

جایگاه مبادلات مالی و سرمایه‌ای بین‌الملل در جذب عدم تعادل‌های مالی در ایران و هشت کشور صنعتی و در حال توسعه

حسین باستانزاد

محقق اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

چکیده:

مطابق الگوهای نظری اقتصاد کلان تغییرات تراز حساب جاری با شکاف پس‌انداز ناخالص ملی رابطه هم‌سویی داشته و تغییرات آن‌ها متناسب می‌باشد. نوسانات تراز حساب جاری نیز حساب سرمایه موازنه پرداخت‌های هر کشوری را متأثر می‌سازد. نوسانات حساب سرمایه موازنه پرداخت‌ها در کشورهای صنعتی و در حال توسعه ماهیت متفاوتی دارد. در کشورهای در حال توسعه به علت روند تصادفی پس‌انداز ناخالص ملی و حساب جاری عملاً حساب سرمایه (تامین مالی کننده تراز حساب جاری بوده) روندی تصادفی (مانا)^۱ دارد. به عبارت دیگر در کشورهای مذکور منابع مالی خارجی به عنوان پسماند معادله شکاف پس‌انداز ناخالص ملی مورد استفاده قرار می‌گیرند و عموماً در قالب دیون خارجی انعکاس می‌یابند. اما در کشورهای صنعتی جریان منابع مالی بین‌المللی که در حساب سرمایه موازنه پرداخت‌های آن‌ها انعکاس یافته روندی ناماننا داشته و هم‌سو با جریان سیکلی سرمایه‌گذاری و رشد داخلی آن کشورها تغییر می‌یابد. در چنین شرایطی منابع مالی بین‌المللی به صورت جانشین یا مکمل در تابع عرضه سرمایه‌گذاری داخلی انعکاس یافته و برخلاف کشورهای در

حال توسعه ماهیت پسماند ندارند، بلکه همانند منابع مالی داخلی بر اساس نرخ بازدهی مورد انتظار به کار گرفته می‌شوند. نرخ مذکور در هر یک از بخش‌های اقتصادی در رقابت با نرخ‌های موجود در سایر بخش‌های داخلی و نرخ‌های بازارهای مالی بین‌المللی مورد مقایسه قرار گرفته و رفتار سرمایه‌گذاران را هدایت می‌نمایند. ماهیت منابع مالی در حساب سرمایه کشورهای صنعتی سرمایه‌گذاری‌ها خارجی (مستقیم و پورتفو) بوده و برخلاف کشورهای در حال توسعه کمتر در قالب دیون بین‌المللی انعکاس می‌یابد.

مقدمه

جریان انتقالات مالی و سرمایه‌ای در سه دهه اخیر در کشورهای مختلف روند فزاینده‌ای یافت. استفاده از ظرفیت‌های بالقوه بازارهای مالی و سرمایه‌ای در جریان عدم تعادل‌های ترازحساب جاری موازنه پرداخت‌ها و نیز بهره‌مندی از مزیت‌های تولیدی و کارایی ابزارهای بازارهای پول و سرمایه در کشورهای مختلف جهان از عوامل موثر بر جریان انتقالات مالی بوده، که علیرغم اعمال محدودیت توسط برخی از کشورهای در حال توسعه همواره روند افزایشی داشته است. ورود به عرصه بازارهای مالی و ایجاد بسترهای مناسب ارتباطی، جهت استفاده از ظرفیت‌های مالی بین‌المللی، یکی از سیاست‌های اساسی تجارت خارجی و مبادلات مالی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه می‌باشد. البته ورود به این عرصه می‌باید با توجه به سهم کشورها از تولید و تجارت جهانی و قدرت رقابت بین‌المللی تولیدات و ابزارهای بازار پول و سرمایه آن‌ها انجام پذیرد تا نسبت به شوک‌های دوره‌ای بازارهای جهانی توان جذب مناسبی مهیا شده باشد.

علیرغم منافع مختلفی که فرآیند ورود به عرصه بازارهای مالی بین‌المللی داشته، بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت بی‌ثباتی‌های اقتصادی و اجتماعی، بازارهای مالی غیر منسجم و فقدان نهادها و ابزارهای مالی کارآمد و اندازه نامناسب فعالیت‌های مالی دولت از منافع فعالیت در این بازارها کم‌بهره ماندند. در چنین شرایطی بازارهای مالی بین‌المللی برای این کشورها به مکانی جهت جذب عدم تعادل‌های ترازحساب جاری کشور تبدیل شده، که مازاد یا کسری حساب جاری کشور در قالب جریانات ورودی یا خروجی سرمایه (تغییر در ذخایر بین‌المللی، تغییر در موجودی دارایی‌های خارجی و استقراض

بین‌المللی) در آنجا تخلیه می‌شود. به عبارت دیگر بازارهای مالی بین‌الملل با هدف کسب سود، کاهش و انتقال ریسک‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از ابزارهای عملیاتی بازارهای مختلف (بازارهای نقدی، اولیه و ثانویه و بازار کالاهای خاص) مورد استفاده قرار نگرفته و تنها مکانی جهت تامین مالی شکاف سرمایه‌های داخلی و بالطبع کسری حساب‌جاری کشورها می‌باشد. مطابق این تحلیل ترازحساب سرمایه و انتقالات مالی تابعی از ترازحساب‌جاری و شکاف مالی (داخلی) بسیاری از کشورهای در حال توسعه می‌باشد. نوسانات ترازحساب‌جاری نیز تابعی از جریان منابع ملی (تفاضل تولید ناخالص داخلی از متغیرهای سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولتی) بوده که با توجه به روند کند و نوسانات محدود مصرف (با فرض روند یک‌نواخت مصرف) شوک‌های مربوط به متغیرهای سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولتی را از طریق تجارت خارجی جذب می‌نماید. این پدیده در قالب الگوهای تامین مالی مصرف یک‌نواخت توسط محققین بسیاری مورد بررسی قرار گرفت. این الگوها رابطه شوک‌های تصادفی جریان منابع ملی (مانا) را با تغییرات ترازحساب‌جاری و انتقالات مالی در قالب آزمون‌های مختلف آماری مورد بررسی قرار می‌دهند. در این تحقیق نیز رابطه نوسانات ترازحساب‌جاری و انتقالات مالی ایران و هشت کشور صنعتی و در حال توسعه (جمهوری اسلامی ایران، نیجریه، مکزیک، شیلی، فیلیپین، کانادا، آلمان، ژاپن و آمریکا) با شوک‌های ناشی از تغییرات جریان منابع ملی مورد بررسی قرار می‌گیرد (با استفاده از آزمون‌های علیت انگل - گرنجر^۱ و آزمون‌های گشت تصادفی فیلیپس - پرون). این تحقیق از پنج بخش تشکیل می‌شود. در مرحله نخست رابطه نظری انتقالات مالی با متغیرهای کلان مورد تحلیل قرار گرفته و در قسمت دوم الگوی مربوط به انتقالات مالی تصریح می‌گردد. در بخش سوم فروض تحقیق و روش آزمون آن‌ها تبیین شده و در قسمت چهارم نیز نتایج آزمون‌های آماری و اعتبار تجربی آن‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. در بخش پایانی نیز نتایج تحقیق ارائه می‌گردد.

