

مقدمه‌ای بر ثبات مالی^۱

دکتر فرهاد نیلی^۲

چکیده

ثبات مالی عبارت نسبتاً جدیدی است که در عصرجهان وطنی سرمایه و پس از وقوع بحران‌های مالی در آمریکای لاتین، آسیای جنوب شرقی، روسیه و ترکیه از اواخر دهه گذشته میلادی به میزان وسیع و فزاینده‌ای در مجامع سیاست‌گذاری و ادبیات اقتصادی مطرح شده است. اتخاذ تدابیر پیشگیرانه برای مقابله با ریسک‌های سیستمیک در بخش مالی و ایجاد استحکام در موسسات مالی برای کاهش هزینه بحران‌های مالی، عناصر اصلی بسته سیاستی ثبات مالی هستند.

بانک‌ها کانون اصلی ثبات مالی را تشکیل می‌دهند. پیش‌بینی وقوع بحران در بخش واقعی، خارجی و نیز عدم تعادل‌های بودجه دولت و شبیه‌سازی آنها در قالب سناریوهای محتمل و بررسی آثار آنها بر ترازنامه بانک‌ها متداول‌ترین راهی است که در حال حاضر برای ارزیابی میزان استحکام و سلامت بخش مالی و آسیب پذیری آن در قالب بحران‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۱- مطالب این نوشته، نظریات شخصی نویسنده بوده و دیدگاه‌های سازمان متبوع وی را منعکس نمی‌کند.

۲- معاون اداره بررسیها و سیاست‌های اقتصادی.

در این نوشته ضمن شناسایی مختصات کلی بخش مالی کشور، آسیب پذیری ها و ریسکهای سیستمیک تهدید کننده ثبات این بخش معرفی می شوند. همچنین با معرفی شرایط حاضر در بخش مالی کشور به عنوان دوران گذر از سرکوب مالی به آزادسازی مالی، جایگاه سیاست های ناظر به ایجاد ثبات مالی در بسته سیاستی اقتصاد کلان معرفی می گردد. نوشته حاضر با تاکید بر ابعاد اجتماعی و سیاسی بحران های مالی و تاثیر بی ثباتی های مالی بر تخریب رابطه بین دولت و ملت، ابعاد امنیتی بحران های مالی را نیز مورد بررسی قرار می دهد.

کلید واژه ها: ثبات مالی، بحران مالی، سلامت موسسات مالی، آزادسازی مالی.

۱- مقدمه

کنترل تورم برای سال های طولانی بزرگترین دغدغه بانک های مرکزی بوده است. مطالعات نظری و تجربیات عملی در دهه های گذشته نشان می دهد که هر چند شوک های عرضه، تغییرات نرخ ارز^۱ و انتظارات تورمی می توانند بخش مهمی از اپیزودهای تورم را در نقاط مختلف دنیا توضیح دهند، اما حجم پول همچنان مهمترین عامل ایجاد تورم می باشد. به همین دلیل ثبات پولی^۲ در دستور کار بانک های مرکزی قرار گرفته است.

موفقیت در کنترل تورم در دهه اخیر چشمگیر بوده است. متوسط نرخ تورم در کشورهای صنعتی از ۶/۷ درصد در دوره ۸۷-۱۹۷۸، به ۳/۸ درصد در دوره ۹۴-۱۹۸۵ تقلیل یافته و در ده سال گذشته برابر با ۲ درصد اعلام گردیده است. کشورهای در حال توسعه، بر خلاف روند کاهشی پیش گفته، پس از تجربه متوسط نرخ تورمی برابر با ۲۷/۴ درصد در دوره ۸۷-۱۹۷۸، در دوره ۹۴-۱۹۸۵ تورمی حدود ۵۰ درصد را به ثبت رساندند. اما در همین گروه از کشورها نیز، متوسط نرخ تورم با حدود ۴۰ واحد درصد کاهش، در دوره ۲۰۰۴-۱۹۹۵ به رقم حیرت برانگیز ۹/۲ درصد تنزل یافت.

1- Pass-through effect

2- Monetary stability

در گروه کشورهای در حال توسعه، منطقه خاورمیانه با متوسط نرخ تورم ۲۲/۱ درصد در ده سال گذشته، بالاترین رکورد را دارا می‌باشد. نرخ تورم در گروه مزبور در سال جاری ۱۰/۳ درصد برآورد می‌گردد. همچنین در قاره آفریقا، متوسط نرخ تورم از ۲۸/۱ درصد در دوره ۹۴-۱۹۸۵، به ۱۵/۳ درصد در دوره ۲۰۰۴-۱۹۹۵ تقلیل یافته است. شاخص مزبور از سال ۲۰۰۰ در این گروه از کشورها مستمراً کاهش یافته و در سال ۲۰۰۴ در حد ۷/۶ درصد برآورد می‌گردد.^۱

شواهد همگی حاکی از آنند که جهان به طور مشخص از اوایل دهه ۱۹۹۰ به بعد، موفقیت چشمگیری را در کنترل تورم شاهد بوده است. بخصوص کاهش تورم از سال ۱۹۹۴ به بعد در کشورهای در حال توسعه، در مقیاس ۲۵ واحد درصد خیره‌کننده بوده است. همچنین موفقیت کشورهای صنعتی در کاهش تورم از ارقام ۲ رقمی به ارقامی کمتر از ۳ درصد بسیار چشمگیر می‌باشد.

موفقیت در کنترل تورم به حدی رسید که از نیمه دوم دهه ۹۰ به بعد، جز در برهه‌های کوتاهی تورم بالای ۳ درصد در جهان صنعتی مشاهده نشده است. حتی پدیده تورم منفی^۲ در ژاپن و گروهی از کشورهای آسیای جنوب شرقی (شامل سنگاپور، تایلند، هنگ‌کنگ، تایوان و کره جنوبی) نگرانی‌های جدی را برانگیخته است.^۳ به نظر می‌رسید در نیمه دوم دهه ۹۰، مهمترین مأموریت بانک‌های مرکزی در شمار قابل ملاحظه‌ای از کشورها پایان یافته است. ثبات پولی، ثبات قیمت‌ها را در بازار کالاها و خدمات تأمین کرده و دوران آرامش و استراحت بانکداران مرکزی فرا رسیده بود.

۱- گزارش سالانه صندوق بین‌المللی پول (World Economic Outlook) در سال‌های مختلف.

2- Deflation

۳- برای اطلاعات بیشتر رجوع کنید به:

Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, IMF Occasional Paper 221, 2003.

اما شیرینی دستیابی به ثبات پولی، با تلخکامی بحران‌های مالی^۱ به سر رسید. بحران مکزیک و ونزوئلا در اواسط دهه ۹۰، بحران سهمگین مالی آسیای جنوب شرقی در اندونزی، کره جنوبی و تایلند در اواخر دهه مزبور و بالاخره بحران ترکیه و آرژانتین در اوایل دهه جاری، خواب خوش را از بانکداران مرکزی و سیاست‌گذاران اقتصادی سلب کرد. گستره وسیع بحران‌های مالی از آمریکای مرکزی و لاتین تا آسیای جنوب شرقی و تواتر بالای وقایع مزبور، نشان داد که قبل از خاتمه یافتن مأموریت بانک‌های مرکزی مبنی بر تأمین ثبات پولی، مأموریت دیگری در زمینه تأمین ثبات مالی^۲ پیش‌روی آنان قرار گرفته است.

در دهه پایانی قرن بیستم و به دنبال سقوط دیوار برلین و فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی، اقتصاد جهانی وارد مرحله جدیدی شد. حجم تجارت جهانی کالاها و خدمات و انتقال فرامرزی سرمایه به میزان زایدالوصفی افزایش یافت. موانع تجاری بتدریج رو به کاهش گذاشت و حمایت‌گرایی^۳ که بخصوص در کشورهای آمریکای لاتین و آسیا دیدگاه غالب بود، به نفع جهانی شدن^۴ و یکپارچگی^۵ رنگ باخت. به دنبال این تحول، تحرک کامل سرمایه^۶ و تبدیل پذیری کامل اسعار^۷ در بسیاری از کشورهای جهان به گفتمان غالب در سیاست‌گذاری اقتصادی تبدیل شد.

