

# سازوکار اصابت شوک خارجی و بروز بحران در اقتصاد

معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفتر: مطالعات اقتصاد بخش عمومی

کد موضوعی: ۲۳۰  
شماره مسلسل: ۱۵۳۸۱  
خردادماه ۱۳۹۶

### فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۳	۱. ماهیت شوک خارجی
۵	۲. جزء اول (شکندگی بخشی و بین بخشی)
۷	شکندگی وضعیت مالی (بودجه) دولت و شکندگی در مقابل تورم
۸	شکندگی بخش مالی (پول و بانک)
۸	شکندگی نظام ارزی
۹	شکندگی بین بخشی سرایت از بحران بدهی‌های دولت به بخش بانکی و بحران ارزی
۱۰	شکندگی بین بخشی سرایت از بحران بانکی به بحران بدهی‌های دولت و بحران ارزی
۱۲	شکندگی بین بخشی سرایت از بحران ارزی به بحران بدهی‌های دولت و بحران بانکی
۲۲	۳. جزء دوم (سفتی و انعطاف‌ناپذیری سیاستی)
۲۲	سیاست مالی چگونه سفت می‌شود؟
۲۳	سیاست پولی چگونه سفت می‌شود؟
۲۳	سیاست ارزی چگونه سفت می‌شود؟
۲۴	۴. چارچوب اقدام برای کاهش آسیب‌پذیری
۲۶	چک‌لیست شکندگی در مقابل شوک خارجی برای ایران
۲۸	منابع و مأخذ



## سازوکار اصابت شوک خارجی و بروز بحران در اقتصاد<sup>۱</sup>

### چکیده

- نوسان شدید در محیط داخلی به دلیل تغییر در بخش خارجی اقتصاد را شوک خارجی می‌گویند. آسیب‌پذیری در مقابل شوک خارجی، اختصاص به شرایط خاص سیاسی یا اقتصادی ندارد و برای بیشتر اقتصادها (پیشرفته، در حال ظهور، در حال ادغام، اقتصادهای درگیر در مناقشات سیاسی بین‌المللی) اتفاق می‌افتد.

- میزان آسیب‌پذیری و نوسان در برابر شوک خارجی تابع دو جزء است: شکنندگی<sup>۲</sup> (آسیب‌پذیری) بخشی و بین بخشی و سفتی<sup>۳</sup> (عدم امکان یا عدم انعطاف) سیاستی. منظور از شکنندگی یعنی آسیب‌پذیری بخش داخلی در مقابل شوک خارجی و منظور از سفتی یعنی عدم امکان پاسخ‌دهی سیاستی مناسب در مقابل شوک.

- شکنندگی در بخش‌های بودجه‌ای، پول و بانک و ارزی و نیز شکنندگی بین این سه بخش و سرایت بحران میان بخش‌های مذکور، در کنار انفعال یا عدم امکان سیاست‌گذاری در مقابل شوک خارجی، به بروز بحران‌های سه‌گانه «تعهدات دولت»، «بانکی» و «ارزی» می‌انجامد.

- براساس ارزیابی صورت گرفته، در بخش بودجه، نبود ضربه‌گیر مالی مطمئن (ناشی از نبود قاعده مالی مناسب، نبود رابطه پویا میان درآمدهای نفتی و بودجه دولت، نبود دید میان‌مدت به بودجه‌ریزی) و حساسیت شدید بودجه به رابطه مبادله (ناشی از وابستگی به نوسان قیمت نفت) عمده نقاط آسیب‌پذیری به‌شمار می‌رود.

- در بخش بانکی وضعیت نامناسب شاخص‌های کفایت سرمایه و حساسیت دارایی‌های بانکی به وضعیت اقتصادی عمده مشکل است که اصلاح آن نیازمند استقرار نظام‌های نظارتی و مقررات‌گذاری معتبر و منظم است.

- در بخش ارزی نیز اساساً به دلیل نوع نظام ارزی - میخکوب نرم بی‌قاعده - آسیب‌پذیری قابل ملاحظه وجود دارد. به نظر می‌رسد، مهمترین مشکل در این نظام، نه وضعیت متغیرهای مؤثر بر آن، که خود نظام ارزی است و باید برای کاهش آسیب‌پذیری در آن، ابتدا قواعد این نظام مشخص شده و سپس به‌طور قاعده‌مند مدیریت شود.

۱. این گزارش براساس مستندات سلسله‌جلسات شوک خارجی در اقتصادهای در حال توسعه در صندوق بین‌المللی پول و حاصل شرکت در این جلسات است.

2. Fragility

3. Rigidity/Inflexibility

## مقدمه

اقتصاد کشورها می‌توانند در معرض شوک‌های خارجی مختلفی قرار گیرند. این شوک‌ها که ممکن است دلایل مختلفی داشته باشند، می‌تواند هزینه‌های اقتصادی و غیراقتصادی زیادی به دنبال داشته باشند. از این رو، بررسی انواع شوک‌های خارجی به اقتصاد و نحوه مدیریت آنها از اهمیت بالا برخوردار است. تصویرهای ترسیم شده از شوک‌پذیری اقتصاد و نحوه اعمال و اصابت شوک‌های خارجی معمولاً با مشکلات زیر مواجه است:

- **نقطه‌ای یا بخشی هستند.** یعنی صرفاً بخشی از شوک‌ها و یا بخشی از نقاط آسیب را پوشش می‌دهد و در نتیجه، «تصویر کلان» عرصه شوک‌پذیری اقتصاد را نمایش نمی‌دهند.
- چارچوب‌سازگار ندارند و ارتباطات منطقی لازم بین بخش‌ها را در نظر نمی‌گیرند.
- عموماً زیاده از حد پیچیده یا پیچیده‌نما هستند. همچنین تفصیل مقدمات یا توضیحات فنی، آنها را از حوصله مطالعه سیاستگذار، قانونگذار، تصمیم‌گیر یا مجری، خارج می‌سازد.<sup>۱</sup>
- برخی نیز برای ساده‌سازی یا فرار از پیچیدگی یا دلایل دیگر، **دانش اقتصاد** متعارف را فراموش می‌کنند و یا به نظریه‌پردازی‌های بعضاً غیراجرایی در ساختار فعلی می‌پردازند.<sup>۲</sup>
- شوک‌پذیری را صرفاً **مقطعی و ویژه** شرایط خاص سیاسی یا اقتصادی (مثلاً تحریم) فرض می‌کنند و به نزدیک‌بینی سیاسی و سیاستی دچار می‌شوند.
- گزارش حاضر تلاش می‌کند، تصویری **کلان، سازگار، نه چندان پیچیده** و نیز به دور از مقدمات و تفصیلات فنی از ماهیت شوک‌پذیری خارجی اقتصاد در شرایط مختلف، سازوکارهای اعمال و اصابت شوک و همچنین راه‌های **کاهش** آسیب کلان در جریان شوک را در چارچوب ادبیات دانش متعارف اقتصاد ارائه کند، به طوری که سیاستگذار یا قانونگذار بتواند در هر لحظه و با توجه به داده‌های موجود، تصویری ساخت یافته و کلان از آنچه ممکن است شوک خارجی بر سر اقتصاد بیاورد و راه‌های کاهش اثرپذیری از آن، در ذهن تصور کند.<sup>۳</sup>

۱. و آن را به سندی صرفاً کارشناسی که گوشه‌ای برای شنوایی یا همراهی با آن در سطوح تقنینی یا اجرایی نیست تبدیل می‌کند.  
 ۲. ادعا بر این نیست که دانش در دسترس بی‌نقص است یا نباید دنبال تکمیل و یا تحول روشی یا معرفتی در آن بود، اما عدم استفاده از دانش حاصل از فعالیت جمعی و تجارب سالیان دور و دراز نیز، در غیاب ابزار جایگزین حاضر، چندان مدبرانه نیست.  
 ۳. و آن را به سندی مناسب سخنرانی یا تهییج مخاطب تبدیل می‌کند که همراهی خاصی از جامعه کارشناسی برنمی‌انگیزد.  
 ۴. تا حد امکان تلاش شده برای فهم راحت‌تر مطالب برای عامه مخاطبان هدف گزارش، مفاهیم ساده‌سازی شده و داخل برانتر یا کادر جداگانه توضیح داده شود.



## ۱. ماهیت شوک خارجی

هر نوع تغییر برونزا در اقتصاد به طوری که باعث نوسان شدید در محیط داخل شود، شوک خارجی گفته می‌شود. شوک‌های خارجی از آن جهت مورد توجه تصمیم‌گیر و سیاستگذار قرار دارند که پتانسیل ایجاد بحران اقتصادی را دارند. تجربه بحران‌های اقتصادی در کشورهای مختلف نشان می‌دهد که به دلیل ماهیت بحران‌های اقتصادی که اقشار مختلف را درگیر می‌کند، معمولاً تأثیرات آن در ساختار اجتماعی و سیاسی نیز محسوس است و در موارد مکرر، بحران اقتصادی به بحران سیاسی منجر شده است. به این ترتیب، آسیب‌پذیری اقتصادی در مقابل شوک‌های خارجی نه تنها خط قرمز اقتصادی که معمولاً خط قرمز سیاسی هم محسوب می‌شود و از این جهت، اصلاح یا تغییر رژیم‌های سیاستگذاری مالی، پولی یا ارزی<sup>۱</sup> به گونه‌ای که آن را در مقابل شوک خارجی مصون کند، راهکاری برای جلوگیری از تغییر رژیم سیاسی<sup>۲</sup> دانسته می‌شود که در صورت تن ندادن به اولی، ممکن است دومی بروز کند.

شوک‌ها معمولاً بر اساس محل اصابت به سه نوع مختلف تقسیم‌بندی می‌شوند:

۱. شوک در بازار کالا: در شرایطی رخ می‌دهد که به دلیل نوسان در وضعیت اقتصادی کشورهای شریک، یا سیاست‌های تجاری اعمال شده توسط شرکا یا رقبا یا طرف متخاصم، مقدار صادرات و واردات تغییر کند، یا به دلیل تغییر در شرایط اقتصاد جهانی، رابطه مبادله (نسبت قیمت صادرات به واردات) با نوسان شدید مواجه شود.

۲. شوک در بازار نهاده‌ها: ناشی از نوسان در بازار نهاده‌های تولید است. به عنوان مثال، به دلیل تغییر شرایط اقتصادی در کشور میزبان کارگران داخلی شاغل در خارج، مقدار عواید فرستاده شده از این کارگران به داخل با افت شدید مواجه می‌شود (عمدتاً در کشورهایی رخ می‌دهد که نسبت عواید دریافتی از کارگران مقیم خارج به کل اقتصاد داخل، قابل توجه باشد. به عنوان مثال، این وضعیت در کشورهای همسایه روسیه و یا برخی کشورهای مهاجرفرست به اقتصادهای حاشیه خلیج فارس مشاهده شده است).

۳. شوک در بازارهای مالی: ناشی از افزایش‌ها یا توقف (سکته)های ناگهانی<sup>۳</sup> در جریان سرمایه است و معمولاً به دلیل تغییر سیاست‌های پولی در کشورهای با حجم بازار بزرگ، افزایش ریسک جهانی، سرایت ریسک یا بحران از کشورهای همسایه، نواقص در بازارهای مالی و ... اتفاق می‌افتد.

شوک‌های خارجی معمولاً در چهار دسته کشورها امکان ظهور و بروز دارد:

۱. اقتصادهای توسعه‌یافته یا پیشرفته (که جریان سیال سرمایه دارند).