۱- رابطه نظری انتقالات مالی با متغیرهای کلان

مطالعات هانکه و مانتیل (۱۹۹۰)، ماتیسون و سوارز (۱۹۹۲) حاکی از افزایش تحرک سرمایه در کشورهای توسعه یافته طی دهه‌های هفتاد و هشتاد می‌باشد. اگرچه در برخی از کشورهای توسعه یافته همچنان برخی از محدودیت‌ها در قالب کنترل نرخ ارز، فرآیند تخصیص آن، موانع متعدد تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای و سقف انتقالات مالی و سرمایه‌ای وجود داشته، اما هیچ‌یک از آن‌ها بر فرآیند انتقالات مالی و سرمایه‌ای چندان موثر نبوده‌است، به طوری که مطالعات فرانکی (۱۹۹۱) دلالت بر رابطه هم‌سو میان نرخ‌های بهره اسمی داخلی و بین‌المللی داشته که علیرغم کنترل‌های شدید مالی، انتقالات سرمایه‌ای را در کشورهای توسعه یافته در پی داشته‌است. فرآیند انتقالات سرمایه‌ای مطابق تجربیات سال‌های ۱۹۹۰-۹۱ کشورهای آمریکای لاتین (برزیل، ونزوئلا، مکزیک، کلمبیا و شیلی) دلالت بر آثار گسترده متغیر مذکور بر بازار ارز، نرخ تورم، نرخ بهره و کسری مالی داخلی دارد. به طوری که در جریان ورود منابع مذکور نرخ‌های ارز، تورم و بهره به ترتیب کاهش و افزایش یافته و در فرآیند بازگشت نیز تغییرات این متغیرها معکوس می‌گردند. البته تدوین ضوابط و مقررات ناظر بر جریان انتقالات مالی، شفاف‌سازی فعالیت بازارها به منظور تسویه عدم تعادل‌های داخلی و بین‌المللی، تنظیم استانداردها و نسبت‌های مالی ناظر بر فعالیت موسسات کارگزاری مالی، بانک‌ها و اتخاذ سیاست‌های مدبرانه سمت تقاضا مستقیماً نوسانات متغیرهای مذکور را در جریان انتقالات مالی محدود می‌نماید (کالوو، لیدرمن و رینهارت (۱۹۹۲)).

ورود به عرصه بازارهای مالی جهانی برای اقتصاد کشورهای در حال توسعه که سهم محدودی در فرآیند تولید، تجارت، پس انداز و انباشت سرمایه بین‌المللی داشته به علت تاثیرپذیری آن‌ها از تحولات بازارهای جهانی می‌باید با توجه به سهم بخش‌های قابل تجارت در فرآیند تولید، تنوع عرضه کالاها و خدمات در جریان تجارت خارجی، ظرفیت‌های واقعی جذب منابع مالی بین‌المللی، شفافیت و سرعت تسویه بازارهای داخلی و انطباق فعالیت موسسات مالی (اعم از داخلی و خارجی) با ظرفیت‌های عملیاتی بخش‌های واقعی اقتصاد در بازار سرمایه آن‌جا پذیرد. چرا که افزایش مبادلات تجاری و مالی بدون توجه به ظرفیت‌های

واقعی تولید و جذب کشورها، آن‌ها را نسبت به تحولات بین‌المللی آسیب‌پذیر می‌سازد (بحران سال‌های ۹۸-۱۹۹۷ جنوب شرقی آسیا و بحران سال ۲۰۰۱ آرژانتین).

شکاف‌های مقطعی میان سطوح پس انداز و سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی (یکی از مشکلات مشترک کشورهای در حال توسعه) از طریق افزایش ظرفیت جذب داخلی اقتصاد کسری اجتناب‌ناپذیر ترازتجارت خارجی را در پی داشته که نخستین آثار آن افزایش نرخ ارز (بازارغیررسمی) و بهره‌مربوط به آن (حتی در رژیم‌های ارزی مدیریت شده) می‌باشد. در شرایط افزایش نرخ ارز و شکاف مالی داخلی، هزینه فرصت دارایی‌های نقدی داخلی افزایش یافته و ترکیب سبد مالی سرمایه‌گذاران خرد به سمت کالاهای مصرفی بادوام (خودرو، زمین، ساختمان و ...) و یا دارایی‌های دارای قدرت خرید بین‌المللی (طلا، اسعار معتبر و ...) سوق می‌یابد. سرمایه‌گذاران بزرگ نیز دارایی‌های خود را به طرق مختلف (قانونی یا غیرقانونی) به بازارهای پول و سرمایه پرونوق‌تر هدایت می‌نمایند. در تحلیل نهایی هر دو وضعیت خروج منابع سرمایه‌گذاران بزرگ به بازارهای مالی بین‌المللی و تبدیل دارایی‌های سرمایه‌گذاران خرد (به صورت طلا و ارز)، نوعی خروج سرمایه از اقتصاد ملی تلقی می‌گردد. پدیده مذکور در کنار کسری ساختاری پس انداز ناخالص داخلی (در کشورهای در حال توسعه)، چرخه افزایش نرخ ارز و شکاف مالی داخلی را تشدید می‌نماید. این فرآیند در شرایط رونق مقطعی معکوس شده و جذب منابع و پس‌اندازهای خارجی را در پی دارد.

