‌دهند، به همین دلیل برای جلوگیری از مهاجرت اهرم ریسکی به سایر حوزه‌های در حاشیه، هشیاری زیادی لازم است. بعید است جنگ بعدی ما نیز دقیقا همانند جنگ پیشین روی دهد و به همین دلیل بایستی اطمینان حاصل کرد که سازمان‌های نظارتی از انعطاف‌پذیری کافی برای نظارت بر خطرات جدیدی که به وجود می‌آیند برخوردار هستند.

نظام نظارت مالی چند تکه نیز همچنان می‌تواند از اصلاحات بهره‌مند شود تا جنگ‌های قلمرویی میان سازمان‌های نظارتی مفرط خود را که مسئولیت‌هایشان با هم تداخل دارد کاهش دهد. ما درک می‌کنیم تغییر ساختار نظام نظارتی می‌تواند برای کپیتول هیل بسیار سنگین باشد، اما استقرار ساختار نظارتی معقول‌تر می‌تواند از موسسات لمن، ای‌آی‌جی و صندوق واشنگتن میوچوال فردا را از سقوط میان شکاف‌های نظارتی نجات دهد. گرچه، در غیر این صورت، پیش‌گیری از آتش مالی در وضعیت مناسبی قرار دارد.

همان‌طور که در این فصل تأکید شد ما بیشتر نگران ادارات آتش‌نشانی مالی خاصی هستیم که

تجهیزات کافی را برای مقابله با آتش مالی در اختیار ندارند. می‌دانیم که عموم مردم برای تصویب قوانینی که می‌توانند نجات بانک‌ها را برای جانشینان ما تسهیل کنند اصرار نمی‌کنند، اما امدادگران مالی ناتوان نمی‌توانند از اعطای کمک‌های مالی دولت به این بانک‌ها جلوگیری کنند. این وضعیت تنها اعطای این کمک‌های مالی را به تأخیر می‌اندازد و هزینه آنها را نیز افزایش می‌دهد.

واشنگتن بایستی شجاعت لازم برای تجهیز مجدد زرادخانه وضعیت اضطراری با ابزاری که به پایان دادن به بحران مالی ۲۰۰۸ کمک کردند به دست بیاورد (مانند قدرت تیم مدیریت بحران برای تزریق سرمایه به بانک‌ها، خرید دارایی‌های آنها و به ویژه تضمین بدهی‌های آنها که قدرتمندترین سلاح‌هایی هستند که دولت‌ها برای مبارزه با ترس و هراس عمومی در اختیار دارند). سازمان بیمه سپرده‌های بانکی در حال حاضر در هنگام رسیدگی به اوضاع بانک‌های تجاری از اکثر این اختیارات برخوردار است و بایستی به دنبال راه‌هایی برای تعمیم این اختیارات به سایر موسساتی باشیم که در کار تحول سررسید مشغول هستند. اختیار انحلال تعیین شده در لایحه داد-فرانک نیز بایستی اصلاح شود تا زمانی که بانک‌های بزرگ و مرکب به آستانه ورشکستگی می‌رسند سازمان بیمه سپرده‌های فدرال بتواند از تعهدات آنها به طور کامل پشتیبانی کند و در عین حال این شرکت‌ها را به روشی قاعده‌مند به اجزای کوچک‌تر خود تفکیک کند. این فرآیند می‌تواند ضررهای کوتاه‌مدتی را به مالیات‌دهندگان تحمیل کند با این حال پس از پایان بحران سازمان بیمه سپرده‌های فدرال می‌تواند این ضررها را از این صنعت بازپس بگیرد. در مقابل، تنزیل ارزش سهام و اوراق بهادار اعتباردهندگان در ببحوه یک بحران مالی می‌تواند سرعت گسترش ترس و هراس ساختاری را افزایش دهد و سایر موسسات را نیز با خود به پایین بکشد که در نهایت ضررهای بسیار سنگین‌تری به مالیات‌دهندگان تحمیل خواهد کرد. گرایش عمومی برای تضمین مجازات افراد ریسک‌پذیر به دلیل رفتار پریسک خود کاملاً قابل درک است با این حال، وادار کردن تیم مدیریت بحران برای تنبیه این افراد در ببحوه یک بحران مالی تنها پایان دادن به این بحران را برای آنها دشوارتر خواهد ساخت.

ویژگی خاصی که الگوی سازمان بیمه سپرده‌های فدرال را بسیار موثر می‌سازد این است که موسسات مالی را وادار می‌سازد تا با نگاه به آینده با پرداخت حق بیمه، سپرده‌های خود را پیش از وقوع یک بحران مالی بیمه کنند و به وضوح به آنها نشان می‌دهد که اگر در نهایت هزینه تثبیت نظام بسیار بالاتر از مبلغ پیش‌بینی شده تمام شود این صنعت بایستی هزینه آن را بپردازد. امیدواریم کنگره الگوی بیمه مشابهی را تصویب کند که بخش بیشتری از نظام مالی را تحت پوشش خود داشته باشد و راه‌گریزی برای تیم مدیریت بحران باقی بگذارد تا بتواند در هنگام وقوع بحران، منابع مالی عمومی را در معرض ریسک قرار و به مردم اطمینان خاطر دهد که هرگونه ضرر ناشی از اقدامات آنها برای نجات موسسات مالی در نهایت به جای مالیات‌دهندگان توسط خود این موسسات مالی پرداخت خواهد شد. البته آن‌چنان ساده‌لوح نیستیم که تصور کنیم تصویب چنین الگوی بیمه‌ای مشکلات سیاسی مدیریت بحران مالی را کاملاً برطرف می‌سازد. تلاش‌های دولت برای مهار کردن بحران مالی همواره در معرض

حملات منتقدانی قرار دارد که این اقدامات را اعطای کمک‌های مالی بی‌جا برای سفته‌بازان بی‌مسئولیت توصیف می‌کنند. باین‌حال، وظیفه حقوقی صادقانه دولت مبنی بر اینکه صنعت مالی در نهایت تمام هزینه‌های فروکش ساختن حریق مالی را پرداخت خواهد کرد حداقل می‌تواند این نگرانی‌ها را اندکی کاهش دهد. ما در عمل توانستیم به این هدف دست پیدا کنیم چرا که رویکرد ما اساساً نظام مالی را وادار می‌کرد تا هزینه تمهیدات محافظتی خاصی را که به آن‌ها ارائه کرده بودیم پرداخت کند، اما بهتر بود که این اصل پیشاپیش به طور واضح بیان و درک می‌شد.

در نهایت، امیدواریم حال که خورشید همچنان در وسط آسمان در حال درخشش است، واشنگتن این فرصت را غنیمت شمارد و بام کاشانه اقتصادی خود را پیش از شروع باران سخت بعدی تعمیر کند. این فرآیند می‌تواند با مسئولیت‌پذیری مالی جدید آغاز شود چرا که رویکرد زیاده‌خواه فعلی که هم نرخ‌های مالیاتی را کاهش داده است و هم مخارج دولت را در دوران رونق افزایش داده است ارائه محرک‌های مالی در دوران‌های بحرانی را غیرممکن خواهد ساخت. باین‌حال، برای رسیدگی به مشکلات ساختاری دیرینه نظام مالی خود مانند رشد نابرابری درآمد که می‌تواند هم سلامت اقتصاد و هم سلامت دموکراسی ما را به خطر بیندازد نیز بایستی گام‌های موثری برداریم. باید راهی بیابیم تا تعداد بیشتری از مردم آمریکا در موفقیت اقتصادی کشور ما سهیم شوند. این کار نه تنها کار درست است بلکه برخورداری از اقتصاد قدرتمندتری که فرصت‌ها و رفاه بیشتری را در اختیار تمام اقشار قرار می‌دهد، کشور را برای مقابله با شوک‌های ذاتی اقتصادها از جمله شوک‌های مالی آماده‌تر خواهد ساخت.

متأسفانه به نظر می‌رسد که نظام سیاسی متفرق و فلج‌شده ما قدرت دوراندیشی و اتخاذ تصمیمات سخت برای آینده را ندارد. یک دهه پیش دیدیم که دموکرات‌ها و جمهوری خواهان اختلافات سیاسی و ایدئولوژیکی خود را کنار گذاشتند تا کشور را از یک فاجعه نجات دهند که این اعتقاد را در ما تقویت می‌کرد که ایالات متحده تنها و صرفاً هنگام مواجهه با بحران‌ها معمولاً اقدامات لازم را انجام خواهد داد. باین‌حال، انجام این کار در آن زمان نیز دشوار بود و طی بحران‌های آینده نیز دشوارتر خواهد بود. ما دشواری‌های انجام این کار را پیش از وقوع بحران بعدی به هیچ وجه دست کم نمی‌گیریم.

باین‌حال، مجموعه محدودیت‌های فعلی ما در زرادخانه سیاست‌های اضطراری برای ایالات متحده خطرناک است و با توجه به اهمیت جهانی نظام مالی ایالات متحده و دلار، این ترکیب برای جهان نیز خطرناک محسوب می‌شود. ما قطعاً می‌توانیم عملکرد بهتری داشته باشیم و هزینه‌ها و ریسک‌های اشتباهات ما به حدی بالا است که حتی با بهبود اندک عملکرد خود می‌توانیم مزایای عظیمی را برای بهبود رفاه عمومی ایجاد کنیم. برای شروع هیچ وقت بهتر از الان نیست.

سپاسگزاری

افراد زیادی در به ثمر رسیدن این کتاب نقش داشته‌اند. مایکل گرانوالد^۱ کمک‌های ارزنده‌ای ارائه کرد. اسکات بویرز، دبیر ما در پنگوئن^۲، هدایت این پروژه را در فرآیند نشر برعهده داشت. ما از هر دو تشکر می‌کنیم. همچنین باید از دبوراه مک‌کلان^۳ بابت راهنمایی در زمینه نگارش و ویرایش، از مونیکا بویر^۴ بابت حقیقت‌سنجی‌هایش و از باب بارنت^۵ بابت توصیه‌های حقوقی‌اش تشکر کنیم. زمانی که به درس‌های آموخته شده در این بحران نگاهی دوباره می‌انداختیم، اندرو متریک^۶ و دیوید وسل^۷ بینش‌های ارزشمندی در اختیار ما قرار دادند. نمودارها نتیجه همکاری با گروهی به مدیریت تیموتی گیتنر و نلی لیانگ^۸ با کمک‌هایی از سوی اریک داش^۹، ست فیستر^{۱۰}، بن هنریک پاولسون^{۱۱}، آیدان لاسون^{۱۲} و دبوراه مک‌کلان تهیه شده‌اند.

-
1. Michael Grunwald
 2. Penguin
 3. Deborah McClellan
 4. Monica Boyer
 5. Bob Barnett
 6. Andrew Metrick
 7. David Wessel
 8. Nellie Liang
 9. Eric Dash
 10. Seth Feaster
 11. Ben Henken
 12. Aidan Lawson

ترسیم نموداری بحران مالی

استراتژی‌های ایالات متحده و نتایج آنها

مقدمه

بحران مالی جهانی و کساد بزرگ سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ بدترین شوک‌های وارده به اقتصاد ایالات متحده طی نسل‌های متمادی خواهند بود. در خصوص حساب مسکن و ترکیدنش، هراس مالی متعاقب، ویرانی اقتصادی ناشی از آن و اقدامات مختلفی که دولت‌های ایالات متحده و سایر کشورهای برای جلوگیری از وقوع رکود بزرگ دوم انجام دادند کتاب‌های زیادی نوشته خواهد شد و تاکنون نیز نوشته شده‌اند. اما این ماجرا را می‌توان به صورت نموداری نیز روایت کرد که هدف اصلی نمودارهای این فصل نیز همین است.

در این بین، موضوعی که به سرعت توجه ما را به خود جلب می‌کند این است که با تشدید وخامت بحران مالی واکنش دولت نسبت به آن نیز شدیدتر شده است. اگرچه بذر رویدادهای ناگوار سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ در دهه‌های پیش کاشته شده بود و دولت ایالات متحده در ابتدا به کندی به بحران مالی واکنش نشان داد، اما تلاش‌های همزمان فدرال رزرو، وزارت خزانه‌داری و سایر سازمان‌های در نهایت قدرت، انعطاف‌پذیری و اثربخشی کافی را برای مقابله با این بحران پیدا کردند. با گسترش دامنه بحران مالی، سازمان‌های نظارتی فدرال جعبه ابزار مدیریت بحران خود را به میزان قابل توجهی گسترش دادند و از اقدامات متعارف و داخلی به سوی اقدامات نوآورانه‌ای روی آوردند که در برخی مواقع دامنه پوشش آنها سایر کشورهای را نیز دربرمی‌گرفت. با گسترش هراس عمومی، دامنه تلاش‌های آنها برای مقابله با این بحران نیز گسترش پیدا می‌کرد. در پایان، دولت توانست نظام مالی را مجدداً تثبیت کند و بازارهای مالی اساسی را مجدداً راه بیاندازد و میزان زیان وارده به اقتصاد را محدود سازد.

هیچ مجموعه نموداری، حتی نمودارهای فراوان و جامع این فصل نیز نمی‌تواند تمام پیچیدگی‌ها و جزئیات بحران مالی و مداخلات دولت را نشان دهد. اما این نمودارها ویژگی‌های اساسی یکی از بدترین دوره‌های تاریخ اقتصاد ایالات متحده و واکنش‌های در نهایت موفق دولت را به خوبی نشان می‌دهند، اگرچه ممکن است این اقدامات از نظر سیاسی بسیار نامحبوب باشند.

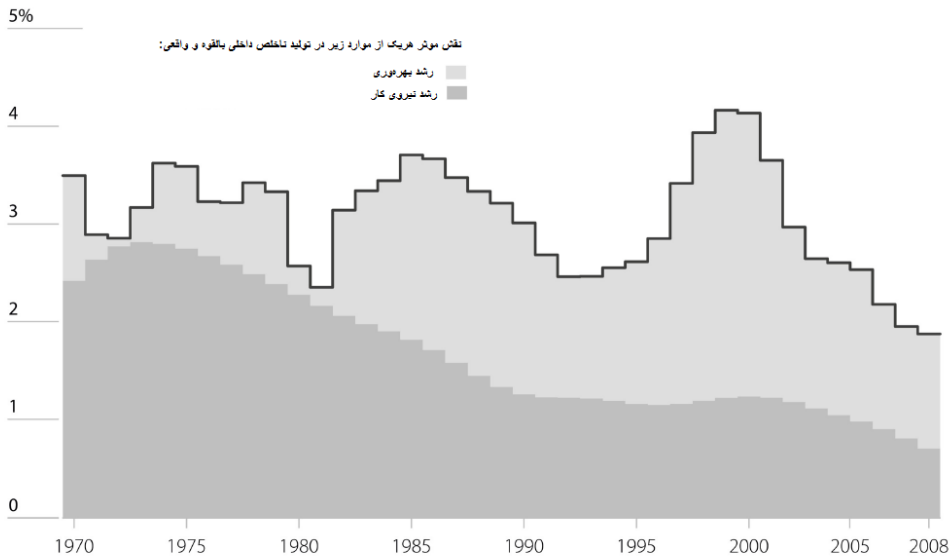
پیشینه بحران مالی

در سال‌های منتهی به بحران مالی عملکرد اصلی اقتصاد ایالات متحده از جهات مختلفی تضعیف شده بود.

پیشینه

از آنجا که رشد بهره‌وری و نیروی کار در دهه‌های پیش از بحران مالی به میزان قابل توجهی کند شده بود، نرخ رشد اقتصادی بالقوه در حال نزول بود.

رشد برحسب تولید ناخالص داخلی بالقوه واقعی

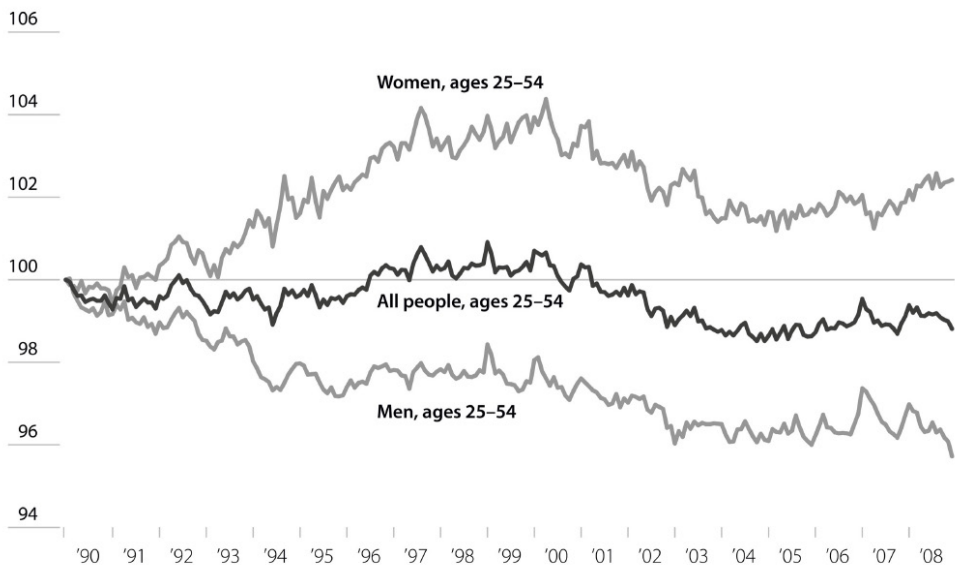


Congressional Budget Office, "An Update to the Economic Outlook: 2018 to 2028"; authors' calculations

پیشینه

مشارکت کلی نیروی کار فعال (۴۵-۵۲ سال) در حال کاهش بود زیرا سرعت مشارکت زنان در نیروی کار کاهش یافته است و مشارکت مردان در نیروی کار نیز دهه‌ها بود که کاهش تدریجی و پیوسته را تجربه می‌کرد.

نرخ‌های مشارکت نیروی کار غیرنظامی افراد در بازه سنی ۲۵-۵۴ سال، میزان مشارکت افراد در نیروی کار در ژانویه ۱۹۹۰ به منزله شاخص معیار ۱۰۰ در نظر گرفته شده است.

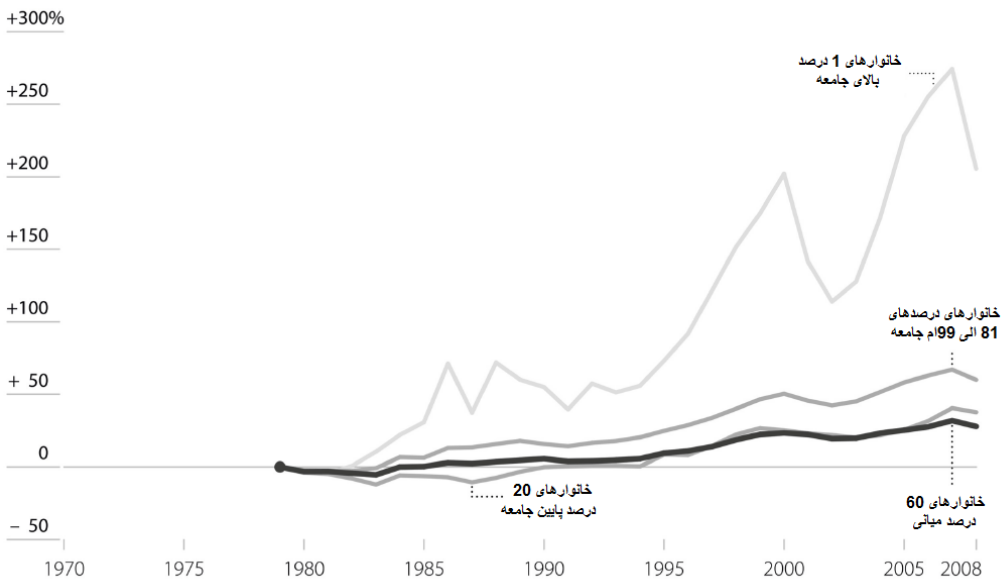


Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics

پیشینه

رشد درآمد ۱ درصد بالای جامعه به شدت زیاد شده بود و نابرابری درآمدی را به سطوحی رساند که از دهه ۱۹۲۰ تاکنون دیده نشده بود.

