

## نقش دارایی‌های امن در ثبات مالی

هدی حاجی دولابی\* و رضا بوستانی\*\*

### چکیده

در این پژوهش، ثبات مالی در بخش بانکی از سمت تقاضا برای سپرده‌های بانکی بررسی می‌شود؛ زیرا بخشی از رشد بدهی‌های بانک‌ها به دلیل تقاضا برای سپرده‌های بانکی بوده که از تقاضا برای دارایی امن نشأت می‌گیرد. از آنجا که نگهداری دارایی امن ریسک کمتری نسبت به دارایی‌های دیگر دارد، تقاضا برای این دارایی‌ها در اقتصاد وجود داشته و در صورتی که این دارایی توسط دولت عرضه نشود، بخش غیردولتی برای پاسخ‌گویی به این نیاز دارایی شبه‌امن تولید خواهد کرد؛ بنابراین، می‌توان استدلال کرد که بخشی از تقاضا برای سپرده‌های بانکی در ایران به دلیل نبود دارایی امن دولتی است که به بانک‌ها اجازه می‌دهد بدهی (سپرده‌های) بیشتری خلق نموده و آن را در اختیار متقاضیان قرار دهند. از این رو، چنانچه اوراق بدهی دولت در چارچوبی عرضه شود که بتواند ویژگی‌های امن بودن را داشته باشد، می‌تواند افزون بر امکان تأمین مالی پایدار برای دولت، زمینه افزایش ثبات مالی را فراهم نماید. در این مقاله، چارچوب تبدیل اوراق بدهی دولت به دارایی امن، ارائه شده است.

واژگان کلیدی: ثبات مالی، دارایی امن دولتی، پایداری وضع مالی دولت، ترازنامه بانک‌های تجاری.

طبقه‌بندی JEL: E63, G01, G21

## ۱. مقدمه

رشد بالای نقدینگی به محدودیتی برای اعمال سیاست پولی انقباضی تبدیل شده است. باید به این نکته توجه داشت که سپرده‌های بانکی به‌عنوان بدهی بانک‌ها به بخش غیردولتی بخش چشم‌گیری از نقدینگی (۹۸ درصد در مرداد ماه ۱۳۹۹) را تشکیل می‌دهند و موفقیت در کاهش رشد نقدینگی وابسته به محدود شدن رشد سپرده‌های بانکی است. پرسش اصلی پژوهش حاضر این است که چرا با وجود چالش‌هایی که در نظام بانکی وجود دارد، همچنان فعالان اقتصادی متقاضی دریافت سپرده‌های بانکی هستند؟ برای یافتن پاسخی برای این پرسش از ادبیات دارایی امن<sup>۱</sup> استفاده شده است. در این پژوهش بررسی می‌شود که بخشی از تقاضا برای سپرده‌ها به دلیل نبود دارایی امن دولتی در نظام مالی است که محیط را برای خلق دارایی شبه‌امن توسط بانک‌ها فراهم کرده است. از این رو، در این مطالعه بر اهمیت خلق دارایی امن در نظام مالی و ضرورت طراحی چارچوبی مناسب به‌منظور انتشار بدهی‌های امن دولتی تأکید می‌شود. چنانچه دولت اوراق بدهی را در چارچوبی منتشر کند که سرمایه‌گذاران از قابل اعتماد بودن آنها در همه شرایط اطمینان داشته باشند، انتشار اوراق بدهی نه تنها می‌تواند وضعیت ترازنامه‌ای بانک‌ها را بهبود بخشد، بلکه می‌تواند به تقویت ثبات مالی نیز کمک نماید.

مطالعات پس از بحران مالی ۲۰۰۸ نشان می‌دهند که بخشی از بی‌ثباتی مالی در ایالات متحده و سرایت آن به اقتصادهای دیگر، ناشی از عرضه ناکافی دارایی‌های امن دولتی در سطح ملی و بین‌المللی بوده است.<sup>۲</sup> دارایی امن به دارایی گفته می‌شود که از دید سرمایه‌گذاران - حتی در بحران‌های مالی - بدون ریسک تلقی شود. با این تعریف، تنها دارایی‌هایی که توسط دولت ایجاد می‌شوند، شرط اولیه برای اینکه به دارایی امن تبدیل شوند را دارند. از نظر این دیدگاه، کمیابی دارایی‌های امن (اوراق بدهی دولتی) در سال‌های پیش از بحران مالی ۲۰۰۸ موجب شد، تقاضا برای

---

1. Safe Assets

2. Ben S. Bernanke, et al . (2011).

دارایی‌های دیگر شبه‌امن افزایش یافته و بانک‌های سایه<sup>۱</sup> برای پاسخ‌گویی به این تقاضا، دارایی‌های شبه‌امن در قالب اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی ایجاد و عرضه نماید؛ بنابراین، کمبود دارایی امن موجب آسیب‌پذیری نظام مالی در ایالات متحده شد. با کاهش قیمت در بازار مسکن آمریکا، این دارایی‌ها به سرعت ماهیت امن بودن خود را از دست دادند و این باعث شد بازارهای مالی با تنگنای اعتباری مواجه شوند. این پدیده در اتحادیه اروپا و پیش از بحران بدهی ۲۰۱۰ نیز قابل مشاهده است؛ بدین ترتیب که پیش از بحران بدهی، اوراق بدهی دولتی در بسیاری از کشورهای اروپایی امن تلقی می‌شد، اما تردیدها نسبت به امن بودن بدهی برخی از اقتصادها در اروپا باعث شد اوراق بدهی این کشورها ماهیت امن بودن خود را از دست بدهد و باردیگر عرضه دارایی امن در سطح جهانی کاهش یابد. از سوی دیگر، کمبود دارایی‌های امن در سطح جهان، باعث شد تقاضا برای دارایی‌های امن (دارایی‌های عرضه‌شده توسط ایالات متحده، انگلستان و آلمان) افزایش و نرخ بازده این دارایی‌ها تا حدود صفر کاهش یابد. به این ترتیب، پدیده نرخ بهره صفر<sup>۲</sup> امکان اجرای سیاست‌های پولی انبساطی را در اقتصادهایی که عرضه‌کننده دارایی امن بودند، محدود ساخت و بانک‌های مرکزی مجبور شدند سیاست‌های غیرمتعارف پولی (مانند تسهیل مقداری<sup>۳</sup>) را در پیش گیرند.

هم‌راستا با آنچه که در خصوص بحران مالی کشورهای توسعه‌یافته گفته می‌شود، نبود دارایی امن دولتی در اقتصاد ایران نیز به یکی از دلایل مهم شکنندگی نظام مالی تبدیل شده است. در نبود دارایی امن دولتی، تقاضای خانوارها و بنگاه‌ها برای دارایی امن باعث شده تا بانک‌ها دارایی شبه‌امن به صورت سپرده‌های بانکی عرضه نمایند و اکنون این دارایی‌ها سهم چشم‌گیری از دارایی‌های مالی موجود در اقتصاد را تشکیل می‌دهند. از آنجا که سپرده‌های بانکی جزء بدهی‌های بانک‌ها محسوب می‌شوند، نبود دارایی امن در سمت راست ترازنامه بانک‌ها موجب می‌شود که در شرایط بحرانی این سپرده‌ها در معرض هجوم قرار گرفته و به دنبال آن، ثبات مالی و پولی را به خطر اندازند. همچنین،

---

1. Shadow Banks  
2. Zero Lower  
3. Quantitative Easing

نمودار دارایی امن و نقدشونده در ترازنامه بانک‌ها از دلایل اصلی شکل‌گیری اضافه برداشت آنها از بانک مرکزی و بی‌ثباتی‌های ناشی از آن بوده است. با توجه به اینکه تجربه جهانی به‌ویژه در بحران مالی اخیر بر اهمیت دارایی‌های امن عرضه‌شده توسط دولت‌ها در ثبات‌بخشی به نظام مالی تأکید می‌کند و با توجه به اینکه دولت انتشار اوراق بدهی دولتی را برای تأمین مالی و ساماندهی بدهی‌های پیشین خود در دستور کار قرار داده، لازم است در انتشار این اوراق افزون بر تأمین مالی دولت، به کارکرد این دارایی در بهبود عملکرد اقتصاد و ثبات‌بخشی به نظام مالی نیز توجه نماید.

کابالرو و کاریشنمارتی<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، گورتن<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) و کابالرو و فرهی<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) بر اهمیت وجود مقدار کافی دارایی امن در نظام مالی برای تضمین ثبات آن تأکید کرده‌اند. در این مطالعات، پیدایش و تعمیق بحران مالی ۲۰۰۸ به ناکافی بودن دارایی‌های امن در اقتصاد جهان به‌ویژه در ایالات متحده نسبت داده می‌شود. هر چند که در ایران نیز ضرورت توجه به ثبات مالی بیش از پیش تأکید می‌شود، اما بیشتر مطالعات در این زمینه معطوف بر نقش سیاست‌های احتیاطی خرد در ثبات مالی بوده و تاکنون مطالعه‌ای در خصوص نقش و اهمیت دارایی امن دولتی در ثبات مالی و عواقب ناشی از کمبود آن در نظام مالی ایران صورت نگرفته است.

این مقاله در هفت بخش تنظیم شده است. بخش نخست به مقدمه پرداخته و بخش دوم جایگاه دارایی امن در ثبات مالی را توصیف می‌کند. بخش سوم به معرفی دارایی امن و تاریخچه گسترش آن پرداخته است. بخش چهارم، بازار دارایی امن را بررسی کرده و بخش پنجم به بررسی نقش دارایی امن در بحران‌های مالی می‌پردازد، بخش ششم ثبات مالی در اقتصاد ایران را با دو سرفصل نبود دارایی امن و پیش‌نیازهای پیدایش آن بیان می‌کند و سرانجام در بخش هفتم، نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی ارائه شده است.

1. Caballero and Karishnumarthy

2. Gorton

3. Caballero and Farhi

## ۲. جایگاه دارایی امن در ثبات مالی

تعاریف مختلفی برای ثبات مالی وجود دارد که هر یک پس از بحران‌های مالی در سال‌های ۱۹۸۰، ۱۹۹۰ و ۲۰۰۸ به جنبه‌های مختلف ثبات مالی پرداخته‌اند. یکی از جامع‌ترین تعاریف ارائه شده، تعریف بانک مرکزی اروپا (۲۰۱۳) است که ثبات مالی را شرایطی توصیف می‌کند که در آن سیستم مالی می‌تواند شوک‌ها را جذب کند و مؤسسات مالی قادرند واسطه‌گری مالی را با کمترین احتمال ایجاد اختلال ادامه دهند. به بیان دیگر، ثبات مالی مرحله‌ای است که در آن ریسک‌ها در حداقل سطح خود و تاب‌آوری سیستم مالی در مقابل شوک‌ها در بیشترین سطح خود قرار دارد. سیاست‌های احتیاطی خرد و کلان ابزارهای سیاست‌گذاران برای کنترل ثبات مالی هستند؛ در حالی که مقررات احتیاطی خرد تنها معطوف به امنیت بانک‌ها و مؤسسات مالی به‌صورت انفرادی بوده، مقررات احتیاطی کلان ثبات کل سیستم مالی و ارتباط آن با اقتصاد کلان را در نظر می‌گیرد.

بحران جهانی سال ۲۰۰۸ نشان داد که بروز ریسک سیستمی می‌تواند از طریق اختلال در ساختار نظام مالی، رشد اقتصادی و سطح اشتغال را با تهدید مواجه سازد؛ این در حالی بود که هزینه بحران‌های پیش از سال ۲۰۰۸ به اختلال در ساختار بازارها محدود بود و قیمت‌گذاری دارایی‌ها و گستردگی ابعاد آن به اندازه‌ای نبود که بخش واقعی اقتصاد را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین، تجربه اخیر نشان داد که ثبات قیمت‌ها که توسط سیاست پولی تضمین می‌شود، اگرچه شرط لازم برای ثبات مالی است، اما کافی نیست. افزون بر این، ثابت شد که وضع مقررات احتیاطی خرد و نظارت انفرادی بر مؤسسات مالی نمی‌تواند ثبات کل نظام مالی را تضمین کند؛ در نتیجه، سیاست‌های احتیاطی کلان با تمرکز بر کنترل و محدود ساختن ریسک‌های سیستمی جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص داد.