رابطه میان شکاف مالی داخلی، ترازتجارت خارجی، تحولات بازار ارز و انتقالات سرمایه‌ای در کشورهای صنعتی متفاوت از روند مذکور در کشورهای در حال توسعه می‌باشد. چرا که روند شکاف مالی و کسری ترازتجاری مربوطه در کشورهای توسعه یافته تصادفی نبوده و همانند روند سایر متغیرهای کلان در این کشورها از نوع نئوکلاسیکی می‌باشند. تحولات بازارهای مالی و انتقالات سرمایه‌ای ناشی از آن نیز متأثر از فعالیت‌های دوره‌ای (سیکلی) بخش واقعی اقتصاد و میزان بهره‌دهی و انسجام بازارهای پول و سرمایه بوده و روند نوسانات آن کند و ناپایا می‌باشد.

انتقالات سرمایه‌ای در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت فقدان بازارهای مالی منسجم، به عنوان عامل یک‌نواخت‌کننده مصرف داخلی در مقابل شوک‌های مختلف (نوسانات تولید ناخالص داخلی، هزینه‌های دولت و سرمایه‌گذاری)، شناخته شده و در

بسیاری از مدل‌های علمی - تجربی مورد استفاده قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر تغییرات جریان منابع مالی (تفاضل تولید ناخالص داخلی از مقادیر سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولت) به ترتیب سطوح مصرف داخلی و ترازحساب‌جاری را متأثر ساخته که کسری یا مازاد ترازحساب‌جاری نیز بر جریان مبادلات مالی و سرمایه‌ای اثرگذار می‌باشد. مطابق تحلیل مذکور نوسانات تراز حساب‌جاری و سرمایه‌ای در موازنه پرداخت‌ها پایه ثبات رفتار مصرفی یک کشور می‌باشد. مصرف به عنوان بزرگترین متغیر سمت تقاضای واقعی اقتصاد بیش از ۶۵ درصد ظرفیت‌های تولید کشورهای در حال توسعه را به خود اختصاص داده و تغییرات روند آن (از طریق تاثیر بر شکاف مالی داخلی) بیشترین اثرات را بر جریان تجارت خارجی و انتقالات مالی در پی دارد، که در قالب تحلیل‌های پویا خود نیز متأثر از نوسانات تاخیری جریان تجارت خارجی و انتقالات مالی می‌باشد. متغیرهایی هم‌چون هزینه‌های دولتی و سرمایه‌گذاری، ساختاری شوک‌پذیر داشته، اما مصرف‌روندی کند و یک‌نواخت دارد. مطالعات مختلف دلالت بر ارتباط متقابل روندمصرف با انتقالات مالی در کشورهای در حال توسعه بوده که توسط گوش (۱۹۹۰) شفرین و وو (۱۹۹۰) و اوتو (۱۹۹۲) مورد بررسی قرار گرفت. هم‌چنین تحقیقات ساجز (۱۹۸۲) فرانکل و رازین (۱۹۸۷) در قالب الگوهای دو زمانه نوسانات مصرف داخلی، ترازحساب‌جاری و مبادلات مالی فرضیه مذکور را تایید می‌نماید. جریان مبادلات مالی در کشورهای توسعه یافته و برخی از کشورهای در حال توسعه عمدتاً ناشی از تمایلات سفته‌بازی و کسب سود از بازارهای مالی بوده رودریگز (۱۹۹۲) اما در بسیاری از کشورهای توسعه نیافته و در حال توسعه جریان تجارت خارجی و بدنبال آن مبادلات سرمایه‌ای ناشی از آن به دور از تمایلات سفته‌بازی ضاحبان سرمایه و تنها براساس نیازهای درونی اقتصاد تعیین می‌گردد.

۲- الگوی پویای انتقالات مالی و سرمایه‌ای

جریان‌ات انتقالات مالی و سرمایه‌ای در کشورهای در حال توسعه به شدت متأثر از شکاف مالی داخلی (مهم‌ترین عنصر آن میزان مصرف می‌باشد) بوده اما در کشورهای صنعتی مبتنی بر سودآوری و ثبات بازارهای مالی (در میان‌مدت) می‌باشد. به همین علت مطالعات تجربی دلالت بر این واقعیت داشته که روند جریان مبادلات مالی و سرمایه‌ای مربوط به

کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به ترتیب تصادفی و غیرتصادفی بوده‌است. معادلات زیر چارچوب عملیاتی رابطه متقابل میان انتقالات تجاری - مالی با مصرف را در طول زمان نشان داده که بر مبنای یک مدل دو زمانه متکی به نظریه درآمد دایمی فریدمن تصریح گردید.

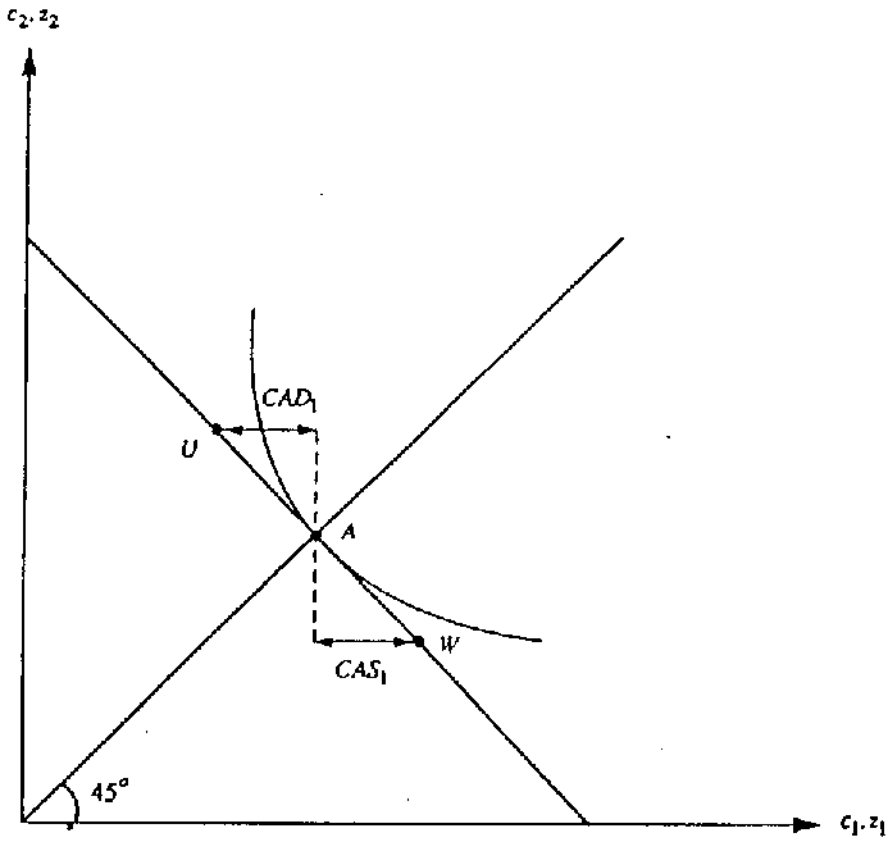
رابطه (۱-۱) جریان منابع ملی را ارایه می‌نماید. مطابق معادله مذکور جریان منابع ملی معادل تفاضل تولید ناخالص داخلی از مقادیر سرمایه گذاری و هزینه‌های دولتی می‌باشد. به عبارت دیگر تغییرات روند متغیرهای مذکور مستقیماً بر جریان تجارت خارجی و مصرف خصوصی اثرگذار می‌باشد. در چارچوب یک الگوی دو زمانه مصرف (مقادیر مفروض جریان منابع ملی)، نوسانات سطوح مصرف در دوره‌های مختلف تغییرات حساب جاری و انتقالات متناسب مالی را به دنبال دارد.