رشد تجمعی میانگین درآمد از سال ۱۹۷۹، درآمد قبل پرداخت‌های انتقالی و مالیات‌ها، برای هر گروه درآمدی



Source: Congressional Budget Office, "The Distribution of Household Income, 2014"

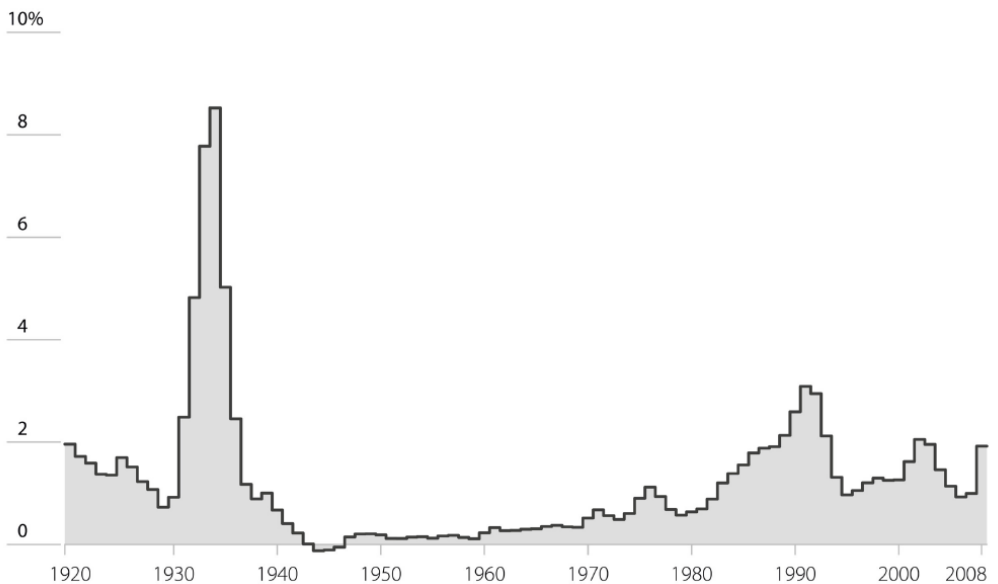
پیشینه

در همین حال، نظام مالی به سوی شکنندگی بیشتر پیش می‌رفت.

پیشینه

یک «دوره آرامش» با زیان‌های بانکی به نسبت پایین نزدیک به ۷۰ سال ادامه یافته بود و حس قدرتی کاذب را ایجاد کرده بود.

نرخ‌های تاریخی زیان وام‌های دو ساله بانک‌های تجاری در طول زمان

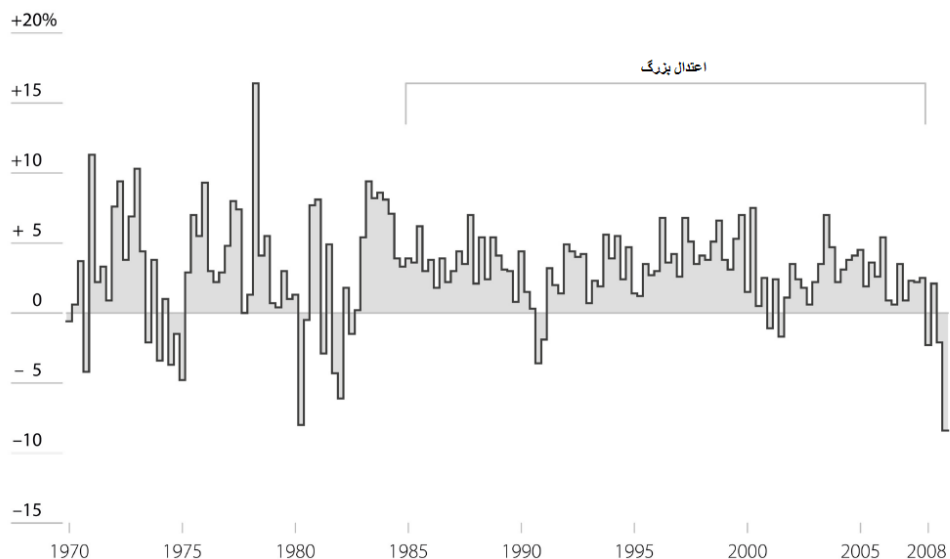


Sources: Federal Deposit Insurance Corp. ; Federal Reserve Board; International Monetary Fund

پیشینه

دوره‌ی «اعتدال بزرگ» - دو دهه پیامدهای اقتصادی باثبات‌تر با رکودهای کوتاه‌مدت‌تر و ضعیف‌تر و با تورم پایین‌تر - به خودخوش‌بینی افزوده بود.

رشد تولید ناخالص داخلی فصلی واقعی، درصد تغییر در مقایسه با دوره قبل

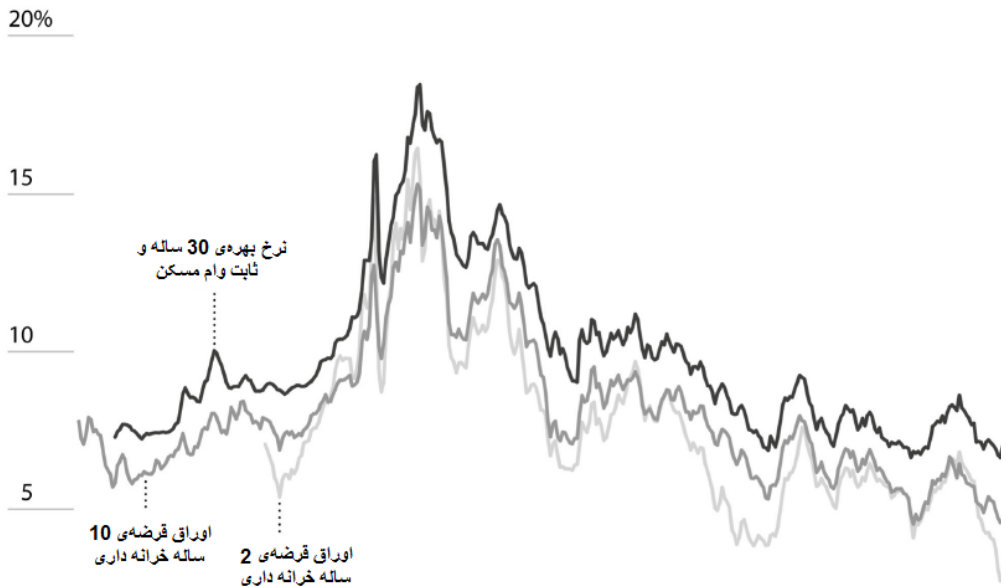


Source: Bureau of Economic Analysis via Federal Reserve Economic Data (FRED)

پیشینه

نرخ‌های بهره بلندمدت به مدت چند دهه کاهش یافته بود، که نشان از تورم کاهنده، سالمند شدن نیروی کار و افزایش در پس‌اندازهای جهانی داشت.

نرخ‌های بهره ماهانه معیار

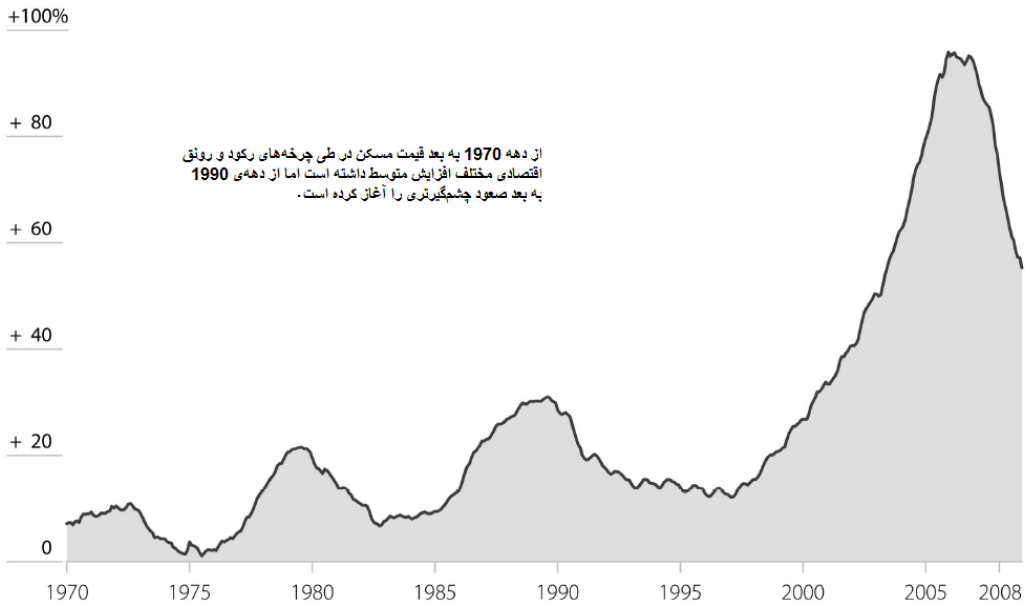


Sources: Federal Reserve Board and Freddie Mac Primary Mortgage Market Survey, via Federal Reserve Economic Data (FRED)

پیشینه

قیمت مسکن تقریباً به مدت یک دهه در سراسر کشور به سرعت افزایشی بود.

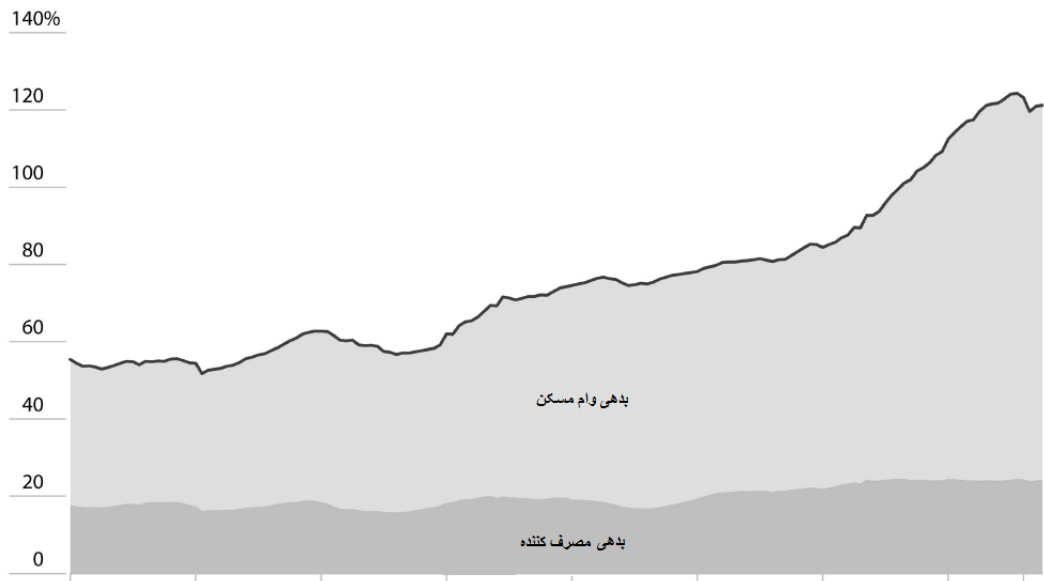
درصد تغییرات شاخص قیمت واقعی مسکن نسبت به سال ۱۸۹۰



Source: U. S. Home Price and Related Data, Robert J. Shiller, Irrational Exuberance

پیشینه

بدهی خانوارها به عنوان بخشی از درآمد به سطوح هشداردهنده‌ای رسیده بود.
کل بدهی خانوار به عنوان از درآمد شخصی قابل تصرف

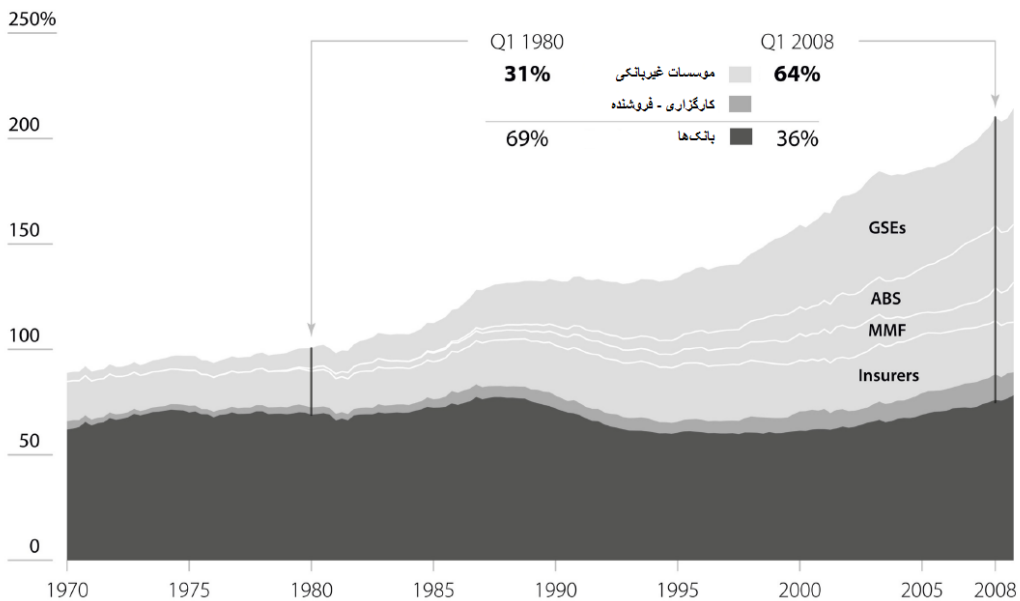


Source: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States, based on Ahn et al. (2018)

پیشینه

اعتبارات و ریسک به خارج از نظام بانکی تحت نظارت منتقل شده بودند.

نسبت بدهی معوق هر بستانکار در بازار اعتبارات به تولید ناخالص داخلی اسمی



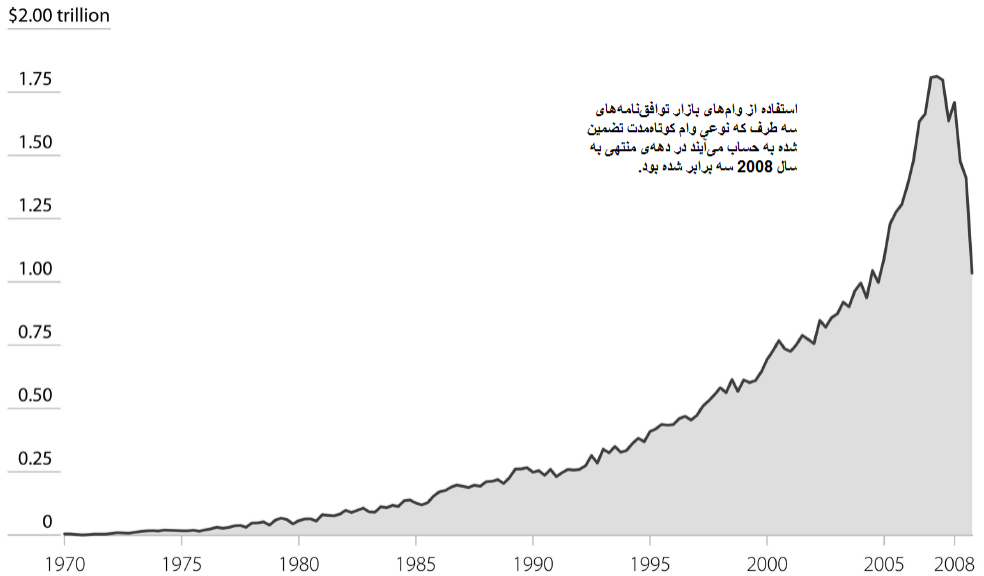
Source: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States

یادداشت: GSE: شرکت‌های تحت حمایت دولت (از جمله فنی می و فردی مک)، ABS: صادرکنندگان اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، MMF: صندوق‌های بازار پول.

پیشینه

مقدار دارایی‌های مالی تأمین مالی شده با بدهی‌های کوتاه‌مدت به شدت زیاد شده بود که به طور فزاینده‌ای آسیب‌پذیری نظام مالی را در برابر هجوم‌ها افزایش می‌داد.

خالص تأمین مالی رپو برای بانک‌ها و کارگزاری‌های مالی



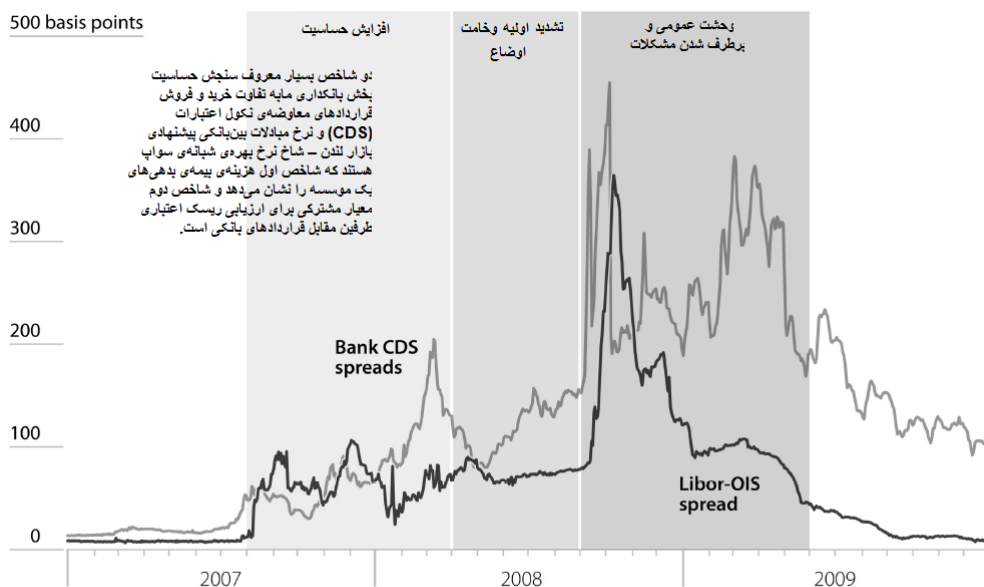
Source: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States

منحنی بحران

منحنی بحران

بحران مالی در چند مرحله آشکار شد

اسپرید سواپ نکول اعتباری بانک‌ها و اسپرید لایبور-اوای اس



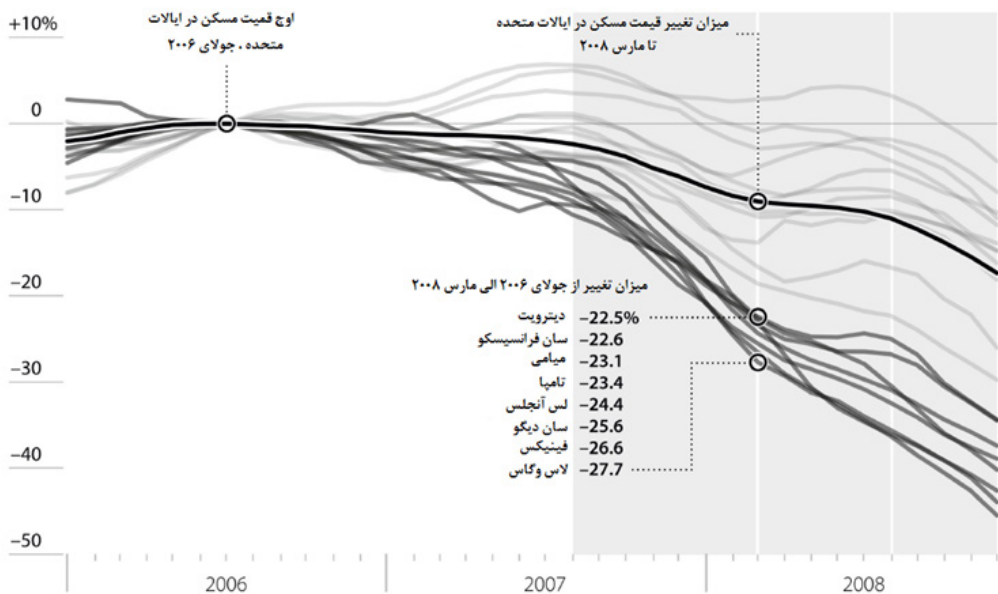
Sources: Libor-OIS: Bloomberg Finance L. P. ; bank CDS spreads: Bloomberg Finance L. P. , IHSMarki

یادداشت: اسپریدهای سواپ نکول اعتباری بانکی میانگین‌هایی موزون با ضریب برابر مابه تفاوت قیمت خرید و فروش بانک‌های جی پی مورگن جیس، سیتی‌گروپ، ولز فارگو، بانک آمریکا، مورگن استنلی و گلدمن ساکس محاسبه می‌شود. اسپرید Libor-OIS که در سراسر این کتاب از آن استفاده شده است، در واقع اسپرید میان نرخ پیشنهادی بین بانکی سه‌ماهه بازار لندن و نرخ بهره شبانه سواپ شاخص گذاری شده با دلار آمریکا است.