ریسک‌های سیستمی از منابع مختلفی نشأت گرفته و می‌توانند به‌صورت برونزا و از محل شوک‌های کلان به نظام مالی وارد شوند و یا به‌صورت درونزا از محل عدم تعادل‌های نظام مالی و یا اثر سرایت ایجاد شوند. بیشتر اصلاحات مقرراتی صورت‌گرفته در قالب مقررات احتیاطی کلان در راستای کاهش ریسک‌های سیستمی، بر امن‌تر نمودن بانک‌ها در سه حوزه سرمایه بانک‌ها، نقدینگی بانک‌ها و ترکیب بدهی و دارایی بانک‌ها متمرکز بوده است. دارایی امن در موفقیت مقررات احتیاطی کلان در هر

یک از سه حوزه یادشده اهمیت فراوانی دارد. کمبود دارایی امن و یا استفاده از دارایی شبه‌امن در ترازنامه بانک‌ها در جایگاه وثایق یا کنترل نسبت‌های نقدینگی یا افزایش کیفیت بدهی‌های ایجادشده توسط بانک‌ها، در صورت بروز ریسک‌های سیستمی، می‌تواند سیاست‌های احتیاطی کلان را از اعتبار ساقط کرده و حتی عمق بحران‌ها را افزایش دهد.

### ۳. گسترش دارایی‌های امن

در دهه اخیر، مفهوم دارایی امن به‌طور گسترده مورد توجه اقتصاددانان و قانون‌گذاران در حوزه مالی قرار گرفته است؛ به گونه‌ای که آن را سنگ‌بنای نظام مالی مدرن می‌دانند.<sup>۱</sup> به‌طور کلی، دارایی امن به دارایی گفته می‌شود که فاقد ریسک اعتباری بوده<sup>۲</sup> و تسویه آن بدون قید و شرط در قیمت اسمی صورت می‌پذیرد.<sup>۳</sup> کابلرو و فرهی (۲۰۱۷) دارایی امن را دارایی می‌دانند که ارزش خود را در بحران‌های نظام‌مند حفظ می‌کند. بر اساس تعریف‌های موجود سه ویژگی اصلی را می‌توان برای دارایی امن برشمرد: ۱. دارایی امن ویژگی نقدشوندگی همانند پول<sup>۴</sup> دارد، به‌گونه‌ای که می‌تواند نیازهای ناگهانی مصرفی یا سرمایه‌گذاری دارنده آن را پاسخ دهد؛ ۲. دارایی امن می‌تواند به‌عنوان ذخیره ارزش در طول زمان استفاده شود و ۳. کُزگزینی<sup>۵</sup> (انتخاب نامناسب) در مورد دارایی امن مصداق ندارد، به این صورت که هیچ یک از طرفین معامله دارایی امن از اطلاعات بیشتری در خصوص ارزش آن دارایی برخوردار نیستند؛ در واقع، دارایی امن در مقابل تهیه هزینه‌بر اطلاعات خصوصی درباره ارزش دارایی مصون است.<sup>۶</sup> دانگ و همکاران<sup>۷</sup> این ویژگی را عدم حساسیت به اطلاعات<sup>۸</sup> می‌نامند. این ویژگی‌ها باعث

- 
1. Gourinchas and Jeanne. (2012).
  2. Golec and Perotti. (2017).
  3. Holmström. (2015).
  4. Moneyness
  5. Adverse selection
  6. B. Gorton. (2016).
  7. Dang, Gorton and Holmström. (2015).
  8. Information-insensitivity

ایجاد بازده غیرمالی<sup>۱</sup> برای دارایی‌های امن می‌شود که علت پایین‌تر بودن بازده این دارایی‌ها در قیاس با دارایی‌های دیگر را توضیح می‌دهد. برای مثال، پول نقد فاقد هرگونه بازده مالی است؛ ولی به دلیل داشتن بازده غیرمالی مانند نقدشوندگی و ایمنی، همچنان در سبد مالی افراد نگهداری می‌شود.<sup>۲</sup>

### جدول ۱. تعاریف و ویژگی‌های دارایی امن

عنوان	ویژگی‌های دارایی امن
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۱۲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- وسیله‌ای امن برای ذخیره ارزش،</li> <li>- وثیقه در انجام معاملات،</li> <li>- معیار قیمت‌گذاری برای دارایی‌های ریسکی،</li> <li>- وسیله اعمال سیاست پولی،</li> <li>- معیاری برای پیاده‌سازی مقررات احتیاطی.</li> </ul>
کاریشن‌مارتی و یورگسن (۲۰۱۲)	- به دلیل ویژگی شبیه به پول بودن و امنیت دارایی امن، بازده این دارایی‌ها یک جنبه غیرمالی داشته که باعث می‌شود از بازده پایین‌تری نسبت به دارایی‌های مشابه برخوردار باشند.
دنگ، گورتن و هولمستروم (۲۰۱۵)	- دارایی امن نسبت به اطلاعات حساس نیست و انتخاب نامناسب در معاملات آن صورت نمی‌گیرد.
پروتی و گلک (۲۰۱۷)	- دارایی امن ریسک اعتباری نداشته و بازپرداخت ارزش اسمی آن قطعی است.

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

مطالعات تاریخی نشان می‌دهد تلاش برای ایجاد دارایی امن پیشینه‌ای بسیار طولانی داشته و انسان‌ها همواره برای انجام معاملات و ذخیره ارزش به دنبال ایجاد دارایی امن بوده‌اند. تاریخچه شکل‌گیری دارایی امن را می‌توان در دو بعد نوع دارایی امن و عرضه‌کننده آن بررسی کرد (جدول ۲).

#### 1. Convenience Yield

۲. در شرایطی که ثبات قیمت‌ها وجود دارد، پول منتشرشده توسط دولت یک دارایی امن است (گورتن، ۲۰۱۶)؛ اما سرمایه‌گذاران به دنبال دارایی‌های دیگری هستند که در عین امن بودن، بازده بالاتری نسبت به پول داشته باشد؛ بر این اساس، بدهی برخی دولت‌ها در سطح ملی و بین‌المللی دارایی امن محسوب می‌شود.

شکل اولیه دارایی امن به صورت سکه‌های تولیدشده از فلزات گران‌بها بود که ویژگی نقدشوندگی و ذخیره ارزش داشتند<sup>۱</sup>؛ اما به مرور زمان به دلیل مشکلاتی همچون قلب سکه‌ها،<sup>۲</sup> یافتن ارزش سکه را مشروط به تهیه اطلاعات خصوصی (محک زدن عیار سکه‌ها) می‌کرد و در واقع، ویژگی عدم حساسیت به اطلاعات در خصوص این دارایی از بین می‌رفت؛ زیرا تولیدکنندگان سکه وزن و خلوص آن را می‌دانستند، ولی استفاده‌کنندگان سکه برای دانستن ارزش واقعی آن نیازمند تولید اطلاعات بودند.<sup>۳</sup> به مرور زمان، دولت‌ها وظیفه تهیه اطلاعات در خصوص سکه‌ها را به عهده گرفتند؛ بنابراین، سکه‌ها را با ارائه وزن و خلوص آنها مهردار کردند؛ اما کمبود سکه‌های در دسترس عامل دیگری بود که سیستم مبتنی بر سکه را با مشکل مواجه ساخت<sup>۴</sup> و زمینه ایجاد بانک را فراهم نمود.<sup>۵</sup>

پس از قرن پانزدهم و با شکل‌گیری بانک‌ها، بدهی‌های بانکی که قابلیت‌هایی مشابه پول داشتند، به‌عنوان دارایی امن پذیرفته شدند. البته این بانک‌ها با پشتوانه دارایی‌های واقعی (مانند طلا و زمین) اقدام به انتشار دارایی‌های جدید شامل سپرده‌ها، اوراق قرضه و سایر اوراق بدهی می‌کردند؛ اما سپرده‌ها نیز در شرایط بحران امن نبودند و به واسطه هجوم سپرده‌گذاران ارزش خود را در شرایط بحرانی از دست می‌دادند. یکی از راهکارها برای ایجاد دارایی امن، معرفی بیمه سپرده بود که سازوکاری برای امن بودن سپرده‌های کوچک را حتی در شرایط بحران معرفی می‌کرد.

1. Hoppit. (1986).

2. Coin Debasement:

قلب سکه به تقلب در عیار سکه از طریق کاهش سهم فلز گران‌بها در سکه و فروش آن با همان ارزش اسمی پیشین گفته می‌شود.

3. Munro. (1988).

۴. کشف و استخراج فلزات گران‌بها محدودیت شدید بر عرضه مسکوکات فلزی بوده است. البته این محدودیت از طریق محدودکردن عرضه پول در اقتصاد از بروز تورم جلوگیری می‌کرد.

5. Gorton. (2016).



جدول ۲. ایجاد دارایی امن و ناشران آن در طول زمان

نوع دارایی	عرضه کننده اولیه	توسعه دارایی
مسکوک	فلزات گرانبها	بخش خصوصی دولت
اسکناس	بدهی	بخش خصوصی دولت
سپرده	بدهی	بخش خصوصی (بانک‌ها) دولت (تضمین سپرده‌ها)
اوراق بدهی	بدهی	بخش خصوصی دولت (اوراق خزانه)

عرضه دارایی امن توسط دولت‌ها، پس از گذشت قرن‌ها صورت گرفت و در نبود این نوع دارایی بخش خصوصی جایگزین آن را تولید می‌کرد که خود عاملی در جهت افزایش شکندگی اقتصاد در رویارویی با بحران‌های مالی بود. در نظام‌های مالی مدرن، دارایی‌های امن نقش‌های متفاوتی را ایفا می‌کنند. این دارایی‌ها که به‌عنوان منبع اصلی تأمین نقدینگی در مدیریت سبد مالی کاربرد دارند؛ به‌عنوان وثیقه مالی در بازار بین‌بانکی و بازار مشتقات مالی به کار می‌روند؛ متغیری کلیدی در وضع مقررات احتیاطی هستند؛ به بانک‌ها در فرآیند تطبیق سررسیدها کمک می‌کنند و سرانجام، به‌عنوان معیاری در شکل‌گیری نرخ‌های سود کوتاه‌مدت و اعمال سیاست‌های پولی استفاده می‌شوند.

#### ۴. بازار دارایی امن

برای بررسی نقش دارایی امن و تبیین تجربه کشورهای دیگر در به‌کارگیری دارایی امن، ضروری است عوامل مؤثر بر تقاضا برای دارایی امن و همچنین نقش عرضه‌کنندگان در ایجاد دارایی امن بررسی شود.

#### تقاضای دارایی امن

امن بودن یک دارایی از دید نگه‌دارنده آن می‌تواند اجزای متفاوتی را شامل شود؛ فردی که در یک دوره زمانی کوتاه‌مدت نیاز به نقدینگی داشته باشد، اوراق بدهی کوتاه‌مدت را امن‌تر خواهد یافت و در مقابل، فردی که قصد نگهداری اوراق بلندمدت را دارد با ریسک تورم مواجه خواهد بود و امن بودن

یک دارایی را با توجه به توانایی آن در برابر پوشش ریسک‌های تورمی تعیین می‌کند. همچنین، فردی که در زمینه تجارت فعالیت دارد به ریسک نوسانات نرخ ارز وزن بیشتری خواهد داد. بر اساس همه این ترجیحات در خصوص شکل‌گیری تقاضا برای دارایی امن، می‌توان دارایی امن را به صورت پول نقد (شامل سپرده‌های نقدشونده بانکی) به علاوه هر نوع بدهی دانست که قابل مبادله و نقدشونده بوده و از رتبه اعتباری بالایی برخوردار باشد.

در فضایی که بازارهای مالی کامل هستند (یعنی تمام اطلاعات در قیمت‌ها لحاظ شده و انجام معاملات بدون هزینه است) و اصطکاک مالی<sup>۱</sup> وجود ندارد، دارایی امن نقش بارزی در عملکرد اقتصاد نخواهد داشت؛ اما چنانچه بازارهای مالی ناقص و اصطکاک مالی وجود داشته باشد، عدم توانایی در تبدیل جریان‌های نقدی به منابع مورد نیاز در زمان حال یک انگیزه احتیاطی به وجود می‌آورد و خانوارها و بنگاه‌ها را ترغیب می‌کند دارایی‌هایی را ذخیره کنند که در صورت نیاز قابلیت تبدیل به نقدینگی را داشته باشند؛ این مهم‌ترین عاملی است که تقاضا برای دارایی امن را در اقتصاد شکل می‌دهد. بنابراین، تقاضا برای دارایی امن تقاضا برای وسیله‌ای امن به منظور ذخیره ارزش برای بازپرداخت تعهدات آتی است. از آنجا که دارایی‌های کاملاً امن از سرمایه‌گذاران در مقابل تمام ریسک‌ها (مانند ریسک بازار، اعتباری، تورم و ارزی) محافظت کرده و به آنها اجازه می‌دهد به راحتی به نقدینگی برسند، به طور طبیعی بخش مهمی از سبد مالی آنها را تشکیل می‌دهد. ابتدایی‌ترین محل ایجاد تقاضا برای دارایی امن در مدیریت سبد مالی به منظور حفظ سرمایه است (گزارش ثبات مالی جهانی<sup>۲</sup>، صندوق بین‌المللی پول). نگاهی به کارکردهای دارایی‌های بدون ریسک در کنترل ریسک نظام‌مند<sup>۳</sup> نیز نشان می‌دهد که کارکرد و جایگاه دارایی امن در سیاست‌های احتیاطی خرد و کلان مهم‌ترین منبع ایجاد تقاضا برای دارایی امن در نظام مالی است.