$$Z_t = GDP_t - I_t - G_t = C_t + (X_t - M_t) \quad (1-1)$$

$$CA_t = (X_t - M_t) \quad (1-2)$$

$$(C_1 + CA_1) + \frac{(C_2 + CA_2)}{(1+r)} = Z_1 + \frac{Z_2}{(1+r)} \quad (1-3)$$

نمودار (۱)
تراز حساب جاری و جریان منابع ملی



مطابق رابطه (۳-۱) ارزش فعلی مجموع مقادیر مصرف و تراز حساب جاری در دو دوره زمانی با مجموع ارزش حال جریان منابع ملی یکسان می‌باشد. به عبارت دیگر در چارچوب تحلیل‌های بین زمانی، سطح تعادل رفتار مصرفی با توجه به قید بودجه متکی به جریان منابع ملی پویا (مطابق نمودار شماره یک)، در نقطه A خواهد بود. مطابق نمودار مذکور قید بودجه با شیب $(1+i)$ - و با فرض ماهیت پسماند تراز حساب جاری (در فرآیند یک‌نواخت‌سازی مصرف بین زمانی) سطح ترجیحات بهینه مصرف‌کننده را تبیین می‌نماید. در نقطه تعادل مصرفی میزان تراز حساب جاری و متعاقب آن تغییرات انتقالات مالی بین دوره‌ای معادل صفر می‌باشد. در نقطه U میزان درآمد در دوره آتی بزرگتر از درآمد فعلی بوده و لذا کسری حساب جاری و مازاد حساب مالی در دوره اول اجتناب‌ناپذیر می‌باشد. عکس پدیده مذکور در نقطه W به وقوع می‌پیوندد که مازاد حساب جاری و کسری حساب مالی در دوره اول را در پی دارد.

مطابق تحلیل‌های فوق نوسانات حساب جاری و انتقالات مالی، متأثر از جریان منابع ملی مورد انتظار در طول زمان می‌باشد، به طوری که نوسانات متغیر مذکور به ترتیب سطوح مصرف (با فرض یک‌نواخت سازی روند مصرف) و تراز حساب جاری و سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به طور نمونه افزایش هر یک از متغیرهای سرمایه‌گذاری یا هزینه‌های دولتی سبب جذب سهم بیشتری از ظرفیت‌های تولیدی اقتصاد شده که کاهش جریان منابع ملی را به دنبال دارد (دوره t). کاهش متغیر مذکور با توجه به روند کند (بلندمدت) و درجه انعطاف محدود نوسانات مصرف، زمینه گسترش شکاف مالی و در نتیجه کسری تراز حساب جاری (جهت تامین روند مصرف یک‌نواخت داخلی) را مهیا می‌سازد. کسری مذکور تنها از طریق تامین مالی بین‌المللی (استفاده از ذخایر بین‌المللی، استقراض خارجی و یا فروش دارایی‌های بین‌المللی) میسر بوده که سبب ورود منابع مالی به کشور می‌گردد. این پدیده با توجه به قید بودجه ناظر بر رفتار مصرف‌کننده و مجموع تراز حساب جاری بین دوره‌ای معادل صفر (حتی اگر سقف مجازی برای مجموع تراز حساب جاری و انتقالات مالی بین زمانی فرض گردد)، افزایش مقادیر جریان منابع ملی و مازاد حساب جاری را در دوره بعد $(t+1)$ به دنبال دارد.

به منظور پیش بینی روند مورد انتظار تراز حساب جاری و انتقالات مالی، در مرحله نخست تخمین مقادیر بهینه مصرف در طی زمان اجتناب‌ناپذیر می‌باشد. به همین منظور تابع مصرف رابطه (۴-۱) تصریح می‌شود. تابع مذکور بیانگر ترجیحات مصرفی جامعه بوده

که در آن (C_t) سطوح مصرف کالا و (b_t) نرخ تنزیل بین دوره‌ای مطلوبیت می‌باشد. قیدبودجه مصرف کنندگان (بین دوره‌ای) در قالب معادله (۱-۵) تصریح شده است. مطابق رابطه مذکور نوسانات تفاضل جریان منابع ملی از سطوح مصرف، معادل تراز حساب جاری بوده که صرف خرید دارایی‌های مالی خارجی (در قالب اوراق قرضه بین‌المللی (b_t) و یا اعطای تسهیلات ارزی می‌شود (۱-۶). تغییر در ترکیب دارایی‌های مذکور معادل تغییر در حساب سرمایه موازنه پرداخت‌ها بوده که به مقادیر انباشته از دوره قبل (b_t) افزوده می‌شود.