---

1. Fiscal-Monetary-Exchange Rate Regime Change  
2. Political Regime Change  
3. Sudden Stops

۲. اقتصادهای در حال توسعه در حال ظهور/نوظهور<sup>۱</sup> (توضیح اینکه الزاماً هر اقتصاد در حال توسعه‌ای در حال ظهور یا نوظهور نیست. در ادبیات بخش خارجی اقتصاد، فقط اقتصادهای در حال توسعه‌ای در حال ظهور فرض می‌شوند که همزمان در حال باز شدن باشند).

۳. اقتصادهای در حال انضمام<sup>۲</sup> به جریان سرمایه یا بازار جهانی (اقتصادهای در حال ورود به اتحادیه‌های تجاری یا ارزی بزرگتر یا اقتصادهای بسته در حال ورود به بازار آزاد).

۴. اقتصادهای درگیر مناقشات تجاری و سیاسی.

به این ترتیب، شوک‌پذیری مخصوص یا محصول شرایط خاص سیاسی (مثلاً درگیری بین‌المللی) نیست و هر کشوری که در معرض جریان‌ات ورود و خروج سرمایه و بازار جهانی باشد، در معرض شوک نیز خواهد بود و باید به فکر چاره باشد.

شوک‌های خارجی در دو حالت می‌توانند باعث تلاطم‌های شدید در اقتصاد شوند:

۱. مقدار شوک بزرگ باشد،
  ۲. شوک چندان بزرگ نباشد، اما محل اصابت، شکننده (آسیب‌پذیر) باشد،
- در هر دو وضعیت فوق، تأثیرات کلان اعمال شوک، بسته به نوع پاسخ سیاستی داده شده تفاوت می‌کند. به این ترتیب، نگاشت مسیر اعمال شوک تا نوسان ایجاد شده به صورت زیر است:

مقدار نوسان = پاسخ سیاستی اعمال شده × شکننده بودن محل اصابت × اندازه و تعداد شوک

از آنجا که دریافت شوک در اقتصاد به هم پیوسته جهانی فعلی تقریباً اجتناب‌ناپذیر است (این مسئله نه تنها برای اقتصادهای از لحاظ سیاسی درگیر، که برای سایر اقتصادها نیز مکرراً اتفاق می‌افتد)، بنابراین، با توجه به رابطه فوق، دو اقدام در مواجهه با شوک‌های خارجی باید صورت گیرد:

۱. ایجاد یک محیط خوش‌بنیه داخلی (کاهش شکنندگی): محیط داخلی به اندازه کافی در مقابل شوک خارجی استحکام داشته باشد. به عبارتی، با هر بادی به خود نلرزد.

۲. امکان‌پذیری پاسخ‌دهی سیاستی مناسب (داشتن فضای قابل سیاستگذاری غیرمنفعل و غیرصُلب): یعنی بتواند در مقابل شوک خارجی، فعال و منعطف عمل کند و این‌طور نباشد که سیاستگذار:

۱-۲. اسیر چرخه نوسان باشد (غیر چرخه‌ای عمل کند) و با هر تغییری، در مسیر موافق

آن حرکت کند.



یعنی مثلاً این طور نباشد که در هنگام افزایش شدید درآمدها، مخارج دولت هم زیاد شود و در نتیجه عوارض آن، مثلاً تورم، بر اقتصاد تحمیل شود و یا در مقابل کاهش شدید درآمدها، مخارج هم به شدت کاهش پیدا کند و در نتیجه عوارض آن از جمله کاهش شدید رشد اقتصادی اتفاق بیافتد.

## ۲-۲. وقتی شوک را دید بخواهد واکنش نشان دهد، اما نتواند.

یعنی مثلاً در هنگام حمله سفته‌بازانه به نظام ارزی بخواهد وارد عمل شود، اما ذخایر ارزی کافی نداشته باشد یا برای نجات سیستم بانکی بخواهد اقدام کند، اما منابع مالی کافی نداشته باشد. به این ترتیب:

شکندگی بخشی و بین بخشی<sup>۱</sup> و سفتی (انعطاف‌ناپذیری) سیاستی،<sup>۲</sup> دو مسئله اصلی آسیب‌پذیری اقتصاد در مقابل شوک‌های خارجی به‌شمار می‌روند. یعنی از یک طرف بخش‌های اقتصاد آن قدر شکننده هستند که در برابر ضربات نرم هم آسیب‌پذیرند و از طرف دیگر، فضای سیاستگذاری اقتصادی آنقدر سفت (غیرمنعطف) است که امکان انعطاف و پاسخ مناسب را از سیاستگذار می‌گیرد.

در بخش‌های بعدی این گزارش، این دو جزء را برای بخش‌های مختلف اقتصاد، بیشتر تجزیه کرده و در نهایت با توجه به این طبقه‌بندی، یک چارچوب ساختاری اقدام برای کاهش آسیب‌پذیری اقتصاد در مقابل شوک‌های خارجی ارائه می‌شود.

## ۲. جزء اول (شکندگی بخشی و بین بخشی)

موارد خطرناک نوسان (بحران) در اقتصاد در نتیجه اصابت شوک خارجی معمولاً در سه دسته کلی زیر قابل تقسیم‌بندی است:

۱. بحران بدهی (عدم تعادل شدید درآمدها و تعهدات دولت)<sup>۳</sup>
۲. بحران بانکی
۳. بحران ارزی

---

1. Sector Specific/Cross-Sector Fragility

2. Policy Rigidity/Inflexibility

۳. که معمولاً در بسیاری از مواقع با تورم شدید (به دلیل سلطه دولت بر بانک مرکزی برای تأمین مالی تعهدات خود) همراه می‌شود.

تعریف:

شکندگی اقتصاد کلان<sup>۱</sup> به حالتی گفته می‌شود که اقتصاد به دلایل مختلف آسیب‌پذیری، در معرض حداقل یکی از بحران‌های سه‌گانه باشد.