---

1. Financial Frictions

2. Global Financial Stability Report. (2012).

3. Systemic Risk

## عرضه دارایی امن

عرضه دارایی امن در هر اقتصاد، به وجود یک دولت امن در آن کشور وابسته است. کشوری که در آن دولت وضع مالی پایدار، نرخ ارز باثبات، ریسک‌های تورمی پایین و حقوق مالکیت تضمین شده داشته باشد، قادر به عرضه دارایی امن خواهد بود.<sup>۱</sup> دارایی امن می‌تواند توسط دولت یا به صورت شبه‌امن توسط بخش خصوصی عرضه شود. بانک مرکزی نیز به‌عنوان سومین عرضه‌کننده دارایی امن مطرح است.

**الف) عرضه دولتی:** هر چند که به‌طور سنتی، انتشار اوراق بدهی دولتی توسط اقتصادهای پیشرفته به‌عنوان منبع اصلی عرضه دارایی امن به حساب می‌آید، ولی در سال‌های اخیر و با تضعیف شاخصه‌های پایداری بودجه‌ای در برخی اقتصادهای پیشرفته (مانند تضعیف درآمدهای مالیاتی و نیز افزایش مخارج عمومی)، عرضه اوراق دولتی امن کاهش یافته است. تجربه اقتصادهای پیشرفته نشان می‌دهد که امن‌بودن یک دارایی ویژگی است که در صورت تغییر درک بازار از شرایط موجود در اقتصاد به‌سرعت می‌تواند تضعیف شده و تضعیف وضعیت مالی دولت یکی از مهم‌ترین عواملی است که اثر معکوس و معناداری بر عرضه ابزار مالی امن دارد؛ در واقع، ایجاد نااطمینانی در پایداری بدهی‌های دولت‌ها به‌عنوان اصلی‌ترین عرضه‌کننده دارایی امن که می‌تواند این دارایی را در سطح وسیعی عرضه کند تا پاسخگوی وظایف تعریف‌شده برای دارایی امن از جمله کاربرد آن به‌عنوان وثیقه و الزامات تعیین‌شده برای مؤسسات مالی در مقررات احتیاطی باشد، می‌تواند عرضه اوراق بدهی دولتی را به‌عنوان یک دارایی امن با چالش مواجه سازد.

لودگر<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) ارتباط میان سطح پایداری وضع مالی دولت با ایجاد دارایی امن دولتی را به‌صورت منحنی لفر<sup>۳</sup> (نمودار ۱) نشان می‌دهد. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد، تا نقطه D با افزایش بدهی بخش عمومی، دارایی امن نیز افزایش می‌یابد و در واقع تا این نقطه، دولت در ناحیه امن

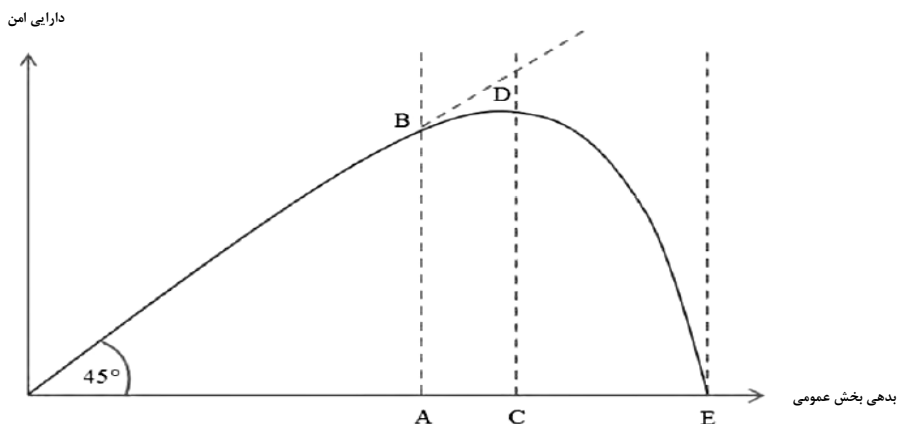
1. Caballero, Farhi and Gourinchas. (2017).

2. Ludger

3. Safe Asset Laffer Curve

قرار دارد؛ اما انتشار بدهی دولتی فراتر از نقطه D، با کاهش کیفیت بودجه دولت، به لحاظ کمی میزان دارایی امن دولتی نیز با کاهش مواجه می‌شود.

#### نمودار ۱. منحنی لفر برای دارایی امن



Source: Ludger.(2016).

ب) **عرضه خصوصی:** دارایی امن تولیدشده توسط بخش خصوصی را دارایی شبه‌امن می‌نامند. به این دلیل که اگرچه ممکن است این دارایی‌ها در شرایط عادی دارای ریسک اعتباری نباشند، اما با بروز ریسک‌های نظام‌مند به سرعت ماهیت امن خود را از دست داده و به دارایی‌های غیرنقد بدل می‌شوند. به‌طور کلی، تفاوت اوراق بدهی بخش خصوصی و دولتی در این است که دولت‌ها می‌توانند دارایی منتشر کنند که به‌طور ذاتی امن بوده، ولی میزان امنیت اوراق منتشرشده توسط بخش خصوصی تحت فرآیند اوراق‌بهادارسازی، به میزان امنیت دارایی پایه بستگی داشته و به همین دلیل به این دارایی‌ها

شبه امن گفته می‌شود.<sup>۱</sup> در واقع، توانایی بخش خصوصی در تولید دارایی امن نه تنها به ریسک اعتباری ناشر آن بلکه به ریسک اعتباری ابزار مالی ایجادشده نیز بستگی دارد.

ج) عرضه بانک مرکزی: پیدایش و توسعه بانک‌های مرکزی در بیشتر موارد در ارتباط با نقش آنها در ایجاد ثبات مالی بوده است؛ به‌طور مثال، سیستم فدرال رزرو نخستین بانکی بود که مسئول حفظ ثبات مالی شد و پس از آن بود که وظیفه سیاست پولی نیز به آن محول شد. به‌عنوان مقررات‌گذار و ناظر در بیشتر نظام‌های مالی، بانک مرکزی باید از امکانات و تجربیات کافی برای داشتن نقش پیش‌رو در دستیابی و برقراری ثبات مالی برخوردار باشد. به همین دلیل، بانک‌های مرکزی در واکنش به بحران مالی در نقش عرضه‌کننده دارایی امن ظاهر شدند. در شرایط عادی، بانک‌های مرکزی عرضه پول بانک مرکزی<sup>۲</sup> (یا ذخایر) را از طریق معامله اوراق امن عموماً دولتی (عملیات بازار باز) تغییر می‌دهند. در مقابل و در زمان بروز بحران، بانک‌های مرکزی به‌عنوان یک حامی، به‌طور موقت دارایی‌های ریسکی را با دارایی امن‌تر (پول بانک مرکزی) تعویض می‌کنند. البته به دلیل اینکه ریسک اعتباری این اوراق وارد ترازنامه بانک مرکزی می‌شود، محدودیت‌هایی برای خرید بانک مرکزی در نظر گرفته می‌شود؛ بنابراین، رویکرد نجات توسط بانک مرکزی در صورت سقوط نهادهای مالی اگرچه به‌عنوان ابزاری قدرتمند می‌تواند در شرایط بحرانی کارگشا باشد، اما از طریق کاهش انضباط بازار و کاهش انگیزه کنترل ریسک از جانب مؤسسات مالی و دیگران (مخاطرات اخلاقی) می‌تواند رویارویی نظام مالی با ریسک‌های نقدینگی را به شدت افزایش دهد.

### تبادل در بازار دارایی امن و عملکرد اقتصاد

تبادل در بازار دارایی امن مانند هر بازار دیگری تحت تأثیر عرضه و تقاضا قرار دارد. در صورتی که عرضه دارایی امن از تقاضا بیشتر شود، قیمت (بازده) دارایی امن کاهش (افزایش) می‌یابد. در ادامه،

۱. نقص دارایی امن بخش خصوصی این است که نسبت به هجوم افراد آسیب‌پذیر است، مگر آنکه توسط دولت (به‌طور مثال توسط صندوق ضمانت سپرده) حمایت شود (گورتن، ۲۰۱۵).

کاهش قیمت دارایی امن به کاهش انگیزه عرضه‌کنندگان این دارایی منجر می‌شود و به این صورت بازار به تعادل باز می‌گردد. به همین صورت، مزاد تقاضا برای دارایی امن از طریق افزایش قیمت (کاهش بازده)، تقاضا برای دارایی امن را کاهش می‌دهد.

کابالرو و فرهی (۲۰۱۷) معتقدند تا زمانی که بازار دارایی امن از طریق تعدیل قیمت (بازده) به تعادل برسد، عملکرد اقتصاد در سطح کلان متأثر نمی‌شود. تعدیل نرخ بازده تنها از طریق تغییر در توزیع منافع بر خانوارها تأثیر می‌گذارد. کاهش بازده دارایی امن منابع را از خانوارهای ریسک‌گریز به خانوارهای ریسک خنثی منتقل می‌کند. برعکس، افزایش بازده، باعث انتقال منابع از خانوارهای ریسک خنثی به خانوارهای ریسک‌گریز می‌شود.

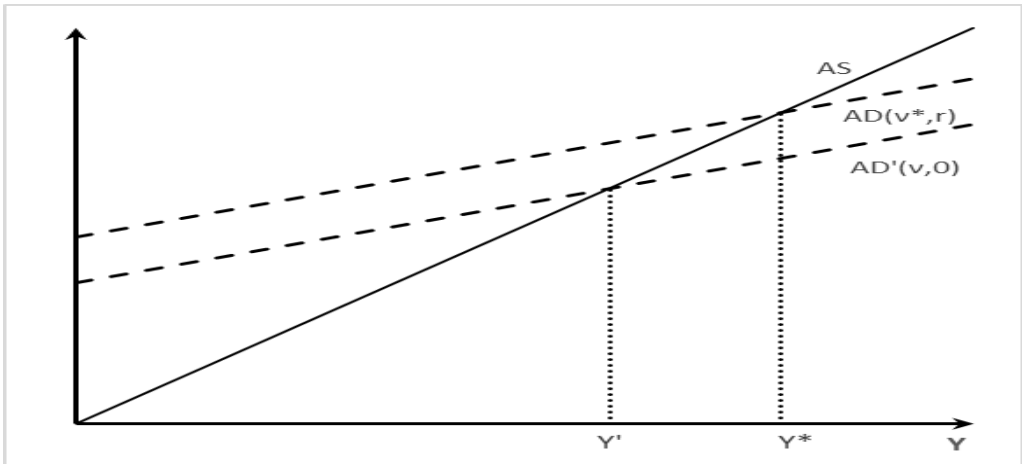
بازار دارایی امن در صورتی بر عملکرد اقتصاد کلان اثر می‌گذارد که تعدیل قیمت نتواند تعادل بازار را تضمین کند. باید توجه داشت که سقف قیمت دارایی امن محدود بوده و این سقف توسط نرخ بازده صفر تعیین می‌شود. در صورتی که عرضه دارایی امن کاهش یابد، به‌گونه‌ای که حتی در نرخ بازده صفر (حداکثر قیمت) عرضه نتواند تقاضای دارایی را پوشش دهد، تعادل از طریق تعدیل مقدار و کاهش تقاضای کل باردیگر برقرار می‌شود. کابالرو و فرهی (۲۰۱۷) این وضعیت را دام امنیت<sup>۱</sup> نامیده‌اند. نمودار ۲، اقتصاد را در تعادل کینزی نشان می‌دهد. در این مدل، تقاضای کل AD تابعی از میزان دارایی‌های امن  $v$  در اقتصاد است. اگر عرضه دارایی امن  $v^*$  به میزان کافی باشد و نرخ بازده،  $0 \leq r$ ، تعادل را در این بازار تضمین کند، عرضه و تقاضای کل به تولید در سطح اشتغال کامل،  $Y^*$ ، منجر می‌شوند. چنانچه عرضه دارایی امن کافی نباشد، به‌گونه‌ای که حتی در نرخ بازده صفر،  $r=0$ ، تعادل در این بازار برقرار نشود، کمبود دارایی،  $v > v^*$ ، به کاهش تقاضای کل AD<sup>۱</sup> و کاهش تولید به سطحی کمتر از اشتغال کامل،  $Y < Y^*$ ، منجر می‌شود. به بیان دیگر، از آنجا که تعادل در بازار دارایی امن، در صورت

### 1. Safety Trap

در دام امنیت مانند دام نقدینگی، نرخ بهره به اندازه‌ای کاهش می‌یابد که به رکود منجر می‌شود. با این حال، دو تفاوت مهم میان دام نقدینگی و امنیت وجود دارد؛ نخست، خروج از دام امنیت نیازمند افزایش در عرضه یا کاهش در تقاضای دارایی امن، بدون توجه به عرضه و تقاضای سایر دارایی‌هاست، در حالی که خروج از دام نقدینگی مستلزم کاهش در میزان پس‌انداز است؛ دوم، دام امنیت، با وجود دارایی‌های با سررسید بلندمدت، می‌تواند پایدار و یا حتی دائمی باشد؛ چرا که صرف ریسک مربوط به این دارایی‌ها باعث می‌شود، حتی با وجود پایین‌بودن مداوم نرخ بهره، سقفی برای ارزش و اثر ثروتی که از محل این دارایی‌ها می‌تواند بر تقاضای کل اثر گذارد، لحاظ شود (کابالرو و فرهی، ۲۰۱۷).