$$MaxU = \sum (\beta^t E(U(C_t))) \quad (1-4)$$

$$s.t : b_{t+1} = (1+r)b_t + Z_t - C_t \quad (1-5)$$

$$b_{t+1} = (1+r)b_t + CA_t \quad (1-6)$$

$$U(C_t)^* = -(1+r)\beta^t EV'(Z_{t+1}) + E \sum \beta^t (Z_{t+1}) \quad (1-7)$$

$$Z_t = GDP_t - I_t - G_t \quad (1-8)$$

مطابق رابطه (۱-۶) ارزش دارایی‌های خارجی (اوراق قرضه بین‌المللی) در دوره $(t+1)$ از طریق مجموع ارزش دارایی‌های مذکور در ابتدای دوره به علاوه نرخ بهره مربوط به آن‌ها $((1+r)b_t)$ با مقادیر تراز حساب جاری در دوره قبل (CA_t) بدست می‌آید. حداکثر سازی تابع مطلوبیت (۱-۴) به ازای قید بودجه رابطه (۱-۵) روند مصرف بهینه را در طی زمان ارایه می‌نماید. مطابق رابطه (۱-۷) روند بهینه مصرف تابعی از ارزش حال جریان منابع ملی و انباشت سرمایه خارجی می‌باشد^۱. مطابق رابطه مذکور برای مقادیر بالای نرخ رجحان زمانی مصرف بهینه در زمان حال بیش از جریان منابع ملی دایمی بوده که براساس الگوهای بین زمانی بیانگر انتقال سطوح مصرف از آینده به حال و ایجاد کسری تراز حساب جاری و

۱. اثبات رابطه مذکور با همکاری آقای محمود علوی، کارشناس اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران انجام شده که در ضمیمه (الف) درج شده است.

ورود منابع سرمایه‌ای به داخل کشور می‌باشد. عکس پدیده مذکور به صورت انتقال مصرف از حال به آینده و ایجاد مازاد حساب جاری و انتقالات مالی به خارج در دوره (t) می‌باشد. مطابق این تحلیل‌ها روند مصرف متأثر از جریان منابع ملی دائمی (مانا) بوده و انحرافات آن نیز به طور متقابل اثرگذار بر تراز حساب جاری (دوره آتی) و انتقالات مالی و سرمایه‌ای می‌باشد که روندی نامانا^۱ دارند (فروض استاندارد آماری برای آن‌ها صادق نمی‌باشند).

فقدان بازارهای مالی جذاب و بی‌ثباتی‌های اقتصادی - اجتماعی زمینه‌های انتقالات مالی و سرمایه‌ای را در کشورهای در حال توسعه محدود ساخته که این پدیده سبب تقویت وابستگی نوسانات حساب مالی و سرمایه‌ای، به‌ازای تغییرات حساب جاری موازنه‌پرداخت‌ها در این کشورها شده‌است. به عبارت دیگر در شرایط مذکور نوسانات جریان منابع ملی (شکاف مالی) و مصارف یک‌نواخت داخلی بر تغییرات حساب جاری و سرمایه موازنه پرداخت‌ها به شدت اثرگذار می‌باشد. مطابق رابطه (۹-۱) سطح مطلوب تراز حساب جاری معادل تفاضل مقادیر درآمد (تولید ناخالص داخلی به علاوه درآمدهای تصادفی ناشی از خرید دارایی‌های خارجی) از متغیرهای سرمایه‌گذاری، هزینه‌های دولتی و نسبتی از سطح مطلوب مصرف داخلی (انحرافات از روند مصرف بلندمدت) می‌باشد.

$$CA_t^* = (GDP_t + rb_t) - I_t - G_t - C_t^* \quad (1-9)$$

$$Y_t = (GDP_t + rb_t) \quad (1-10)$$

$$CA_t^* = -\sum \frac{1}{(1+r)^t} [E_t \delta (GDP_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j})] \quad (1-11)$$

جایگذاری رابطه (۷-۱) در معادله (۹-۱) سطح مطلوب تراز حساب جاری را به ازای تغییرات ارزش حال جریان منابع ملی ارایه می‌نماید (۱۱-۱). به عبارت دیگر تراز حساب جاری (یک‌نواخت کننده روند مصرف) با تغییرات ارزش حال جریان منابع ملی رابطه معکوس دارد، به طوری که تغییرات مثبت متغیر فوق سبب کسری تراز حساب جاری در

زمان حال می‌گردد. نوسانات تراز حساب جاری ناشی از تغییرات (تصادفی) جریان منابع ملی بوده که انحراف در روند مصرف بلندمدت (یک‌نواخت) را در پی دارد. لذا تحولات حساب جاری و انتقالات مالی (مانا) ناشی از آن در باره‌ی جذب اثرات عدم تعادل‌های مقطعی بر فرآیند مصرف بلندمدت می‌باشند. یک‌نواختی روند بلندمدت مصرف (نامانایی) انعطاف آن را در جذب نوسان تولیدات داخلی کم نموده و لذا کلیه شوک‌های ناشی از تغییرات جریان منابع ملی (هزینه‌های دولتی و یا سرمایه‌گذاری) با هدف حفظ روند یک‌نواخت مصرف از طریق تراز حساب جاری در بخش خارجی تخلیه می‌گردد. این پدیده بیانگر رابطه معکوس میان تراز حساب جاری (انتقالات مالی و سرمایه‌های ناشی از آن) با تغییرات جریان منابع ملی می‌باشد. تغییرات تراز حساب جاری نیز به طور متناسب (تقریبی) جریان انتقالات مالی (CAP_t) را متأثر ساخته (۱-۱۲) که در قالب تغییر در ذخایر بین‌المللی (Res_t) تغییر در خالص موجودی سهام و اوراق قرضه خارجی (b_t) و یا تغییر در خالص تعهدات بین‌المللی (DB_t) انعکاس می‌یابد (۱-۱۳).

$$CA_t^* \cong -(CAP_t) \quad (1-12)$$

$$CAP_t = \delta(Res_t + b_t + DB_t) \quad (1-13)$$

مطابق رابطه (۱-۱۳) مقادیر حساب جاری با جریان منابع مالی و سرمایه‌های کشور رابطه معکوس دارد. به طوری که در شرایط مازاد تراز حساب جاری، خروج منابع به صورت افزایش ذخایر بین‌المللی، خرید دارایی‌های خارجی و اعطای تسهیلات به خارجیان (تسهیلات ارزی، خطوط اعتباری و تسهیلات تجاری) و در مواقع کسری تراز حساب جاری عکس پدیده فوق به وقوع می‌پیوندد. با اتکاء به روابط (۱-۷)، (۱-۱۱) و (۱-۱۲) نوسانات روند مصرف، ناشی از تغییرات کوتاه‌مدت جریان منابع ملی) مستقیماً تراز حساب جاری و انتقالات سرمایه‌های را متأثر می‌سازد. هم‌چنین معادله (۱-۱۱). بیانگر الگوی پویای (بین زمانی) استخراج تراز حساب جاری بوده و تا زمانی که تغییرات مورد انتظار صفر می‌باشد، تغییرات جریان منابع ملی هیچ‌گونه تاثیری بر تراز حساب جاری نخواهد داشت و در صورت بروز شوک‌های کوتاه‌مدت بر جریان منابع ملی زمینه تغییرات معکوس تراز حساب جاری مهیا می‌گردد. برای