**سؤال:** بیکاری بحران است و در طبقه‌بندی فوق نیامده است. چرا؟

**جواب:** بیکاری معضل بزرگ تدریجی است، اما ناگهان به وجود نمی‌آید و ناگهان نیز اقتصاد را با تنش مواجه نمی‌کند، همچنانکه به تدریج ایجاد می‌شود، به تدریج نیز قابل چاره‌اندیشی و درمان است. آنچه معیار طبقه‌بندی فوق از بحران است، تنش شدید ناگهانی است که امکان چاره‌جویی متعارف در جریان وقوع را کاهش می‌دهد (به عبارت ساده‌تر، بحران ارزی، بحران هجوم به بانک‌ها یا بحران تعهدات معمولاً ناگهان و به‌طور غیرمترقبه به نقطه غیرقابل کنترل (بحران) می‌رسند و در هنگام وقوع، استرس شدید در اقتصاد ایجاد می‌کند به‌طوری که تصمیم‌گیری با حوصله و متعارف را از سیاستگذار زیر فشار سلب می‌کنند). شکندگی (آسیب‌پذیری) اقتصاد کلان، در هر کدام از موارد بحران‌زای ذکر شده، به دو زیرمجموعه تقسیم می‌شود:

۱. شکندگی‌های بخشی:<sup>۲</sup> ناشی از آسیب‌پذیری‌های داخل بخش‌های کلان است.
۲. شکندگی‌های بین بخشی:<sup>۳</sup> ناشی از روابط بین بخش‌های کلان و آسیب‌های سرایت شده از سایر بخش‌هاست.

شکندگی‌های بخشی به سه دسته کلی تقسیم می‌شوند:

۱. شکندگی وضعیت مالی (بودجه) دولت<sup>۴</sup>
- شکندگی در مقابل تورم<sup>۵</sup>
۲. شکندگی بخش مالی (پولی و بانکی)<sup>۶</sup>
۳. شکندگی نظام ارزی<sup>۷</sup>

شکندگی‌های بین بخشی نیز به سه دسته کلی تقسیم می‌شوند:

۱. شکندگی بین بخشی سرایت از بحران بدهی‌های دولت به بخش بانکی و بحران ارزی
۲. شکندگی بین بخشی سرایت از بحران بانکی به بحران بدهی‌های دولت و بحران ارزی
۳. شکندگی بین بخشی سرایت از بحران ارزی به بحران بدهی‌های دولت و بحران بانکی

---

1. Macroeconomic Fragility  
 2. Sector Specific Fragilities  
 3. Cross-sector Fragilities  
 4. Fiscal Fragility  
 5. Susceptibility to High Inflation  
 6. Financial Sector Fragility  
 7. Exchange Rate Regime Fragility





توضیح هر کدام از شکنندگی‌های فوق به شرح زیر است:

### شکنندگی وضعیت مالی (بودجه) دولت و شکنندگی در مقابل تورم

معمولاً به وضعیتی اطلاق می‌شود که دولت به دلیل عدم تناسب درآمدها و تعهدات، قادر به ایفای تعهدات هزینه‌ای و بازپرداخت بدهی‌های خود نیست. معمولاً در چنین وضعیتی، دولت (حاکمیت)ها که در آستانه بحران بدهی قرار دارند یا ورشکسته شده‌اند، برای فرار از بحران، استقلال بانک مرکزی را مختل کرده و با تأمین مالی از طرف بانک مرکزی (پولی کردن کسری بودجه<sup>۱</sup> دولت)، به تورم دامن می‌زنند و باعث شکنندگی تورمی می‌شوند. به همین دلیل، معمولاً این دو نوع شکنندگی با همدیگر همراه هستند. شکنندگی مذکور معمولاً به چهار دلیل زیر رخ می‌دهد:

۱. **عدم تطابق ارزی<sup>۲</sup> یا عدم تطابق سررسیدهای تعهدات و دارایی‌ها در ترازنامه دولت** یا بخش عمومی به این شکل است که در حالت اول، تغییر نرخ ارز باعث به هم خوردن نسبت تعهدات خارجی (تعهداتی که قرار است با ارز خارجی تسویه شوند) به درآمدهای آتی می‌شود و در حالت دوم، نسبت تعهدات کوتاه‌مدت به دارایی‌های کوتاه‌مدت زیاد است (نسبت درآمدها و دارایی‌هایی که در میان و بلندمدت به دست خواهد آمد به تعهداتی که در کوتاه‌مدت باید تسویه شوند زیاد است).

۲. **حساسیت زیاد بودجه دولت به وضعیت اقتصاد یا بخشی از آن** (مثلاً منبع طبیعی)، نرخ‌های بهره و یا رابطه مبادله (شاخص قیمت صادرات به واردات) و **نبود حائل** یا ضربه‌گیر مالی.

۳. **بی‌اعتباری یا کم‌اعتباری مالی دولت** به دلیل سابقه بد عملکرد مالی در قبال تأدیه تعهدات (و تأثیر تشدیدکننده آن بر انتظارات وضعیت شکننده).

۴. **نبود آخرین پناه مالی مناسب** (ضربه‌گیر داخلی یا خارجی) برای حمایت از دولت در قبال بحران‌های تأمین مالی. در چنین وضعیتی، به دلیل سلطه مالی دولت بر بانک مرکزی، این بانک مکرراً به عنوان آخرین قرض‌دهنده<sup>۴</sup> ظاهر می‌شود و با افزایش حجم پول به تورم دامن می‌زند. **سلطه مالی** در کشورهای نفتی به دلیل پدیده **سلطه نفتی** در بودجه دولت تشدید می‌شود.