آزادسازی حساب جاری و حساب سرمایه ترازپرداخت‌ها در ابتدا با موفقیت همراه بود. نرخ‌های رشد اقتصادی بالا رفت؛ ورود سرمایه و به فعلیت رسیدن مزیت‌های محلی

1- Financial crises

2- Financial stability

3- Protectionism

4- Globalization

5- Integration

6- Full capital mobility

7- Full currency convertibility

در قالب صادرات، نقش‌گیری کشورها در زنجیره‌های تولید صنعتی، کارکرد موفق بلوک‌بندی تجاری و خلق ارزش افزوده‌های بالا در قالب ترکیب مناسبی از سرمایه خارجی و مزیت‌های محلی به خلق رکوردهایی در نرخ رشد اقتصادی انجامید که بی‌سابقه بود.

عملکرد باورنکردنی ببرهای آسیای جنوب شرقی در زمینه رشد اقتصادی و عملکرد موفق این کشورها در زمینه جذب سرمایه خارجی، ناگهان در نیمه دوم دهه ۱۹۹۰ به جریانی معکوس تبدیل شد. سرمایه‌های کاغذی^۱، نخست به آهستگی و سپس به سرعت از این حوزه خارج شدند. مقامات کشورهای مزبور تلاش کردند تا برای دفاع از پول ملی، ذخایر را به بازارهای مالی سرازیر کنند. نتیجه، کاهش ارزش پول ملی (در بعضی کشورها تا حدود ۵۰ درصد) بود. شرکت‌های داخلی و بانک‌هایی که ترازمالی خود را در نرخ‌های قبلی بسته بودند یکسبه با دو برابر شدن بدهی‌های خارجی خود برحسب پول محلی مواجه شده و اکثراً ورشکست شدند. سفته‌بازان داخلی و خارجی، سهام شرکت‌های بدهکار را در بورس‌های داخلی فروخته و عواید آن را به ارز تبدیل کردند. این، فشار بر بخش شرکتی و در نتیجه بخش مالی کشورهای مورد بحث را تشدید نمود. نتیجه، فقر، بیکاری و بحران مالی کشورها بود.

ابعاد اقتصادی بحران‌های مالی بسیار سهمگین بود. جدول شماره ۱، هزینه بحران‌های مالی ده سال گذشته را برحسب درصدی از GDP کشورهای بحران‌زده گزارش می‌کند. همان‌گونه که مشاهده می‌گردد، هزینه‌های مستقیم بحران‌های مالی، بر حسب شکاف بین تولید ناخالص داخلی در دوره بحران از مقدار پیش‌بینی شده آن در صورت عدم وقوع بحران، گاه تا بیش از ۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی نیز برآورد

1- Paper assets

گردیده است. بدیهی است هزینه‌های غیرمستقیم بحران، شامل شغل‌های از دست رفته، سرمایه‌گذاری‌های انجام نشده و بازارهای ازدست رفته باید به ارقام فوق اضافه شوند.

جدول ۱- هزینه بحران‌های مالی بر حسب GDP از دست رفته

کشور	دوره زمانی	هزینه (درصد)	کشور	دوره زمانی	هزینه (درصد)
فنلاند	۱۹۹۱-۹۳	۱۱	ترکیه	۲۰۰۰-۲۰۰۳	۳۱
ونزوئلا	۱۹۹۴-۹۵	۱۲	تایلند	۱۹۹۷-۲۰۰۰	۳۵
مکزیک	۱۹۹۴-۹۵	۱۹	اکوادور	۱۹۹۸-۲۰۰۱	۲۲
اندونزی	۱۹۹۷-۲۰۰۰	۵۲	آرژانتین	۲۰۰۱-۲۰۰۳	۲۲
کره جنوبی	۱۹۹۷-۲۰۰۰	۲۳			

Source: Craig, S. (2004), Macroeconomic and Financial Stability, MFD internal seminar, IMF.

علاوه بر ابعاد مالی، ابعاد اجتماعی و سیاسی بحران‌های مالی نیز بسیار قابل توجه بود. در بحران اخیر آرژانتین، که هنوز خاتمه نیافته است، میزان سپرده‌های بانکی بر حسب ارقام واقعی در عرض کمتر از ۲۰ ماه (از ژانویه ۲۰۰۱ تا ژوئیه ۲۰۰۲)، ۷۵ درصد کاهش یافت. همچنین در عرض دو هفته (در ابتدای سال ۲۰۰۲) ۳ رییس جمهور برکنار گردیدند^۱. همچنین اوضاع سیاسی اکوادور حکایت از تغییر ۵ رییس جمهور، ۷ وزیر دارایی و ۵ رییس کل بانک مرکزی در سال‌های بحران مالی می‌دهد^۲. با توجه به تواتر بالای بحران‌های مالی در سال‌های اخیر و ابعاد آن در مقیاس اقتصاد کلان و نیز تنوع کشورهای بحران زده، نوشته حاضر ضمن مروری بر مفهوم

1- Bolzico, J. (2004), "The Argentine Banking Crises", Toronto Centre.

2- Jacome, L. (2004), "The Late 1990 Financial Crises in Ecuador", MFD internal seminar, IMF.

ثبات مالی و عوامل ایجاد بحران مالی، ریسک‌های نهفته در بخش پولی و مالی کشور را که به‌طور سیستمیک ثبات مالی کشور را تهدید می‌کنند معرفی می‌کند. تاکید تحلیل حاضر، بر ابعاد خطراتی است که به‌طور بالقوه ثبات مالی کشور را تهدید می‌کنند. در پایان نیز توصیه‌هایی برای پرهیز از بحران‌های مالی در کشور و یا کاهش هزینه‌های آن در صورت وقوع ارائه می‌گردد.

۲- مفهوم شناسی ثبات مالی

ثبات مالی نیز مانند سلامت، معمولاً با ضدآن تعریف می‌شود. همان‌گونه که گفته می‌شود انسان سالم، انسانی است که هیچ بیماری در حال حاضر سلامت وی را تهدید نکرده و به‌طور بالقوه نیز در معرض ابتلای به یک بیماری جدی قرار ندارد؛ ثبات مالی نیز به وضعی گفته می‌شود که بحران‌های مالی سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید ننماید.

بحران مالی به یک تغییر ناگهانی و سریع در همه یا اکثر شاخص‌های مالی - شامل نرخ‌های بهره کوتاه مدت و قیمت دارایی‌ها (اوراق بهادار، سهام، مستغلات، زمین) - و ورشکستگی و سقوط موسسات مالی اطلاق می‌شود. در حالی که رونق یا حباب^۱ بر حسب هجوم پول به سوی دارایی‌های حقیقی یا مالی شناسایی می‌شود، که بر انتظار استمرار در افزایش قیمت دارایی‌ها مبتنی است، بحران مالی بر حسب خروج ناگهانی دارایی‌ها از بخش مالی به سوی پول شناسایی می‌شود. این رفتار بر عکس حالت اول، مبتنی بر این باور است که قیمت دارایی‌ها رو به زوال است.

بین دوران رونق و بحران مالی، ممکن است ادواری از ناآرامی و فشار^۲ مشاهده گردد. دورانی که انتظارات افزایش قیمت‌ها متوقف شده اما هنوز آهنگ عکس به خود نگرفته است. ناآرامی ممکن است کوتاه‌مدت و یا منقطع باشد و ممکن است هیچگاه به بحران نیانجامد.

1-Bubble

2-Distress

ایجاد حباب‌های قیمتی در مورد یک دارایی یا حتی طیفی از دارایی‌ها با طبیعت بازار دارایی‌ها قرین و همراه است. خطر از آنجا آغاز می‌شود که حباب از یک دارایی به دارایی دیگر منتقل شده و از کشوری به کشور دیگر اشاعه یافته و کارکرد ساختار مالی را متوقف کند.

اینکه یک ناآرامی مالی به بحران مالی بیانجامد به عوامل متعددی بستگی دارد. شکنندگی رشد اعتبارات و تسهیلات اعطایی بانک‌ها، سرعت معکوس شدن انتظارات، فروریختن اعتماد عمومی به دلیل یک اتفاق (مانند شکست فاحش یک موسسه مالی و یا حتی مصاحبه یکی از سیاست‌مداران) و بالاخره اطمینان جامعه که در شرایط اضطراری، موسسات مالی بحران زده توسط وام دهنده نهایی^۱ نجات داده خواهند شد، همه در شکل‌گیری بحران نقش دارند.