محاسبه تراز حساب جاری یک‌نواخت‌کننده مصرف، معادله (۱۱-۱) یک برآورد از ارزش حال تغییرات مورد انتظار جریان منابع ملی، ارایه کرده که سطوح انتظارات آن نیز به مجموعه اطلاعات مورد استفاده کارگزاران اقتصادی (تولید کنندگان، مصرف کنندگان و سفته‌بازان) جهت اخذ تصمیمات آتی بستگی دارد. کمبل و شیلر (۱۹۸۷) در تحقیقات متعدد خود، تراز حساب جاری را مبین مجموعه متغیرهای اطلاعاتی موثر بر رفتار کارگزاران اقتصادی که عامل اصلی نوسانات جریان منابع ملی و نتیجتاً تراز حساب جاری بوده، معرفی کردند. بنابراین با استفاده از مقادیر تاخیری تراز حساب جاری و جریان منابع مالی زمینه بررسی انتظارات کارگزاران اقتصادی به ازای شوک‌های اطلاعاتی و یا منابع ملی (تولید، سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولتی) مهیا می‌گردد.

۳- روش آزمون آماری

بررسی روند تغییرات تراز حساب جاری و انتقالات مالی و سرمایه‌های و عوامل موثر بر آن‌ها در ایران و هشت کشور در حال توسعه و صنعتی محور اساسی این فرآیند مطالعاتی می‌باشد. تاثیرپذیری جریان انتقالات مالی و سرمایه‌های از تحولات بین‌المللی (ظرفیت‌های جذب بازارهای مالی داخلی) در کنار توان جذب داخلی شوک‌های مربوط به جریان منابع ملی (توسط حساب سرمایه) دو فرضیه اساسی قابل آزمون می‌باشند. به عبارت دیگر تاثیرپذیری روند حساب جاری و انتقالات مالی یا متاثر از تحولات اقتصاد بین‌الملل بوده و یا عدم تعادل‌های داخلی اقتصاد (ناشی از نوسانات جریان منابع ملی) علت تغییرات آن می‌باشد. در شرایطی که روند تغییرات جریان منابع ملی (با فرض الگوی مصرف یک‌نواخت) زمینه تغییرات متناسب تراز حساب جاری و انتقالات مالی را مهیا ساخته عملاً بخش خارجی عامل جذب عدم تعادل‌های درونی تلقی می‌گردد. اما در شرایطی که تغییرات مذکور نامتناسب و بعضاً در جهات مختلف بوده، عملاً تحولات متقابل بازارهای مالی داخلی و بین‌المللی و میزان بازدهی وثبات آن‌ها عامل هدایت جریان‌ات سرمایه‌های و فعالیت کارگزاران مالی تلقی می‌شوند. آماره آزمون علیت انگل - گرنجر برای بررسی جهت رابطه میان شکاف مالی داخلی و تراز حساب جاری براساس رابطه (۱۱-۱) و جهت رابطه تراز حساب جاری و حساب مالی نیز براساس رابطه (۱۲-۱) مورد آزمون قرار گرفت. آماره آزمون مذکور برای آزمون فرضیه

شوکه پذیری بازارهای مالی داخلی از تحولات مالی اقتصاد بین الملل یا جریان منابع ملی و شکاف مالی داخلی مورد استفاده قرار گرفت. به منظور آزمون فرضیه رابطه شکاف مالی داخلی با تحولات تراز حساب جاری (و حساب مالی متناظر) با چرخه های تجاری داخلی و یا تصریح جایگاه تراز حساب جاری به منظور جذب شوک های داخلی در فرآیند یک نواخت سازی مصرف (مطابق رابطه (۷-۱)) آماره آزمون فیلیپس - پرون به کار گرفته شد. دوفرضیه مذکور برای ایران و چهار کشور در حال توسعه (شیلی، نیجریه، فیلیپین و مکزیک) و صنعتی (آمریکا، کانادا، آلمان و ژاپن) مورد آزمون قرار گرفت.

۴- نتایج آزمون مدل

آماره آزمون علیت انگل - گرنجر جهت تبیین رابطه میان شکاف مالی داخلی و تراز حساب جاری برای ایران و چهار کشور در حال توسعه و چهار کشور صنعتی مورد آزمون قرار گرفته و نتایج آن در جدول شماره یک درج گردیده است. مطابق نتایج حاصله مندرج در ستون دوم جدول به استثناء ایران، فیلیپین، شیلی و نیجریه در بقیه کشورها کسری مالی داخلی از طریق جریان تجارت خارجی تامین شده که نتایج آزمون فرضیه مذکور صحت این فرضیه را تایید می نماید. در خصوص چهار کشور ایران، فیلیپین، نیجریه و شیلی که همگی در حال توسعه بوده کسری مالی داخلی از طریق سیاست های تورم زای پولی کنترل شده که عملاً با افزایش تقاضای اسمی (افزایش حجم پول) و افزایش سطح عمومی قیمت ها و نرخ های بهره سایه پس انداز ناخالص ملی همراه بوده و زمینه کاهش تقاضای منابع مالی اقتصاد را مهیا می سازد. به عبارت دیگر در کشورهای مذکور به جای تامین کسری منابع از دنیای خارج، سطوح تقاضای داخلی محدود می گردد. روند رشد نقدینگی، تقاضای اسمی و تورم در کشورهای در حال توسعه به طور اعم و چهار کشور ایران، فیلیپین، شیلی و نیجریه به طور اخص در کنار روند تاریخی تصادفی تراز حساب جاری کشورهای مذکور بهترین دلیل اثبات فرضیه فوق می باشد. از طرف دیگر نوسانات روند سرمایه گذاری و هزینه های دولتی در قالب یک الگوی مصرف دائمی (رابطه ۷-۱) در کشورهای صنعتی از طریق ارتباط با دنیای خارج متعادل شده و تایید رابطه میان کسری مالی داخلی با تراز حساب جاری آن ها را در ستون دوم جدول شماره یک می توان مشاهده نمود. در مورد کشورهای در حال توسعه

محدودسازی روند تقاضای اسمی (منابع مالی) از طریق تورم‌های بالا کنترل می‌شود. درخصوص مکزیک نیز عضویت در پیمان نفتا و کمک‌های عظیم مالی و تجاری ایالات متحده به این کشور رابطه‌ای مثبت میان شکاف مالی داخلی با ترازحساب‌جاری (همانند کشورهای صنعتی) ایجاد ساخته‌است.