– **تأثیر این نوع شکنندگی بر خروجی اقتصاد:** هر دو نوع بحران ذکر شده در شکنندگی وضعیت مالی دولت (چه بحران بدهی و چه بحران تورمی) بر تولید ناخالص داخلی اثر منفی دارند و موجب نوسان در بخش حقیقی می‌شوند. اولی از طریق بالا بردن نرخ بهره حقیقی و نیز افزایش سطوح نااطمینانی و دومی از طریق اختلال در قیمت‌های نسبی (چه درون‌دوره‌ای و چه بین‌دوره‌ای) و همچنین افزایش سطوح نااطمینانی.

- 
1. Monetization of Fiscal Deficit
  2. Currency Mismatches
  3. Maturity Mismatches
  4. LOLR (Lender of Last Resort)

### شکندگی بخش مالی (پول و بانک)

شکندگی بخش مالی به‌طور خلاصه هنگامی اتفاق می‌افتد که نهادهای مالی داخلی، متناسب با ابعاد شوک‌های احتمالی که در معرض آن قرار دارند، ثروت خالص<sup>۱</sup> کافی ندارند.

شکندگی مذکور معمولاً به دلایل چهارگانه زیر اتفاق می‌افتد (که با دلایل شکندگی در بخش مالی – بودجه‌ای – اشتراکات فراوانی دارد):

۱. **عدم تطابق ارزی یا عدم تطابق سررسیدها** در ترازنامه مؤسسات مالی یا مشتریان عمده آنها
۲. **حساسیت زیاد ارزش دارایی‌های مؤسسات مالی به فعالیت‌های اقتصادی** (داخلی)، نرخ‌های بهره یا رابطه مبادله (ارائه تسهیلات پرخطر که از متغیرهای متعدد اقتصادی و تجاری تأثیر می‌پذیرند و نوسان می‌کنند).
۳. **فقدان ضامن عمومی** معتبر<sup>۲</sup> برای تعهدات بخش مالی (دولت و نهادهای عمومی غیرمتعهد به تسویه تعهدات).

۴. **فقدان آخرین قرض‌دهنده منجی**<sup>۳</sup> عمومی برای بخش مالی (بانک مرکزی نامطمئن و توانا) – تأثیر این نوع شکندگی بر خروجی اقتصاد: بحران‌های بخش مالی (پول و بانک) نیز همانند بحران‌های بخش مالی (در معنای بودجه‌ای) تأثیر شدید منفی بر روی بخش حقیقی اقتصاد دارند و رشد اقتصاد را با مشکل مواجه می‌کنند. دلیل این پدیده عمدتاً بروز صرفه تأمین مالی خارجی<sup>۴</sup> (یعنی شکاف بین هزینه فرصت تأمین مالی از داخل و خارج مؤسسه مالی برای آن مؤسسه، به‌طوری که تأمین مالی از خارج از مؤسسه یا بانک، از تأمین مالی از منابع داخلی گران‌تر در بیاید) است که به تنگنای اعتباری<sup>۵</sup> یا خشکی اعتبارات (کاهش اعتبارات سیستم بانکی برای متقاضیان) می‌انجامد.

### شکندگی نظام ارزی

شکندگی سیستم ارزی هنگامی بروز می‌کند که، در حالتی که بانک مرکزی یک نرخ برابری رسمی ارزی اعلام می‌کند، یکی از وضعیت‌های زیر برقرار باشد:

۱. میخکوب ارزی به‌جای اینکه سفت<sup>۶</sup> باشد، نرم<sup>۷</sup> تعیین شود.
۲. **ناتوانی مالی دولت** (اعسار) در تأدیه تعهدات (عدم تعادل درآمدها و تعهدات) با تسلط مالی دولت بر بانک مرکزی (جهت تأمین مالی نیازهای دولت) همراه شود (نسل اول مدل‌های بحران‌های ارزی).

---

1. Net worth  
 2. Credible Public Guarantee  
 3. LOLR  
 4. External Finance Premium  
 5. Credit Crunch  
 6. Hard  
 7. Soft



۳. در نتیجه وجود یک بانک مرکزی حداکثرکننده رفاه<sup>۱</sup> (یعنی کنترل تورم، اولویت اول بانک مرکزی نباشد و اهداف دیگری مانند اشتغال و ... را به گونه‌ای دنبال کند که وظیفه اصلی آن مختل یا فراموش شود)، نرخ‌های بهره واقعی پایدار نباشد. (نسل دوم مدل‌های بحران ارزی).

۴. تعادلی از انتظارات عقلایی شکل بگیرد که گویی قرار است یک سگته آنی ترسناک در ورود سرمایه به اقتصاد صورت گیرد (نسل سوم مدل‌های بحران ارزی).

علاقمندان برای جزئیات بیشتر می‌توانند تفصیل فنی برخی مفاهیم ذکر شده در عبارات فوق را در کادرهای ۱ تا ۴ دنبال کنند.

– تأثیر این نوع شکنندگی بر خروجی اقتصاد: تأثیرات این نوع شکنندگی بر بخش واقعی اقتصاد و رشد اقتصادی بستگی به وجود یا عدم وجود و شدت سایر انواع شکنندگی‌ها دارد. بحران‌های ارزی نوع سوم (سگته‌های آنی) معمولاً بیشترین اثر منفی را بر رشد اقتصادی دارند. هرچند باید توجه داشت که در برخی موارد (مانند وضعیت انگلیس در ۱۹۹۲ و برزیل در ۱۹۹۹)، تحولات بعد از بحران، باعث انبساط پولی، کاهش ارزش واقعی پول داخلی، تقویت صادرات و در نتیجه محرک رشد بوده است (که البته این وضعیت در مورد یونان پس از بحران صادق نبوده است).

### شکنندگی بین بخشی سرایت از بحران بدهی‌های دولت به بخش بانکی و بحران ارزی

– هنگامی که نسبت بدهی دولت به سرمایه سیستم بانکی قابل توجه باشد (شکنندگی بدهی دولتی)، این وضعیت ممکن است ماشه یک بحران بانکی را بچکاند. (این وضعیت در روسیه، ترکیه و اتحادیه اروپا محتمل است).