منحنی بحران

قیمت مسکن در سراسر ایالات متحده در تابستان ۲۰۰۶ به اوج خود رسید و سپس به سرعت کاهش یافت؛ قیمت مسکن در هشت شهر بزرگ ایالات متحده تا مارس سال ۲۰۰۸ بیش از ۲۰ درصد کاهش یافته بود.

تغییرات در شاخص‌های قیمت مسکن اس‌اند‌پی کورلاچیک کیس شیلر برای ۲۰ شهر و ایالات متحده، از اوج آن در ژوئیه ۲۰۰۶ که به صورت فصلی تعدیل نشده است.



Sources: S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indexes for 20 individual cities and National Home Price Index via Federal Reserve Economic Data (FRED)

منحنی بحران

از اواخر سال ۲۰۰۷ تا اوایل سال ۲۰۰۸ استرس در نظام مالی به تدریج در حال افزایش بود زیرا مشکلات وام‌های مسکن و ترس از رکود اقتصادی در حال افزایش بود.



اسپرید لایبور و اوای‌اس

Source: Bloomberg Finance L. P.

یادداشت: GSE. شرکت‌های تحت حمایت دولت

منحنی بحران

سرمایه‌گذاران به شدت ترسیده بودند که غول‌های وام رهنی مسکن مانند فنی می و فردی مک با فروپاشی مواجه شوند و آسیب شدیدی به بازار مسکن وارد کنند.

قیمت سهام فنی می و فردی مک



Source: The Center for Research in Security Prices at Chicago Booth via Wharton Research DataServices (WRDS)

منحنی بحران

با گسترش هراس، بزرگ‌ترین بانک‌ها و بانک‌های سرمایه‌گذاری کشور به طور روزافزون در برابر ورشکستگی آسیب‌پذیرتر می‌شدند.

سطح شاخص مالی اس‌اندپی ۵۰۰ و میانگین اسپرید نکول اعتبارات شش بانک بزرگ در واحد یک صدم

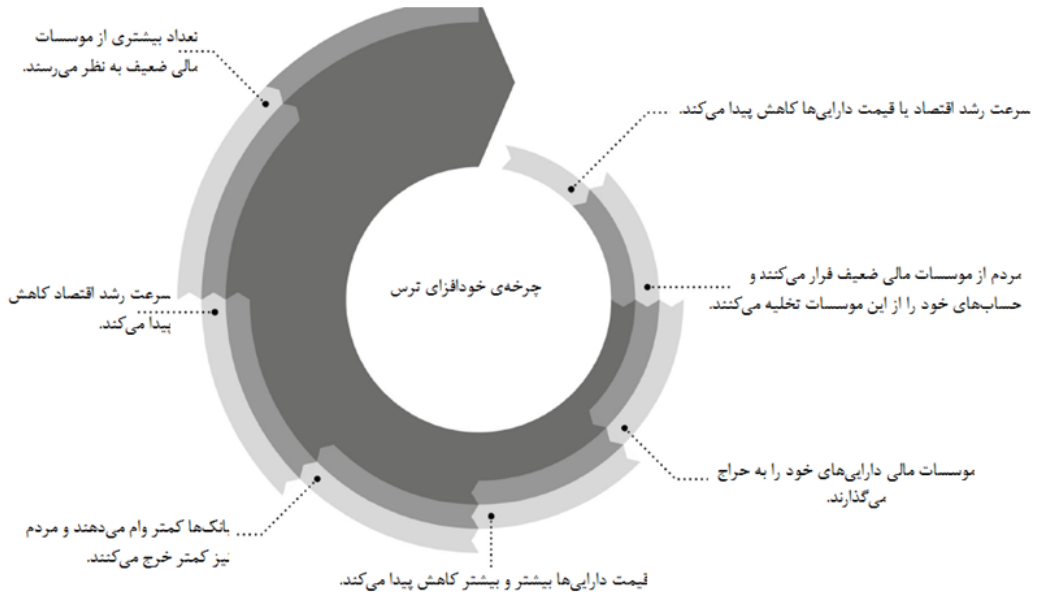


Sources: S&P 500 Financials: Bloomberg Finance L. P. , S&P Dow Jones Indices LLC; bank CDS spreads: Bloomberg Finance L. P. , IHS Markit

یادداشت: اسپرید نکول اعتبارات به صورت میانگین موزون بانک‌های جی‌بی مورگان چیس، سیتی‌گروپ، ولزفارگو، بانک آمریکا، مورگان استنلی و گلدمن ساکس محاسبه شده است.

منحنی بحران

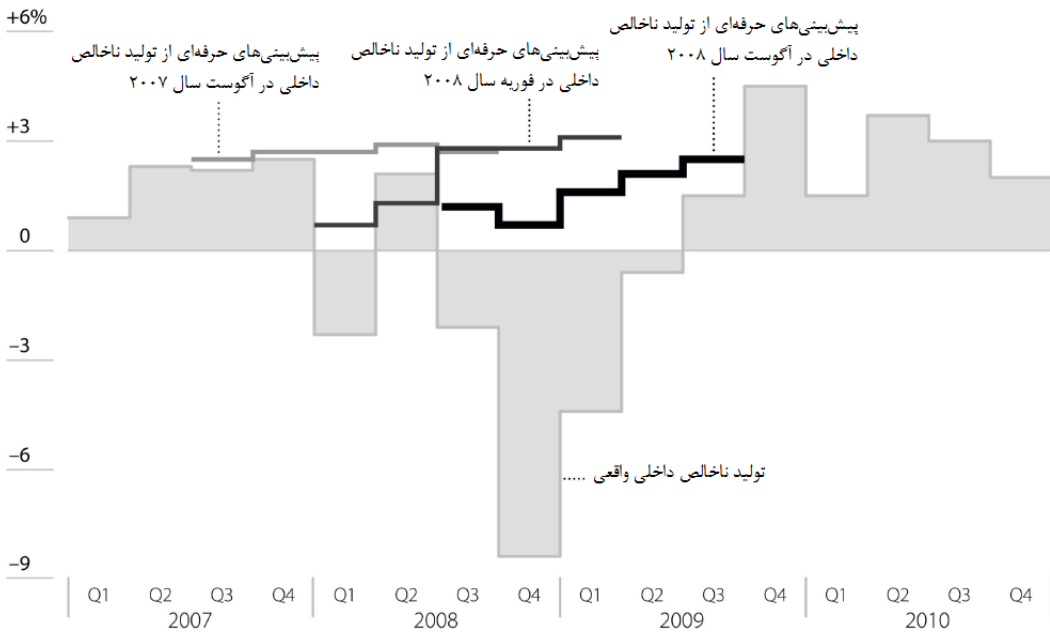
افزایش زیان، ترس از زیان‌های بیشتر و فشارهای نقدینگی بر نظام مالی، قیمت دارایی‌های مالی را به طور فزاینده‌ای کاهش می‌داد و به نگرانی دربارهٔ اعسار نظام مالی می‌افزود.



منحنی بحران

هنوز پیش‌بینی‌های اقتصادی نشان‌دهنده یک اُفت متوسط و قابل کنترل بودند که در نهایت هم اشتباه از آب درآمدند.

تولید ناخالص داخلی واقعی، درصد تغییر نسبت به سه ماهه قبل، نرخ بهره سالانه تعدیل شده فصلی و پیمایش فدرال رزرو فیلادلفیا از پیش‌بینی کارشناسان حرفه‌ای اقتصاد



Sources: Bureau of Economic Analysis via Federal Reserve Economic Data (FRED) (data update of Aug. 29, 2018); Philadelphia Federal Reserve Survey of Professional Forecasters, Q3 2007 and Q1 and Q3 2008

استراتژی ایالات متحده

استراتژی ایالات متحده

بعضی عناصر کلیدی پاسخ‌های سیاستی دولت ایالات متحده به بحران مالی عبارتند از:

- به کارگیری اختیارات آخرین مرجع وام فدرال رزرو فراسوی نظام بانکی برای بانک‌های سرمایه‌گذاری و بازارهای تأمین وجوه.
- به کارگیری گسترده تضمین‌های مختلف برای جلوگیری از هجوم‌ها به صندوق‌های بازار پول و طیف گسترده‌ای از موسسات مالی.
- سرمایه‌سازی مجدد تهاجمی نظام مالی در دو مرحله؛ به پشتیبانی سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال.
- استفاده زیاد از سیاست پولی و مالی برای کاهش شدت کساد و احیای رشد اقتصادی.
- ترکیب گسترده‌ای از سیاست‌های حوزه مسکن به منظور جلوگیری از ورشکستگی شرکت‌های تحت حمایت دولت، کاهش افت ارزش مسکن، کاهش نرخ‌های بهره وام رهنی مسکن و کمک به تأمین مالی مجدد.
- گسترش نقدینگی دلاری نظام مالی جهانی به همراه همکاری بین‌المللی و استفاده از محرک کینزی.

استراتژی ایالات متحده

پاسخ اولیه دولت ایالات متحده به بحران مالی به تدریج و در مراحل مختلف صورت گرفت و ابزاری که دولت برای واکنش به این بحران در اختیار داشت بسیار محدود و قدیمی بود زیرا برای رسیدگی به مشکلات بانک‌های سنتی طراحی شده بودند.

ابزارهای موجود

سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال

- وجود یک نهاد مقتدر برای رفع مشکلات بانک‌های ورشکسته، با حالت استثنای ریس استثناء قرار دادن ریسک‌های سیستمیک که ارائه تضمین‌های بیشتر را مجاز می‌کرد؛
- بیمه سپرده‌های بانک‌ها؛

فدرال رزرو

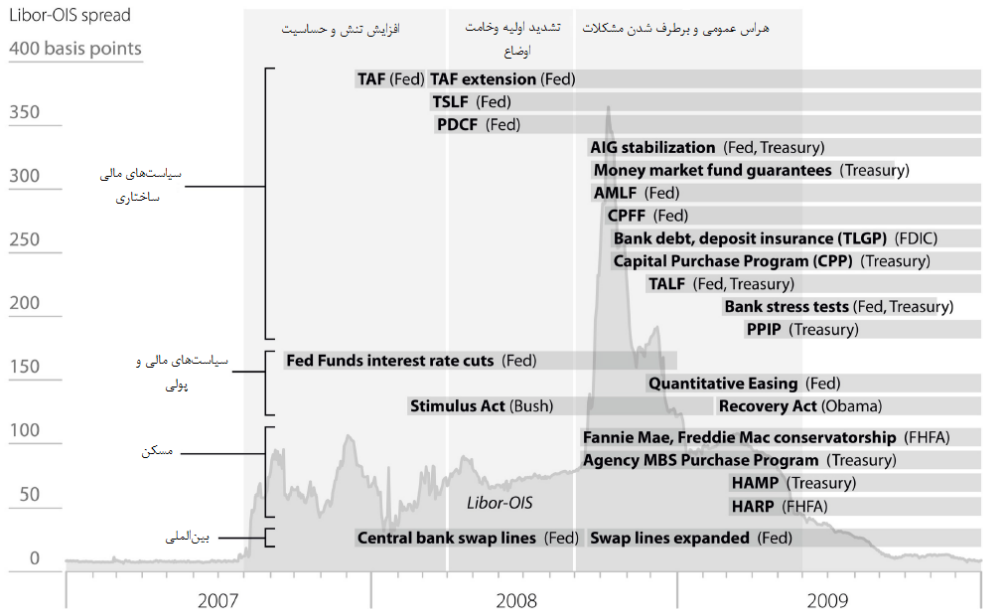
- فرصت محدود وام‌دهی به بانک‌ها و در شرایط بحرانی به سایر موسسات دیگر؛
- خطوط سوآپ برای بانک‌های مرکزی خارجی؛

ابزارهای موجود

- مداخله در مدیریت ورشکستگی موسسات غیربانکی یا ملی‌سازی آنها؛
- تضمین بدهی‌های گسترده‌تر نظام مالی؛
- تزریق سرمایه به نظام مالی؛
- فدرال رزرو به جز دارایی‌های خزانه‌داری، اوراق قرضه سازمان‌های فدرال ایالات متحده یا شرکت‌های تحت حمایت دولت و اوراق‌بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن این سازمان‌ها اجازه خرید هیچ نوع دارایی دیگری را نداشت؛
- تزریق سرمایه به سازمان‌های تحت حمایت دولت یا تضمین بدهی‌های آنها.

استراتژی ایالات متحده

اما با تشدید وخامت بحران مالی، قدرت و جامعیت و پاسخ‌های دولت نیز به تدریج افزایش می‌یافت و کنگره اختیارات اضطراری جدیدی را به فدرال رزرو و سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال اعطا می‌کرد.



Source: Libor-OIS: Bloomberg Finance L. P.

یادداشت: تاریخ شروع برنامه‌ها بیانگر روز اعلام آنهاست. فدرال رزرو ذیل برنامه نظارت بر ارزیابی سرمایه، آزمون استرس بانک‌ها را انجام داد، درحالی‌که خزانه‌داری نیز ذیل برنامه کمک سرمایه، سرمایه پشتیبانی را برای موسسات فراهم کرد.

استراتژی ایالات متحده

دولت ایالات متحده ترکیبی از سیاست‌های سیستمیک را برای تثبیت موسسات مالی و بازارها به کار برد:

- برنامه‌های نقدینگی برای فعال نگه‌داشتن موسسات مالی و جریان اعتباری به مشتریان و کسب‌وکارها.
- برنامه‌های تضمینی برای حمایت از بازارهای تأمین وجه کلیدی برای برخی موسسات مالی.
- استراتژی‌های سرمایه‌سازی با کمک سرمایه‌های خصوصی و دولتی برای جلوگیری از ورشکستگی موسسات سیستمیک و از بین بردن نااطمینانی دربارهٔ نظام مالی.

استراتژی ایالات متحده

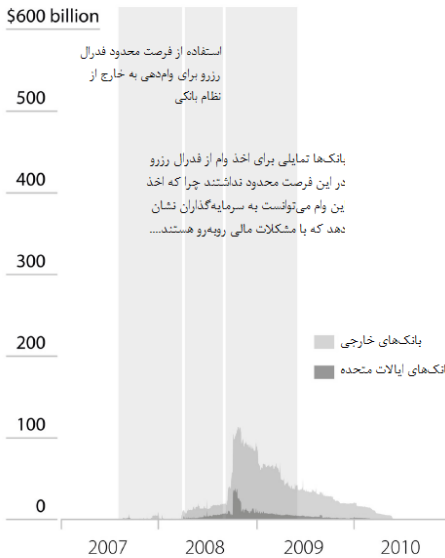
با تشدید بحران، برنامه‌های نقدینگی دولت نیز در ابعاد مختلفی بسط یافتند:

- داخلی بین‌المللی
- متعارف نوین
- موسسات بازارها

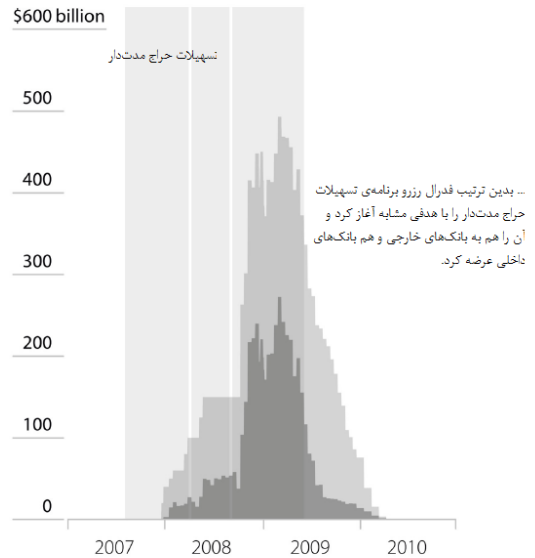
استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو در ابتدا از ابزار سنتی خود، آخرین مرجع وام‌دهی را برای تأمین نقدینگی نظام بانکی به کار گرفت.

استفاده از فرصت محدود فدرال رزرو برای وام‌دهی به خارج از نظام بانکی



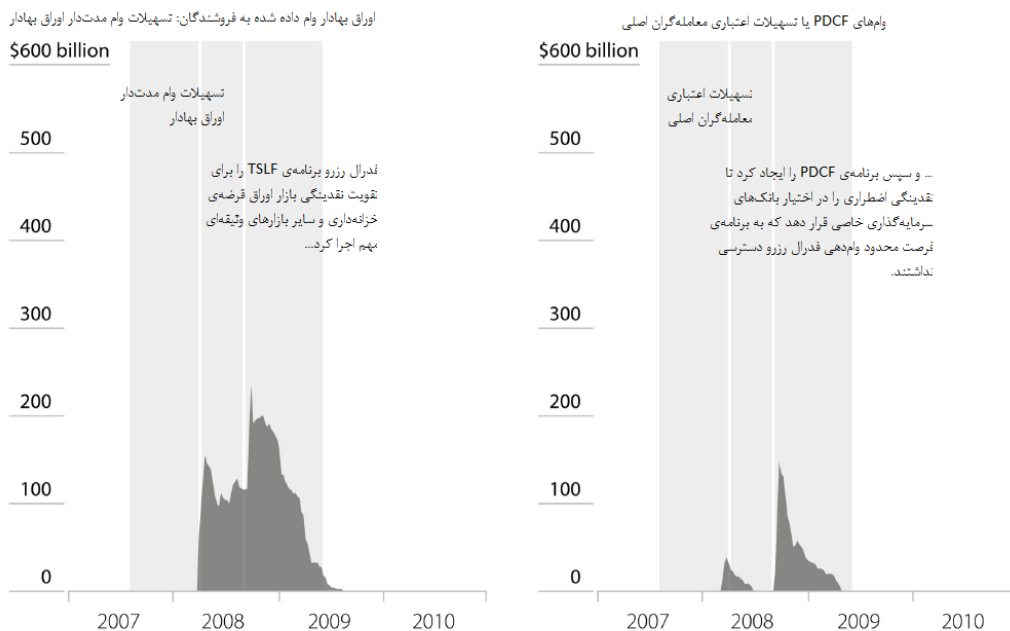
استفاده از تسهیلات حراج مدت‌دار



Source: Federal Reserve Board, based on English and Mosser (forthcoming). Transaction-level data on discount window lending during the crisis were released under Freedom of Information Act court decisions (see: <https://www.federalreserve.gov/foia/servicecenter.htm>)

استراتژی ایالات متحده

سپس فدرال رزرو برای حمایت از معامله‌گران و بازارهای تأمین وجه ابزارهایش را بسط داد.