بحران‌های مالی به اندازه قدمت بازارهای مالی تاریخ دارند. اما بحران‌های دهه پایانی قرن بیستم ویژگی‌های استثنایی مشترکی دارند. جذب سرمایه خارجی توسط بانک‌های محلی به ارز، وام دهی به بنگاه‌ها و شرکت‌های داخلی بر حسب پول ملی^۲، عدم تطابق ارزی^۳ در ترازنامه بانک‌ها، عدم انعطاف‌پذیری رژیم ارزی با ورود و خروج سرمایه، افت ناگهانی ارزش پول ملی در اثر خروج ناگهانی سرمایه کاغذی، افزایش ناگهانی بدهی بانک‌ها و بنگاه‌های مقیم به افراد و موسسات غیرمقیم بر حسب پول ملی، شکست اعتماد عمومی و هجوم افراد برای برداشت سپرده‌ها از بانک‌ها و موسسات مالی در معرض ورشکستگی و یا بحران زده، تشدید بحران در موسسات مزبور به دلیل عدم توانایی در اجابت درخواست سپرده‌گذاران، افت ارزش سهام موسسات بدهکار و بحران زده

1-Lender of last resort

2-Local currency

3-Currency mismatch

دربازار سهام، سرایت بحران از بخش مالی به بخش واقعی، عدم توانایی موسسات و شرکت‌ها در بخش واقعی نسبت به بازپرداخت بدهی‌های خود به بانک‌ها و انباشت مطالبات معوق و سررسید گذشته در ترازنامه بانک‌ها و موسسات مالی و ... همه وقایعی است که کم و بیش در کشورهای بحران زده در ۱۰-۱۵ سال اخیر اتفاق افتاده‌اند. هرچند ممکن است همه این وقایع بر همه کشورها تطابق نداشته و یا برخی با تشدید و تخفیف در کشورها همراه بوده باشد اما وقایع مزبور اپیزودهای مختلف داستانی هستند که ظرف پانزده سال گذشته به کرات و در گستره وسیعی از کشورها تکرار شده است.

همزمانی رویدادهای فوق با پارادایم جهانی سازی و بخصوص آزادسازی مالی صرفاً یک همزمانی ساده نیست. آزادسازی مالی، شکل بحران‌ها، ابعاد و بخصوص تواتر بحران‌ها را بسیار تغییر داده است. همچنین سرعت و حجم جابجایی سرمایه و اتصالات شبکه‌های مالی، موجب شده است که اثر گله‌ای^۱ بسیار شایع شود.

البته مشکلات مؤسسات و نهادهای مالی، جزو لاینفک حیات و نشاط فعالیت‌های مالی است. برخی از مؤسسات مالی رشد و توسعه می‌یابند و برخی دچار بحران شده و به ورشکستگی مبتلا می‌شوند. اما تا زمانی که نهاد یا نهادهای نظارت کننده بر فعالیت مالی از اشراف لازم برای پیش‌بینی وضعیت بحرانی مؤسسات مزبور برخوردار باشند؛ انتقال بحران از موسسه بحران زده به سایر مؤسسات قابل پیشگیری و ممانعت باشد؛ مقیاس موسسه بحران زده در حدی نباشد که به تنهایی عملکرد بازار مالی کشور را تحت‌الشعاع قرار دهد و بالاخره تدابیر جبرانی برای ایفای تعهدات مالی موسسه بحران زده به سپرده‌گذاران و بستانکاران پیش‌بینی شده باشد؛ مشکل مالی یک موسسه، هرچند به ورشکستگی بیانجامد، ثبات مالی کشور را تهدید نمی‌کند.

1-Herd effect

البته تامین شرایط یاد شده در عمل بسیار مشکل است. موسسات مالی به یکدیگر متصل اند. بخشی از دارایی‌های یک موسسه، بدهی‌های موسسه دیگر است و برعکس. در نتیجه بحران مالی در یک موسسه مالی، از طریق سیستم پرداخت^۱ به سرعت به موسسات دیگر منتقل می‌شود. نکول^۲ یک موسسه مالی در بازپرداخت بدهی‌های خود، به معنی عدم موفقیت موسسات دیگر در استیفای مطالباتشان از موسسه مزبور شده و آن‌ها را نیز دچار مشکل می‌کند.

به علاوه مشکلات مالی یک موسسه، معمولاً به سپرده‌گذاران و بستانکاران منتقل شده و بازتاب اجتماعی پیدا می‌کند. هرچه اتصالات مالی یک موسسه به دیگر موسسات مالی قوی‌تر باشد، خطر سرایت بحران^۳ به سایر موسسات بیشتر خواهد بود. همچنین هرچه تعداد سپرده‌گذاران و بستانکاران یک موسسه مالی بیشتر باشد، خطر سلب اعتماد عمومی^۴ در اثر وقوع مشکل در موسسه فوق بیشتر خواهد بود.

صرفنظر از دو اثر پیش گفته، سیستم‌های مالی ذاتاً آسیب‌پذیر و شکننده‌اند. وقوع بحران در یک موسسه نه تنها از طریق سیستم پرداخت دیگر موسسات را در معرض آسیب قرار می‌دهد، بلکه در صورت انعکاس اجتماعی، که معمولاً گریزناپذیر است، موجب مراجعه سپرده‌گذاران سایر موسسات برای دریافت مطالبات ذکر شده می‌گردد. در نتیجه بحران در یک موسسه، علاوه بر اشاعه از طریق نظام پرداخت، از طریق زنجیره ارتباطات اجتماعی نیز موجب انتقال بحران به سایر موسسات مالی می‌شود.^۵

1-Payment system

2-Default

3-Contagion effect

4-Lack of public confidence

5-Domino effect

یک دلیل شکنندگی بانک‌ها در قبال بحران‌های مالی، از طبیعت واسطه‌گری^۱ آن‌ها نشات می‌گیرد. بانک‌ها سپرده‌های با سررسید کوتاه‌مدت را به تسهیلات با سررسید بلندمدت تبدیل می‌کنند. بنابراین ترازنامه بانک‌ها معمولاً دچار عدم تطابق سررسیدها^۲ است. از سوی دیگر بانک‌ها نمی‌توانند اعتبارات اعطایی را به راحتی و سهولت فراخوانی کنند و یک نوع عدم انعطاف‌پذیری در سمت دارایی‌های بانک‌ها از این حیث وجود دارد. از مباحث بالا نتیجه می‌گیریم که به دلیل آسیب‌پذیری‌هایی که موسسات مالی و خصوصاً بانک‌ها در معرض آن‌ها قرار دارند و شکنندگی‌های ذاتی این موسسات، ریسک‌های ناظر به ثبات مالی به یک مراقبت دائمی نیاز دارند.

۳- زمینه‌های ایجاد بحران مالی

به دنبال ابعاد چشمگیر سیاسی-اجتماعی و اقتصادی بحران آسیای جنوب شرقی در نیمه دوم دهه ۹۰، کاربرد عبارت «ثبات مالی» در ادبیات اقتصادی مجامع سیاست‌گذاری گسترش یافت. شواهد تجربی و یافته‌های نظری نشان می‌دادند که نه تنها آرامش در محیط اقتصاد کلان، به تنهایی با تامین ثبات پولی حاصل نمی‌شود، ابعاد مهمی از ثبات اقتصاد کلان، اساساً در حوزه‌هایی فراتر از ثبات پولی قرار دارد.

عوامل چندی در تواتر بحران‌ها و ابعاد آن‌ها نقش داشتند. از سویی سرعت انتقال اطلاعات و وسعت پوشش‌های آماری، وجود آربیتراژ در بازارهای مالی را در گستره جغرافیایی جهان و نیز بازارهای مختلف در پیش‌روی سفته‌بازان قرار می‌داد. از سوی دیگر تنوع ابزارهای مالی، عمق بازارها، وجود زیرساخت‌های فنی (سخت‌افزاری و نرم‌افزاری)، چارچوب‌های حقوقی منسجم و قابل اعتماد و مهارت‌های انسانی که نقل و انتقال سریع سرمایه را در مقیاس‌های عظیم میسر می‌کرد، امکان بهره‌مندی از فرصت‌ها

1-Intermediation

2-Maturity mismatch

را فراهم می‌کرد. به علاوه طبیعت وحشی و رام‌نشدنی سرمایه، سرعت ورود به بازارها و خروج از آن‌ها، اهمیت روز افزون سرمایه کاغذی در مقایسه با انواع دیگر فیزیکی، انسانی و طبیعی سرمایه دیگر عاملی بود که باعث می‌شد تواتر بحران‌های مالی و نیز مقیاس آن‌ها از نیمه دوم دهه ۱۹۹۰ رو به فزونی گذارد.