– حتی اگر بدهی دولت به سیستم بانکی در ابتدای امر چندان بزرگ نباشد، دولت‌ها ممکن است وسوسه شوند مشکلات خودشان را با اجبار بانک‌ها یا صندوق‌های بازنشستگی به خرید اوراق بدهی دولت حل کنند (مشابه موردی که در سال ۲۰۰۱ در آرژانتین اتفاق افتاد).

– بحران بدهی بانکی ممکن است به کاهش سهم دارایی‌های داخلی در سبد پورتفوی دارایی‌ها و جایگزینی آنها با دارایی‌های خارجی، منجر شود به گونه‌ای که ترکیب سبد تا حد امکان خارج از دسترس حوزه قلمرو قدرت/سیاست داخلی یا حاکمیتی باشد. این امر در نظام‌های ارزی با نرخ ارز ثابت، عملاً به معنای هجوم به بانک‌ها<sup>۲</sup> و بانک مرکزی و تخلیه ذخایر ارزی سیستم بانکی خواهد بود که ممکن است ماشه بحران‌های بانکی و ارزی را با هم بچکاند.

– انقباض اقتصاد کلان ناشی یا همراه با بحران بدهی (عدم تعادل درآمدها و تعهدات) ممکن است سودآوری بانک‌ها را – در وضعیتی که حساسیت ارزش دارایی‌های سیستم بانکی به وضعیت اقتصاد بالا

1. Welfare-maximizing Central Bank

2. Bank Run

است - کاهش داده و احتمال بحران بانکی را افزایش دهد. این امر به معنای کاهش نرخ بازگشت سرمایه‌گذاری بر/با دارایی‌های داخلی است که به نوبه خود به معنای تشویق خروج سرمایه و افزایش احتمال بحران ارزی خواهد بود.

به این ترتیب، احتمال سرایت بحران بدهی به حوزه بانکی و ارزی بستگی به:

- میزان استحکام<sup>۱</sup> شاخص‌های بانکی،

- ترکیب پورتفوی بانک‌ها،

- میزان ذخایر ارزی بانک مرکزی،

- درجه سیالیت سرمایه در کشور و نیز،

- چگونگی پاسخ سیاستی دولت به بحران بدهی دارد.

به عبارت دیگر:

• سیستم بانکی مستحکم (یعنی دارای شاخص‌های بانکی مناسب) که:

- بر اوراق بدهی دولتی اتکای زیاد ندارد،

- ذخایر ارزی کافی دارد،

و در وضعیتی که:

- سیالیت سرمایه در کشور یا سیستم بانکی بالا نیست.

- و پاسخ سیاستی دولت به بحران بدهی، متکی به سرکوب مالی<sup>۲</sup> (کاهش عمدی یا جبری نرخ

بهره به زیر نرخ تورم - در واقع به عنوان وضع مالیات بر سپرده‌گذار و انتقال منافع حاصله به

قرض‌گیرنده دولتی - به منظور کاهش میزان بدهی‌های دولت) نباشد، کمتر از بحران بدهی تأثیر

می‌پذیرد.

**شکندگی بین بخشی سرایت از بحران بانکی به بحران بدهی‌های دولت و بحران ارزی**

- کانال سرایت مستقیم بحران بانکی به بحران بدهی‌ها از طریق هزینه‌های سنگین مالی نجات

سیستم بانکی از ورشکستگی (همانند تضمین تعهدات بانکی، مانند آنچه در ایرلند اتفاق افتاد یا افزایش

سرمایه بانک‌ها) است.

- همچنین، بانک‌های تحت فشار، ممکن است اوراق بدهی دولتی خود را بفروشند و از این طریق،

هزینه‌های تأمین مالی دولت را افزایش دهند.

- کانال سرایت از بحران بانکی به بحران ارزی نیز به این صورت است که در وضعیتی که سلامت

1. Soundness

2. Financial Repression



سیستم بانکی با تهدید مواجه است، بانک مرکزی رغبت کمتری برای دفاع از ارزش پول ملی از طریق افزایش نرخ بهره (و افزایش تقاضا برای پول داخلی) خواهد داشت، چرا که افزایش نرخ بهره ممکن است سودآوری بانکها را کاهش دهد (دلیل این امر نیز با اشاره به کسب و کار اصلی سیستم بانکی یعنی «تجارت سررسید» توضیح داده می‌شود. به عبارت دیگر، از آنجاکه به‌طور معمول، تعهدات بانکها نسبت به دارایی‌هایشان سررسید کوتاه‌مدت‌تری دارند، بنابراین با افزایش نرخ بهره، تعهدات بانکی افزایش ارزش بیشتری نسبت به دارایی‌ها پیدا می‌کنند و سودآوری بانکها کاهش پیدا می‌کند).<sup>۱</sup> در چنین وضعیتی، حمله سفته‌بازانه بر روی پول ملی، برای حمله‌کنندگان کم‌هزینه‌تر و خطر این حمله محتمل‌تر خواهد شد. — همچنین، تأثیر منفی بحران بانکی بر بخش حقیقی اقتصاد باعث کاهش درآمدهای (مالیاتی) دولت، در کنار کاهش نرخ بازگشت سرمایه‌گذاری دارایی‌های داخلی خواهد شد. به این ترتیب، از یک طرف وضعیت مالی دولت بدتر خواهد شد و از طرف دیگر انگیزه تغییر پرتفوی دارایی‌ها به نفع دارایی خارجی تقویت خواهد شد. در نتیجه، احتمال بروز هر دو بحران بدهی و ارزی با هم افزایش خواهد یافت. به این ترتیب، میزان احتمال سرایت و تبدیل بحران بانکی به بحران بدهی و ارزی به موارد ذیل بستگی دارد:

- اندازه سیستم بانکی از کل اقتصاد (مانند حجم بزرگ بانکها در ایسلند و قبرس)،
  - گستره و ماهیت مالکیت خارجی در سیستم بانکی،
  - میزان توانایی دولت برای تأدیه تعهدات خود،
  - حجم انباشت ذخایر بانک مرکزی،
  - میزان سیالیت سرمایه در کشور،
  - و در نهایت چگونگی پاسخ سیاستی دولت به بحران بانکی.
- به عبارت دیگر:

- هنگامی که حجم بخش بانکی به کل اقتصاد پایین باشد،
  - دولت در حاشیه امن مناسبی از بابت توانایی تأدیه تعهدات باشد،
  - بانک مرکزی انباشت بزرگی از ذخایر را داشته باشد،
  - سیالیت سرمایه محدود باشد،
  - و در وضعیتی که دولت به سرعت در جهت کنترل ابعاد بحران بانکی بر بیاید،
- احتمال سرایت از بحران بانکی به دو بخش دیگر (بدهی و ارزی) کمتر خواهد بود.

---

۱. توجه می‌کنیم که این استدلال در وضعیت متعارف سیستم بانکی که زیر سرکوب مالی قرار ندارد ارائه می‌شود.

### شکندگی بین بخشی سرایت از بحران ارزی به بحران بدهی‌های دولت و بحران بانکی

– انتظار وقوع بحران ارزی در عوامل اقتصادی منجر به سرایت پیشینی بحران از طریق خروج سرمایه از بانک‌ها خواهد شد. به این ترتیب، خروج سپرده‌ها از بانک‌ها و نیز عدم تمدید بدهی‌های کوتاه‌مدت دولت، باعث افزایش همزمان احتمال بروز بحران‌های بدهی (مبتنی بر نقدشوندگی) و بانکی خواهد شد.

– افزایش نرخ بهره‌های داخلی همراه با انتظار کاهش ارزش پول ملی باعث افزایش تعهدات مرتبط با تسویه بدهی‌های دولت خواهد شد (از طریق افزایش حجم بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت یا با نرخ متغیر دولتی) و در نتیجه احتمال بروز بحران بدهی را افزایش خواهد داد.

– افزایش نرخ بهره همچنین به کاهش سودآوری سیستم بانکی می‌انجامد (به دلیلی که قبلاً ذکر شد). بنابراین، احتمال بروز بحران بانکی به هنگامی که سیستم بانکی در معرض ورشکستگی یا اعسار قرار دارد بیشتر است.

– همچنین نرخ بهره واقعی بالا (و در نتیجه احتمال افزایش بیش از اندازه ارزش پول داخلی) ممکن است از مسیر کاهش تقاضای کل (سرمایه‌گذاری یا خالص صادرات و ...) به کاهش رشد اقتصاد بیانجامد. در نتیجه از یک طرف سوددهی سیستم بانکی از مسیر کاهش توان قرض‌گیرندگان برای تأدیه قروض خود کاهش پیدا خواهد کرد و از طرف دیگر موقعیت مالی دولت از طریق کاهش درآمدهای مالیاتی تضعیف می‌شود. به این ترتیب، احتمال بحران بانکی و بدهی به‌طور همزمان افزایش می‌یابد.

– کاهش ارزش پول ملی در صورتی که حجم بزرگی از بدهی‌های دولتی به صورت ارز خارجی باشد (و این حجم، بزرگتر از حجم درآمدهای به ارز خارجی دولت باشد) ممکن است تعادل مالی دولت را با مشکل مواجه کرده و به اعسار بیانجامد. همین اتفاق ممکن است برای سیستم بانکی و بنگاه‌های داخلی هم بیافتد.

– اگر براساس سازوکاری که در پارگراف قبل ذکر شد، شرکت‌های داخلی تحت تأثیر قرار گیرند، به این ترتیب بعید نیست که از طریق کاهش درآمدهای مالیاتی دولت و نیز افزایش وام‌های معوقه، هم به وضعیت مالی دولت ضربه بخورد و هم سیستم بانکی متزلزل شود.

– تأثیر غیرمستقیم‌تر زنجیره اتفاقات فوق به این صورت است که در نتیجه تأثیرات گفته شده، رشد اقتصاد کمتر می‌شود و در نتیجه، تضعیف وضعیت مالی دولت و افزایش حجم وام‌های معوقه تشدید می‌شود.

به این ترتیب، احتمال سرایت و تبدیل بحران ارزی به بحران بدهی دولتی و بانکی بستگی به موارد ذیل دارد:

– سلامت وضعیت مالی دولت (تعادل درآمدها و تعهدات، تنوع درآمدهای دولتی<sup>۱</sup> و عدم وابستگی به منبع نوسان‌کننده، وجود ضربه‌گیر مالی در ساختار مالی دولت، تنظیم بودجه سالیانه در چارچوب

۱. تنوع درآمدهای دولتی ناشی از تنوع اقتصاد کشور است. در کنار متنوع‌سازی اقتصاد، فاصله گرفتن از نهاده‌محور بودن به دانش‌محور بودن فعالیت‌های اقتصادی، از نوسانات مرتبط با نهاده‌ها کاسته، به ارزش‌افزوده تولیدی افزوده، رابطه مبادله را بهتر و کم‌نوسان‌تر کرده و در نهایت، وضعیت مالی دولت را نیز مطمئن‌تر می‌کند.



برنامه‌ریزی میان‌مدت مالی، شورای مالی مستقل، احترام به قواعد مالی، چارچوب‌های خودکار هموارکننده درآمدها و مخارج و ...)

- سلامت ترازنامه‌های بانکی و بنگاه‌ها،

- میزان وخامت عدم تطابق‌های ارزی در ترازنامه‌های مالی سه بخش،

- تناسب ترکیب سررسیدهای تعهدات و دارایی‌ها در ترازنامه‌های دولتی و ... .