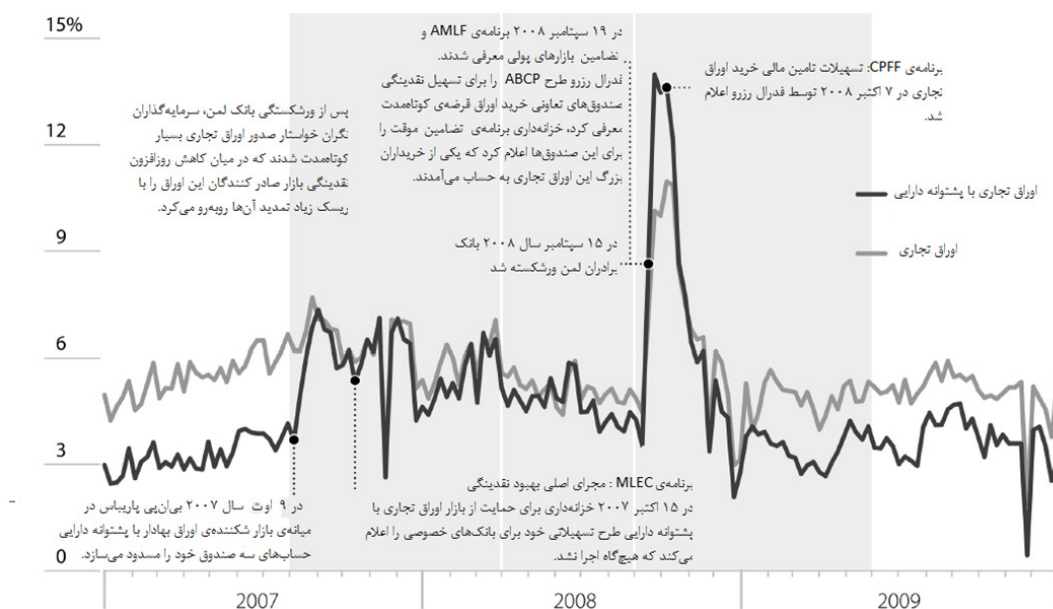
Source: Federal Reserve Board via Federal Reserve Economic Data (FRED)

یادداشت: برنامه تسهیلات اعتباری معامله‌گران اصلی همچنین شامل وام‌هایی می‌شود که به معامله‌گران و کارگزاری‌های منتخب داده شده‌اند.

استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو و خزانه‌داری برنامه‌هایی را برای شناخت شکنندگی در بازار اوراق تجاری معرفی کردند زیرا این بازار یکی از منابع اصلی تأمین وجوه موسسات مالی و کسب‌وکارها به حساب می‌آمد.

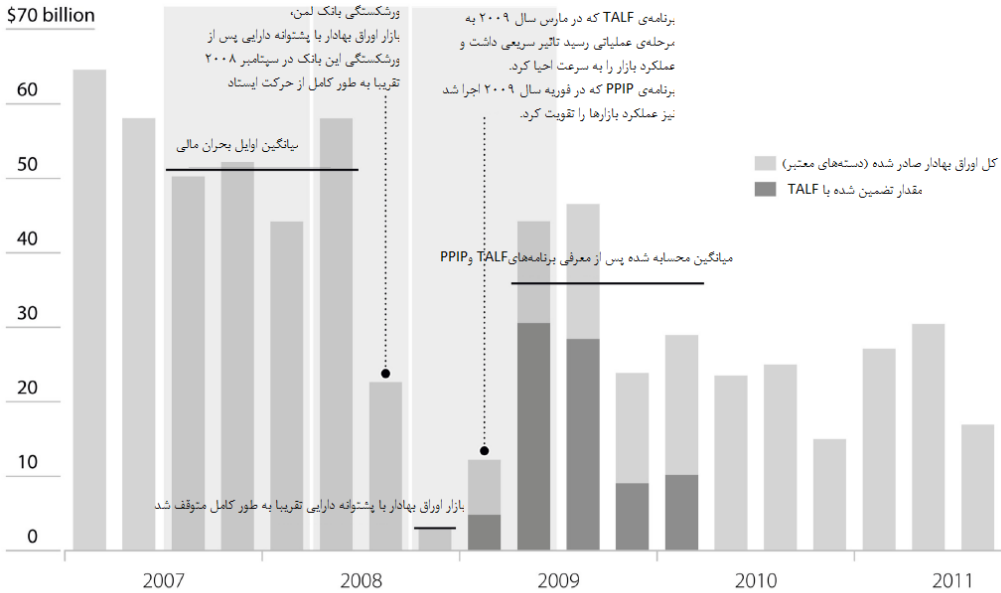
صدور شبانه به عنوان از اوراق تجاری به اوراق تجاری معوق



Source: Federal Reserve Bank of New York based on data from the Federal Reserve Board of Governors, “Commercial Paper Rates and Outstanding Summary,” derived from data supplied by the Depository Trust & Clearing Corporation

استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو و خزانه‌داری همچنین به آغاز به کار مجدد بازار اوراق بهادار با پشتوانهٔ دارایی کمک کردند که منبع مالی حیاتی برای کارتهای اعتباری، وام‌های خرید خودرو و وام‌های رهنی مسکن محسوب می‌شد.



Sources: Federal Reserve Bank of New York based on data from JP Morgan, Bloomberg FinanceL. P. , and the Federal Reserve Board of Governors

استراتژی ایالات متحده

دولت ایالات متحده برای پشتیبانی از بخش‌های کلیدی نظام مالی از ترکیبی از تضمین‌های مختلف استفاده کرد.

استراتژی ایالات متحده

خزانه‌داری برای جلوگیری از هجوم به صندوق‌های اصلی بازار پول حاضر شد نزدیک به ۳,۲ تریلیون دلار از دارایی‌های آنها را تضمین کند.

جریان نقدینگی روزانه وجوه بازار پول ایالات متحده

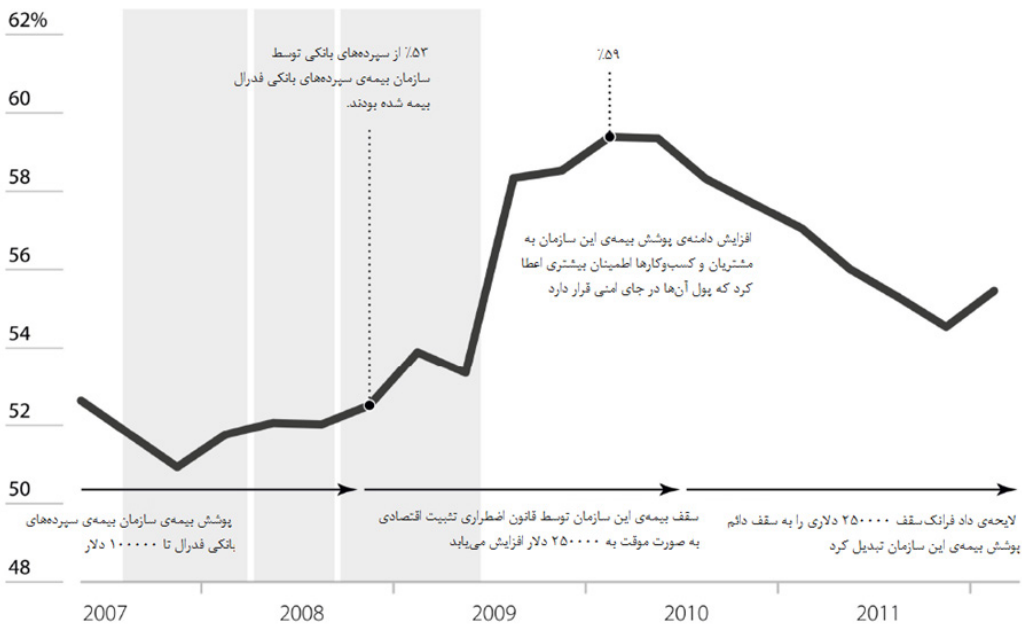


Sources: iMoneyNet; authors' calculations based on Schmidt et al. (2016)

استراتژی ایالات متحده

سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال در تلاش برای جلوگیری از هجوم سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به بانک‌ها پوشش بیمه سپرده‌های بانکی خود را به حساب‌های مشتریان و کسب‌وکارها نیز بسط داد.

سهام کل سپرده‌های بیمه شده سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال



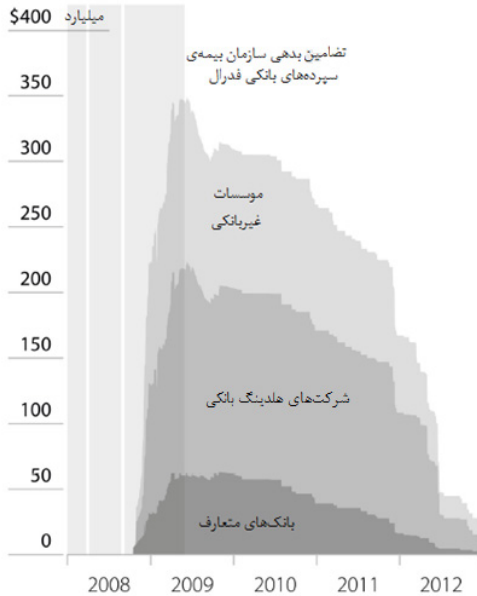
Source: U. S. Treasury, "Reforming Wall Street, Protecting Main Street"

یادداشت: حساب‌های جاری فاقد بهره را شامل نمی‌شد که در انتهای سال ۲۰۱۲ با لایحه داد-فرانک در پوشش این بیمه قرار گرفتند.

استراتژی ایالات متحده

سازمان بیمه سپرده‌های بانکی با موافقت با تضمین بدهی‌های مالی جدید به موسسات مالی کمک کرد تا تأمین وجه باثبات‌تری داشته باشند.

بدهی باقی مانده تحت برنامه‌ی موقت نقدینگی (DGP)



میانگین موزون مابه‌تفاوت خرید و فروش CDS شش بانک بزرگ



Sources: Debt issuance: Federal Deposit Insurance Corp. , authors' calculations;
CDS spreads: Bloomberg Finance L. P. , IHS Markit

* برنامه‌ی تضمین بدهی، هم اوراق قرضه‌ی صادره از سوی شرکت‌های مادر و هم اوراق قرضه‌ی توابع آنها را پوشش می‌داد.

استراتژی ایالات متحده

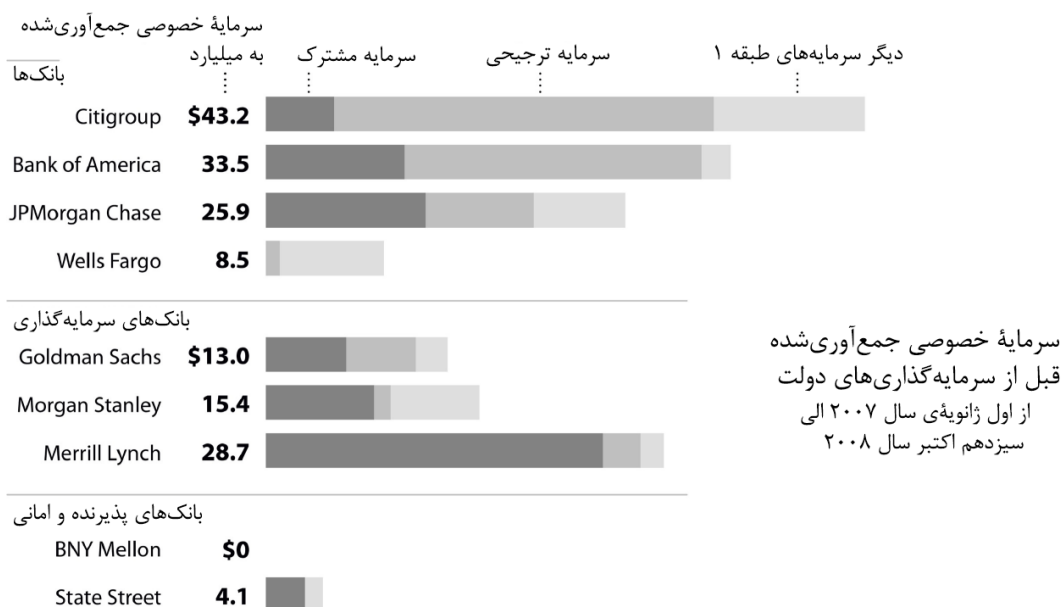
دولت ایالات متحده نیز همزمان با تشدید وخامت بحران مالی با انجام اقدامات زیر در راستای تقویت سرمایه موجود در نظام مالی حرکت کرد:

- تشویق بزرگ‌ترین مؤسسات برای جذب سرمایه خصوصی در اوایل بحران مالی.
- تزریق سرمایه دولتی قابل توجه به نظام بانکی در زمانی که بحران مالی شدت گرفت و کنگره مجوز اضطراری استفاده از سرمایه دولتی را صادر کرد.
- تثبیت وضعیت مشکل‌دارترین بانک‌ها با تزریق سرمایه اضافی و تضمین‌های محافظتی.
- انجام آزمون‌های استرس برای تکمیل فرآیند سرمایه‌سازی مجدد در نظام مالی.

استراتژی ایالات متحده

با بدتر شدن زیان‌ها در اوایل بحران، سیاست‌گذاران ایالات متحده از نهادهای مالی خواستند تا سرمایه خصوصی خود را افزایش دهند.

سرمایه خصوصی جمع‌آوری شده از اول ژانویه ۲۰۰۷ تا سیزدهم اکتبر ۲۰۰۸، برای ۹ بانکی که سرمایه‌گذاری‌های دولتی اولیه را دریافت کرده بودند:



Source: Goldman Sachs

استراتژی ایالات متحده

با به وجود آمدن هراس پس از فروپاشی بانک برادران لمن، خزانه‌داری با استفاده از اختیار جدیدی که از کنگره کسب کرده بود، سرمایه‌گذاری‌های بزرگی در بزرگ‌ترین بانک‌ها انجام داد.

سرمایه‌های دولتی و سایر سرمایه‌ها که از چهاردهم اکتبر ۲۰۰۸ تا ششم می ۲۰۰۹ - روز قبل از منتشر شدن نتایج آزمون استرس - جمع‌آوری شد:



Source: Goldman Sachs

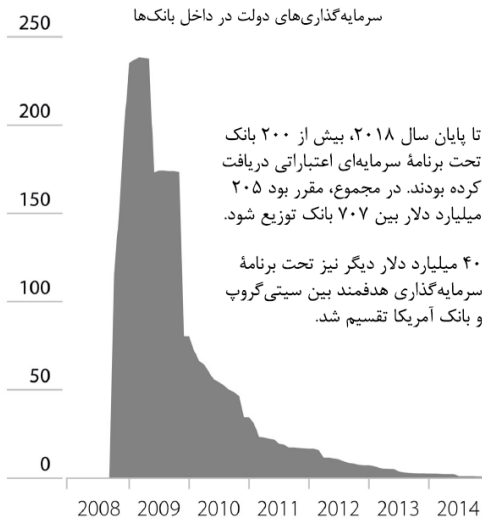
* شامل تزریق‌های سرمایه‌ای انجام شده تحت برنامه خرید سرمایه (CPP).

** سیتی‌گروپ بعدها تقریباً ۵۸ میلیارد دلار از سهام ترجیحی و دیگر اوراق بهادار را به سهام عادی بدل کرد.

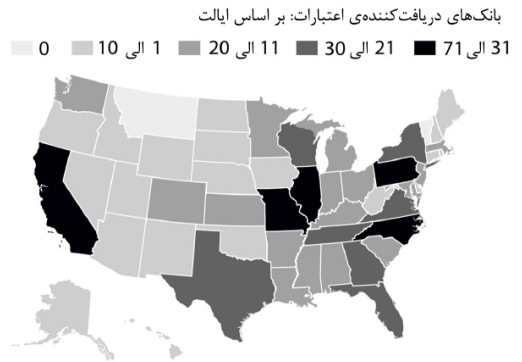
استراتژی ایالات متحده

خزانه‌داری از وجوه مزاد برای انجام سرمایه‌گذاری‌های دولتی مستقیم در صدها بانک کوچک‌تر استفاده کرد.

اصل پول پرداخت‌نشده برای سرمایه‌گذاری‌های بانکی دولت
300 میلیارد دلار



پراکندگی بانک‌هایی که در برنامه خرید سرمایه شرکت کرده‌اند
بانک‌های دریافت‌کننده اعتبارات: بر اساس اندازه دارای



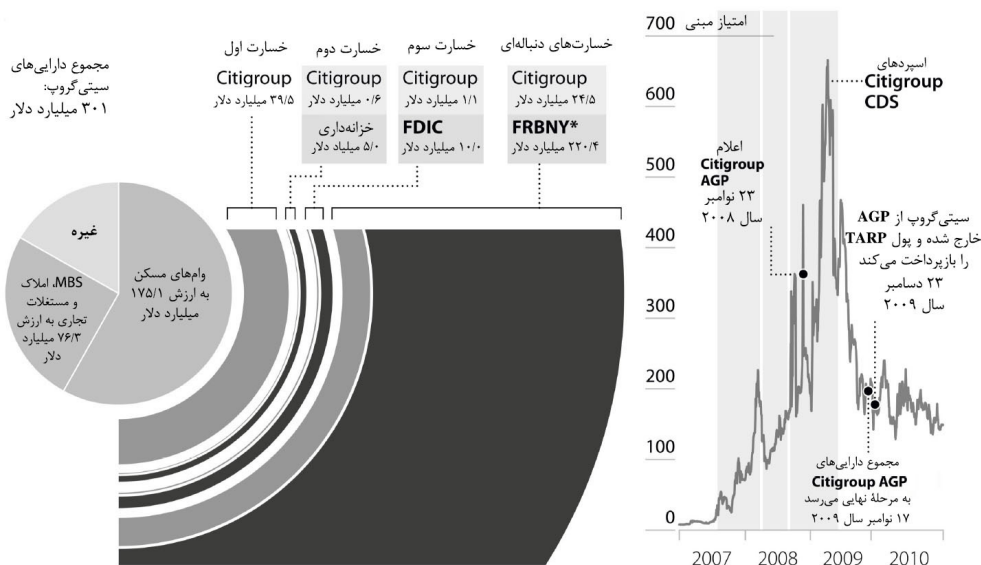
Sources: Timeline of funds outstanding: TARP Tracker; banks receiving funds, by asset size: U. S.

Treasury, "Troubled Asset Relief Program: Two Year Retrospective," SNL Financial; banks receiving funds, by state: authors' calculations based on TARP Investment Program transaction reports, Aug. 8, 2018

استراتژی ایالات متحده

دولت علاوه بر تزریق سرمایه از طریق تضمین دارایی برای مشکل‌دارترین بانک‌ها، یعنی سیتی‌گروپ و بانک آمریکا، ابزارهای خود را بسط داد.

برنامه تضمین دارایی^۱ (AGP)، دارایی‌های سیتی‌گروپ و ساختار مسئولیت‌پذیری زیان «حصار حلقوی» (تضمین‌های دارایی بانک آمریکا تنظیم شدند، اما هیچگاه به مرحله اجرا نرسید.)



Sources: Asset Guarantee Program terms: Special Inspector General for TARP, “Extraordinary Financial Assistance Provided to Citigroup, Inc.”; CDS spreads: Bloomberg Finance L. P., IHS

*Markit: موقعیت زبانی بانک فدرال رزرو نیویورک به شکل وام بدون حق رجوع ساختار بندی شده بود.

استراتژی ایالات متحده

دولت برای جلوگیری از یک ورشکستگی بی‌نظم که نظام مالی را متلاشی می‌ساخت، وام‌ها، سرمایه و ضمانت‌های اضطراری برای ای‌آی‌جی فراهم کرد.