سرعت تبدیل سرمایه کاغذی به ارزشهای مختلف و سرعت ورود به بازارهای مالی در کشورهای مختلف و خروج از آن‌ها، زمان در اختیار سیاست‌گذار برای پاسخ مناسب به بی‌ثباتی‌های مالی را بسیار محدود کرده و تامین ثبات مالی را به یکی از مهمترین چالش‌های سیاست‌گذاران پولی و مالی در پایان دهه ۹۰ تبدیل نمود.

با فروپاشی اتحاد شوروی و بلوک شرق، اقتصاد بازار گفتمان غالب در جهان شد و آزادسازی مالی^۱ برای بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان جهانی سرمایه، در دستور کار دولت‌ها قرار گرفت. آزادسازی مالی، با برداشتن کنترل‌های دولت از عملیات نهادهای مالی بر ظرفیت ریسک‌پذیری بخش مالی افزود. همچنین آزادسازی حساب سرمایه، موانع بر سر راه ورود و خروج سرمایه را برداشت. با این توضیح می‌توان نتیجه گرفت که وقوع بحران‌های مالی، از سال‌های آغازین آخرین دهه قرن بیستم جزو لاینفک پدیده جهان وطنی سرمایه شده است. به عبارت دیگر بی‌ثباتی و یا حتی بحران مالی، امروزه بیشتر یک قاعده است تا استثنا.

در بازار کالا و خدمات، در صورت برقراری فروض رقابت کامل، سود غیرنرمال حذف می‌شود و قیمت در سطح هزینه نهایی تولید تثبیت می‌گردد. به‌طور خاص ورود و خروج آزادانه بنگاه‌ها به صنعت^۲، هرگونه آربیتراژ را از بین می‌برد. در بازارهای مالی چنین الزامی برقرار نیست. وجود حباب‌های قیمتی به دلیل شکل‌گیری انتظارات،

1-Financial liberalization

2-Free entry and exit

درجات متفاوت ریسک پذیری سرمایه‌گذاران، عدم تقارن در اطلاعات نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری و آربیتراژها، و عوامل دیگر باعث می‌شوند که پارادایم رقابت کامل در بازار دارایی‌ها برقرار نباشد. لذا از یک طرف آربیتراژها، سرمایه‌ها را جذب می‌کنند و از طرف دیگر تحرک سرمایه آربیتراژهای جدید ایجاد می‌کند. علاوه بر این تغییرات نرخ ارز، تغییرات نرخ بهره، عملکردهای متفاوت در بخش شرکتی^۱ و وقوع شوک‌های خارجی باعث می‌شوند که آربیتراژهای جدید به‌طور مداوم ایجاد شوند.

این قاعده بازی در اقتصادهای سرمایه‌داری است که در عصر جهانی شدن بشدت رو به تزاید است. بنابراین ثبات در بازار کالا و خدمات، همزمان با بی‌ثباتی و بحران (بالفعل یا بالقوه) در بازارهای مالی، نه تنها محتمل که ویژگی عصر ماست.

۴- انواع بحران‌های مالی

بحران مالی ممکن است در درون اقتصاد ریشه داشته و یا در خارج از اقتصاد ایجاد شده باشد. بحران مالی داخلی معمولاً از بخش شرکتی و یا بازار دارایی‌ها (بخصوص مسکن) نشات می‌گیرد. بخش قابل ملاحظه‌ای از دارایی بانک‌ها، تسهیلاتی است که به بنگاه‌های اقتصادی اعطا نموده‌اند. بدیهی است همواره ممکن است تعدادی از بنگاه‌ها به دلیل عدم سوددهی، از عهده بازپرداخت تعهدات خود به بانک برنمایند. در این صورت بانک می‌تواند از طریق نقدکردن وثایق، مطالبات خود از بنگاه‌های مزبور را استیفا نماید. اما چنانچه بخش واقعی اقتصاد^۲، به دلیل رکود و یا یک شوک سمت عرضه دچار مشکل شود، این بار شمار قابل ملاحظه‌ای از بنگاه‌ها با مشکل جدی در بازپرداخت تعهدات خود مواجه خواهند بود. در این حالت یک ریسک سیستمیک از ناحیه بخش واقعی، بخش مالی را تهدید می‌کند. مطالبات معوق و

1-Corporate sector

2-Real sector

غیرگردشی^۱ شرکت‌ها به شکل زیان انباشته در ترازنامه بانک‌ها منعکس شده و ثبات بخش مالی به خطر می‌افتد. همچنین ترکیب حساب‌های قیمتی در بخش مسکن و افت شدید قیمت مسکن، بازپرداخت تسهیلات اعطایی در این بخش و نیز ارزش وثیقه‌ها را دچار مشکل می‌کند.

از سوی دیگر بحران مالی، ممکن است از ناحیه بخش خارجی موسسات مالی را تهدید کند. در جریان آزادسازی حساب سرمایه، چنانچه بانک‌ها تسهیلات ارزی دریافت شده را برحسب پول ملی در اقتصاد به جریان انداخته باشند، یک عدم تطابق ارزی بین دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌ها به وجود می‌آید. در این وضعیت هرچند تراز مالی بانک در نرخ ارز جاری برقرار است ولی هرگونه کاهش ارزش پول داخلی^۲ موجب می‌شود که تراز مالی بانک به هم بخورد. حال چنانچه این تغییر نرخ ارز شدید باشد، بانک دچار یک بحران جدی در بازپرداخت تعهدات خود خواهد شد.

خطر بحران مالی ناشی از عدم تطابق ارزی در صورت وجود آربیتراژ نرخ بهره داخلی و خارجی، عدم تعدیل کامل نرخ ارز نسبت به اختلاف تورم داخلی و خارجی، همراه با آزادی نسبی حساب سرمایه بسیار جدی است. آزادی حساب سرمایه همچنین ممکن است موجب ورود خارج از کنترل سرمایه شده و به تشکیل حساب‌های قیمتی در بازار دارایی‌ها بیانجامد. در این صورت خطر بحران مالی از ناحیه بازار دارایی‌ها نیز نوسانات مالی را تهدید می‌کند.

سرمایه خارجی معمولاً در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، سرمایه‌گذاری در سبد دارایی‌ها^۳، جذب سرمایه توسط بانک‌ها^۱ و یا اعطای تسهیلات

1- Non-performing loans

2- Exchange rate depreciation

3- Portfolio investment

اعتباری رسمی (توسط دولت‌های دیگر و سازمان‌های بین‌المللی نظیر IMF, WB, IDB) وارد کشور می‌شود. ریسک مالی ناشی از ورود سرمایه در شقوق پیش‌گفته یکسان نیست. به طور مشخص در FDI و نیز اعطای تسهیلات رسمی، چارچوب‌های حقوقی مشخصی ناظر به ورود سرمایه و خروج آن می‌باشد. بنابراین ریسک ناشی از خروج یکباره سرمایه و یا فراخوانی تسهیلات در این دو حوزه چندان زیاد نیست. اما سرمایه جذب شده در سبد دارایی‌ها و یا اعتبارات خارجی جذب شده توسط بانک‌ها همواره در معرض خروج سریع در شرایط بی‌ثباتی قرار دارند. چنانچه بانک‌ها کانال جذب سرمایه از خارج باشند، به میزانی که exposure آن‌ها در قبال ارزهای خارجی بیشتر باشد، آسیب‌پذیری این موسسات در قبال شوک‌های خارجی و سرایت بحران از خارج مرزها بیشتر خواهد بود.

در صورتی که کشور میزبان ظرفیت لازم برای جذب سرمایه خارجی را نداشته باشد، ورود سرمایه موجب تحریک تقاضای داخلی شده و در قالب افزایش فشارهای تورمی، افت نرخ واقعی ارز، انبساط اعتبارات داخلی، افزایش مصرف و سرمایه‌گذاری، شکل‌گیری حباب‌های قیمتی در بازار دارایی‌ها و بالاخره تخریب تراز تجاری، اقتصاد کلان را متاثر می‌کند.^۲

در شرایطی که رژیم ارزی کشور میزبان از انعطاف‌پذیری زیاد برخوردار نباشد و بانک مرکزی به طور رسمی و یا در عمل^۳ از نرخ خاصی حمایت کند، این بانک ناچار است برای حمایت از نرخ مورد نظر، ورود سرمایه را با خرید ارز جبران کند. در نتیجه سرمایه جذب شده موجب انبساط ذخایر خارجی و رشد پایه پولی نیز می‌شود.

1- Bank loans

2- Karacadag, C. "Capital Inflows and Financial Stability", MFD internal seminar, July 2004 .