کاهش عرضه آن، از طریق کاهش نرخ بهره صورت می‌گیرد، زمانی که نرخ نزدیک صفر باشد، کاهش بیشتر ممکن نبوده و تعدیل تنها از طریق ایجاد یک رکود شدید و کاهش تقاضا برای دارایی امن ممکن خواهد بود؛ بنابراین، اگر عرضه دارایی امن کافی نباشد، اقتصاد در دام امنیت گرفتار می‌شود و سازوکار خودکاری برای خروج از آن وجود ندارد. برای خروج از دام امنیت، باید دارایی‌های امن بیشتری در اقتصاد عرضه شود.

### نمودار ۲. تعادل عرضه و تقاضای کل با توجه به تعادل بازار دارایی امن



توضیح: محور افقی عرضه کل و محور عمودی تقاضای کل را نشان می‌دهد.

عرضه ناکافی دارایی امن در مقایسه با تقاضای بالقوه برای این دارایی، افزون بر اینکه باعث کاهش سطح تولید در اقتصاد می‌شود، می‌تواند ثبات مالی را به خطر اندازد. به این ترتیب که، کمبود عرضه دارایی امن باعث افزایش قیمت آن می‌شود و گروهی که قادر به پرداخت قیمت بالا برای امنیت نیستند، ممکن است به اندکی ریسک بیشتر قانع شده و دارایی‌های با امنیت پایین‌تر را جایگزین نمایند. در شرایطی که دارایی امن باید به‌عنوان وثیقه استفاده شود، استفاده از دارایی‌های شبه‌امن به‌عنوان وثیقه باعث نفوذ ریسک ناخواسته به ترازنامه نهادهای مالی می‌شود و هرچه دامنه این جریان

وسیع‌تر باشد در سطح گسترده‌تری می‌تواند ساختار بازارها را متأثر سازد. ایجاد چنین انحرافات در بازارهای تأمین مالی ممکن است توان مؤسسات مالی برای تأمین مالی امن را تحت تأثیر قرار دهد. جایگزینی دارایی‌های شبه امن به جای دارایی امن در اثر تشخیص نادرست، باعث می‌شود که در پی افزایش تقاضا برای دارایی امن، قیمت دارایی‌های شبه امن افزایش یابد و حباب دارایی‌ها شکل گیرد که در صورت کاهش ارزش دارایی‌های شبه امن، به‌طور خودکار این دارایی‌ها به طبقه دارایی‌های ریسکی منتقل خواهند شد. این موضوع به‌ویژه در مورد بانک‌ها مصداق بحران آفرینی خواهد داشت؛ چرا که بانک‌ها بر پایه مقررات احتیاطی ملزم به نگهداری دارایی امن برای رعایت حدود تعیین شده بوده و ترکیدن حباب قیمت‌ها می‌تواند باعث شکنندگی بانک‌ها و کاهش نسبت کفایت سرمایه آنها به سطوح بحرانی شود و به دنبال آن با تضعیف توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها، رشد اقتصادی تهدید خواهد شد. در این شرایط، ورود بانک مرکزی و تزریق منابع در بازار اگرچه ممکن است به توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها در کوتاه‌مدت کمک کند، اما مشکل کمبود دارایی امن را که ریشه مشکلات بوده، حل نخواهد کرد.

از راه‌حل‌های ارائه شده برای حل این مشکل، تشدید مقررات وضع شده احتیاطی بر شبکه بانکی است. به‌عنوان مثال، این مقررات می‌تواند در طول چرخه‌های اعتباری، از طریق نسبت کفایت سرمایه میزان تسهیلات‌دهی بانک‌ها را تحت کنترل قرار دهد. سیاست‌های احتیاطی افزون بر وضع مقررات داخلی باید به دنبال انتقال عرضه دارایی امن از بانک‌های سایه به دولت باشد؛ چرا که در صورت عرضه کافی دارایی امن از سوی دولت، بخش خصوصی از چرخه عرضه دارایی امن خارج شده و به‌طور خودکار دارایی‌های شبه امن از بدنه نظام مالی خارج خواهد شد.

##### ۵. نقش دارایی امن در بحران‌های مالی

در اقتصادهای توسعه یافته، بخش مالی و دولت دو منبع اصلی ایجاد دارایی‌های مالی هستند. بانک‌های مرکزی منتشرکننده پول نقد، خزانه‌داری منتشرکننده اوراق قرضه دولتی، بانک‌ها منتشرکننده سپرده‌های بانکی و نهادهای دیگر مالی منتشرکننده ابزارهای مهندسی شده مالی هستند. با توجه به



اینکه توانایی هر اقتصاد در ایجاد دارایی امن به محدودیت‌های موجود در بخش مالی از جمله سطح توسعه‌یافتگی بازارهای مالی، ظرفیت مالی دولت‌ها و ثبات سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز بستگی دارد، عرضه دارایی امن (شامل خصوصی و دولتی) در سطح بین‌المللی و به‌لحاظ تاریخی در تعداد محدودی از کشورها و به‌طور خاص در ایالات متحده، متمرکز شده است. به دلیل محدود بودن عرضه در دهه‌های اخیر، تقاضای دارایی امن از عرضه آن پیشی گرفته که نتیجه آن نیز افزایش قیمت دارایی امن و پس از آن، کاهش نرخ آن بوده است.<sup>۱</sup> تجربه آمریکا در بحران وام‌های رهنی ۲۰۰۸ و تجربه اروپا در بحران بدهی ۲۰۱۰ نشان می‌دهد، کمبود دارایی امن یکی از عوامل مؤثر در شکل‌گیری و تعمیق بحران‌های مالی اخیر بوده است.

#### بحران مالی ایالات متحده (۲۰۰۸)

حباب قیمت مسکن در آمریکا و پس از آن بحران وام‌های رهنی (۲۰۰۸) در نتیجه عوامل مختلفی مانند تسهیل در فرآیند وام‌دهی، ضعف مدیریت ریسک در نهادهای مالی و ضعف در قوانین نظارتی رخ داد. جریان سرمایه در سطح بین‌المللی عامل دیگری بود که در کنار عوامل داخلی نقش مؤثری در ایجاد حباب قیمت مسکن و بحران‌های پس از آن داشت. این موضوع نخستین بار توسط برنانکه<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) مطرح شد. برنانکه معتقد بود مزاد پس‌انداز نسبت به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصادهای بازار نوظهور و کشورهای صادرکننده نفت به شکل‌گیری اشباع پس‌انداز<sup>۳</sup> و جریان ورود سرمایه به ایالات متحده منجر شد که موجب افزایش قیمت دارایی‌ها و کاهش نرخ بازدهی بلندمدت آنها شد.<sup>۴</sup>

۱. اگر تقاضا برای دارایی امن را نسبتی از تولید جهانی بدانیم، دلیل کمبود عرضه دارایی امن را می‌توان در پایین‌تر بودن نرخ رشد اقتصادی در کشورهای عرضه‌کننده دارایی امن نسبت به نرخ رشد جهانی دانست (کابالرو و فرهی، ۲۰۱۷).

2. Bernanke

3. Saving Glut

۴. پس از بحران مالی سال ۹۸-۱۹۹۷، اقتصادهای بازار نوظهور با مزاد پس‌انداز و کمبود ظرفیت سرمایه‌گذاری روبه‌رو شدند. همچنین، افزایش قیمت جهانی نفت و درآمدهای صادراتی در کشورهای صادرکننده نفت موجب شد در نبود

در مطالعات بعدی که توسط کابلرو و کاریشنمارتی (۲۰۰۹) انجام شد، ترکیب سبد مالی کشورهای با اشیاع پس‌انداز بررسی شد و نشان داد، جریان اصلی ورودی سرمایه به سمت اوراق قرضه دولتی و اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی<sup>۱</sup> بخش خصوصی (و با رتبه‌بندی بالا) در ایالات متحده بوده است. در واقع، تمایل این کشورها به سرمایه‌گذاری مازاد حساب جاری در اوراق باکیفیت و امن که دولت و سیستم مالی این کشورها قادر به عرضه آن نبودند، زمینه ورود مازاد پس‌انداز از اقتصادهای بازار نوظهور و صادرکننده منابع طبیعی به کشورهای توسعه‌یافته را فراهم ساخت که خود یکی از دلایل پایین‌بودن بازده امن‌ترین اوراق آمریکا - اسناد خزانه و اوراق شرکت‌های دولتی - بود.<sup>۲</sup> با توجه به اولویت کشورهای با مازاد پس‌انداز در نگهداری دارایی‌های امن با نقدشوندگی بالا، این کشورها همچنان به نگهداری اوراق امن دولتی آمریکا حتی با وجود کاهش چشم‌گیر نرخ این اوراق ادامه دادند. در نتیجه، با کمبود دارایی امن برای سرمایه‌گذاران دیگر داخلی و خارجی، تقاضا برای سایر دارایی‌های جانشین، شامل اوراق رهنی عموماً عرضه‌شده توسط بخش خصوصی یا شرکت‌های دولتی، افزایش یافت و در نتیجه نرخ بازده این اوراق نیز با کاهش مواجه شد.

پس از کشورهای با مازاد پس‌انداز، کشورهای اروپایی مهم‌ترین متقاضیان خارجی برای دارایی امن در ایالات متحده بودند. بر خلاف کشورهای با مازاد پس‌انداز، که خرید اصلی آنها شامل اوراق بدهی خزانه‌داری آمریکا بود، کشورهای اروپایی به دلیل کمبود دارایی امن دولتی، در دامنه وسیع‌تری از دارایی‌ها شامل اوراق بدهی بخش خصوصی و اوراق با پشتوانه دارایی (شامل اوراق رهنی بخش خصوصی) سرمایه‌گذاری کردند.<sup>۳</sup> در حالی که هدف کشورهای اروپایی خرید اوراق امن با نقدشوندگی

---

ظرفیت جذب داخلی، زمینه حرکت سرمایه به سمت کشورهای توسعه‌یافته به‌ویژه کشورهای با بازارهای مالی پرمعق از جمله ایالات متحده فراهم شود.

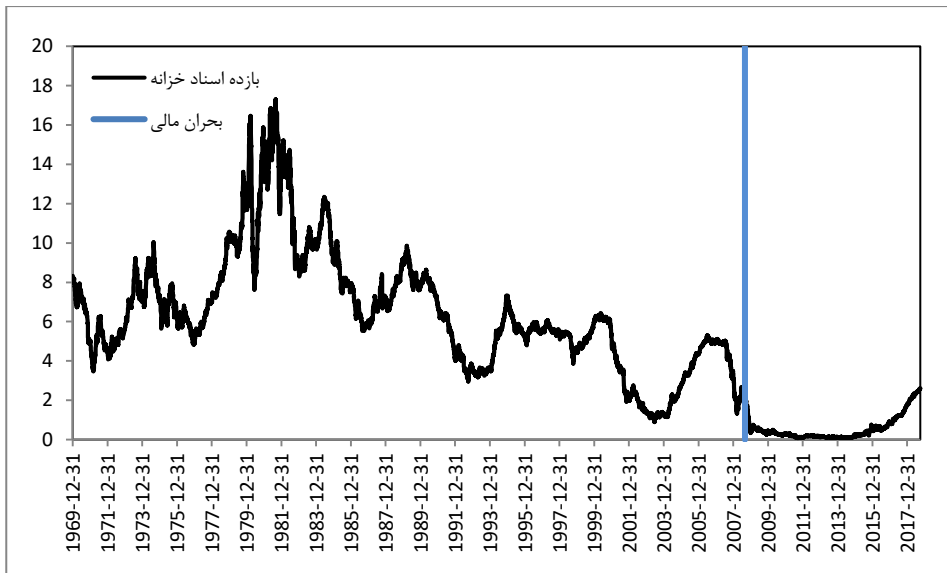
### 1. Mortgaged-backed Securities

۲. بیش از سه چهارم دارایی‌های خریداری شده توسط کشورهای با اشیاع پس‌انداز را اوراق بدهی دولت آمریکا تشکیل می‌داد که اوراق مزبور تنها ۲۶ درصد از کل اوراق بهادار آمریکا را شامل می‌شد.