تعهدات مقررا اجرا در قبال جی‌آی‌ای



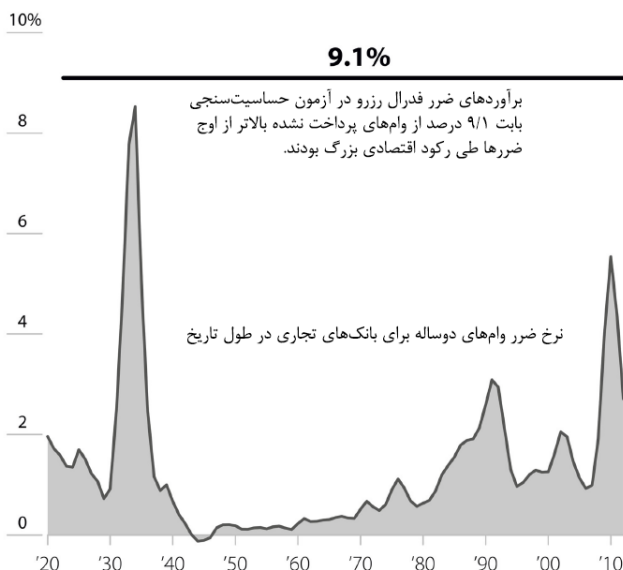
Source: U. S. Treasury

یادداشت: بازپرداخت‌ها در طول دوره این تعهد انجام شدند. هرگونه کاهشی در تعهد، تا زمان سرمایه‌سازی مجدد در ژانویه سال ۲۰۱۱ منعکس نشده‌اند.

استراتژی ایالات متحده

همان‌طور که اعتماد به بانک‌ها کاهش بیشتری پیدا می‌کرد، «آزمون‌های استرس» دولت باعث افزایش شفافیت می‌شد و به ناظران و سرمایه‌گذاران کمک می‌کرد تا پیش‌بینی‌های معتبری در مورد زیان انجام دهند.

نرخ ضررهای وامی دوساله برای بانک‌های تجاری در طول تاریخ



کمیود سرمایه SCAP

بیشترین افزایش سرمایه مورد نیاز، بر حسب میلیارد

Bank of America \$33.9

Wells Fargo \$13.7

GMAC \$11.5

Citigroup \$5.5*

* تقریباً ۵۸ میلیارد دلار از سهام ترجیحی و اوراق بهادار دیگر بعدها به سرمایه مشترک تبدیل شدند.

کمترین افزایش سرمایه مورد نیاز، بر حسب میلیارد

\$2.5 Regions Financial

\$2.2 SunTrust Banks

\$1.8 Morgan Stanley

\$1.8 KeyCorp

\$1.1 Fifth Third Bank

\$0.6 PNC Financial

در ۹ نهاد دیگر نیازی به سرمایه مازاد وجود نداشت

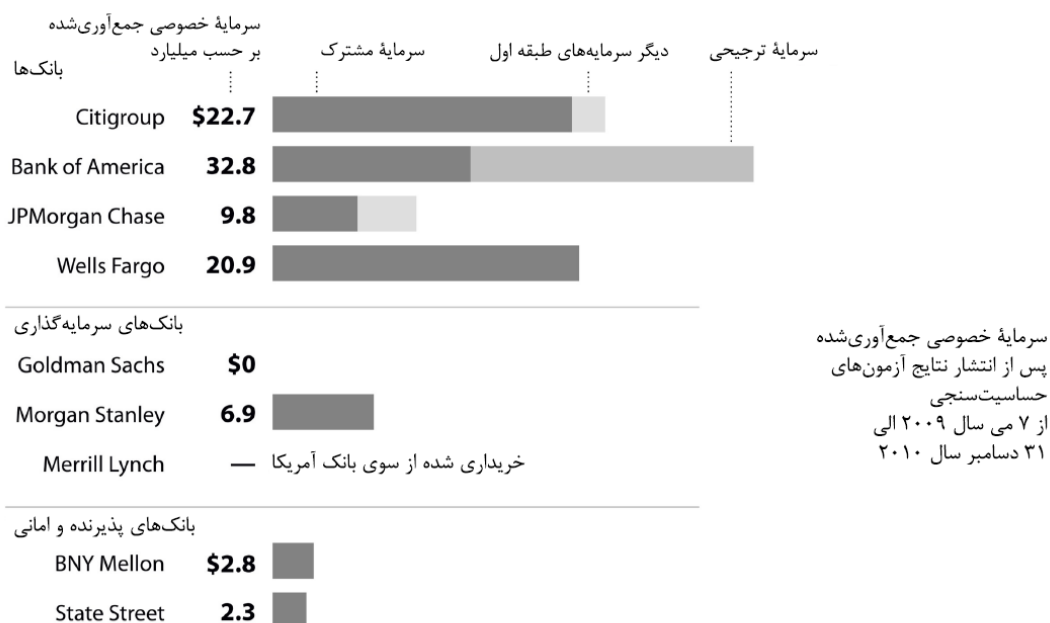
Sources: Federal Deposit Insurance Corp. ; Federal Reserve Board; International Monetary Fund

یادداشت: ۱۹ شرکت بزرگ بانکی که آن زمان تحت شمول برنامه ارزیابی سرمایه نظارتی^۱ (SCAP) قرار داشتند.

استراتژی ایالات متحده

این آزمون‌ها بازگشت سرمایه خصوصی را تسریع کردند.

سرمایه خصوصی جمع‌آوری شده؛ از ۷ می سال ۲۰۰۹ تا ۳۱ دسامبر سال ۲۰۱۰



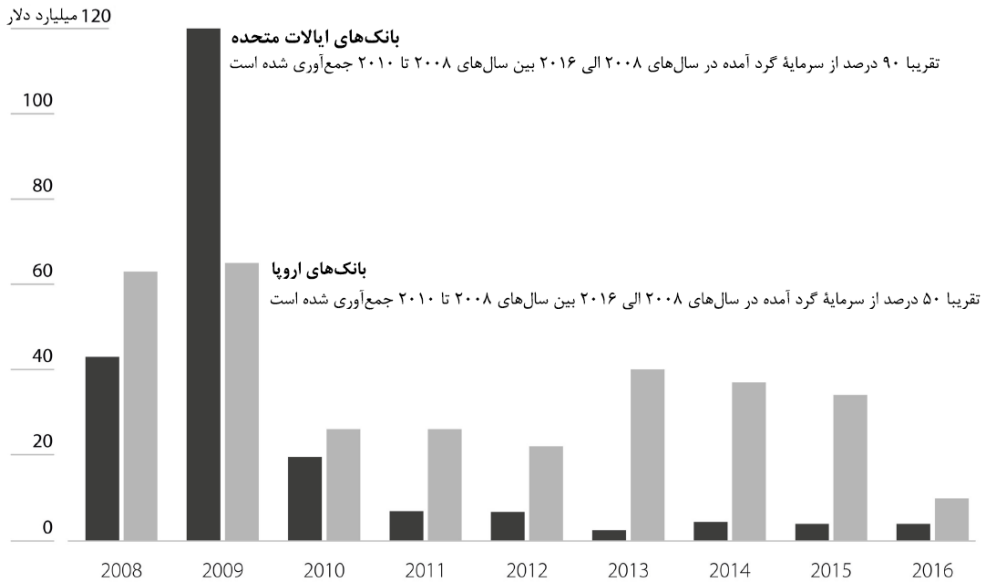
Source: Goldman Sachs

یادداشت: گلدمن ساکس در آوریل ۲۰۰۹، قبل از انتشار نتایج آزمون استرس، گلدمن ساکس 5.8 میلیارد دلار سرمایه برای بازپرداخت وجوه TARP جمع‌آوری کرد.

استراتژی ایالات متحده

درواقع، ایالات متحده نظام بانکی خود را سریع‌تر و تهاجمی‌تر از اروپا سرمایه‌سازی مجدد کرد.

سرمایه جمع‌آوری شده در هر سال



Source: Goldman Sachs

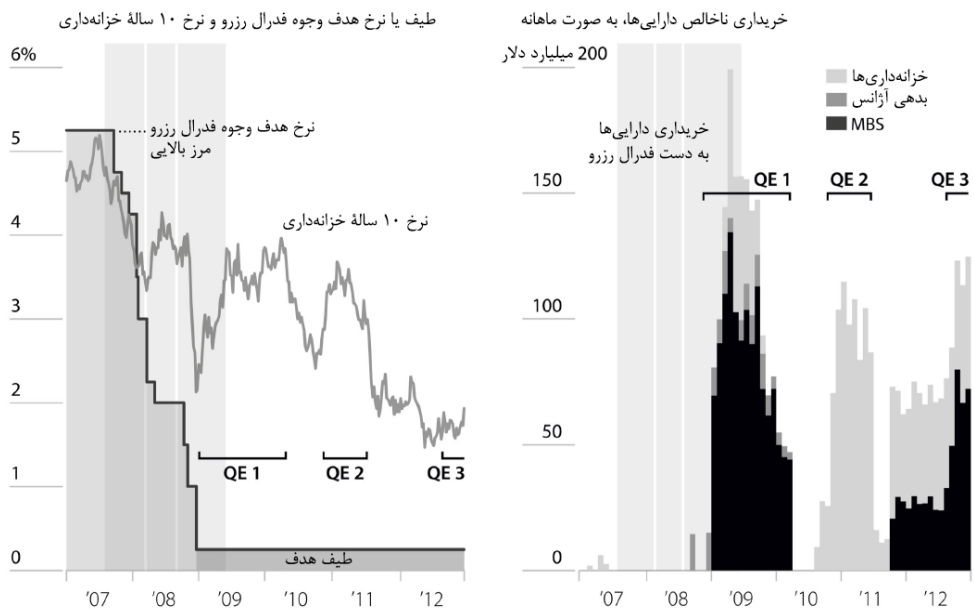
یادداشت: برآورد مولفان براساس داده‌های ارائه شده از گلدمن ساکس

استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو و خزانه‌داری در کنار برنامه‌های طراحی شده برای شناخت مشکلات سیستمیک در نظام مالی، ترکیبی نیرومند از سیاست‌های پولی و محرک‌های مالی به کار گرفتند.

استراتژی ایالات متحده

همین‌طور که نرخ وجوه فدرال رزرو به صفر نزدیکتر می‌شود، این بانک برای کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت دست به خریداری دارایی‌ها در مقیاسی بزرگ زد؛ سیاستی که به آن تسهیل مقداری گفته می‌شود.

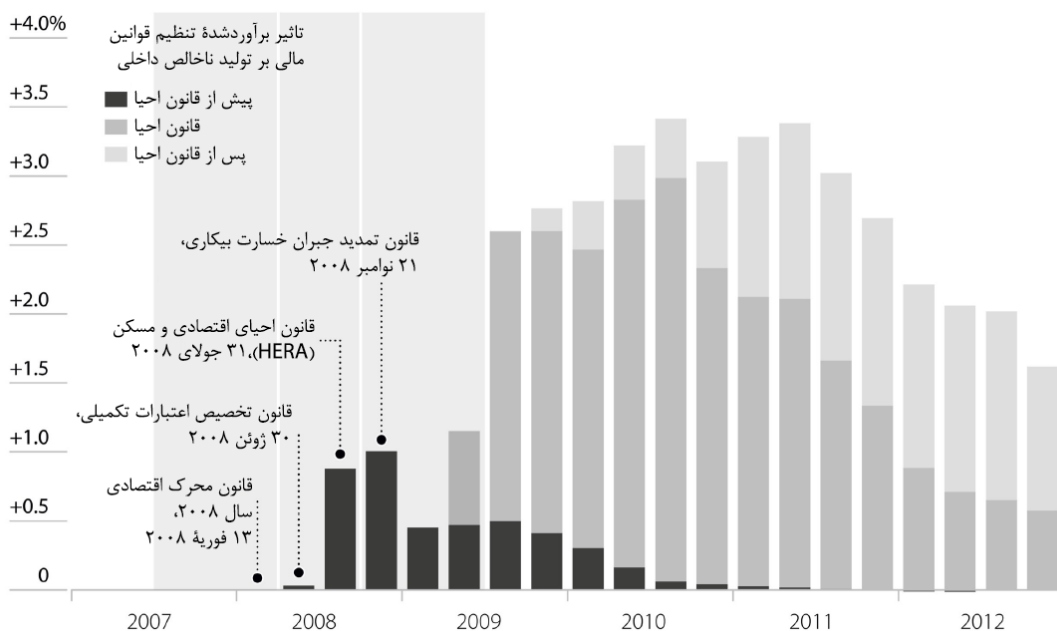


Sources: Target rate: Federal Reserve Board; 10-year Treasury: Federal Reserve Board via Federal Reserve Economic Data (FRED); monthly asset purchases: Federal Reserve Bank of New York, Haver Analytics

استراتژی ایالات متحده

ایالات متحده اولین محرک مالی خود را در اوایل بحران تصویب کرد. اما این محرک ۱۶۸ میلیارد دلاری، نسبتاً کوچک و برای اثربخشی خود نیازمند زمان بود.

اثر فصلی اقدامات محرک مالی بر تولید ناخالص داخلی



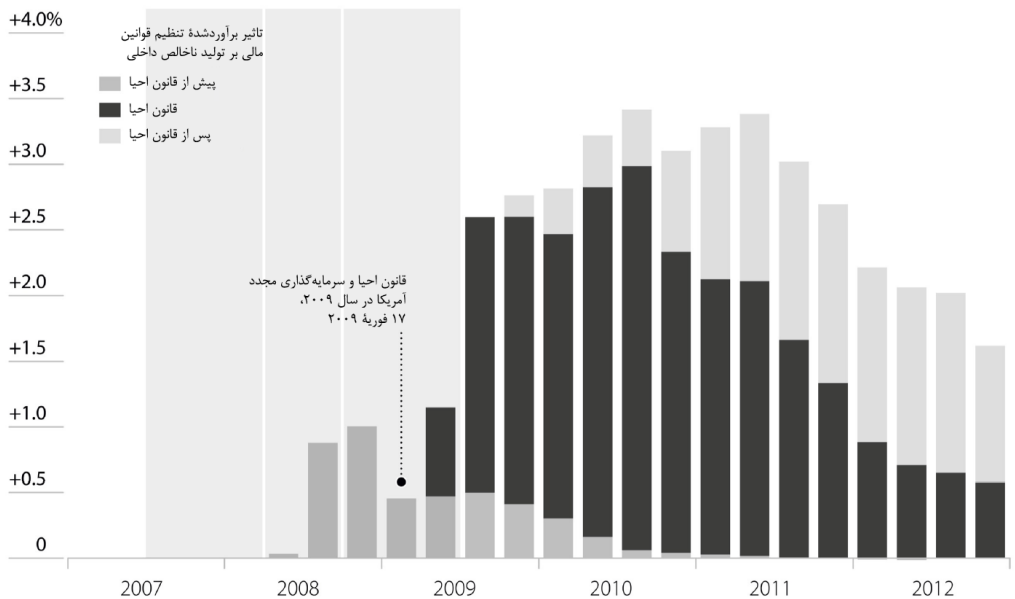
Sources: Council of Economic Advisers; Congressional Budget Office; Bureau of Economic Analysis; calculations by Jason Furman

یادداشت: ۱۶۸ میلیارد دلار نشان‌دهنده محرک مالی مرکب حاصل از اقدامات «پیش از قانون احیا» تا سال ۲۰۱۲ است.

استراتژی ایالات متحده

قانون احیای ۲۰۰۹ ترکیب بزرگ‌تری-۷۱۲ میلیارد دلار- از کاهش‌های موقت مالیات و افزایش مخارج را فراهم کرد و توانست بخشی از کاهش تولید ناخالص داخلی را جبران کند.

اثر فصلی اقدامات محرک مالی بر تولید ناخالص داخلی



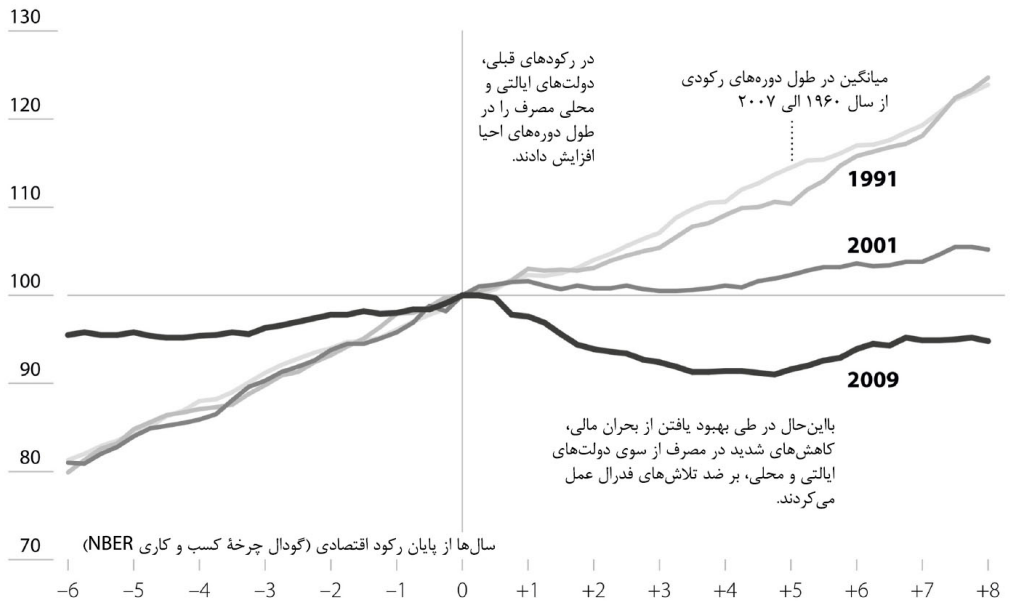
Sources: Council of Economic Advisers; Congressional Budget Office; Bureau of Economic Analysis; calculations by Jason Furman

یادداشت: ۷۱۲ میلیارد دلار بیانگر محرک مالی «قانون احیاء» تا سال ۲۰۱۲ است.

استراتژی ایالات متحده

اما حتی با افزایش محرک‌های مالی از سوی دولت فدرال، اعمال کاهش‌هایی در سطوح ایالتی و محلی، خلاف این تلاش‌ها عمل می‌کرد.

خریده‌های واقعی دولت‌های ایالتی و محلی طی دوره‌های احیا، ۱۹۶۰-۲۰۱۵، شاخص‌سازی شده در سطح فصلی در پایان کساد



Sources: Bureau of Economic Analysis via Haver Analytics; authors' calculations

یادداشت: میانگین فوق رکود ۱۹۸۰ را به دلیل هم پوشانی آن با رکود ۱۹۸۱-۱۹۸۲ شامل نمی‌شود.

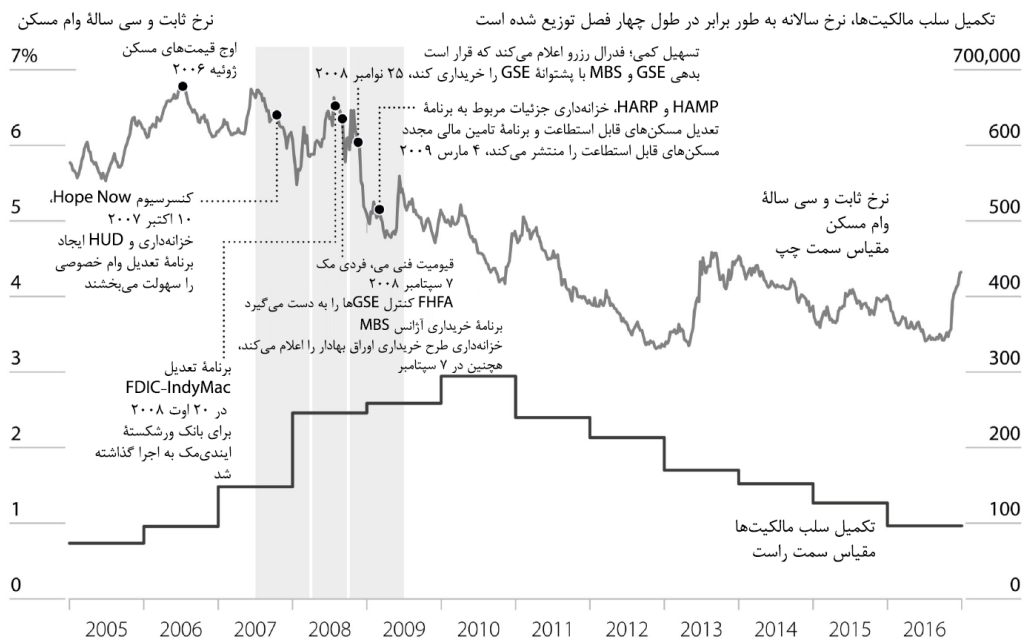
استراتژی ایالات متحده

دولت زنجیره‌ای از برنامه‌های مسکن را به دلایل زیر آغاز کرد:

- کاهش نرخ‌های وام رهنی مسکن و تضمین در دسترس بودن اعتبار
- کاهش سلب مالکیت‌های ناشی از وام رهنی مسکن
- کمک به وام‌گیرندگان دچار مشکل شده در تأمین مالی مجدد وام‌های رهنی مسکن برای بهره بردن از نرخ‌های بهره پایین‌تر

استراتژی ایالات متحده

برنامه‌های مسکن دولت نرخ‌های بهره وام‌های رهنی مسکن را پایین آورد و سلب مالکیت‌ها را کاهش داد، اما برای مهار کردن آسیب به اندازه کافی قدرتمند نبود.