3- De facto

مباحث مطرح شده نشان می‌دهند که مدیریت ورود سرمایه خارجی، یکی از عناصر کلیدی در تامین ثبات مالی است. مراحل آزادسازی حساب سرمایه باید با ایجاد زیرساخت‌های لازم در بازارهای مالی داخل - شامل قوانین و مقررات بازار سرمایه، سیستم نظارتی کارآمد و صورتهای مالی شفاف و یک کاسه^۱ همراه باشد. تجربه بحران آسیای شرقی نشان داد که آسیب‌پذیری‌های اقتصاد میزبان، کارکرد حملات سوداگرانه را تقویت می‌کند. ضعف نهادهای مالی داخلی و حجم بالای سرمایه ورودی، دو جزو لازم بحران‌های مالی با منشا خارجی هستند.

در صورت سیطره بخش دولتی بر بازارهای مالی و اعمال کنترل‌های اداری بر عملکرد بانک‌ها و موسسات اعتباری - پدیده‌ای که به سرکوب مالی^۲ معروف است - رابطه مالی بین دولت و بانک‌ها خطر بحران ناشی از انباشت بدهی‌های معوقه و نیز عدم تطابق ارزی را تشدید می‌کند. در این شرایط که معمولاً دولت‌ها، بانک‌ها را وادار به حمایت از بخش‌های خاص و یا بنگاه‌ها و شرکت‌های مشخص می‌کنند، هرگونه عملکرد ناموفق بخش یا شرکت مزبور در قالب زیان انباشته در ترازنامه بانک‌ها منعکس شده و ثبات مالی را در معرض تهدید قرار می‌دهد.

۵- رابطه ثبات مالی و امنیت ملی

ثبات مالی فی نفسه یک موضوع اقتصادی است. حداقل ریشه‌ها و عوامل مسئله، چارچوب و متدولوژی بررسی و موضوعات و عناصر بررسی، همه به حوزه اقتصاد تعلق دارند. اما آثار و پی‌آمدهای یک بحران مالی، تنها اقتصادی نیست. هزینه‌های اجتماعی و سیاسی یک بحران مالی، در مقایسه با هزینه‌های مالی قابل ملاحظه و توجه است. اگر امنیت ملی را ناظر بر اعتماد متقابل بین ملت و دولت (به معنای اعم کلمه) در نظر بگیریم، هرگونه حادثه‌ای در حوزه اقتصاد کلان کشور که این رابطه را در معرض

1- Consolidated

2- Financial repression

تهدید قرار دهد به امنیت ملی آسیب می‌رساند. در این چارچوب، چنانچه وجود یک ریسک در بخش مالی به طور سیستماتیک رابطه بین مردم و سیستم اداره کشور را تخریب کند، آن ریسک را باید یک تهدید امنیتی تلقی نمود.

بحران‌های مالی بنا به دلایل زیر در این طبقه‌بندی قرار می‌گیرند:

- یک بحران مالی موجب سلب اعتماد عمومی نسبت به سیستم مالی کشور می‌شود.
 - بحران مالی سیستم دریافت و پرداخت‌ها را مورد آسیب قرار داده و اقتصاد کشور را فلج می‌کند.
 - عکس‌العمل مردم به یک بحران مالی، ممکن است در قالب هجوم به بانک‌ها موجب بحرانهای اجتماعی شود.
 - عدم پاسخگویی مسئولین و مقامات مملکتی به سپرده‌گذاران و مردمی که از بحران آسیب دیده‌اند، ممکن است موجب سقوط دولت شود.
 - هزینه‌های اقتصادی یک بحران، در مقیاس کلان موجب آسیب جدی به سطح رفاه شهروندان می‌شود.
- بنا به دلایل یاد شده، معمولاً دولت‌ها با بروز اولین نشانه‌های بحران مالی وارد عمل می‌شوند. اما باید توجه داشت که مداخلات دولت‌ها ممکن است موجب کژمنشی^۱ در پذیرش ریسک اعتباری از سوی بانک‌ها شود. به علاوه اقدامات نامناسب، ناهماهنگ و نابجای مسئولین، در مواقع بحران بازتاب‌های اجتماعی چشمگیری دارد.

۶- روش‌های شناسایی ریسک‌های سیستمیک در بخش مالی

هزینه‌های قابل توجه یک بحران مالی، این الزام را ایجاد می‌کند که سیاست‌گذار اقدامات محتاطانه^۲ لازم را برای جلوگیری از وقوع بحران به عمل آورد. کاربرد صحیح

1- Moral hazard

2- Prudential

سیاست‌ها و تدابیر پیشگیرانه در سطح اقتصاد کلان، مستلزم آن است که ریسک‌های سیستمیک در بخش مالی شناسایی شوند. ریسک‌های مزبور در واقع مواضع احتمالی وقوع و بروز بحران را نشان داده و سیاست‌گذار را برای به‌کارگیری و اعمال اقدامات احتیاطی راهنمایی می‌کنند.

سه روش عمده شناسایی شوک‌های بالقوه در سطح اقتصاد کلان که استحکام سیستم مالی را تحت تاثیر قرار می‌دهند عبارتند از: (۱) تحلیل شاخص‌های سلامت مالی^۱ برای سنجش آسیب‌پذیری‌های سیستم مالی و ظرفیت آن برای جذب زیان‌ها؛ (۲) سیستم هشدار اولیه^۲؛ و (۳) آزمون فشار^۳. در این بخش از مقاله، روش‌های ذکر شده و مواضع کاربرد آن‌ها به اختصار معرفی می‌شوند.

۶-۱- شاخص‌های سلامت مالی

شاخص‌های سلامت مالی شاخص‌هایی هستند که سلامت و استحکام نهادها و بازارهای مالی را نشان می‌دهند. ارزیابی نقاط قوت و آسیب‌پذیری‌های بخش مالی به ویژه در مقیاس کلان هدف اصلی طراحی شاخص‌های پیش‌گفته است^۴.

مجموعه اصلی^۵ شاخص‌های مزبور برای موسسات سپرده‌پذیر عبارتند از: (۱) نسبت کفایت سرمایه^۶، (۲) کیفیت دارایی‌ها (از حیث سهم مطالبات غیرگردشی، توزیع بخشی اعتبارات و نسبت exposureها به سرمایه)، (۳) درآمد زایی و سودآور بودن موسسات، (۴) نسبت دارایی‌های نقد به بدهی‌های کوتاه مدت، و بالاخره (۵) میزان

1- Financial soundness indicators

2- Early warning system

3- Stress test

۴- برای اطلاع بیشتر رجوع کنید به

"Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices," IMF Occasional Paper 212, 2002.

5- Set core

6-Capital adequacy ratio

حساسیت موسسه به ریسک بازار، از حیث عدم تطابق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها و نیز موقعیت باز ارزی^۱. شاخص‌های سلامت مالی به طور خاص در برنامه جامع ارزیابی بخش مالی^۲ مورد استفاده قرار می‌گیرند.

هرچند شاخص‌های سلامت مالی عمدتاً برای پیش‌بینی بحران‌های مالی طراحی شده‌اند، در یک چارچوب وسیع تر برای ارزیابی آسیب‌پذیری‌های اقتصاد کلان نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند. کاربرد اخیر بیشتر در قالب سیستم هشدار اولیه انجام می‌پذیرد.

۶-۲- سیستم‌های هشدار اولیه

استفاده از نماگرهای پیشرو^۳ برای طراحی یک سیستم هشدار اولیه نخستین بار توسط پروفیسور کامینسکی^۴ و پروفیسور راینهارت^۵ در سال ۱۹۹۸ مطرح شد.^۶ منطق اصلی ایده یاد شده آن است که برخی نماگرهای اقتصادی قبل از وقوع یک بحران مالی، رفتاری از خود نشان می‌دهند که با روند آن‌ها در شرایط ثبات مالی متفاوت است. بنابراین می‌توان با استفاده از نماگرهای پیشرو، مقادیر آستانه‌ای^۷ را برای این نماگرها تعریف کرد، به طوری که تجاوز نماگرهای مورد نظر از مقادیر آستانه به عنوان «علامتی» برای وقوع بحران تلقی گردد.

کامینسکی و همکارانش ادعا می‌کنند که میزان صادرات، انحراف نرخ واقعی ارز از روند بلندمدت آن، نسبت نقدینگی به ذخایر بین‌المللی، حجم تولید، و قیمت سهام این قابلیت را دارند که وقوع یک بحران ارزی^۸ را قبل از وقوع پیش‌بینی کنند.