ستون سوم جدول شماره یک نیز رابطه ترازحساب‌جاری و حساب مالی موازنه پرداخت‌ها را براساس آماره آزمون علیت انگل-گرنجر تبیین می‌نماید. مطابق نتایج حاصله میان نوسانات ترازحساب‌جاری و روند حساب سرمایه ایران و چهار کشور در حال توسعه دیگر رابطه قوی وجود داشته و حساب مالی تأمین‌کننده نوسانات ترازحساب‌جاری می‌باشد. اما درخصوص کشورهای صنعتی رابطه مذکور برقرار نبوده چرا که نوسانات جریان منابع مالی حساب سرمایه در کشورهای مذکور ناشی از چرخه‌های فعالیت بخش‌های واقعی اقتصاد در آن کشورها بوده که از طریق تاثیر متقابل بر بازارهای مالی، جریان منابع مالی به اقتصاد و بازارهای بورس آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به عبارت دیگر جریان منابع مالی و روند انتقالات سرمایه‌ای به کشورهای صنعتی نه تنها به منظور تأمین مالی حساب‌جاری بلکه عمدتاً به منظور استفاده از سود بالقوه بازارهای مالی کشورهای مذکور و بهره‌گیری از آربیتراژ نرخ‌های سود سهام، بهره‌سپرده‌های نقدی و ثبات و تنوع ابزارهای مشتقه در آن بازارها می‌باشد.

آماره آزمون فیلیپس-پرون به منظور آزمون فرضیه روند تصادفی متغیرهای تراز حساب‌جاری و حساب مالی کشورهای مورد مطالعه به کار گرفته شد. مطابق نتایج مندرج در ستون دوم جدول شماره دو روند تراز حساب‌جاری مطابق انتظار برای ایران و چهار کشور در حال توسعه (شیلی، نیجریه، فیلیپین و مکزیک) از نوع تصادفی (مانا) می‌باشد. به عبارت دیگر روند نوسانات شکاف مالی و جریان تجارت خارجی متأثر از آن برای کشورهای در حال توسعه غیر چرخه‌ای و از نوع تصادفی بوده و برای کشورهای صنعتی به علت ماهیت نئوکلاسیکی متغیرهای مذکور از نوع سیکلی و نامانا (غیر تصادفی) می‌باشد. آزمون فرضیه وجود روند تصادفی برای حساب مالی کشورهای مورد مطالعه (مطابق نتایج مندرج در ستون سوم جدول شماره دو) دلالت بر ماهیت تصادفی (مانا) حساب مالی کشورهای در حال توسعه و ایران بوده چرا که حساب مالی در کشورهای مذکور حساب تأمین‌کننده تراز حساب‌جاری بوده و لذا روند تصادفی آن نیز مشابه روند تصادفی ترازحساب‌جاری می‌باشد.

جدول: (۱)

نتایج آزمون علیت انگل - گرنجر

سطح اطمینان	نتیجه آزمون فرضیه رابطه متغیرهای وابسته - مستقل حساب مالی - حساب جاری	سطح اطمینان	نتیجه آزمون فرضیه رابطه متغیرهای وابسته - مستقل حساب جاری - شکاف مالی	کشورها
۰.۹۴	تایید		رد	ایران کشورهای در حال توسعه
۰.۹۹	تایید		رد	شیلی
۰.۹۳	تایید		رد	نیجریه
۰.۹۶	تایید		رد	فیلیپین
۰.۹۰	تایید	۰.۹۱	تایید	مکزیک کشورهای صنعتی
	رد	۰.۹۰	تایید	آمریکا
	رد	۰.۹۸	تایید	ژاپن
	رد	۰.۹۵	تایید	آلمان
	رد	۰.۹۲	تایید	کانادا

نتایج آزمون روند تصادفی متغیرهای موازنه پرداخت‌ها (جدول: ۲)

کشورها	مانا	تراز حساب جاری نامانا	سطح اطمینان	مانا	حساب مالی نامانا	سطح اطمینان
ایران	+		۰,۹۹	+		۰,۹۰
شیلی	+		۰,۸۰	+		۰,۸۵
نیجریه	+		۰,۹۵	+		۰,۸۵
فیلیپین	+		۰,۹۰	+		۰,۹۵
مکزیک	+		۰,۸۰	+		۰,۹۰
کشورهای صنعتی						
آمریکا		+			+	
ژاپن		+			+	
آلمان		+			+	
کانادا		+				۰,۹۵

در خصوص روند حساب مالی کشورهای صنعتی نیز، به علت انطباق جریان مبادلات سرمایه‌ای با چرخه‌های اقتصادی آن‌ها، روند غیر تصادفی (نامانا) برقرار بوده است. تنها مورد استثناء در مورد کشورهای صنعتی روند تصادفی حساب مالی کشور کانادا بوده که به علت جذب گسترده منابع مالی خارجی و انتقالات سرمایه‌ای مهاجرین در یک دهه اخیر، روند حساب مالی این کشور را به صورت تصادفی و نامتناسب با ظرفیت جذب بازارهای مالی و فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد کانادا تبدیل ساخته است.