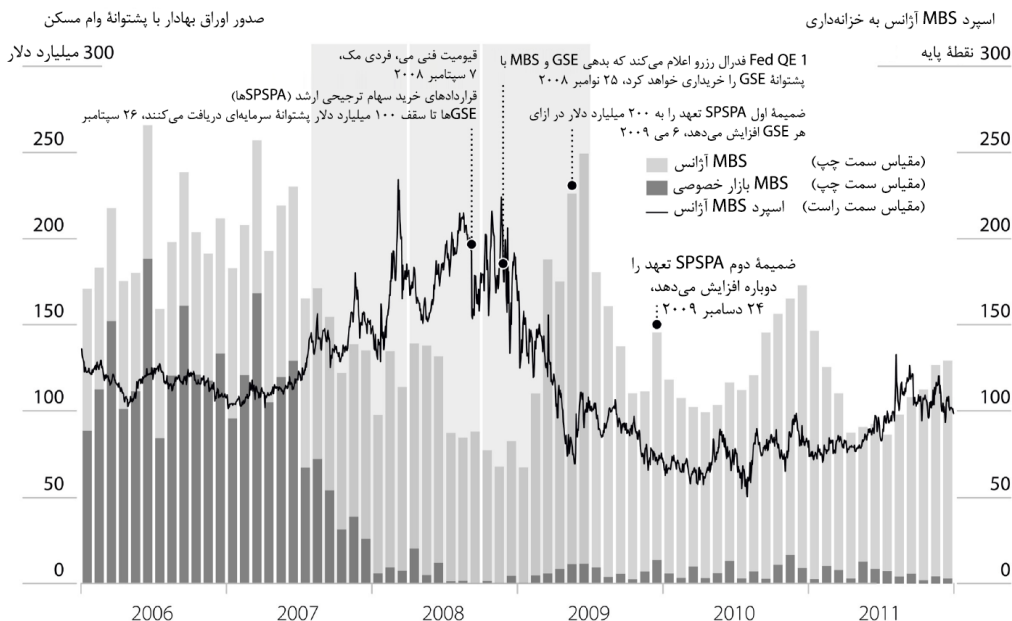


Sources: Mortgage rates: Freddie Mac Primary Mortgage Market Survey® via Federal Reserve Economic Data (FRED); foreclosure completions: CoreLogic



استراتژی ایالات متحده

حمایت دولت از فنی می و فردی مک باعث حفظ اعتبار وام رهنی مسکن شد و بازار مسکن را پس از خروج صادرکنندگان خصوصی اوراق به ثبات رساند.



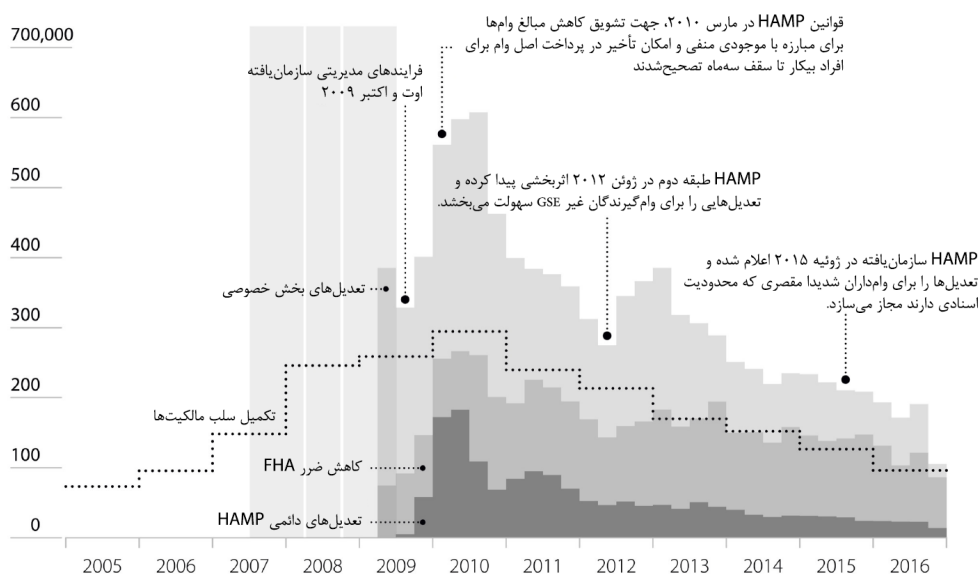
MBS: Mortgage-Backed Security; GSE: Government-Sponsored Enterprise

Sources: MBS issuance: Securities Industry and Financial Markets Association; agency MBSspread: Bloomberg Finance L. P., authors' calculations

استراتژی ایالات متحده

برنامه‌های تعدیل وام، از جمله برنامه تعدیل مسکن قابل استطاعت، به میلیون‌ها صاحب‌خانه دچار مشکل درخصوص وام‌های رهنی مسکن‌شان کمک کرد.

وام‌های مسکن تعدیل شدند یا کمکی برای کاهش زیان دریافت کردند، از ۱ آوریل ۲۰۰۹ تا ۳۰ نوامبر ۲۰۱۶



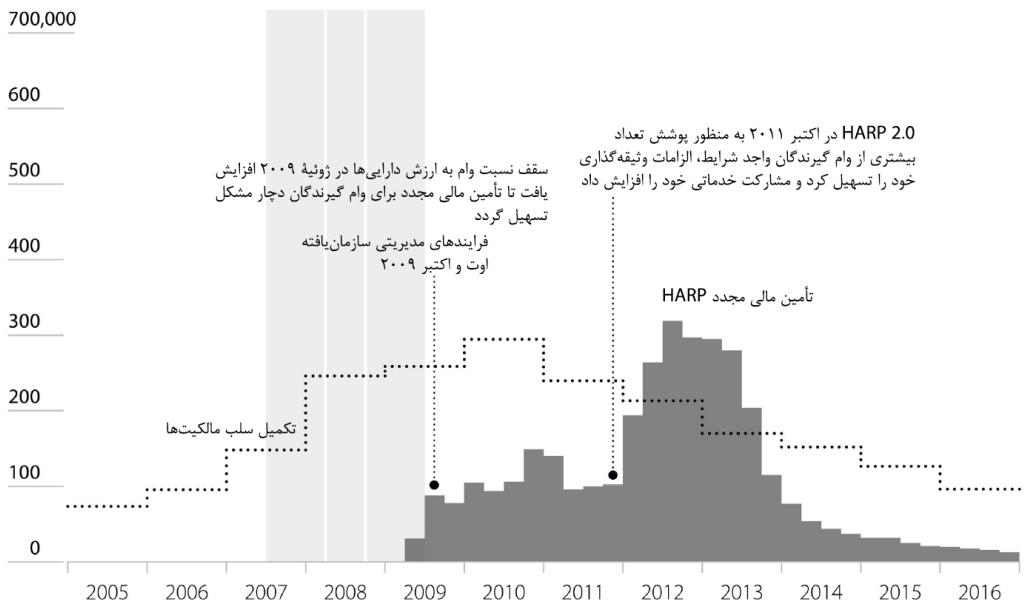
Sources: FHA loss mitigation: Dept. of Housing and Urban Development; HAMP modifications: U. S. Treasury; private sector modifications: HOPE NOW; foreclosure completions: CoreLogic

یادداشت: تعدیل‌ها تا نوامبر ۲۰۱۶؛ نتایج دیگر برنامه تا سال ۲۰۱۶. تکمیل سلب مالکیت‌ها با استفاده از یک نرخ سالانه توزیعی به طور یکسان بین چهار فصل طراحی شده است.

استراتژی ایالات متحده

برنامه تأمین مالی مجدد مسکن‌های قابل استطاعت، نرخ‌های وام رهنی مسکن را کاهش داد، تأمین مالی مجدد را تشویق کرد و به صاحب‌خانه‌های «ورشکسته» کمک کرد تا از سلب مالکیت ملک‌شان جلوگیری کنند.

وام‌هایی که طی برنامه تأمین مالی مجدد مسکن قابل استطاعت مجدداً تأمین مالی شدند.



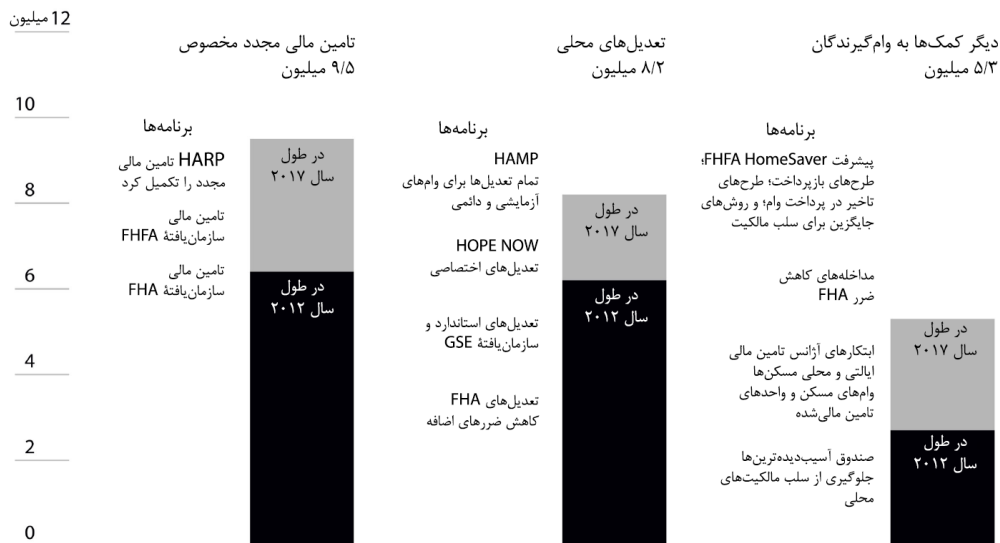
Sources: Refinances: Federal Housing Finance Agency; foreclosure completions: CoreLogic

یادداشت: تکمیل سلب مالکیت‌ها با استفاده از نرخ سالانه توزیعی به طور یکسان بین چهار فصل طراحی شده است.

استراتژی ایالات متحده

برنامه‌های دولت به میلیون‌ها مالک مسکن کمک کرد، اما اثربخشی آنها کند بود و صرفاً به تعداد محدودی از افرادی که در معرض خطر از دست دادن ملک خود بودند رسید.

از طریق برنامه‌های تعدیل وام در دوره بحران و اقدامات دیگر برای جلوگیری از سلب مالکیت‌ها، به مالکان مسکن کمک شد.



Source: Barr et al. (forthcoming)

استراتژی ایالات متحده

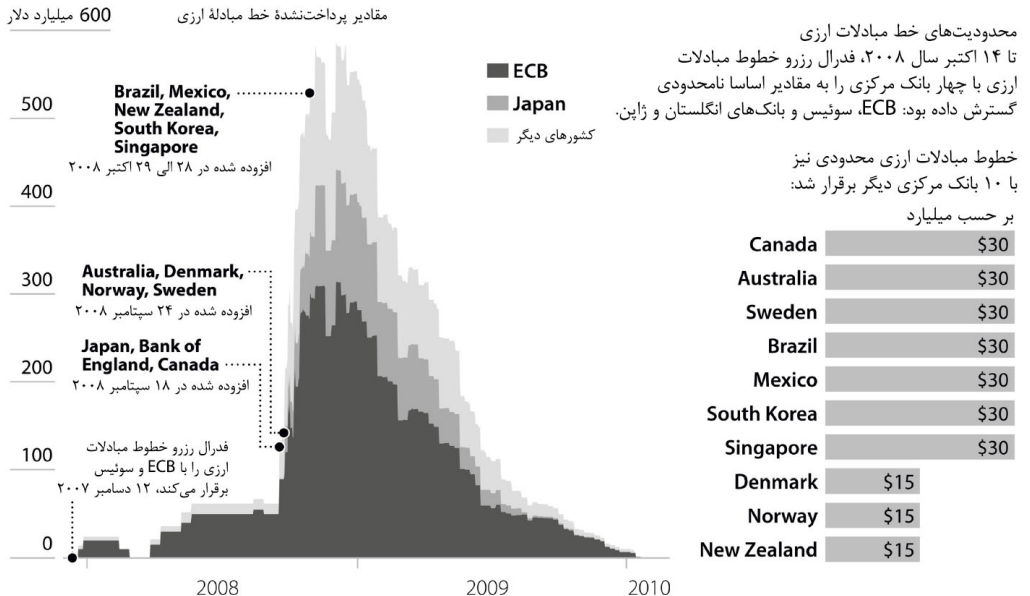
اگرچه بحران در ایالات متحده آغاز گشت، اما اثر آن در سراسر جهان طنین‌انداز شد و برای پاسخ به این بحران سیاست‌گذاران ایالات متحده باید در راستای انجام موارد ذیل با هم‌تایان خود در سراسر جهان از نزدیک همکاری می‌کردند:

- تثبیت خطوط سواپ بانک مرکزی برای تأمین کمبود منابع مالی دلاری؛
- هماهنگ‌سازی سیاست پولی برای دادن یک پیام قدرتمند به بازارها؛
- استقرار حمایت صندوق بین‌المللی پول برای اقتصادهای نوظهور آسیب دیده از بحران.

استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو برای کاهش فشار تأمین مالی ناشی از کمبود دلار، خطوط سواپ را با بیش از چندین بانک مرکزی خارجی راه انداخت.

سواپ‌های نقدینگی بانک مرکزی

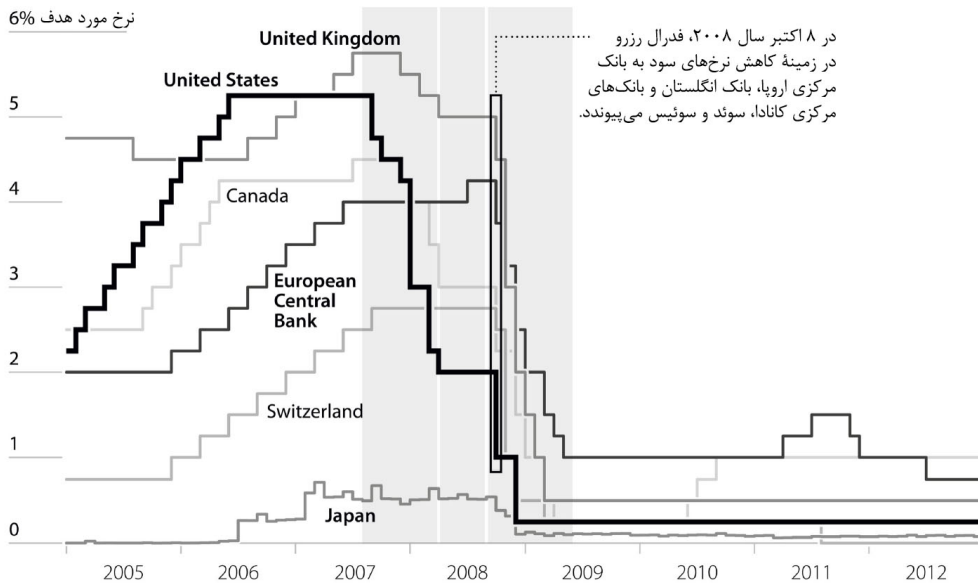


Sources: Amounts outstanding: Federal Reserve Board, authors' calculations; maximum commitments: Goldberg et al. (2010)

استراتژی ایالات متحده

فدرال رزرو و بانک‌های مرکزی بزرگ جهان به طور هماهنگ نرخ‌های سود خود را کاهش دادند.

نرخ‌های سود هدف بانک‌های مرکزی در هر کشور (در پایان ماه)



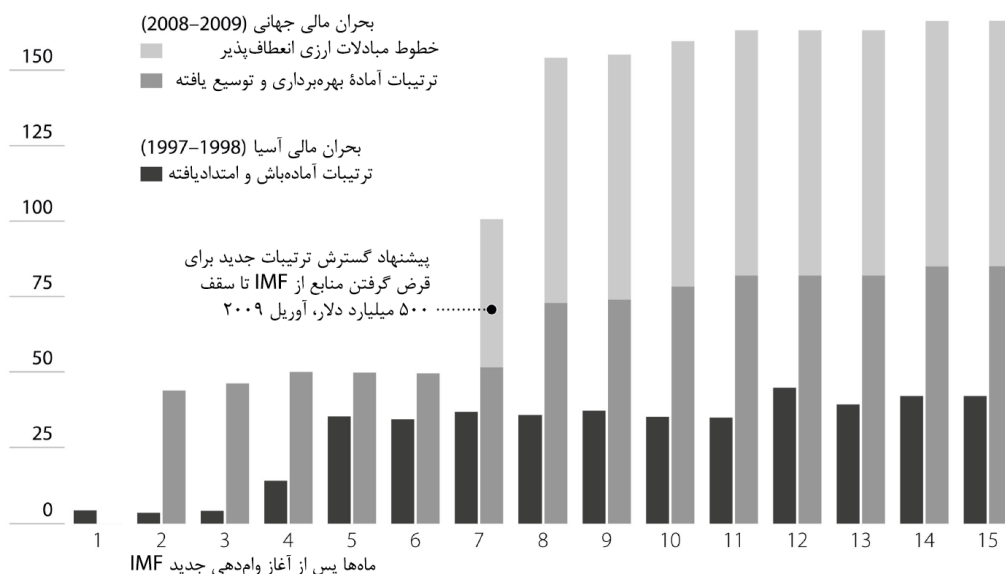
Source: Bloomberg Finance L. P.

استراتژی ایالات متحده

سندوق بین‌المللی پول به کشورهایی که تحت تاثیر بحران قرار گرفته بودند کمک چشمگیری کرد و از پاسخ خود به بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ فراتر رفت.

افزایش در تعهدات وام‌دهی IMF از آغاز بحران‌های مالی آسیایی و جهانی

175 میلیارد دلار



Sources: International Monetary Fund; authors' calculations based on Lowery et al. (forthcoming)

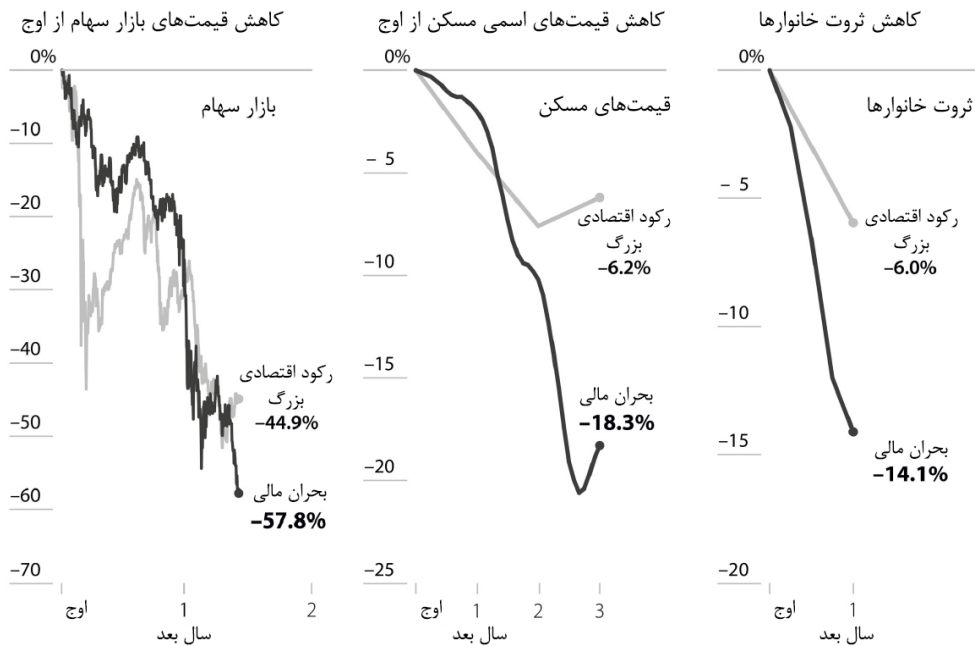
یادداشت: تاریخ آغاز وام‌دهی جدید IMF برای بحران مالی آسیا^۱ (AFC) ژوئیه ۱۹۹۷ و برای بحران مالی جهانی^۲ (GFC) سپتامبر سال ۲۰۰۸ است. داده‌های SDR برای AFC با نرخ ۱,۳۵۵۸۲۰ به ازای هر SDR (نرخ ارز در ۳۱ جولای ۱۹۹۷) و برای بحران مالی جهانی با نرخ ۱,۵۵۷۲۲۰ در ازای هر SDR (نرخ ارز در ۳۰ سپتامبر ۲۰۰۸) به دلار تبدیل شده‌اند.