۳. برخلاف کشورهای با مازاد پس‌انداز که مازاد حساب تجاری در این کشورها منبع تأمین مالی خرید اوراق امن بود، در کشورهای اروپایی که حساب جاری تقریباً متعادل بود، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های امن از محل انتشار اوراق دولتی -

بالا بود، سبد مالی آنها در مقایسه با کشورهای با مازاد پس‌انداز ریسک بیشتری داشت. در واقع، عدم تأمین تقاضای کشورهای اروپایی برای دارایی امن از یک سوی و سیاست تسهیل اعطای تسهیلات مسکن به افراد کم درآمد توسط مؤسسات وابسته به دولت<sup>۱</sup> عواملی بودند که به شکل‌گیری اوراق با پشتوانه دارایی از جمله اوراق رهنی منجر شدند که در آن وام‌های ریسکی به اوراق با رتبه بالا تبدیل شده و در ردیف دارایی‌های امن قرار گرفتند.

نمودار ۳. نرخ بهره اسناد خزانه یک‌ساله (درصد)



مأخذ: Fred Economic Data

عمدتاً به صورت دارایی‌های دلاری- در سطح بین‌المللی تأمین مالی می‌شد. اوراق بدهی دولت کشورهای اروپایی که در ابتدا امن تلقی می‌شدند امکان تأمین مالی ارزان قیمت را برای این کشورها فراهم ساخته بود. این در حالی است که دولت برخی از این کشورها از وضعیت مالی پایداری برخوردار نبودند.

۱. اوراق منتشر شده به پشتوانه این وام‌ها با تضمین شرکت‌های دولتی همراه بودند و در نتیجه در ردیف اوراق با رتبه اعتباری بالا (AAA) طبقه‌بندی می‌شدند.

با خالی شدن حباب قیمت مسکن و بروز بحران وام‌های رهنی، دارایی‌های شبه‌امن به سرعت ماهیت امن بودن خود را از دست دادند و به‌طور هم‌زمان عرضه دارایی امن کاهش و تقاضا برای این دارایی‌ها افزایش یافت که نتیجه آن کاهش نرخ‌های بهره به محدوده زیر صفر و تشدید بحران مالی بود؛ در این شرایط، با توجه به عدم امکان کاهش بیشتر نرخ‌های بهره، سطح تولید نقش متغیر تعدیلی را بازی کرد و تعادل تنها از طریق ایجاد رکودی عمیق امکان‌پذیر شد.<sup>۱</sup> همچنین، از آنجا که هم‌زمان با کاهش قیمت مسکن، قیمت اوراق با پشتوانه وام‌های ساب‌پرایم که به دلیل ضمانت شرکت‌های دولتی و در پی کسری در دارایی امن دولتی در ردیف دارایی‌های امن قرار گرفته بودند، با کاهش ارزش مواجه شدند و بانک‌ها که حجم بالای وام‌های ساب‌پرایم و اوراق با پشتوانه این وام‌ها را در ترازنامه داشتند با خطر ورشکستگی مواجه شدند و به دنبال مشکلات ایجاد شده از محل این اوراق از پرداخت تسهیلات به یکدیگر یا مشتریان دیگر خودداری کردند و تنگنای اعتبار ایجاد شده باعث عمیق‌تر شدن رکود شد.<sup>۲</sup> در واقع، شناسایی اشتباه دارایی امن عاملی بود که در شرایط بحرانی در کنار ایجاد بی‌ثباتی در نظام مالی، موجب شکل‌گیری عدم تعادل در اقتصاد کلان شد. جدول ۳، به‌روشنی تأثیرپذیری دارایی‌های امن از بحران سال ۲۰۰۸ را نشان می‌دهد؛ به‌طوری که سهم این دارایی‌ها از کل تولید ناخالص داخلی از ۳۶/۹ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۱۸/۱ درصد در سال ۲۰۱۱ رسیده است. در ابتدای بحران ۲۰۰۸، اوراق رهنی با پشتوانه شرکت‌های دولتی مانند فردی مک و فانی می<sup>۳</sup> به سرعت ویژگی امن بودن خود را از دست دادند. در بحران بدهی ۲۰۱۰ نیز اوراق بدهی برخی دولت‌های اروپایی از ردیف دارایی‌های امن خارج شدند و سطح عرضه دارایی امن با کاهش چشم‌گیری همراه شد. در این شرایط، افزایش عرضه دارایی امن دولتی به‌عنوان راهکاری برای تحریک اقتصاد با هدف خروج از رکود مطرح می‌شود.<sup>۴</sup>

---

1. Caballero and Farhi. (2017).

2. Skidelsky. (2010).

3. Freddie Mac and Fannie Mae

4. Caballero and Farhi. (2017); Caballero, et al. (2017).

جدول ۳. فهرست دارایی‌های امن، پیش و پس از بحران ۲۰۰۸

عنوان	میلیون دلار		سهم از تولید ناخالص داخلی جهانی (درصد)	
	۲۰۰۷	۲۰۱۱	۲۰۰۷	۲۰۱۱
اوراق بدهی دولتی ایالات متحده	۵۱۳۶	۱۰۶۹۲	۹,۲	۱۵,۸
اوراق بدهی شرکت‌های دولتی آمریکا	۲۹۱۰	۴۰۴۳	۵,۲	۳,۰
اوراق رهنی با تضمین شرکت‌های دولتی آمریکا	۴۴۶۴	۶۴۸۳	۸,۰	۹,۳
اوراق رهنی بخش خصوصی	۳۹۰۱	۱۴۷۷	۷,۰	۱,۹
اوراق بدهی دولتی آلمان و فرانسه	۲۴۹۲	۳۲۷۰	۴,۵	۴,۸
اوراق بدهی دولتی ایتالیا و اسپانیا	۲۳۸۰	۳۱۴۳	۴,۳	۴,۷
مجموع دارایی‌های امن	۲۰۵۴۸	۱۲۲۶۲	۳۶,۹	۱۸,۱

مأخذ: Barclays Capital (2012).

توضیح: ارقام خط خورده نشان دهنده اوراقی است که در سال ۲۰۱۱ از ردیف دارایی‌های امن خارج شده‌اند.

### بحران بدهی اروپا (۲۰۱۰)

ریشه بروز بحران بدهی ۲۰۱۰ در اروپا را می‌توان به زمان عضویت کشورها در اتحادیه پولی اروپا نسبت داد. شرایط اقتصادی دیکته‌شده به کشورها به واسطه عضویت در حوزه یورو، با وجود تفاوت ساختاری میان کشورهای عضو از عوامل پیدایش بحران بدهی بود. عضویت کشورها در اتحادیه پولی این باور را ایجاد کرد که اتحادیه اجازه ایجاد بحران در هیچ یک از کشورهای عضو را نخواهد داد و به واسطه این حمایت به تمام کشورهای عضو وزن یکسانی به لحاظ امنیت داده شد. این موضوع باعث برابری نرخ بهره در کشورهایی مانند یونان، ایرلند، پرتغال و اسپانیا که به لحاظ ساختار عملکرد دولت‌هایشان وضعیت پایداری نداشتند با کشورهای باثباتی مانند آلمان، فنلاند و بلژیک شد. به این ترتیب، امن تلقی نمودن اوراق بدهی دولت‌ها در تمام کشورها به واسطه عضویت در اتحادیه امکان دسترسی به منابع ارزان قیمت از طریق استقراض خارجی را فراهم کرد و به دنبال آن، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در این کشورها با افزایش چشم‌گیری مواجه شد. البته، شایان ذکر است که

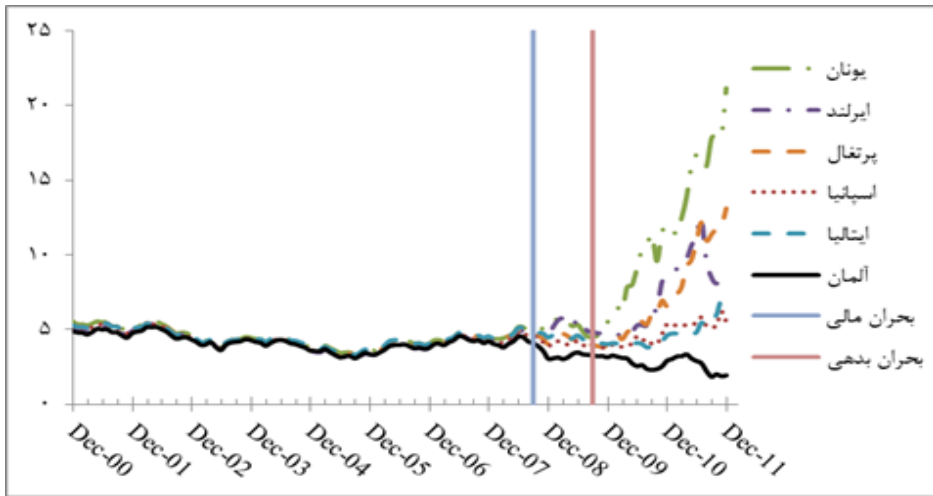
بالا بودن نسبت بدهی به تنهایی عامل ایجاد بحران نیست؛ بلکه عدم توانایی دولت‌ها در انجام تعهداتشان که می‌تواند در پی کسری بودجه ساختاری شکل گیرد، عاملی است که می‌تواند بالا بودن نسبت بدهی را به بحران تبدیل نماید.

کاهش نرخ بهره در کشورهای یونان، اسپانیا، ایتالیا و ایرلند باعث شد مصرف و سرمایه‌گذاری در این کشورها به شدت افزایش یابد و این کشورها رشدهای بالایی را تجربه کنند. به دنبال افزایش تولید، درآمدهای دولت افزایش یافت و دولت‌ها با دائمی پنداشتن افزایش درآمدها، هزینه‌های خود را افزایش دادند. بحران مالی ۲۰۰۸، که رشد این کشورها را متوقف ساخت، از یک سوی، باعث کاهش درآمدهای دولت شد و از سوی دیگر، به دلیل چسبندگی هزینه‌ها، کاهش آنها را ناممکن ساخت. در نتیجه دولت‌ها توانایی خود در عمل به تعهدات در مقابل اعتباردهندگان را از دست دادند. با نمایان شدن اشتباه سرمایه‌گذاران در امن دانستن اوراق بدهی کشورهای بحران‌زده، تقاضا برای اوراق دولتی این کشورها کاهش و بازده آنها افزایش یافت. نمودار ۴، نرخ بازده اوراق بدهی دولت‌های اروپایی را نشان می‌دهد. نرخ بازده اوراق دولتی در کشورهای بحران‌زده که پیش از ۲۰۰۸ باثبات و پایین بودند، با افزایش چشم‌گیری همراه شدند که باعث افزایش هزینه تأمین مالی از طریق بازارهای مالی و ریسک تأمین مالی مجدد<sup>۱</sup> و تشدید بی‌ثباتی و کسری بودجه بیشتر در این کشورها شد. نکته قابل توجه در بحران بدهی ۲۰۱۰، کاهش نرخ سود اوراق قرضه آلمان بود که حکایت از امن بودن این اوراق در نظر سرمایه‌گذاران در شرایط بحران دارد. پس از این بحران تلاش‌های بسیاری برای افزایش عرضه دارایی امن در اتحادیه اروپا صورت گرفته است؛ اما به دلیل استقلال دولت‌های اروپایی و عدم اعتبار یکسان دولت‌های عضو، عرضه کافی دارایی امن در اتحادیه اروپا هیچ‌گاه به راحتی اقتصادهای دیگر نبوده است. برای رفع این مشکل، مطالعاتی در هیأت ریسک سیستمی اروپا<sup>۲</sup> انجام شده است که تلاش دارند از راه ایجاد دارایی امن یکسان برای کشورهای حوزه یورو، کمبود دارایی امن را جبران کنند.