۵- نتیجه‌گیری

اجزای مختلف تولید ناخالص داخلی روندهای مختلفی دارند. مصرف به عنوان مهم‌ترین متغیر جذب منابع اقتصادی روندی کند و نامانا داشته و کم‌ترین تاثیر را نسبت به شوک‌های مقطعی می‌پذیرد. روند نوسانات این متغیر نه تنها در کشورهای در حال توسعه بلکه در کشورهای صنعتی قابل مشاهده می‌باشد. عناصر سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولتی در مجموعه مصارف تولید ناخالص داخلی شوک‌پذیرترین متغیرها بوده (با توجه به اندازه دولت) که ماهیت نوسانات آن‌ها مستقیماً جریان منابع ملی را تحت تاثیر قرار می‌دهند (رابطه ۱-۱)). به عبارت دیگر نوسانات متغیرهای هزینه‌های دولتی و سرمایه‌گذاری به علت عدم امکان تاثیرگذاری بر مصرف مستقیماً جریان منابع ملی و شکاف ملی داخلی اقتصاد را متاثر می‌سازند. تغییرات شکاف مالی داخلی در کشورهای صنعتی و در حال توسعه ماهیت رفتاری متفاوتی دارد. در کشورهای در حال توسعه شکاف مالی داخلی از طریق سیاست‌های محدودسازی تقاضای داخلی (عموماً با افزایش تقاضای اسمی و سطح عمومی قیمت‌ها همراه می‌باشد) و بخشی از آن نیز از طریق تجارت خارجی تامین می‌گردد، اما در کشورهای صنعتی بین شکاف مالی داخلی و تراز حساب جاری رابطه‌ای تکمیلی برقرار می‌باشد (رابطه ۱-۲)). نتایج مربوط به رابطه میان شکاف مالی داخلی و تراز حساب جاری برای کشورهای در حال توسعه و صنعتی با استفاده از آماره آزمون انگل - گرنجر فرضیه مذکور را تایید می‌نماید. به عبارت دیگر تراز حساب جاری عامل جذب شوک‌های داخلی و حفظ روند مصرف یک‌نواخت (مطابق نظریه مصرف دایمی فریدمن) می‌باشد (رابطه ۱-۹)). رابطه میان تراز حساب جاری و حساب سرمایه نیز در کشورهای مذکور متفاوت می‌باشد. در کشورهای در حال توسعه

حساب سرمایه وابسته به نوسانات جریان تجارت خارجی بوده و فرآیند تامین مالی ترازحساب جاری را به عهده دارد (رابطه ۱۲-۱). به عبارت دیگر در شرایط کسری ترازحساب جاری از طریق استقراض خارجی، کاهش ذخایر یا فروش دارایی‌های خارجی و در مواقعی که مازاد ترازحساب جاری وجود داشته از طریق سپرده‌گذاری خارجی، اعطای تسهیلات یا خرید دارایی‌های خارجی منابع جذب می‌گردند (رابطه ۱۳-۱). در کشورهای صنعتی نیز حساب مالی و سرمایه علاوه بر تامین مالی ترازحساب جاری نقش مهم‌تر جذب سرمایه‌های بین‌المللی را در بازارهای پول و سرمایه علاوه بر تامین مالی ترازحساب جاری نقش مهم‌تر جذب حساب سرمایه در کشورهای صنعتی ناشی از آربیتراژ نرخ برابری اسعار و نرخ بهره، ثبات فعالیت‌های مالی، تنوع ابزارهای مشتقه و سوددهی بازارهای پول و سرمایه می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون علیت انگل- گرنجر میان نوسانات ترازحساب جاری و حساب سرمایه در کشورهای صنعتی و در حال توسعه صحت روابط فوق را تایید می‌نماید. هم‌چنین مشاهده روند تصادفی ترازحساب مالی (مانا) در کشورهای در حال توسعه (همانند روند شکاف مالی و ترازحساب جاری) دلالت بر جایگاه این حساب در جذب شوک‌های مالی داخلی موثر بر ترازحساب جاری دارد (مانا). از طرف دیگر روند غیر تصادفی حساب مالی در کشورهای صنعتی و هم‌گرایی نوسانات آن با چرخه‌های اقتصادی آن‌ها (نامانا) دلالت بر هم‌سویی جریان انتقالات مالی و سرمایه‌ای کشورهای صنعتی با شرایط رونق یا رکود اقتصادی و استحکام بازارهای پول و سرمایه آن‌ها دارد.

فهرست منابع:

- 1- Calvo, Guillermo, L.Leiderman and C. Reinhart."Capital Flows & Real ExchangeRate Appreciation in Latin America" ,IMF Working Paper WP/92/62 (1992).
- 2-Campbell,John & Robert Shiller"Cointegration Test of present Value Models,"Journal of politicalEconomy "Vol.93 (1987).
- 3- Harberger, C. Arnold," Vignettes on the World Capital Market", American EconomicReview,Vol.70.
- 4- Sheffrin, M. Steven & W.T. Woo, "Present Value Tests of an Intertemporal Model ofthe CurrentAccount, Journal of International Economics, Vol. 29 (1990).
- 5- R.A. Ghosh & J.D. Ostry "Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals inDevelopingCountries? " IMF Working Paper WP/93/34 (1993).
- 6- O.Glenn, "Testing a present Value Model of the Current Account "Journal ofInternationalMoney & Finance", Vol.11 (1992).
- 7- P.R - Agenor, "Wage Contracts, Capital Mobility and Macroeconomic Policy", IMFWorking PaperWP/95/10 (1995).

ضمیمه الف:

$$V(b_t, Z_t) = \text{Max} E \sum_0^{\infty} \beta^t u(C_t)$$

$$\text{s.t. } b_{t+1} = f(b_t, Z_t) - C_t$$

$$Z_t = \text{GDP}_t - I_t - G_t$$

$$\text{Max} \left[U(C_t) + E_t \sum_{s=t+1}^{\infty} \beta^s U(C_s) \right]$$

$$\text{s.t. } b_{t+1} = F(b_t, Z_t) - C_t$$

$$\text{Max} [u(C_t) + \beta^t EV(b_{t+1}, Z_{t+1})]$$

$$\text{s.t. } b_{t+1} = F(b_t, Z_t) - C_t$$

$$V(b_t, Z_t, C_t) = [u(C_t) + \beta^t EV[F(b_t, Z_t) - C_t, Z_{t+1}]]$$

$$\frac{\partial V}{\partial C} = u(C_t^*) - \beta^t EV'[b_{t+1}, Z_{t+1}]$$

$$\frac{\partial V}{\partial b_t} = (1+r)\beta^t EV'(Z_{t+1})$$

$$V'(b_t, Z_t, C_t) = \frac{\partial V}{\partial C} \cdot \frac{\partial C}{\partial b_t} + \frac{\partial V}{\partial b_t}$$

$$= (1+r)[u(C_t^*) - \beta^t EV'[b_{t+1}, Z_{t+1}]] + (1+r)\beta^t EV'(Z_{t+1})$$

$$V'(b_t, Z_t, C_t) = (1+r) \left[u(C_t^*) - E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j (q_{t+1} - i_{t+1} - g_{t+1}) \right] + (1+r)\beta^t EV'(Z_{t+1}) = 0$$

$$u(C_t^*) = (1+r)\beta^t EV'(Z_{t+1}) + E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j (q_{t+1} - i_{t+1} - g_{t+1})$$