-
- 1- Net open position
 - 2- FSAP: Financial Sector Assessment Program
 - 3- Leading indicators
 - 4- Kaminsky
 - 5- Reinhart

۶- برای اطلاع بیشتر رجوع کنید به

Kaminsky, G. et al. (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Staff Papers 45(1).

7- Threshold values

8- Currency crises

ایده سیستم‌های هشدار زودرس، بعداً در مقالات متعددی توسط واضعین آن تکمیل شد. این سیستم در حال حاضر توسط نهاد نظارتی بر بانک‌های آمریکا (OCC) مورد استفاده قرار گرفته و گزارش آن، تحت عنوان گزارش قناری^۱ ارایه می‌گردد.^۲

۶-۳- آزمون فشار

ضعف‌ها، آسیب‌پذیری‌ها و بحران‌های محتمل بخش مالی همه در ترازنامه بانک‌ها و موسسات مالی انعکاس می‌یابد. اما نکته در اینجاست که بحران‌های مزبور قبل از وقوع، از ترازنامه موسسات ذکر شده به سادگی قابل تشخیص نیستند. در آزمون فشار، ترازنامه بانک‌ها در معرض فشارهایی قرار می‌گیرد که ممکن است بانک‌های مزبور در آینده و در شرایط واقعی با آن‌ها مواجه شوند. این آزمون روشی برای ارزیابی ریسک بازار^۳ پورتفوی موسسات مالی، به ویژه بانک‌هاست. در این روش، به کمک شبیه‌سازی، آثار یک یا چند سناریوی ناخوشایند ولی محتمل، بر ترازنامه موسسات مالی بررسی می‌شود.

برای انجام آزمون فشار، نخست وضعیت آینده اقتصاد کلان (بخصوص بخش واقعی، نرخ ارز، وضعیت مالی دولت و نرخ‌های بهره) در قالب سناریوهایی شبیه‌سازی می‌شود. سپس آثار سناریوهای مزبور بر ترازنامه بانک‌ها، به کمک یک مدل اقتصادسنجی که رابطه عناصر موجود در ترازنامه بانک‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی را توضیح می‌دهد، ارزیابی می‌گردد. نام این آزمون از آنجا ناشی می‌شود که ترازنامه بانک‌ها، در قالب سناریوهای بدبینانه، در معرض فشار قرار می‌گیرد تا ضعف‌ها و آسیب‌پذیری‌های موسسات پیش‌گفته نمایان گردد.

1- Canary Report

۲- برای پرهیز از خطر خفگی معدنکاران، قبلاً مرسوم بود که یک قناری را در معدن نگه می‌داشتند تا از طریق مشاهده وضعیت وی، کمبود اکسیژن را قبل از آنکه معدنکاران در معرض خطری جدی قرار گیرند، تشخیص دهند. نام گزارش نظارتی OCC، با الهام از این روش انتخاب شده است.

3- Market risk

۷- سرکوب مالی

در مطالب سه بخش گذشته، مختصات عمومی ثبات مالی و نحوه ایجاد و اشاعه بحران‌های مالی آرایه گردید. سه بخش پایانی مقاله، حلقه‌های اتصال این موضوع را با بخش مالی اقتصاد کشور توضیح می‌دهند. برای این منظور لازم است نخست مختصات بخش مالی کشور اجمالاً تشریح گردد. بخش حاضر، به عنوان اصلی‌ترین ویژگی کنترل دولت بر بخش مالی، به توضیح پدیده سرکوب مالی می‌پردازد. سلطه دولت بر بخش پول و اعتبار کشور سابقه‌ای دیرینه دارد. هرچند در سال‌های اخیر و بخصوص از آغاز برنامه سوم توسعه، فشار کنترل‌های دولتی بر بانک‌ها کاهش یافته است اما هنوز هم بسیاری از ویژگی‌های سرکوب مالی در بخش مالی کشور مشاهده می‌شود.

کنترل نرخ سود سپرده‌ها و نرخ سود تسهیلات توسط دولت، اجبار و الزام بانک‌ها به اعطای تسهیلات به دولت و موسسات دولتی (تسهیلات تکلیفی) با نرخ‌ی پایین‌تر از نرخ تعادلی، توزیع اعتبارات بین بخش‌های اقتصادی بر حسب اولویت‌های تعیین شده توسط دولت و سهمیه‌بندی اعتباری^۱، حمایت از شرکت‌ها و بنگاه‌های دولتی در قالب اعطای تسهیلات اعتباری ارزان‌قیمت، اعطای تسهیلات جدید به شرکت‌هایی که از ریسک اعتباری بالایی برخوردارند، همه عناصری از سرکوب مالی هستند.

سرکوب مالی قیمت‌های نسبی را مختل می‌کند و تخصیص کارای منابع را دچار اختلال می‌سازد. سرکوب مالی با تحت فشار قرار دادن بخش مالی، هزینه خدمات مالی برای بخش دولتی را پایین می‌آورد. به همین دلیل گفته می‌شود که سرکوب مالی مانند یک مالیات ضمنی عمل می‌کند. اندازه‌گیری میزان سرکوب مالی در کشور مشکل است، زیرا به سختی می‌توان نرخ بهره تعادلی را بدون کنترل‌های دولتی تعیین نمود. اما مطالعات تجربی در مورد سایر کشورها نشان می‌دهد که ابعاد سرکوب مالی می‌تواند بسیار گسترده باشد.

1- Credit rationing

یک توجیه متداول برای سرکوب مالی، که معمولاً به نرخ بهره منفی و یا بسیار پایین می‌انجامد، آن است که کنترل نرخ بهره هزینه سرمایه‌گذاری را پایین آورده و موجب تشویق سرمایه‌گذاری می‌شود. این استدلال به مسئله تجهیز منابع پس‌اندازی توجه نمی‌کند. هرچه نرخ بهره واقعی پایین‌تر باشد، انگیزه کمتری برای پس‌انداز وجود داشته و به دنبال آن منابع موردنیاز برای سرمایه‌گذاری نیز تحت‌الشعاع قرار می‌گیرد. بررسی‌های تجربی نیز نشان می‌دهد که نرخ سرمایه‌گذاری (برحسب درصدی از GDP) با نرخ بهره واقعی همبستگی مثبت دارد (جدول ۲ را ببینید).

آزادسازی مالی در دهه ۱۹۹۰، میزان سرکوب مالی را در بسیاری از کشورهای در حال توسعه کاهش داد. به دنبال این تحول میزان سرمایه‌گذاری و نرخ رشد اقتصادی در بسیاری از کشورهای مزبور افزایش یافت. آزادسازی مالی و اصلاحات در بخش مالی همچنین حجم واسطه‌گری مالی و میزان پس‌انداز را در نرخ‌های بهره بازار افزایش داد و به تخصیص کارآتر منابع مالی انجامید. در کشورهایی که آزادسازی مالی در چارچوب وسیع‌تری از سیاست‌های تثبیت اقتصاد کلان به اجرا درآمد، با کاهش اعتبارات سیستم بانکی به بخش دولتی، امکان بیشتری برای اعطای تسهیلات به بخش خصوصی فراهم آمد.

۸- آسیب‌شناسی بخش مالی کشور و ریسک‌های سیستمیک

در دنیای کنونی، کنترل تورم چه به لحاظ نظری و چه در عمل تقریباً مسئله‌ای حل شده است. رکورد دنیای صنعتی برای سال‌های طولانی، نرخ‌های تورمی در حدود ۲ الی ۳ درصد را نشان می‌دهد. در کشورهای در حال توسعه نیز تورم در محدوده زیر ۱۰ درصد کنترل شده است. این در حالی است که طبق گزارش توسعه انسانی^۱ سال ۲۰۰۴، در بین ۱۴۳ کشور جهان متوسط نرخ تورم ایران در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ از

1- UNDP, Human Development Report, 2004, Table 13

۱۲۷ کشور بیشتر بوده است. رتبه ایران از نظر رکورد تورم در دوره ۱۹۹۰-۲۰۰۲ نیز بین ۱۵۹ کشور جهان ۱۲۸ بوده است. در چنین محیطی، به کاهش سالیانه ۱ واحد درصد در نرخ تورم به هیچ وجه نمی‌توان دلخوش بود.