1. Rollover Risk

2. European Systemic Risk Board

نمودار ۴. نرخ بهره اوراق قرضه بلندمدت دولتی (درصد)



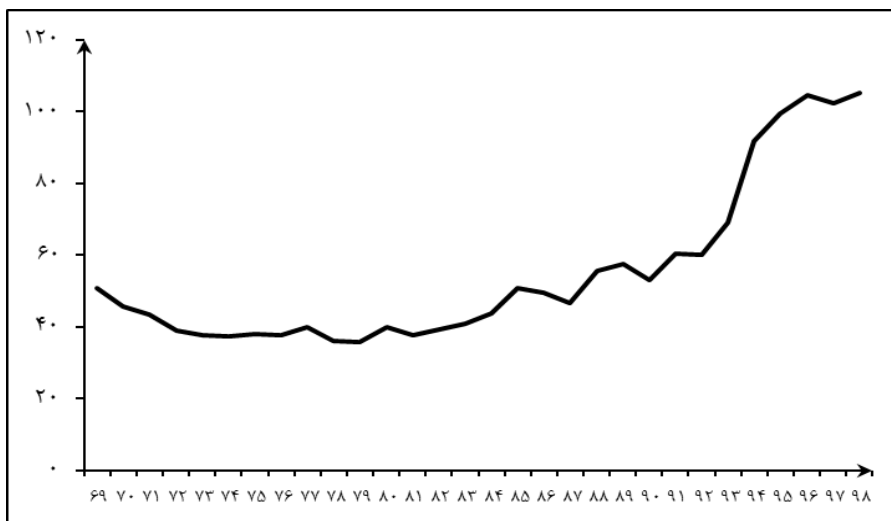
مأخذ: Eurostat

## ۶. ثبات مالی در ایران

اقتصاد ایران یک اقتصاد بانک‌محور است، به‌گونه‌ای که بخش چشم‌گیری از تأمین مالی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم توسط نظام بانکی انجام می‌شود. در نتیجه، تصمیمات سرمایه‌گذاری و مصرفی خانوارها و بنگاه‌ها به‌شدت تحت تأثیر ثبات نظام بانکی است. بررسی وضعیت شاخص‌های پولی و اعتباری نظام بانکی حاکی از آن است که ثبات نظام بانکی در دهه گذشته روندی شکننده را سپری کرده است که نشان‌دهنده احتمال وقوع بحران بانکی است.<sup>۱</sup> با وجود احتمال وقوع بحران بانکی، همچنان تقاضا برای سپرده‌ها وجود دارد. همان‌طور که در نمودار ۵ مشخص است نسبت سپرده‌های بخش غیردولتی در بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی اسمی پس از سال ۱۳۹۲ رشد بسیار شدیدی داشته است.

۱. کمیجانی و زارعی. (۱۳۹۱).

نمودار ۵. نسبت سپرده‌ها به تولید ناخالص داخلی اسمی (درصد)



برای نشان دادن ضرورت ایجاد دارایی امن دولتی در ایران، ابتدا به ریشه‌یابی بی‌ثباتی‌های ایجادشده در نظام مالی ایران در نتیجه نبود دارایی امن پرداخته و در ادامه پیش‌نیازهای ایجاد این دارایی را با توجه به ساختار اقتصاد ایران بررسی می‌کنیم.

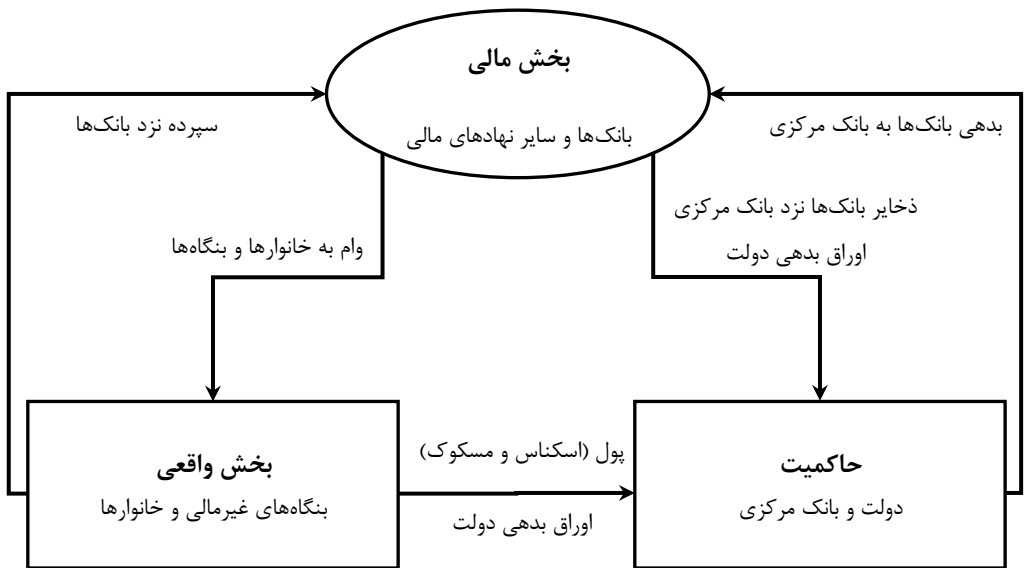
### نبود دارایی امن دولتی در ایران

با توجه به اینکه ابزار بدهی می‌تواند به‌طور مؤثری مخاطرات اخلاقی<sup>۱</sup> را کنترل کند، ابزارهای بدهی نزدیکی بیشتری به دارایی امن دارند. شکل ۱، جریان بدهی‌ها در بخش واقعی و مالی را مشخص می‌کند و نشان می‌دهد نهادهای مالی در مرکز جریان بدهی قرار دارند. وام پرداخت‌شده به بنگاه‌ها و خانوارها دارایی نهادهای مالی را تشکیل داده و در سمت بدهی‌ها، سپرده‌های بنگاه‌ها و خانوارها قرار دارند. نهادهای مالی از طریق تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌های خود، دارایی‌های پرریسک (وام‌ها) را به دارایی امن‌تر (سپرده) برای بنگاه‌ها و خانوارها تبدیل می‌کنند. در شرایط عادی، انتخاب ترکیب درستی از دارایی‌ها (متنوع‌بودن وام‌ها) باعث می‌شود نهاد مالی بدون چالش فعالیت خود را انجام دهد؛



اما بدهی‌های این نهادهای مالی در همه شرایط امن نیستند؛ زیرا این بدهی‌ها ممکن است در معرض هجوم قرار گیرند و در نبود دارایی امن در سمت دارایی‌ها، نهاد مالی با مشکل نقدینگی مواجه خواهد شد؛ بنابراین، می‌توان استدلال کرد که نبود دارایی امن دولتی در نظام مالی ایران باعث کاهش کیفیت ترازنامه بانک‌ها و از این مسیر باعث کاهش کیفیت ترازنامه خانوارها و بنگاه‌ها شده است.<sup>۲</sup>

شکل ۱. بدهی در بخش‌های واقعی و مالی



مأخذ: Gourinchas and Jeanne.(2012).

در سمت بدهی ترازنامه بانک‌ها، تقاضا برای دارایی امن (در نبود دارایی امن دولتی) باعث شکل‌گیری بخشی از روند رو به رشد ایجاد سپرده توسط بانک‌ها به صورت دارایی شبه‌امن شده است. سپرده‌های

### 1. Moral Hazard

۲. همچنین می‌توان بحث کرد که نبود دارایی امن باعث کاهش کیفیت ترازنامه بانک مرکزی شده است؛ به گونه‌ای که امکان سیاستگذاری پولی و نظارت بانک مرکزی بر بانک‌ها محدود شده است.

بانکی همواره نقش دارایی امن را برای متقاضیان دارایی امن، شامل سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی ایفا نموده است؛ نرخ سود بالاتر نسبت به اسکناس و مسکوک، نقدشوندگی بالاتر نسبت به دارایی‌های دیگر و ضمانت بانک مرکزی از عوامل مؤثر بر تقاضا برای این سپرده‌ها بوده است. بر این اساس، بخشی از روند گسترش سپرده‌های بانکی را می‌توان به نبود دارایی امن دولتی در نظام مالی نسبت داد، به طوری که متقاضیان دارایی امن مجبور بوده‌اند برای رفع نیازهای خود سپرده‌های بانکی را به‌عنوان نزدیک‌ترین جانشین برای دارایی امن خریداری کنند. به بیان دیگر در نبود دارایی امن، بانک‌ها از طریق انتشار دارایی‌های شبه‌امن به تقاضای خانوارها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای دارایی‌های امن پاسخ می‌دهند.

تا سال ۱۳۷۶، نظام بانکی کاملاً دولتی بود و در عمل، دولت تمام سپرده‌های بانکی را تضمین می‌کرد و این سپرده‌ها تنها دارایی امن عرضه‌شده در اقتصاد بودند. در این سال‌ها بانک مرکزی بر عرضه این دارایی‌ها از طریق اعمال سیاست‌های اعتباری کنترل داشت و عرضه آنها را محدود می‌کرد. با اجرای برنامه سوم توسعه کشور در سال ۱۳۷۹ به بانک‌های خصوصی اجازه فعالیت داده شد. پس از ورود بانک‌های خصوصی، حجم سپرده‌های مدت‌دار و اعتبارات به‌شدت در نظام بانکی افزایش یافت و در حالی که بازدهی سپرده‌های بانکی در برخی سال‌ها حتی کمتر از تورم بود، همچنان سپرده‌ها با سررسیدهای بالاتر از یک سال تقاضا می‌شد.

الزام به نگهداری سپرده قانونی نزد بانک مرکزی - حتی برای سپرده‌های مدت‌دار - در گسترش درک امن بودن این دارایی‌ها توسط سپرده‌گذاران مؤثر بود و این دیدگاه مبنی بر ضمانت سپرده‌ها توسط بانک مرکزی باعث شد که سرمایه‌گذاران بدون توجه به ریسک مؤسسات مالی به سپرده‌گذاری در بانک‌ها و حتی مؤسسات اعتباری غیرمجاز اقدام کنند. در واقع، یکی از دلایلی که باعث شکل‌گیری و رشد مؤسسات مالی غیرمجاز شد نیز ریشه در امن دانستن سپرده‌ها بوده است؛ به‌گونه‌ای که مؤسسات غیرمجاز با هدف تأمین مالی مستقیم از طریق انتشار سپرده فعالیت خود را آغاز کردند و با این باور مردم که سپرده‌های بانکی دارایی‌های کاملاً امن هستند، به راحتی توانستند به تجهیز منابع بپردازند و به یکی از مهم‌ترین عوامل افزایش ریسک نظام‌مند در نظام مالی تبدیل شوند.

در سمت دارایی ترازنامه بانک‌ها نیز، نبود دارایی امن دولتی باعث شد بانک‌ها دارایی‌های غیرامن نگهداری کنند و برای مدیریت مخاطرات اخلاقی از دارایی‌های غیرمالی (مانند املاک و مستغلات) به‌عنوان وثیقه استفاده نمایند.<sup>۱</sup> از پایان سال ۱۳۹۲ و هم‌زمان با شروع رکود، بانک‌ها با مشکل دارایی‌های غیرنقد و فاقد بازدهی مواجه شدند که پیامد آن انجماد دارایی‌های بانک‌ها و بروز تنگنای اعتباری بود.<sup>۲</sup> از سوی دیگر، رکود اقتصادی در این دوره باعث افزایش تسهیلات غیرجاری و تملیک وثایق این تسهیلات شد که مجموع این عوامل به عدم‌توانایی برخی مؤسسات اعتباری غیرمجاز در ایفای تعهدات خود منجر شد. گسترش بی‌اعتمادی سپرده‌گذاران نسبت به توان مالی این مؤسسات موجب هجوم سپرده‌گذاران و سرانجام سقوط برخی از نهادهای مالی شد.<sup>۳</sup> همچنین، ناترازی دارایی‌ها و بدهی‌ها در ترازنامه بانک‌ها آنها را مجبور ساخت برای تسویه سپرده‌های پیشین به خلق سپرده جدید (با نرخ‌های سود بالا) و اضافه برداشت از بانک مرکزی روی آورده و به این صورت موجبات برهم‌زدن ثبات و سلامت نظام بانکی فراهم شد.

بنابراین، نبود دارایی امن دولتی را می‌توان یکی از ریشه‌های شکل‌گیری مشکلات فعلی شبکه بانکی شامل تنگنای اعتباری بانک‌ها، اضافه برداشت صورت‌گرفته توسط بانک‌ها، کاهش قدرت بانک مرکزی در دستیابی به ثبات قیمت‌ها و شکل‌گیری مؤسسات اعتباری غیرمجاز دانست. در شرایط فعلی، چنانچه اعتماد سپرده‌گذاران به نظام بانکی خدشه‌دار شود، شاید هجوم برای خرید ارز محتمل‌ترین

۱. این رویه در کشورهای دیگر در حال توسعه نیز مشاهده می‌شود. کابالرو (۲۰۰۶) معتقد است که در کشورهای که بازارهای مالی از توسعه‌یافتگی لازم برخوردار نیست، معمولاً دارایی‌های غیرمالی به دلیل دارا بودن حقوق مالکیت نقش دارایی امن را بازی می‌کنند؛ اما مشکلی که دارایی‌های غیرمالی در شرایط مزاد تقاضا با آن روبه‌رو می‌شوند، شکل‌گیری حباب قیمتی است که خود می‌تواند در شرایط بحرانی و وجود آنها در نقش دارایی امن در سبد مالی مؤسسات مالی، عامل افزایش ریسک‌های نظام‌مند باشد.

۲. مشابه آنچه در بازار مسکن ایالات متحده اتفاق افتاد و به بحران سال ۲۰۰۸ منجر شد. البته با این تفاوت که در ایالات متحده کاهش قیمت مسکن به صورت غیرمستقیم و از طریق وام‌های مسکن بر ترازنامه مؤسسات مالی تأثیر گذاشت، ولی در ایران تأثیر بازار مسکن بر ترازنامه بانک‌ها مستقیم بود.