1. Asian Financial Crisis
2. Global Financial Crisis

نتایج

نتایج

شدت فشار بحران مالی سال ۲۰۰۸ از جهاتی از رکود اقتصادی بزرگ بدتر بود.

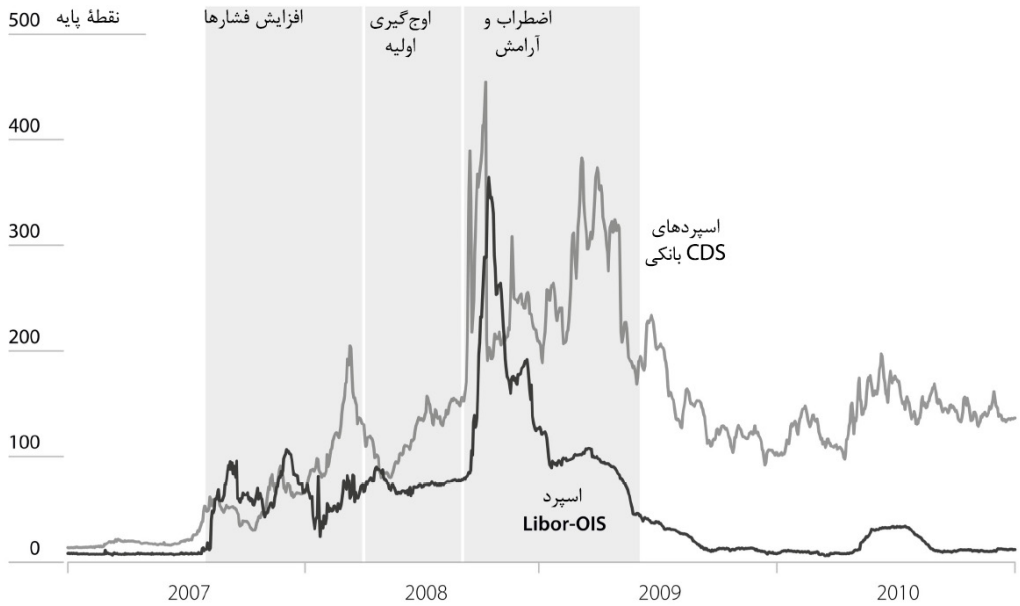


Sources: Stock prices: The Center for Research in Security Prices at Chicago Booth via WhartonResearch Data Services (WRDS); housing prices: U. S. home price and related data, Robert J. Shiller, Irrational Exuberance; GD household wealth: Mishkin (1978); GR household wealth: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States

نتایج

پاسخ دولت ایالات متحده سرانجام به اضطراب‌ها پایان داد و نظام مالی را به ثبات رساند.

اسپردهای CDS بانکی و اسپرد Libor-OIS

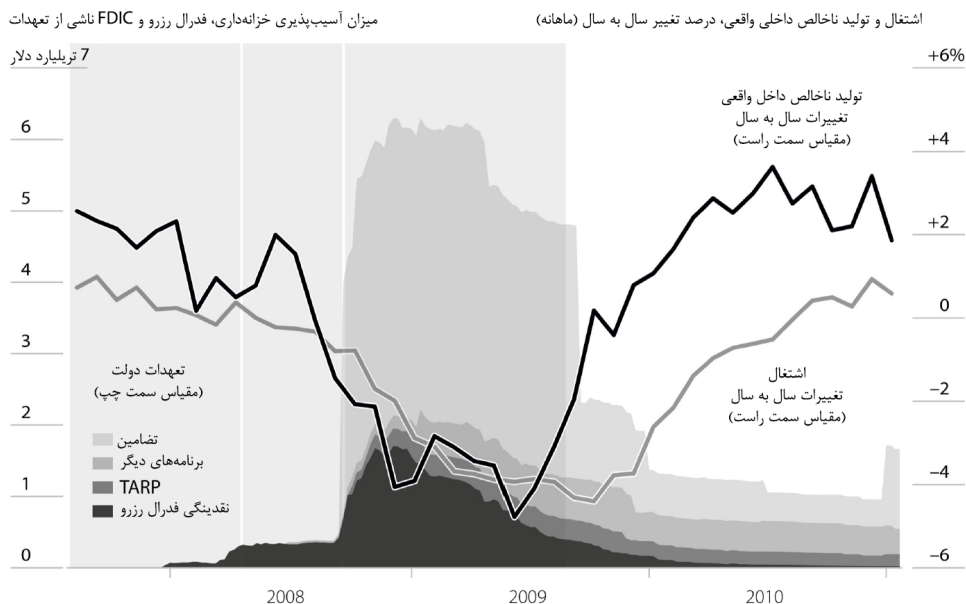


Sources: Libor-OIS: Bloomberg Finance L. P. ; CDS spreads: Bloomberg Finance L. P. , IHS Markit

یادداشت: اسپردهای مبادلات نکول اعتباری میانگین‌هایی برابر و موزون از JPMorgan Chase، سی‌تی‌گروپ، ولز فارگو، بانک آمریکا، مورگان استنلی و گلدمن ساکس هستند.

نتایج

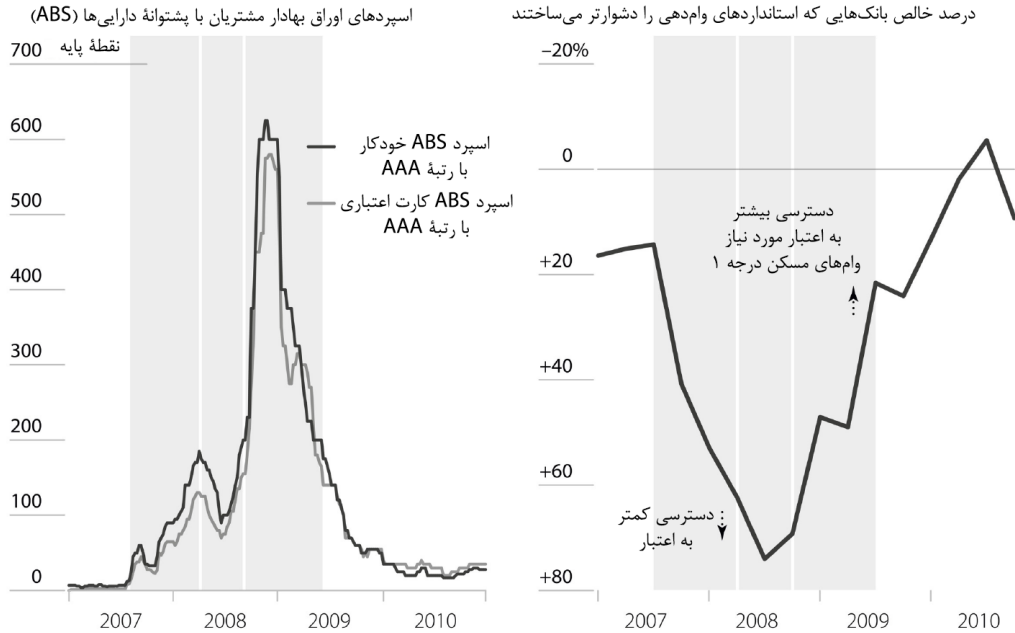
پاسخ دولت به بحران، اجازه داد اقتصاد به آرامی راه خود را به بیرون از رکود پیدا کند.



Sources: Liang et al. (forthcoming), based on U. S. government exposures: Congressional Oversight Panel, “Guarantees and Contingent Payments in TARP and Related Programs” via Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Deposit Insurance Corp. , Federal Reserve Board, Federal Housing Finance Agency, U. S. Treasury; employment: Bureau of Labor Statistics; realGDP: Macroeconomic Advisers via Haver Analytics

نتایج

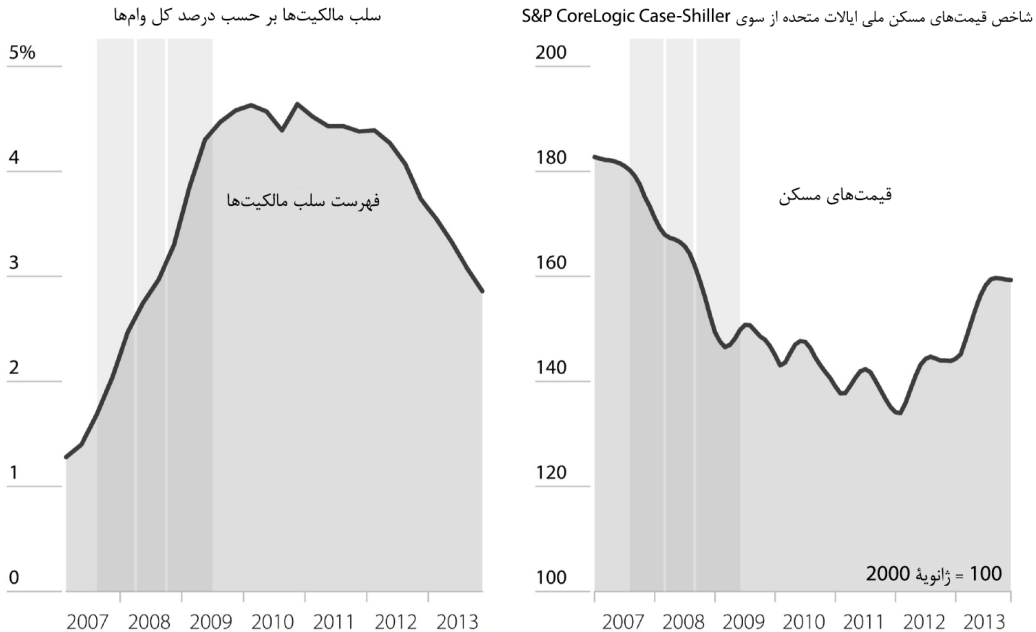
پاسخ دولت که به آغاز به کار دوباره بازارهای اعتباری و وام‌دهی بانکی کمک کرد تا دسترسی به منابع مالی بار دیگر ارزان تر و ساده تر شود.



Sources: ABS spreads: Federal Reserve Bank of New York based on data from JP Morgan and Bloomberg Finance L. P. ; lending standards: Federal Reserve Board

نتایج

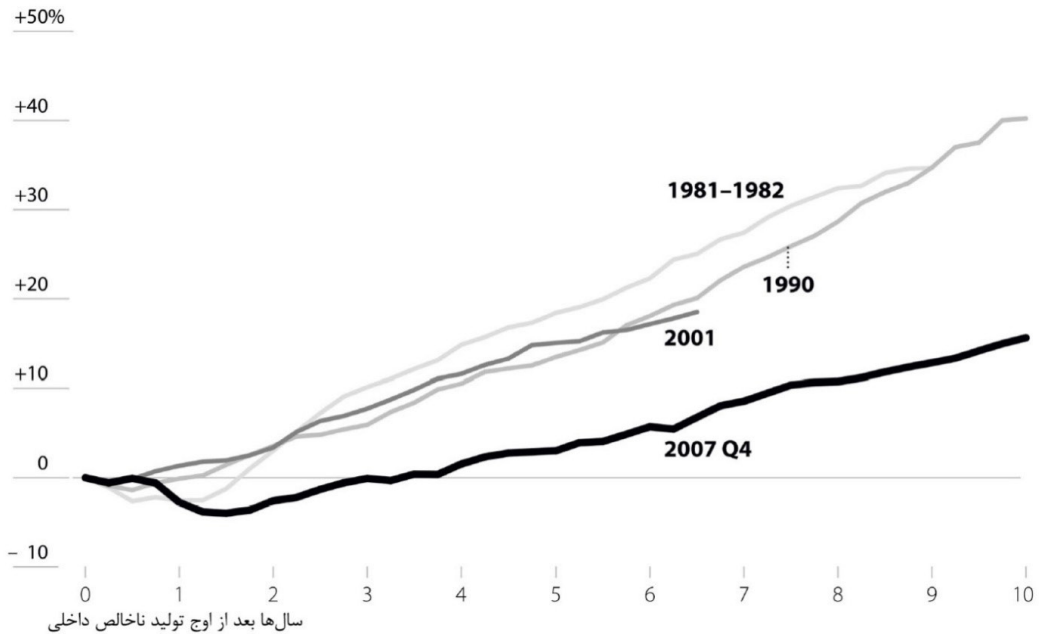
جهش ایجاد شده در سلب مالکیت مسکن‌ها به ثبات رسید، شروع به نزول کرد و سرانجام قیمت‌های مسکن به تدریج احیاء شدند.



Sources: Foreclosure inventory: Mortgage Bankers Association's National Delinquency Survey, Bloomberg Finance L. P. ; home price index: S&P CoreLogic Case-Shiller U. S. National HomePrice Index, not seasonally adjusted, via Federal Reserve Economic Data (FRED)

نتایج

سرعت احیا در ایالات متحده آهسته بود، که پس از یک بحران مالی شدید عادی است. درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی واقعی از نقطه اوج

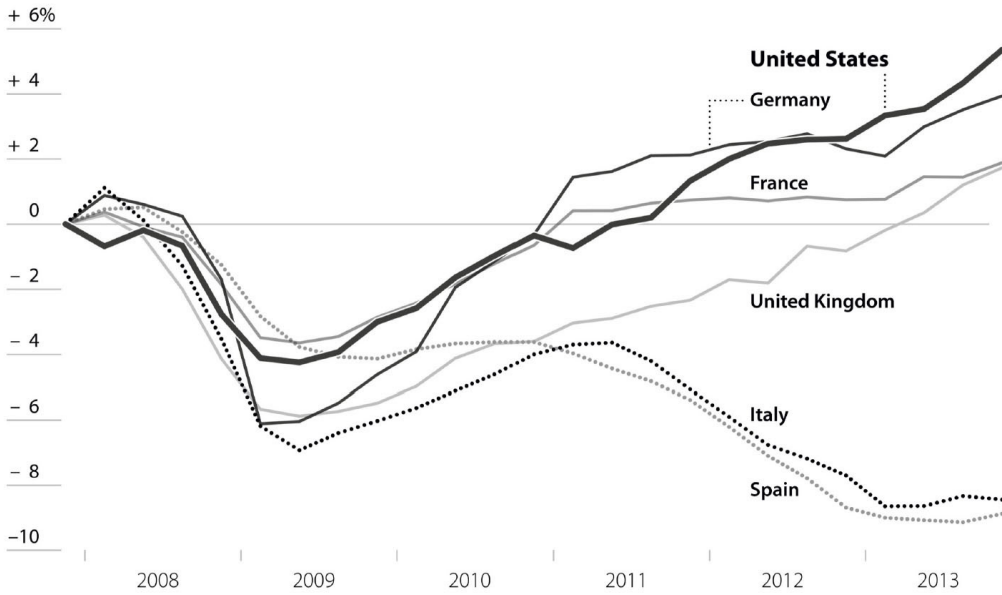


Source: Bureau of Economic Analysis via Federal Reserve Economic Data (FRED)

نتایج

رشد نسبت به بسیاری از کشورهای اروپایی قوی‌تر بوده است.

تولید ناخالص داخلی واقعی، درصد تغییرات از سه‌ماههٔ چهارم سال ۲۰۰۷



Source: Organisation for Economic Co-operation and Development

نتایج

بحران‌های مالی معمولاً برای تولید اقتصادی پرهزینه هستند، اما در مقایسه با بحران‌های دیگر استراتژی ایالات متحده توانست آسیب‌ها را محدود کند.

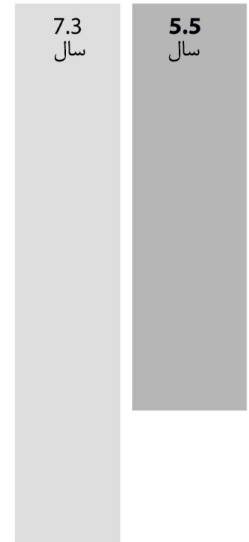
ابعاد کاهش تولید ناخالص داخلی چگونه بود؟
کاهش تولید از اوج تا کمترین میزان
(تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی)



رکود چقدر به طول انجامید؟
مدت رکود



فرایند احیا با چه سرعتی انجام شد؟
احیای تولید به اوج قبلی



■ بحران مالی در اقتصادهای پیشرفته، ۱۸۵۷ الی ۲۰۱۳
■ بحران مالی ایالات متحده

Sources: Reinhart and Rogoff (2009); Bureau of Economic Analysis via Federal Reserve Economic Data (FRED); based on comparisons from Liang et al. (forthcoming)

نتایج

مالیات‌دهندگان ایالات متحده از نجات مالی بهره بردند.

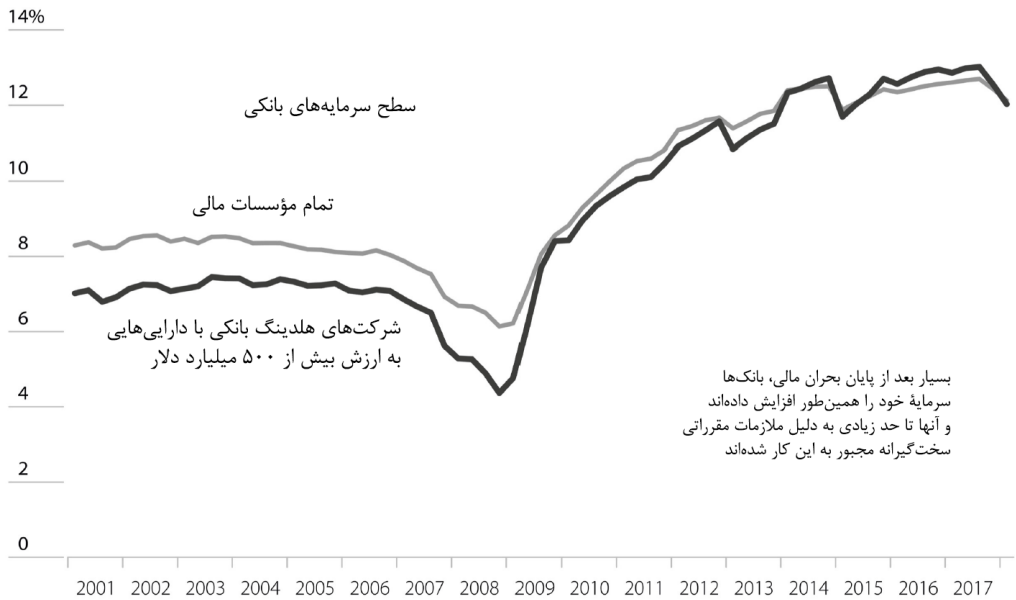
درآمد یا هزینه برنامه‌های ثبات بخشی مالی

سرمایه‌گذاری‌ها	بر حسب میلیارد	نقدینگی / بازارهای اعتباری	بر حسب میلیارد
GSEs	+88.2	GSE خرید بدهی‌های	+17.6
AIG	22.7	CPFF	6.1
CPP	21.9	TAF	4.1
Citigroup	6.6	PPIP	3.9
Bank of America	3.1	TALF	2.3
GMAC/Ally	2.4	TSLF	0.8
CDCI	0.0	Maiden Lane	0.8
Chrysler Financial	0.0	PDCF	0.6
Chrysler	-1.2	AMLF	0.5
General Motors	-10.5	SBA 7(a)	0.0
FDIC گشایش‌های	بر حسب میلیارد	برنامه‌های	بر حسب میلیارد
درآمد تجمعی 2008-10	+45.4	تضمین	
		DGP	+10.2
		MMF ضمانت	1.2
		TAGP	-0.3
DIF ضررهای 2008-10	-60.0		

Sources: Federal Deposit Insurance Corp. ; Federal Housing Finance Agency; Federal ReserveBoard; Labonte and Webel (2018); U. S. Treasury

نتایج

امروز نظام مالی به طور چشمگیری دارای سرمایه بیشتری است و در صورت وقوع یک رکود اقتصادی شدید، توانایی بیشتری برای مقابله با ضررها خواهد داشت.
لایه اول سرمایه^۱ برحسب درصد از دارایی‌های موزون شده با ریسک



Source: Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics Group

یادداشت: نسبت سرمایه بر اساس لایه اول سرمایه قبل از سال ۲۰۱۴ و لایه اول سرمایه (CET1) از آغاز سال ۲۰۱۵ محاسبه شده و در طول سال ۲۰۱۴ ترکیبی از این دو است.