جدول ۲- نرخ بهره واقعی، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی (ارقام به درصد)

۱۹۹۰-۹۵	۱۹۸۳-۸۹	
		کشورهای در حال توسعه
-۱/۲	-۲/۵	نرخ بهره واقعی
۲۷/۹	۲۴/۹	سهم سرمایه‌گذاری از GDP
۶/۱	۵/۱	متوسط نرخ رشد اقتصادی
		کشورهای در حال گذار
۰/۵	۰/۶	نرخ بهره واقعی
۳۰/۰	۲۶/۵	سهم سرمایه‌گذاری از GDP
۶/۹	۶/۱	متوسط نرخ رشد اقتصادی
		کشورهای کمتر توسعه یافته
-۲/۴	-۴/۱	نرخ بهره واقعی
۱۶/۰	۱۴/۸	سهم سرمایه‌گذاری از GDP
۳/۴	۲/۷	متوسط نرخ رشد اقتصادی

Source: World Economic Outlook, 1996, IMF.(P: 73).

از نقطه‌نظر آسیب‌شناسی بخش پولی کشور، کنترل نرخ تورم و تنزل آن به زیر ۱۰ درصد مهمترین اولویت می‌باشد. این امر قطعاً عنصر لازم و ضروری تامین ثبات مالی نیز می‌باشد. کنترل تورم و تثبیت آن در محدوده یک رقمی، فشار بر تعدیل نرخ ارز را کاهش داده و ریسک ناشی از جهش نرخ ارز و آثار ترازنامه‌ای آن بر موسسات مالی به‌خصوص بانک‌ها را تقلیل می‌دهد.

طراحی یک بسته سیاستی برای تامین ثبات پولی و اعطای اختیارات لازم به بانک مرکزی برای اجرای آن باید در صدر سیاست‌های اقتصاد کلان کشور باشد. بدون ثبات پولی نمی‌توان از ثبات مالی سخن گفت. آموزه‌های نظری و تجربه‌های عملی هر دو این را نشان می‌دهند.

در کشور ما که هنوز بازار کالا و خدمات به ثبات نرسیده و کنترل تورم بزرگترین معضل بانک مرکزی است، ثبات مالی اهمیت مضاعف می‌یابد. هرچند به دلیل عدم آزادسازی حساب سرمایه در بعد بیرونی و سرکوب مالی در بعد درونی، بازار مالی کشور هنوز نشاط و تحرک بازارهای مالی دیگر کشورها را ندارد، اما از سوی دیگر نیز به دلیل عدم توسعه یافتگی و عمق کم بازار، عدم وجود سیستم نظارتی قوی، سیطره اقتصاد دولتی، فقدان استانداردهای حسابداری در موسسات مالی و ضعف سیستم پرداخت، نظام مالی کشور در معرض یک بحران جدی است.

اقتصاد ایران در بعد بازرگانی و نیز مالی، اقتصاد نسبتاً بسته‌ای است. لذا خطر سرایت بحران‌های مالی از کشورهای دیگر به کشور، چندان زیاد نیست. از سوی دیگر تا زمانی که کشور از سطح مطمئنی از ذخایر ارزی برخوردار است، در عرصه بازرگانی خارجی و آسیب‌پذیری نسبت به شوک‌های خارجی و نیز عرصه سیاست‌گذاری داخلی، اقتصاد ملی از یک shock absorber قوی برخوردار است.

اما از سوی دیگر مخارج دولت با سرعت قابل ملاحظه‌ای در حال افزایش است. این در حالی است که درآمدهای ریالی دولت با این سرعت نمی‌تواند رشد کند. در نتیجه نیاز ارزی دولت روزافزون است. به علاوه بانک مرکزی فاقد ابزارهای مناسب برای خنثی‌سازی آثار پولی سیاست‌های انبساطی دولت بوده و نیز از استقلال و اقتدار کافی برای کنترل اشتباهی ارزی دولت نیز برخوردار نیست. در نتیجه پایه پولی و به تبع آن نقدینگی با نرخ حدود ۳۰ درصد در سال در حال انبساط است.

به رغم تفاوت قابل ملاحظه تورم داخلی از تورم شرکای تجاری ایران، بانک مرکزی در عمل نرخ ارز را باکندی و به طور ناقص تعدیل می‌کند. لذا پتانسیل تخلیه نشده‌ای در نرخ ارز وجود دارد که در صورت عدم کنترل تقاضا و یا افت عرضه به فعلیت می‌رسد.

شناخت آسیب‌پذیری‌های بخش مالی، مستلزم شناخت ارتباطات بین چهار بخش خارجی، دولت، شرکتی و بانک‌هاست. بررسی اجمالی روابط این بخش‌ها، حکایت از نقاط آسیب‌پذیری زیر می‌کند:

الف- بانک مرکزی فاقد ابزار مناسبی است که بتواند نوسانات بازار پول را جذب و مدیریت کند. این بانک همچنین از سرعت عمل کافی در مقابله با بحران‌های پولی برخوردار نیست. استفاده از ابزارهای پولی تا کنون منوط به کسب اجازه بانک مرکزی از شورای پول و اعتبار بود. در قالب تغییرات به عمل آمده در برنامه چهارم، استفاده از ابزارهای پولی به درج در بودجه‌های سنواتی (و به تبع آن کسب مجوز از مجلس) محدود شده است که تواتر استفاده از ابزارهای پولی را سالانه می‌کند.

ب- شبهه شرعی، تنوع و ابتکار عمل در استفاده از ابزارهای مدرن پولی و مالی را محدود کرده است.

ج- سیستم نظارتی بازار مالی فاقد ابزارهایی است که ریسک‌ها را شناسایی کند. به علاوه سیستم مزبور، حساسیت کافی در قبال ریسک‌هایی که به طور سیستماتیک ثبات مالی را تهدید می‌کنند ندارد.

د- سیستم پرداخت و تسویه به لحاظ چارچوب حقوقی، تنوع ابزارهای مالی و نیز زیرساخت‌های فنی (سخت‌افزای، نرم‌افزاری و مخابراتی) ضعیف است.

ه - استانداردهای حسابداری نوین در تنظیم صورت‌های مالی بانک‌ها رعایت نمی‌شود و ترازنامه‌ها شفاف نیستند.

و- عملکرد بخش شرکتی اقتصاد تحت‌الشعاع بنگاه‌هایی است که از نظر مقیاس تولید، از ابتدا بزرگ متولد شده‌اند و مراحل تدریجی رشد را طی نکرده‌اند؛ از نظر مالکیت شبه‌دولتی‌اند و دوگانه عمل می‌کنند؛ از نظر فروش به بازارهای داخلی متکی‌اند و در صورت آزادسازی تجاری در خطر ورشکستگی قرار دارند؛ و بالاخره سودآوری آن‌ها به استفاده از نهاده‌های تولیدی ارزان قیمت بخصوص اعتبارات بانکی وابسته است.^۱

ز- به دلیل فقدان سیستم بیمه سپرده‌ها از یکطرف و سلطه عمیق بانک‌های تجاری دولتی بر بازارهای مالی کشور از سوی دیگر، هر گونه ریسک سیستمیک در بخش مالی متوجه دولت می‌شود.

۹- ثبات مالی در چارچوب بسته سیاستی اقتصاد کلان

بخش پایانی مقاله به این سوال می‌پردازد که ایجاد ثبات مالی چه جایگاهی در سیاست‌های اقتصاد کلان کشور داشته و در مقایسه با اهداف مرتبطی چون کنترل تورم، انضباط مالی دولت و توسعه بخش مالی از چه اولویتی برخوردار است.

رشد اقتصادی پایدار و ثبات در محیط اقتصاد کلان دو هدف عمده‌ای هستند که از نقطه نظر این مقاله، هر بسته سیاستی اقتصاد کلان برای اقتصاد ایران لازم است با لحاظ کردن این دو هدف تنظیم شود. در این جهت، نمی‌توان اهداف رشد اقتصادی بالایی داشت ولی در بازارهای مالی موفق عمل نکرد و به تعمیق بازار سرمایه نپرداخت. ادبیات نظری رشد اقتصادی و همچنین شواهد تجربی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، گواه آنند که توسعه پایدار بدون توسعه مالی غیرممکن است. بدیهی است توسعه مالی، علاوه بر عناصری که به تفصیل در ادبیات مربوط به این موضوع ذکر شده است، به ثبات مالی نیز نیاز دارد. در واقع ثبات مالی را باید جزو مکمل توسعه مالی دید.^۲

۱- برای اطلاع بیشتر رجوع کنید به: نیلی، مسعود و همکاران، «استراتژی توسعه صنعتی کشور»، انتشارات دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۸۲، صص ۱۰۸-۷۷.

2- Vittas, D. (2004), "Financial Stability and Financial Development", Financial Sector Development, World Bank.