۳. مؤسسات اعتباری میزان، ثامن‌الحجج، کاسپین و مانند آن، در نتیجه کاهش ارزش دارایی‌هایشان و هجوم سپرده‌گذاران سقوط کردند.

رخداد باشد و به این صورت بحران مالی با بحران ترازپرداخت‌ها همراه شود.<sup>۱</sup> بنابراین، تجربه اقتصاد ایران نیز نشان می‌دهد که نبود دارایی امن دولتی و جایگزینی دارایی‌های شبه‌امنی مانند سپرده‌های بانکی و یا دارایی‌های غیرمالی می‌تواند باعث برهم‌زدن ثبات مالی شده و احتمال بروز و تعمیق بحران‌های مالی را افزایش دهد. بدین‌رو، لازم است که دولت در انتشار اوراق بدهی به نقش این اوراق به‌عنوان دارایی امن نیز توجه کند. در صورتی که اوراق بدهی دولت از طرف فعالان اقتصادی امن تلقی شود، این اوراق می‌تواند به ارتقای کیفیت ترازنامه بانک‌ها و کاهش خطر بی‌ثباتی مالی کمک کند.

### پیش‌نیازهای ایجاد دارایی امن دولتی

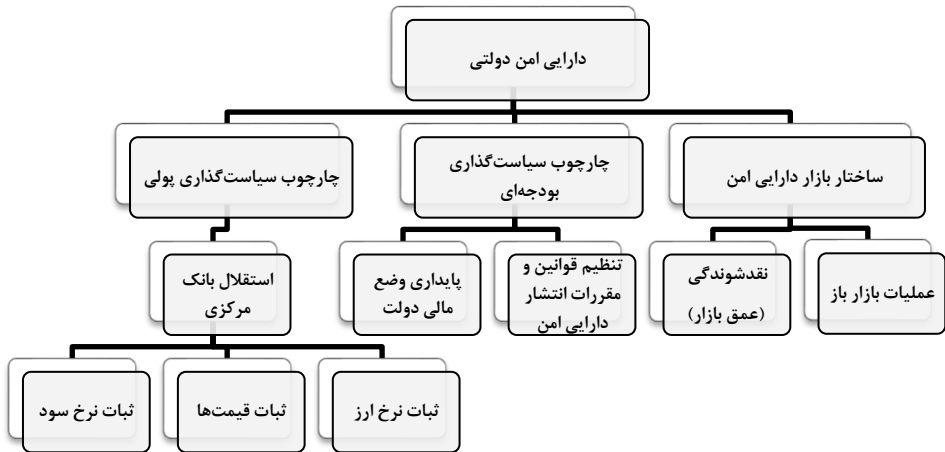
انتشار اوراق بدهی دولتی در ایران در صورتی که از سوی فعالان اقتصادی امن تلقی شود می‌تواند از مسیر ارتقای عملکرد بازارهای مالی به کارایی بیشتر سیاست‌گذاری پولی و کاهش ریسک‌های نظام‌مند در نظام مالی بیانجامد. همچنین، این اوراق می‌تواند با ایجاد منبع درآمدی پایدار برای دولت به کاهش وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی و در نتیجه کاهش انتقال شوک‌های نفتی به اقتصاد منجر شود؛ اما در صورتی که این اوراق توسط فعالان اقتصادی امن تلقی نشود می‌تواند زمینه‌ساز بروز بحران شده یا در شرایط بحرانی هزینه‌های بحران را افزایش دهد؛ تجربه‌ای که برخی کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز در بحران بدهی سال ۲۰۱۰ با آن روبه‌رو شدند. بر این اساس، می‌توان تمهیداتی ایجاد نمود تا از اوراق بدهی دولتی که با توجه به رویکرد دولت در تأمین مالی از این روش، مسیری رو به رشد را طی می‌کند، بتوان به‌عنوان دارایی امن در ارتقای کارکرد و ثبات نظام مالی بهره جست.

شکل ۲، چارچوب پیشنهادی برای ایجاد دارایی امن دولتی را نشان می‌دهد. این چارچوب در سه لایه سیاست‌گذاری پولی، سیاست‌گذاری بودجه‌ای و ساختار بازار دارایی امن بررسی می‌شود. این چارچوب بر گرفته از مطالعه کابالرو و همکاران (۲۰۱۷) بوده که تأکید می‌کنند «ظرفیت هر کشور

۱. پس از بحران مالی اخیر، کشورهایی که با کمبود دارایی امن روبه‌رو بودند، از طریق مزاد حساب جاری کمبود تقاضای خود را به کشورهای دیگر انتقال دادند (کابالرو و همکاران، ۲۰۱۷). به این صورت ارزش پول کشور فاقد دارایی امن کاهش یافت و ارزش پول کشور دریافت‌کننده تقویت شد.

برای تولید دارایی امن توسط محدودیت‌های اعمال شده بر بخش مالی، سطح توسعه مالی، ظرفیت بودجه‌ای دولت و پیشینه بانک مرکزی در دستیابی به ثبات قیمت‌ها و نرخ ارز تعیین می‌شود».

شکل ۲. چارچوب پیشنهادی برای ایجاد دارایی امن دولتی



چارچوب سیاست‌گذاری پولی: اقتصادی می‌تواند دارایی امن ایجاد کند که عدم اطمینان در محیط اقتصاد کلان آن کنترل شده باشد. از این رو، ثبات در سطح عمومی قیمت‌ها، نرخ ارز و نرخ سود مهم‌ترین پیش‌نیازهای توسعه دارایی امن هستند. این موارد از اهداف سیاست‌گذار پولی به شمار می‌روند. در حال حاضر بانک مرکزی ایران به‌عنوان نهاد مسئول حفظ ثبات سطح عمومی قیمت‌ها با دو چالش سلطه مالی دولت و مشکلات ساختاری شبکه بانکی مواجه است. مشکلات ساختاری شبکه بانکی از یک سوی به دلیل سرمایه‌گذاری آنها در دارایی‌های غیرنقد و شناسایی درآمدهای موهوم، زمینه گسترش سپرده‌های بانکی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل برهم‌زدن ثبات قیمت‌ها را فراهم

کرده است.<sup>۱</sup> از سوی دیگر، از آنجا که عواید ارزی ناشی از صادرات نفت و گاز متغیر مسلط در اقتصاد ایران بوده و طبق قانون در انحصار دولت قرار دارد، میزان نیازهای مالی دولت که در بودجه عمومی کشور انعکاس می‌یابد، متغیر تعیین‌کننده در بخش پولی است. با توجه به محدودبودن دامنه تأثیرگذاری بانک مرکزی بر رفتار دولت، مخارج دولت حداقلی از تورم را به اقتصاد تحمیل می‌کند که برای بانک مرکزی برونزا و تحمیل‌شده تلقی می‌شود. بر این اساس، تقویت استقلال سیاست‌گذار پولی را می‌توان به‌عنوان مهم‌ترین الزام دستیابی به ثبات پولی به‌عنوان یکی از الزامات انتشار دارایی امن دولتی برشمرد.

**چارچوب سیاست‌گذاری بودجه‌ای:** ریسک هر نوع اوراق بدهی به ظرفیت مالی انتشاردهنده آن بستگی دارد. از این رو، ظرفیت بودجه‌ای دولت تعیین‌کننده تلقی فعالان اقتصادی نسبت به اوراق بدهی آن است و می‌توان این گونه تعبیر نمود که توسعه دارایی امن دولتی مقید به وجود دولتی امن است. در این خصوص، پایش پایداری وضع مالی دولت از اهمیت فراوانی برخوردار است. به تعبیر شیک<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) دولتی دارای وضع مالی پایدار است که قادر به بازپرداخت تعهدات خود از مسیرهایی باشد که به برهم‌زدن ثبات پولی و مالی منجر نشود،<sup>۳</sup> عملکرد آن به کاهش رشد اقتصادی در سال‌های آتی منجر نشود، تأمین مالی آن از محل درآمدهای پایدار صورت گیرد و هزینه ارائه خدمات به یک نسل از مسیر دریافت مالیات به نسل بعدی انتقال نیابد.

۱. پس از ممنوعیت استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی در قوانین برنامه‌های سوم و چهارم توسعه کشور، نقش خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی در رشد پایه پولی تا حد قابل قبولی کنترل شد، ولی در یک دهه اخیر این رویه از طریق فشار بر منابع نظام بانکی ادامه یافته و باعث شده تا حجم بالایی از منابع شبکه بانکی در قالب مطالبات بانک‌ها از بخش دولتی انباشته شود. این موضوع افزون بر کاهش کیفیت ترازنامه بانک‌ها و تحلیل‌بردن توان تسهیلات‌دهی آنها، موجبات افزایش اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی را فراهم آورد که نتیجه آن، افزایش چشم‌گیر حجم پایه پولی بود.

## 2. Schick

۳. تبیین استراتژی مدیریت بدهی‌های دولتی و تعیین ترکیب مناسب اوراق قابل انتشار با توجه به ترکیب ریسک و هزینه‌های مترتب با آن از الزامات مدیریت بهینه بدهی دولتی است.

جهت اطمینان از وجود دولت امن لازم است الزامات پایداری وضع مالی دولت و سقف مجاز ایجاد بدهی توسط دولت در بودجه‌های میان‌مدت گنجانده شود و نحوه عملکرد آن در قوانین بودجه سالیانه پیش‌گردد. به علاوه تنظیم قانون دارایی امن توسط دولت اقدام مهمی است که با تعیین خصوصیات دارایی امن و چارچوب عملکرد بخش دولتی جهت تحقق بخشیدن به ماهیت امن بودن اوراق منتشره در کنار تضمین حقوق مالکیت دارندگان اوراق دولتی می‌تواند گام مؤثری جهت جلب اعتماد عمومی و اعتبار بخشیدن به بدهی‌های بخش عمومی محسوب گردد.

ساختار بازار دارایی امن: میزان امن بودن هر دارایی افزون بر ویژگی‌های عرضه‌کننده آن به ویژگی‌های بازاری که در آن عرضه می‌شود نیز بستگی دارد. برای مثال، نقدشوندگی هر دارایی بر اساس عمق بازاری که در آن معامله می‌شود، تعیین می‌شود. در واقع، افزایش عمق بازار هم‌راستا با کاهش هزینه‌های معاملاتی به افزایش نقدشوندگی بازار و به دنبال آن، کارایی بیشتر آن کمک می‌کند. با افزایش کارایی بازار که کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی از مصادیق آن بوده و افزایش عمق بازار که با افزایش نقدشوندگی امکان نقد نمودن دارایی بدون تغییر چشم‌گیر در قیمت دارایی را فراهم می‌سازد، این امکان برای دولت مهیا می‌شود تا بدون نوسانات بالای نرخ سود- که از یک سوی می‌تواند مغایر با اهداف سیاست‌گذار پولی باشد و از سوی دیگر، موجب ناپایداری وضع مالی دولت می‌شود- افزون بر تأمین مالی ارزان قیمت به افزایش دارایی امن برای افزایش ثبات مالی اقدام کند.

البته باید توجه داشت که افزایش عمق بازار به‌لحاظ حجم دارایی‌های موجود باید هم‌راستا با افزایش عمق بازار به‌لحاظ تنوع بازیگران صورت گیرد؛ چرا که بخشی از نوسانات نرخ بازده اوراق دولتی که از مهم‌ترین ریسک‌های توسعه بازار بدهی دولتی به حساب می‌آید، و رای دلایل اقتصادی و سیاسی، ریشه در عناصر تشکیل‌دهنده ساختار بازار از جمله بازیگران اصلی آن دارد. افزایش عرضه اوراق دولتی بدون تقویت طرف تقاضا می‌تواند به افزایش نرخ‌های بهره منجر شود و با افزایش هزینه‌های تأمین مالی ظرفیت بخش عمومی در استفاده از این ابزار را محدود و این اوراق را از ماهیت امن بودن دور سازد.