نتایج

مقررات سرمایه‌های قوی‌تر به بخش بسیار وسیع‌تری از نظام مالی ایالات متحده اعمال شده است.

Q4 2007

از نظام مالی با محدودیت‌های
اهرمی روبرو شد

41%

بدون محدودیت در اهرم مالی



در مجموع ۲۲۱ تریلیارد دلار از دارایی‌های مالی

Q4 2017

از نظام مالی با محدودیت‌های
اهرمی روبرو شد

92%

GSEها تحت حفاظت
دولت باقی مانده‌اند

در مجموع ۳۳۴ تریلیارد دلار از دارایی‌های مالی

Source: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States



نتایج

با این حال اختیارات اضطراری ایالات متحده برای پاسخ مؤثر به یک بحران شدید، همچنان بسیار محدود هستند.

محدودیت‌های پیش از بحران

- گستره کوتاه محدودیت‌های احتیاطی در زمینه اهرم‌های مالی
- پوشش محدود بیمه سپرده‌گذاری
- عدم وجود اختیار تصمیم‌گیری برای شرکت‌های بزرگ بانکی و نهادهای غیربانکی
- عدم توانایی تزریق سرمایه به داخل نهادهای مالی
- عدم وجود اختیار برای ثبات‌بخشی به شرکت‌های دولتی

اختیارات الزامی در زمان بحران

- فدرال رزرو گشایش‌هایی در زمینه وام‌دهنده روز مبدا ایجاد کرد
- تضمین‌های جامع‌تر برای بدهی شرکت بیمه سپرده فدرال و منابع مالی بازار پول
- محافظت شرکت‌های دولتی
- تزریق سرمایه به داخل نهادهای مالی

ابزارهای بعد از بحران

- الزامات سرمایه‌ای قوی‌تر
- الزامات قوی‌تر برای نقدینگی و تأمین بودجه
- اختیار در زمینه تصمیم‌گیری، نهاد رفع مشکلات بانک‌های در حال انحلال

محدودیت‌های پس از بحران

- محدودیت‌های فدرال رزرو به عنوان وام‌دهنده روز مبدا
- عدم تضمین منابع بازار پولی یا عدم تضمین بدهی‌های شرکت بیمه سپرده فدرال بدون تصویب کنگره
- نبود اختیار برای تزریق سرمایه

نتایج

این بحران به شدت آسیب‌زننده بود و البته، نیازی نبود تا این حد وخامت پیدا کند.

این آسیب‌ها نشان‌دهنده پیامدهای ادارهٔ یک نظام مالی با نظارت ضعیف و وارد شدن به یک بحران بدون داشتن ابزار لازم برای انجام اقدامات تهاجمی اولیه جهت جلوگیری از فاجعه است.

فرایند احیا آهسته و شکننده بود و به دلیل حرکت نابالغانه به سوی سیاست‌های مالی انقباضی‌تر آهسته‌تر نیز شده بود.

اقتصاد ایالات متحده حتی با ترمیم فوری آسیب‌ها همچنان با چالش‌های بلندمدت‌تری روبرو است و ریشه‌های این موضوع به زمان پیش از بحران باز می‌گردد.



سیاسگزاری

نمودارهای کتاب حاصل کوشش بن اس. برنانکی، تیموتی اف. گیتنر و هنری ام. پاولسون جونیور، برای بررسی مداخله‌های دولت ایالات متحده در بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۹ تألیف شده است و پروژه مشترکی بین مدرسه مدیریت ییل^۱، برنامه ثبات بخشی مالی، نهاد بروکینگز^۲ و مرکز هاجینز برای سیاست‌های پولی و مالی^۳ تألیف شده است. اسامی همکاران به شرح ذیل است:

مشاوران بخش ترسیم نمودارها: تیموتی اف. گیتنر و نلی لیانگ

ویراستاری: دبورا مک کلیلان

مدیر بخش ترسیم نمودارها: اریک داش^۴

تصویرسازی داده‌ها: ست دابلیو. فیستر

تحلیل گر ارشد داده‌ها: بن هنریک پاولسون^۵

تحلیل گر داده‌ها: آیدان لوسون^۶

همچنین، از افراد و سازمان‌های زیر تشکر می‌کنیم:

BROOKINGS/HUTCHINS: David Wessel, Director; Sage Belz, Jeffrey Cheng, Vivien Lee, Michael Ng

YALE PROGRAM ON FINANCIAL STABILITY: Andrew Metrick, Program Director; Alec Buchholtz, Anshu Chen, Greg Feldberg, Christian McNamara, Chase Ross, David Tam, Daniel Thompson, Rosalind Z. Wiggins

GOLDENTRIANGLE STRATEGIES: Monica Boyer, Emily Cincebeaux, Bill Marsh, Melissa Wohlgenuth

OTHERS: Charlie Anderson, Matthew Anderson, Christie Baer, Michael S. Barr, James Egelhof, Jason Furman, Robert Jackson, Annabel Jouard,

-
1. Yale School of Management
 2. Brookings Institution
 3. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy
 4. Eric Dash
 5. Ben Henken
 6. Aidan Lawson

Katherine Korsak, Lorie Logan, Francis Mahoney, Vivek Manjunath, Drew McKinley, Patrick Parkinson, Wilson Powell III, Ernie Tedeschi

DATA SOURCES: Bloomberg Finance L. P. ; the Center for Research in Security Prices at Chicago Booth; CoreLogic®, a property data and analytics company; Freddie Mac; Goldman Sachs; Haver Analytics; IHS Markit; iMoneyNet; Mortgage Bankers Association; Securities Industry and Financial Markets Association; SNL Financial; S&P Dow Jones Indices LLC, Standard & Poor's (S&P® and S&P 500® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, and Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC. © 2017 S&P Dow Jones Indices LLC, its affiliates

and/or its licensors. All rights reserved); U. S. Dept. of Housing and Urban Development; Wharton Research Data Services (WRDS)

یادداشت‌ها

رشد تجمعی میانگین درآمد: با داده‌های اساسی شکل نمودار شماره ۱۰ مجدداً طراحی شده است.

“The Distribution of Household Income, 2014,” Congressional Budget Office (2018), [www. cbo. gov/publication/53597](http://www.cbo.gov/publication/53597)

برای مشاهده تعاریف درآمد و گروه‌های درآمدی به پیوند بالا رجوع کنید.
شاخص قیمت واقعی مسکن: براساس شکل ۱.۳، قیمت مسکن در ایالات متحده و داده‌های مرتبط

Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 3rd ed. (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015), as updated by the author, [www. econ. yale. edu/~shiller/data. htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm).

کل بدهی خانوارها: براساس شکل ۱، پنل ۱،

Michael Ahn, Michael Batty, and Ralf Meisenzahl, “Household Debt-to-Income Ratios in the Enhanced Financial Accounts,” *FEDS Notes* (Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, January 11, 2018), [https://doi. org/10. 17016/2380-7172. 2138](https://doi.org/10.17016/2380-7172.2138).

بدهی معوقه در بازار اعتبارات: براساس شکل ۱،

Scott G. Alvarez, William Dudley, and Nellie Liang, “Nonbank Financial Institutions: New Vulnerabilities and Old Tools,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr. , with Nellie Liang, eds. , *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

خالص وام‌های اعطا شده در بازار ریپو:

Based on Exhibit 1, Gary Gorton and Andrew Metrick, “Who Ran on Repo?”(2012), <http://faculty.som.yale.edu/garygorton/documents/whorancompleteoctober4.pdf>.

سهم بانک‌ها شامل بدهی‌های خالص ناشی از توافق‌نامه‌های بودجه فدرال می‌شود.
تزریق نقدینگی به نظام بانکداری: براساس شکل‌های ۵ و ۶،

William English and Patricia Mosser, “The Use and Effectiveness of Conventional Liquidity Tools Early in the Financial Crisis,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds. *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis*, (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

صدور شبانه: براساس شکل ۷،

Lorie Logan, William Nelson, and Patrick Parkinson, “The Fed’s Novel Lender of Last Resort Programs,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

صدور اوراق بهادار با پشتوانه دارایی: براساس نمودار ۵؛

Based on Chart 5, Adam Ashcraft, Allan Malz, and Zoltan Pozsar, “The Federal Reserve’s Term Asset-Backed Securities Loan Facility,” *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 18(3) (November 2012): 29-66, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2012/EPRvol18n3.pdf>.

جریان نقدینگی روزانه صندوق‌های تعاونی خرید اوراق قرضه ایالات متحده:
براساس پنل ۱،

Lawrence Schmidt, Allan Timmermann, and Russ Wermers, “Runs on Money Market Mutual Funds,” *American Economic Review* 106(9)(2016):



2625–57, www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20140678.

نسبت کل سپرده‌ها:

Based on Slide 4, “Reforming Wall Street, Protecting Main Street,” U. S. Treasury, July 2012, www.treasury.gov/connect/blog/Documents/20120719_DFA_FINAL5.pdf.

توافق برای تضمین بدهی‌های مالی جدید: بانک‌های متعارف شامل بانک‌های سپرده‌گذاری می‌شوند. شرکت‌های هلدینگ بانکی نیز شامل شرکت‌های هلدینگ بانکی، شرکت‌های سپرده‌گذاری و وام‌دهی، موسسات مالی شرکتی و شرکت‌های مالی تابع آنها می‌شوند. موسسات غیربانکی نیز شامل نهادهای غیربانکی و موسسات تابع آنها و همچنین بانک‌های شرکتی خاصی هستند که دارایی غیربانکی موسسات تابع غیربانکی آنها بیش از نیمی از کل دارایی‌های‌شان را تشکیل می‌دهد.

تعهدات معوق به ای‌آی‌جی: براساس داده‌های خزانه‌داری ایالات متحده و اطلاعات و جدول زمانی موسسه ای‌آی‌جی،

www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARPPPrograms/aig/Pages/default.aspx

تاثیر محرک اقتصادی دولت بر تولید ناخالص سه‌ماهه (اولین محرک مالی): براساس شکل ۳.

Jason Furman, “The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected, and Lessons for Next Time,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

تاثیر محرک اقتصادی دولت بر تولید ناخالص سه‌ماهه (قانون احیای اقتصاد سال ۲۰۰۹): براساس شکل ۳.

Jason Furman, “The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected, and Lessons for Next Time,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First*

Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

تاثیر محرک اقتصادی دولت بر تولید ناخالص سه‌ماهه (اقداماتی که پس از تصویب قانون احیای اقتصادی انجام شدند): براساس شکل ۳،

Jason Furman, “The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected, and Lessons for Next Time,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

حمایت از فنی می و فردی مک جریان اعتباری وام مسکن را حفظ کرد: آمار ماهانه صدور و انتشار اوراق بهادار مرتبط با وام مسکن ممکن است با آمار سالانه‌ای که انجمن صنعت اوراق بهادار و بازارهای مالی در تارنمای خود منتشر می‌کند مطابقت نداشته باشد زیرا روش انجام محاسبات هریک از آمارها با یکدیگر تفاوت دارد.
وام‌های مسکن تعدیل شده یا وام‌هایی که کمک مالی کاهش ضرر وام را دریافت کردند:

Based on the figure “Mortgage Aid Extended More than 9.9 Million Times, Outpacing Foreclosures,” December 2016 Housing Scorecard, www.hud.gov/sites/documents/SCORECARD_2016_12_508C.PDF.

تعداد مالکان خانه‌ای که کمک مالی دریافت کردند: ممکن است برخی مالکان خانه‌ها در بیش از یک برنامه کمک مالی دولت شرکت کرده باشند: مجموع مالکان خانه که کمک مالی دولتی دریافت کرده‌اند الزاماً با تعداد استقراض‌کنندگان منفردی که کمک مالی دریافت کرده‌اند برابر نخواهد بود.

Based on Table 3, Michael Barr, Neel Kashkari, Andreas Lehnert, Phillip Swagel, “Crisis-Era Housing Programs,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009*



Global Financial Crisis (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

خطوط تبادل نقدینگی بانک مرکزی: تعهدات بیشینه از جدول ۲،

Linda S. Goldberg, Craig Kennedy, and Jason Miu, “Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs,” *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 17(1) (May 2011): 3–20, www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/11v17n1/1105gold.pdf.

افزایش تعهدات وام‌دهی صندوق بین‌المللی پول:

Based on Clay Lowery, Nathan Sheets, and Edwin (Ted) Truman, “International Coordination of Financial and Economic Policies,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

شدت بازارها: بازارهای سهام (NYSE/AMEX/NASDAQ/ARCA) براساس ارزش کل بازار گزارش شده از سوی مرکز تحقیقات در زمینه قیمت اوراق بهادار سنجیده می‌شوند و در سراسر دوره بحران نشان داده شده‌اند. قیمت مسکن نیز تا سه سال پس از نقطه اوج خود نشان داده شده‌اند. ثروت خانوارها نیز با مقایسه تغییر میانگین سالانه ثروت اسمی خانوارها در میان سال‌های ۱۹۲۹–۱۹۳۰ و تغییر سطح اسمی ثروت خانوارها در میان سه ماهه اول سال ۲۰۰۸ الی سه ماهه اول سال ۲۰۰۹ محاسبه شده است. برآوردهای ثروت خالص و واقعی خانوارها طی رکود بزرگ نیز از جدول ۱،

Table 1, Frederic S. Mishkin, “The Household Balance Sheet and the Great Depression,” *The Journal of Economic History* 38(4) (December 1978): 918–37, www.jstor.org/stable/2118664.

به اقتصاد اجازه داد تا به تدریج از چاله‌ای که در آن افتاده بود خارج شود: تضامین: حداکثر تعهدات وزارت خزانه‌داری ایالات متحده را تحت برنامه تضامین موقت برای صندوق‌های تعاونی خرید اوراق قرضه و تعهدات بیشینه سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال تحت دو بند از برنامه تضمین موقت نقدینگی، برنامه تضمین بدهی و برنامه تضمین حساب‌های جاری را نشان می‌دهد.

برنامه خرید دارایی‌های مشکل‌دار (TARP): تعهدات اصلی باقی مانده برنامه تارپ را نشان می‌دهد که شامل برنامه‌های حمایت از بانک‌ها، برنامه‌های بازار اعتباری، حمایت از صنعت خودرو، کمک مالی به گروه بین‌المللی آمریکا و برنامه‌های مسکن می‌شود. برنامه‌های نقدینگی فدرال رزرو: مبلغ باقی مانده وام‌هایی را نشان می‌دهد که تحت برنامه‌های اعتباری و نقدینگی هیئت فدرال رزرو پرداخت شده‌اند. این برنامه‌ها عبارتند از برنامه فرصت محدود وام‌دهی (اعتبارات اصلی، اعتبارات فرعی و اعتبارات فصلی)، اعتبارات حراج مدت‌دار، تسهیلات اعتباری فروشندگان اصلی، تسهیلات نقدینگی صندوق‌های تعاونی خرید اوراق قرضه کوتاه‌مدت، تسهیلات وام مدت‌دار خرید اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، تسهیلات وام خرید اوراق تجاری و خطوط تبادل نقدینگی بانک مرکزی. همچنین ارزش اوراق بهادار باقی مانده‌ای را که از طریق تسهیلات وام مدت‌دار اوراق بهادار واگذار شده‌اند را نشان می‌دهد.

برنامه‌های دیگر: فدرال رزرو، سازمان بیمه سپرده‌های بانکی فدرال، تعهدات خزانه‌داری تحت برنامه تضمین دارایی‌ها، کمک مالی هیئت فدرال رزرو به شرکت‌های میدن لین و حمایت از گروه بین‌المللی آمریکایی، حمایت خزانه‌داری از فنی می و فردی مک از طریق توافق‌های خرید سهام‌های ترجیحی ارشد و همچنین ارزش اسمی اوراق کل سبد اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن (MBS) خزانه‌داری در پایان هر ماه در میان بازه زمانی اکتبر ۲۰۰۸ تا مارس ۲۰۱۲ را نشان می‌دهد.

میزان آسیب‌پذیری خزانه‌داری به دلیل برنامه تضامین موقت صندوق‌های تعاونی خرید اوراق قرضه از «تضامین و پرداخت‌های احتمالی برنامه تارپ و سایر برنامه‌های مرتبط: گزارش نظارتی ماه نوامبر هیئت نظارت کنگره»، هیئت نظارت کنگره (نوامبر ۲۰۰۹) اخذ شده است. <https://fraser.stlouisfed.org/title/5018>

Based on Nellie Liang, Margaret M. McConnell, and Phillip Swagel, "Evidence on Outcomes," in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

راهبرد ایالات متحده قدرت کاهش آسیب‌های وارد شده را نداشت: داده‌های مرتبط به ۶۳ بحران مالی اقتصادهای پیشرفته بین سال‌های ۱۸۵۷ تا ۲۰۱۳ از:

Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, "Recovery from Financial Crises:



Evidence from 100 Episodes,” *American Economic Review: Papers & Proceedings* 104(5)(2014): 50–55, https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/aer_104-5_50-55.pdf.

Based on Nellie Liang, Margaret M. McConnell, and Phillip Swagel, “Evidence on Outcomes,” in Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., with Nellie Liang, eds., *First Responders: Inside the U. S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis* (New Haven: Yale University Press, forthcoming).

درآمد یا هزینه برنامه‌های ثبات مالی: براساس جدول ۲

Baird Webel and Marc Labonte, “Costs of Government Interventions in Response to the Financial Crisis: A Retrospective,” Congressional Research Service (updated September 2018), <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43413.pdf>.

تمام اعداد به جز اعداد مشخص شده بر اساس مبنای نقدی خود در ۱ آگوست سال ۲۰۱۸ گزارش شده‌اند. میزان خرید اوراق قرضه شرکت‌های تحت حمایت دولت، ضررها و درآمد تجمعی DIF و TAGP مطابق مبنای نقدی خود در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۱۷ گزارش شده‌اند. مقادیر مرتبط به شرکت‌های میدن لین به ۳۱ ژانویه سال ۲۰۱۸ و مقادیر مرتبط به شرکت‌های تحت حمایت دولت نیز به سه ماهه دوم سال ۲۰۱۸ تعلق دارند.

وضع مقررات سختگیرانه‌تر برای الزامات سرمایه: موسسات سپرده‌گذاری شامل موسسات سپرده‌گذاری ثبت شده ایالات متحده، دفاتر بانک‌های خارجی در ایالات متحده و اتحادیه‌های اعتباری می‌شوند.