البته ثبات مالی شرط لازم برای توسعه مالی است ولی شرط کافی نیست. برای تحقق توسعه مالی، موسسات مالی باید سالم^۱ بوده و دارای سرمایه کافی باشند. به علاوه این موسسات باید در بعد خرد و کلان نیز از کارآیی برخوردار باشند. کارآیی در بعد خرد^۲ ناظر به حوزه سیستم‌های کنترل و نظارت داخلی، هزینه‌های عملیاتی، سیاست‌های مدیریت پورتفو و بازیابی^۳ وام‌هاست. کارآیی در بعد کلان^۴ به تحرک و بهره‌وری سرمایه‌های مالی در سطح اقتصاد کلان نظر دارد. کارآیی در بعد کلان بر کارآیی در بعد خرد مبتنی است، اما علاوه بر آن نیازمند برداشتن موانع قانونی، حقوقی، نهادی و اطلاعاتی نیز می‌باشد.

اقتصاد ایران در حال حاضر در فرآیند تجدید ساختار مالی قرار دارد. تجربه همزمان سرکوب مالی و آزادسازی مالی ویژگی دوران معاصر اقتصاد کشور (از سال ۱۳۶۸ به بعد) است.^۵ از یک سو اصلی‌ترین عناصر سرکوب مالی در قالب کنترل دولت بر نرخ‌های سود بانکی و سهمیه بندی اعتبارات جهت حمایت از بخش‌ها و یا موسسات مورد نظر دولت همچنان مورد پیگیری است. از سوی دیگر آزادسازی تدریجی در بخش مالی نیز دنبال می‌شود.

زمان بندی اصلاحات و اقدامات ناظر به آزادسازی، توالی اقدامات و سرعت آزادسازی سه ملاحظه اساسی در مورد آزادسازی مالی اند (کریمی، ۱۳۸۳). از سوی دیگر، موفقیت در آزادسازی مالی موکول به اجرای سیاست تثبیت اقتصادی^۶ جهت کنترل تورم و کاهش

1- Sound

2- Micro efficiency

3- Recovery

4- Macro efficiency

۵- کریمی. صمد، «استراتژی توسعه مالی کشور»، گزارش داخلی اداره بررسیها و سیاست‌های اقتصادی،

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شهریور ۱۳۸۳.

6- Stabilization Policy

کسری بودجه دولت است. همچنین لازم است سیاست‌های احتیاطی کلان^۱ برای تامین ثبات مالی، قبل از آزادسازی مالی تقویت گردد. گذر از سرکوب مالی به آزادسازی مالی باید با کنترل تورم و انضباط مالی دولت همراه باشد.

تجربه بحران‌های مالی در اقصی نقاط جهان نشان داد که توالی اقدامات در آزادسازی اقتصادی، نکته بسیار مهمی است. مکینون^۲ توالی بهینه^۳ اقدامات را پیشنهاد کرده است. نظریه مکینون بر دو ایده اساسی استوار است. نخست، آزادسازی باید با اعمال محدودیت‌هایی شروع شود که از نظر کارایی اقتصادی هزینه بر باشند. دوم، برای پرهیز از ناسازگاری، برخی قدم‌ها باید قبل از قدم‌های دیگر برداشته شوند.

توالی بهینه اقدامات در نظر مکینون مراحل زیر را در بردارد:

- قدم اول باید ایجاد یک بازار با کارکرد صحیح برای کالاهای داخلی باشد. آزادسازی قیمت‌ها و لغو جیره‌بندی‌ها از پیش شرط‌های اساسی طی این قدم است.
- قدم دوم آزادسازی تدریجی تجارت خارجی است. نقطه شروع در این مرحله، رفع موانع اداری (شامل سهمیه‌ها و موانع غیر تعرفه‌ای) و حذف و یا کاهش موانع تعرفه‌ای است.
- پس از برداشتن قدم نخست، باید با ایجاد شرایط رقابتی، آزادسازی بازار مالی داخلی در دستور قرار گیرد. بانک‌ها باید در تنظیم نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات، مختار باشند. همچنین بانک‌ها باید محدوده خدمات به مشتریان را خود تعیین کنند. به موازات آزادسازی بازار مالی داخلی، باید مقررات تنظیمی و نظارتی و نیز نهادهای لازم برای اعمال مقررات مزبور در بخش مالی ایجاد شود تا سلامت سیستم بانکی را کنترل نماید.

1- Macro-prudential policies

2-Mc Kinnon

3- Optimal Sequencing

- توسعه بازار مالی داخلی در قدم بعدی مطرح می‌شود. باید این امکان ایجاد شود تا بازار اوراق بهادار با سیستم بانکی برای جذب پس انداز خانوارها و تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی خصوصی و دولتی رقابت کند. در این حوزه نیز لازم است نهادهای نظارتی و مقررات تنظیمی به موازات توسعه یابند تا این بخش طبیعتاً ناپایدار اقتصاد را کنترل نمایند.

- آزادسازی مالی در بخش خارجی، آخرین قدم در زنجیره اقدامات ذکر شده است. بحران آسیای جنوب شرقی به خوبی نشان داد وقتی که بازارهای مالی داخلی توسعه لازم را نیافته‌اند، آزادسازی حساب سرمایه ترازپرداخت‌ها بسیار مخاطره‌آمیز است. به علاوه رژیم ارزی باید با تغییر شرایط تطبیق یابد. رژیم‌های نرخ ارز ثابت بسیار بعید است که بتوانند در شرایط آزادی حساب سرمایه دوام بیاورند.

آزادسازی حساب سرمایه، بعد بیرونی آزادسازی مالی است. زمان بندی، توالی و سرعت اقدامات در این بعد از آزادسازی نیز باید مدنظر قرار گیرد. آریترایز نرخ بهره داخلی و خارجی و رژیم ارزی دو عنصری هستند که باید در بسته آزادسازی حساب سرمایه نسبت بدان‌ها پیش بینی‌های لازم را نمود. به علاوه، چارچوب حقوقی (از شبهات قانون سرمایه گرفته تا مقررات اجرایی)، رویه‌های قضایی و محیط سیاسی باید روشن، قابل استناد و اتکا باشد.

علاوه بر مباحث پیش گفته، انجام اصلاحات حقوقی در بخش شرکتی شامل بازنگری قانون تجارت و تعیین تکلیف فعالیت بنگاه داری، تعیین وضعیت ورشکستگی و چارچوب حقوقی و مالی آن، اصلاح قوانین و مقررات ناظر به بازار کار در جهت افزایش انعطاف در این بازار، گام‌هایی اساسی در آزادسازی مالی در ایران به شمار می‌روند.

- توسعه بازار مالی کشور و کارکرد صحیح آن مستلزم نهادسازی گسترده‌ای است. این بازار در حال حاضر فاقد موسسات زیر است (کریمی، ۱۳۸۳):
- موسسات رتبه‌بندی^۱: این موسسات نقش اساسی را در مدیریت ریسک ایفا می‌کنند. فقد این موسسات می‌تواند در گذر از سرکوب مالی به آزاد سازی مالی، مشکلات چشمگیری را در بازار مالی ایجاد نماید. وجود این موسسات به دلیل ایجاد شفافیت در بازار مالی، بهره‌گیری از رانتهای اطلاعاتی و مالی را تقلیل می‌دهد.
 - شرکتهای مدیریت دارایی^۲
 - موسسات بیمه سپرده
 - نهاد نظارت کننده بر بازار مالی که ابعاد کلان اقتصادی فعالیت انواع موسسات مالی شامل بانکها، بیمه‌ها و بازار سرمایه را ببیند.
 - نهاد مقررات‌زدایی و وضع مقررات جدید.
- معماری بخش مالی اقتصاد کشور، در قالب بازآرایی و تجدید ساختار موسسات موجود، ایجاد موسسات مفقود و نیز بازنگری قوانین و مقررات و فراگردهای اجرایی از دیگر اجزای اجرای موفق آزادسازی مالی است.

1- Rating Agencies

2- Asset Management Companies

فهرست منابع و مآخذ

- 1- Burda, M. and C.Wyplosz, 2001, Macroeconomics, Oxford University Press.
- 2- Folkerts-Landau, D. et al., 1998, "Toward a Framework for Financial Stability", Research Department, International Monetary Fund.
- 3- Schinasi, G., 2004, "Defining Financial Stability", IMF Working Paper 04/187.
- 4- Eatwell, J. et al. (eds.), 1998, The New Palgrave Dictionary of Economics, Vol.2, Mcmillan Reference LTD.
- 5- The IMF Institute, Course Materials on Monetary and Financial Stability, July 12-23, 2004.