اگرچه امن شدن اوراق دولتی به‌طور خودکار باعث انتقال تقاضای بالقوه موجود برای دارایی امن به سمت این اوراق می‌شود، اما وضع قوانین و مقررات در خصوص چگونگی سرمایه‌گذاری نهادهای مالی از جمله سهم بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی در خرید اوراق دولتی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین متقاضیان دارایی امن دولتی ضروری است. همچنین، تجربه توسعه بازار بدهی دولتی در کشورهای دیگر نشان می‌دهد که در بیشتر کشورهای دارای بازارهای بدهی توسعه‌یافته، بانک‌های تجاری مهم‌ترین بازیگران بازار بدهی دولتی هستند. با توجه به مشکلات ساختاری شبکه بانکی و مشکل انجماد دارایی‌ها در ترازنامه بانک‌ها، گام نخست در حضور مؤثر بانک‌ها را می‌توان در اصلاح ترازنامه آنها که خود از مسیر توسعه دارایی امن دولتی امکان‌پذیر می‌شود، جستجو کرد.<sup>۱</sup>

افزون بر بازیگران طرف عرضه و تقاضا، حضور معامله‌گران اولیه و بازارگردانان از الزامات توسعه بازار بدهی دولتی محسوب می‌شود. وجود بازارگردانان برای کنترل اثر معاملات اصلی بر قیمت ذاتی دارایی‌ها و جلوگیری از ایجاد حباب‌های مثبت و منفی قیمتی و در نتیجه انحراف نرخ بهره از سطح تعادلی ضروری است. در مورد ایجاد دارایی امن دولتی، وجود بانک مرکزی به‌عنوان تأمین‌کننده نقدینگی در بازارهای مالی از طریق اجرای عملیات بازار باز، افزون بر اینکه می‌تواند به اوراق بدهی دولتی به‌عنوان یک دارایی امن اعتبار بخشد، می‌تواند در زمینه حمایت از نرخ‌های سیاستی مد نظر بانک مرکزی و کمک به ثبات نرخ بهره نیز کمک نماید.<sup>۲</sup>

۱. بدون رفع مشکلات ساختاری شبکه بانکی، رقابت ناسالم بانک‌ها به‌منظور جذب سپرده با نرخ‌های بالا به‌عنوان مانعی برای تعیین نرخ سود بدون ریسک از طریق سازوکار بازار ادامه خواهد داشت.

۲. گارینچز و جین (۲۰۱۲) معتقدند که اگر یک دارایی تضمین صریح یا ضمنی بانک مرکزی را برای خرید در زمان کاهش قیمت داشته باشد، آن دارایی امن خواهد بود. بنابراین، برای اینکه دارایی امن به‌طور واقعی عدم حساسیت به اطلاعات داشته باشد، تنها کافی نیست که به ویژگی‌های فردی آن دارایی توجه شود، بلکه رفتار بازیگران اصلی در سیستم (به‌طور مثال بانک مرکزی) نیز باید در نظر گرفته شود.



محدودیت افزایش عرضه دارایی امن بدون نقض قید پایداری مالی دولت، ایجاب می‌کند تا دارایی‌های دیگر شبه‌امن در نظام مالی برای تأمین نیاز نظام مالی، با ماهیت نزدیک به دارایی امن دولتی ایجاد و تکثیر شوند. ترازنامه بانک‌ها ابزاری است که می‌توانند در رسیدن به این هدف استفاده شوند. مؤسسات مالی یکی از سه ضلع منتشرکننده دارایی امن هستند که سپرده‌های بانکی را به‌عنوان دارایی شبه‌امن ایجاد می‌کنند. ترازنامه بانک‌ها می‌تواند نقش تکثیرکننده امنیت<sup>۱</sup> را داشته باشد اگر در سمت دارایی ترازنامه به اندازه کافی دارایی امن وجود داشته باشد. در این صورت، افزون بر اینکه دارایی ایجادشده توسط بانک‌ها بیشتر ماهیت امن خواهد داشت، با توجه به سهم بالای بانک‌ها در نظام مالی، این مؤسسات به بیمه‌گرانی در نظام مالی در رویارویی با ریسک‌های سیستمی مبدل خواهند شد. بنابراین، در توسعه دارایی امن دولتی، تأمین نیاز شبکه بانکی از دارایی امن باید در اولویت قرار گیرد تا بتوان در شرایط عدم امکان انتشار دارایی امن دولتی به‌دلیل قیدهای مرتبط با پایداری مالی دولت از قابلیت ترازنامه بانک‌ها برای جبران محدودیت یادشده بدون تهدید ثبات مالی استفاده کرد.

## ۷. نتیجه‌گیری

دارایی امن نقش مهمی در عملکرد نظام‌های مالی ایفا می‌کند. دارایی امن ذخیره ارزش است؛ به‌عنوان وثیقه در توافق‌نامه‌های بازخرید، اعطای وام و بازار مشتقات کاربرد دارد؛ مبنای قیمت‌گذاری بوده و به‌عنوان ابزار سیاست‌گذاری پولی و مقررات‌گذاری مالی به‌کار می‌رود. کمبود عرضه دارایی امن افزون بر اینکه آسیب‌پذیری نظام مالی را در مواجهه با بحران مالی تشدید می‌کند، می‌تواند به تداوم رکود اقتصادی منجر شود؛ مسأله‌ای که بحران مالی ۲۰۰۸ ایالات متحده آمریکا و بحران بدهی ۲۰۱۰ اروپا نشان‌دهنده آن است. ورود بخش خصوصی و دولت‌های ناامن در عرضه دارایی شبه‌امن عامل اصلی کمبود دارایی امن و تعمیق بحران‌های مالی در سطح ملی و بین‌المللی بوده است. البته عرضه کافی دارایی امن دولتی لازمه ثبات مالی بوده و می‌تواند از بحران‌های مالی جلوگیری کند، اما باید توجه داشت که عرضه این دارایی باید در چارچوب مشخصی صورت گیرد.

بررسی پیامدهای نبود دارایی امن در نظام مالی ایران نشان می‌دهد که کاهش کیفیت ترازنامه بانک‌ها در نتیجه نبود دارایی امن، از یک سوی بانک‌ها را با مشکل انجماد دارایی‌ها مواجه ساخته است و از سوی دیگر، به دلیل سهم بالای سپرده‌های بانکی در سبد مالی خانوار و بنگاه‌ها به‌عنوان نزدیک‌ترین دارایی با ویژگی‌های دارایی امن، ریسک برهم خوردن ثبات مالی در نتیجه هجوم سپرده‌گذاران در زمان ایجاد ناطمینانی و بروز ریسک‌های سیستمی را با افزایش همراه ساخته است. با توجه به اینکه انتشار اوراق بدهی در سال‌های اخیر به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی دولت روندی رو به افزایش دارد، توجه به عرضه این اوراق با ویژگی‌های دارایی امن می‌تواند افزون بر ایجاد ابزاری پایدار برای اصلاح ساختار بودجه از جمله وابستگی بودجه دولت به درآمدهای پرنوسان نفتی و هموارسازی هزینه‌ها، نبود این دارایی در نظام مالی ایران را تا حدود زیادی جبران نماید. البته به نظر می‌رسد با توجه به وضعیت پیش‌نیازهای ایجاد دارایی امن از جمله ظرفیت مالی دولت و ثبات سطح عمومی قیمت‌ها، ایجاد دارایی امن دولتی متناسب با نیازهای نظام مالی ایران با محدودیت شدیدی همراه باشد؛ بنابراین، ضروری است با توجه به نقش بااهمیت ترازنامه بانک‌ها در تکثیر امنیت، در کنار تأمین مالی دولت از محل انتشار اوراق مالی، تأمین نیاز تدریجی شبکه بانکی به اوراق امن دولتی مورد توجه قرار گیرد تا با ارتقای ثبات مالی از مسیر افزایش کیفیت ترازنامه بانک‌ها و خانوار، به عمیق‌تر شدن بازار بدهی دولتی به‌عنوان یکی از ارکان پیش‌نیاز در افزایش ظرفیت انتشار اوراق بدهی در چارچوب قیود متضمن پایداری مالی دولت نیز کمک کند.

## منابع

- زارعی، ژاله و کمیجانی، اکبر. (۱۳۹۴). شناسایی و پیش‌بینی بحران‌های بانکی در ایران. فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۲۹، صص ۲۳-۱.
- Achaya, Sushant and Dogra, Keshav. (August 2018). The Side Effects of Safe Asset Creation. Federal Reserve Bank of New York, Staff report. No 842.
- B. Gorton Gary. (April 2016). The History and Economics of Safe Assets. Working Paper of National Bureau of Economic Research. No22210.
- Beningo, Pierpaolo and Nistico, Salvatore. (December 2013). Safe Asset, Liquidity and Monetary Policy. CEPR Discussion Paper No. DP9767.
- Bernanke, Ben. (2005). The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit. Speech Delivered at the Sandridge Lecture. Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10.
- Ben S. Bernanke, Carol Bertaut, Laurie Pounder DeMarco, and Steven Kamin. (Feb 2011). International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007. International Finance Discussion Papers. No,1014.
- Blanchard, Olivier and Philippe Weil. (2001). The Riskless Rate, and Debt Ponzi Games under Uncertainty. The B.E. Journal of Macroeconomics. 0 (2).
- Caballero, Ricardo and Arvind Krishnamurthy. (2009). Global Imbalances and Financial Fragility. American Economic Review: Papers & Proceedings 99, pp 584-588.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. (2008). An Equilibrium Model of Global Imbalances' and Low Interest Rates. American Economic Review. 98(1): pp. 358-393.
- Chen, Jiaqian and Imam, Patrick. (April 2012). Consequences of Asset Shortages in Emerging Market. Working paper, International Monetary Fund.
- Constancio, Vitor. (2019). Macroprudential Policy at the ECB: Institutional Framework, Strategy, Analytical Tools and Policies. Ocational Paper Series. No.227.
- Dang, Tri Vi, Gary Gorton, and Bengt Holmström. (2013). Ignorance, Debt and Financial Crises. Working Paper. Yale University.

- Farhi, Emmanuel and Jean Tirole. (2012). Bubbly Liquidity. *Review of Economic Studies* 79. pp. 678-706.
- Gelpern, Anna and F. Gerding, Erik. (September 2016). Inside Safe Asset. *Yale Journal on Regulation*.
- Global Financial Stability Report. Chapter 3. (April 2012). Safe Assets: Financial System Cornerstone? International Monetary Fund.
- Golec, Pascal and Perotti, Enrico. (March 2017). Safe Assets: a review. European Central Bank. No 2035.
- Gornall, Will. (December 2015). Safe Assets and Dangerous Liabilities: How Bank-Level Frictions Explain Bank Seniority. Working Paper, University of British Columbia.
- Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez. (2013). The Supply and Demand for Safe Assets. NBER Working Paper No. 18732.
- Gorton, Gary, Stefan Lewellen, and Andrew Metrick. (2010). The Safe Asset Share. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 102, pp. 101–106.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Jeanne, Olivier. (December 2012). Global Safe Assets. BIS Working Paper, no 399.
- Greenwood, Robin, G. Hanson, Samuel and C. Stein Jeremy. (August 2016). The Federal Reserve`s Balance Sheet as a Financial-Stability Tool. Economic Policy Symposium Proceedings. Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- He, Zhiguo, Krishnamurthy, Arvid and Milbradt, Konstantin. (May 2016). A Model of Safe Asset Determination. Working Paper of National Bureau of Economic Research. No22271.
- Hoppit, Julian. (1986). Financial Crises in Eighteenth-Century England. *Economic History Review* 39, pp. 39- 58.
- J. Barro, Robert and Levintal. Oren. (October 2014; Revised May 2017). Safe Asset. NBER Working Paper 20652.
- J. Caballero Ricardo and Farhi, Emmanuel. (January 2017). The Safety Trap. *Review of Economic Studies*.

- J. Caballero Ricardo, Farhi, Emmanuel and Gourinchas, Pierre-Olivier. (Summer 2017). The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*. Volume 31, No3.
- J. Caballero Ricardo, Farhi, Emmanuel and Gourinchas, Pierre-Olivier. (2016). Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand. *American Economic Review*.
- J. Caballero Ricardo. (December 2006). On the Macroeconomics of Asset Shortages. Working Paper of National Bureau of Economic Research. No12753.
- Marco, Pagano. (1989). Trading and Asset Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, vol.104.
- Munro, John. (1988). Deflation and the Petty Coinage Problem in the Late-Medieval Economy: The Case of Flanders, 1334-1484. *Explorations in Economic History* 25, pp. 387-423.
- Popovska, Jasmina. (March 2014). Modelling Financial Stability: Case of the Banking Sector in Macedonia. *Journal of Applied Economics and Business*, vol.2, Issue 1. pp. 68-91.
- Riet, Ad van. (February 2017). Addressing the Safety Trilemma: A Safe Sovereign Asset for the Eurozone. European Systemic Risk Board. Working Paper Series. No 35.
- Rule, Garret. (2015). Understanding the Central Bank Balance Sheet. Bank of England, Centre for Central Banking Studies. ISSN: 1756-7270.
- Schick, Allen. (2005). Sustainable Budget Policy: Concepts and Approaches. *OECD Journal on Budgeting*. Volume 5- No. 1.
- Schuknecht, Ludger. (2016). The Supply of Safe Assets and Fiscal Policy. CFS Working Paper Series, No. 532.
- Skidelsky, Robert. (2009). Keynes: The Return of the Master. First Edition. ISBN 978-1-58648-897-0
- V. Acharya, Cooley Thomson, Matthew Richardson and Ingo Walter. (2010). Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007-2009. *foundation and trends in finance*. Vol. 4. No. 4

- Weymuller, Charles-Henri. (May 2015). Banks as Safety Multipliers: A Theory of Safe Assets Creation. French Treasury.