در بخش بعدی گزارش، به جنبه دوم آسیب‌پذیری (انفعال یا امکان‌ناپذیری سیاستگذاری در مقابل شوک) خواهیم پرداخت.

کادرهای ۱ تا ۴ صرفاً برای مطالعه علاقه‌مندان به برخی مفاهیم اشاره شده در سطور قبلی است و مطالعه ادامه گزارش را می‌توانید مستقیماً از بخش دوم (سفتی سیاستی) پی‌بگیرید.

### کادر ۱. انواع نظام‌های ارزی

تقسیم‌بندی‌های مختلفی از نظام‌های ارزی ارائه می‌شود. یک تقسیم‌بندی هشت‌گانه رایج این تقسیم‌بندی است:

- شناوری پاک<sup>۱</sup>
  - شناوری با قاعده بازخوردی برای دخالت<sup>۲</sup>
  - شناور مدیریت شده (شناور کثیف)<sup>۳</sup>
  - نوار (دامنه تغییرات)، سبد و خزش (BBC)<sup>۴</sup>
  - ناحیه هدف<sup>۵</sup>
  - تثبیت شده اما با میخکوب قابل تعدیل (میخکوب نرم)<sup>۶</sup>
  - هیئت پولی (میخکوب سفت)<sup>۷</sup>
  - دلاری یا یک‌دست شدن پولی<sup>۸</sup>
- جزئیات فنی‌تر تفاوت میان انواع نظام‌های ارزی در حوصله این گزارش نمی‌گنجد، اما به‌طور خلاصه می‌توان گفت، شناوری ارزی از شماره ۱ به سمت شماره ۷ در حال کاهش است و در حالی که در شناوری کامل (شماره ۱)، نرخ ارز کاملاً اجازه نوسان دارد، در هیئت پولی (شماره ۷)، امکان نوسان وجود ندارد و نرخ ارز کاملاً به‌صورت رسمی تعیین و تثبیت می‌شود. در شماره ۸ نیز کشور، از نظام ارزی خود دست می‌کشد و به واحد پولی دلار یا کشور همسایه می‌پیوندد.

### - شناسایی نظام ارزی

همانطور که مثلاً ممکن است بیماری اعلام کند که نوسان قلبش منظم است، اما در نهایت طبیب از روی

1. Clean Float
2. Floating With a "Feedback Rule" For Intervention
3. Managed Float (Dirty float)
4. Band, Basket, and Crawl (BBC)
5. Target Zone
6. Fixed, But Adjustable Peg (Soft peg)
7. Currency Board (Hard peg)
8. Dollarization or Monetary Unification

نبض یا نوار ای. آر. جی تشخیص می‌دهد که قلب بیمار چگونه کار می‌کند، در شناسایی نظام‌های ارزی نیز همین وضعیت برقرار است. به عبارت دیگر، باید به واقعیات عملکردی<sup>۱</sup> آن نظام توجه کرد و نه الزاماً نظام ارزی اعلام شده رسمی.<sup>۲</sup> به عنوان مثال، ممکن است به طور قانونی و رسمی، نظام ارزی کشوری، شناور مدیریت شده باشد، اما در عمل به میخکوب قابل تعدیل (میخکوب نرم) نزدیک تر باشد.

### – شوک پذیری و نظام‌های ارزی

بحران ارزی دهه ۹۰ میلادی و ارزیابی‌های اقتصادی و ارزی بعد از آن به دیدگاهی منجر شد که از آن به دیدگاه دوقطبی<sup>۳</sup> یاد می‌شد. بر اساس این دیدگاه، در اقتصادهایی که به شدت در جریان مالی آزاد ادغام شده‌اند، نظام‌های ارزی میانی در مقابل شوک پایدار نیستند و آن را در معرض حملات ارزی و خطر بحران قرار می‌دهند. به عبارت دیگر، انتخاب بهینه باید از بین یک گزینه دوتایی (شناوری کامل و تثبیت کامل) انتخاب شود.

نگاه دوتایی به نظام‌های ارزی معمولاً در سه رویکرد شبیه به هم ارائه می‌شود:

– **قوی:**<sup>۴</sup> شماره‌های ۳، ۴، ۵ و ۶ رد می‌شود (فقط شناوری‌های پاک – دو شناوری اول – و میخکوب سفت قابل قبول است).

– **ضعیف:**<sup>۵</sup> فقط شماره ۶ (میخکوب نرم) رد می‌شود و بقیه قابل قبول هستند.

– **ایکنگرین:**<sup>۶</sup> شماره‌های ۴، ۵، ۶ و ۷ (میخکوب‌های دارای شرط گریز)<sup>۷</sup> رد می‌شود.

به مدت تقریباً بیست سال، این نگاه پابرجا بود. در سال‌های اخیر، این دوتایی در حال تضعیف است، اما به عنوان یک نگاه سنتی ضمنی، همچنان در ادبیات ارزی استفاده می‌شود. آنچه تغییر کرده در مورد این گزاره نیست که در اقتصادهای ادغام شده در جریانات سرمایه آزاد، نظام‌های میانی، ناپایدار هستند، بلکه این مفهوم است که ترجیح قطب اول (شناوری کامل) به قطب دوم (میخکوب سفت) دیدگاه غالب تری یافته است. معمولاً از نظام‌های ارزی تثبیت شده به سراب یاد می‌شوند. یعنی با وجودی که در ابتدا تصور می‌شود اقتصادهای با منابع کافی برای تثبیت ارزی کار چندان سختی در پیش رو ندارند، اما در عمل به دلایل متعدد و در گذر زمان و بروز شوک‌های مختلف، این مسئله به سراب<sup>۸</sup> بیشتر شبیه می‌شود.

### – سه‌گانه غیرممکن و دوقطبی ارزی

سه‌گانه غیرممکن (IT)<sup>۹</sup> در اقتصاد عنوان می‌کند که امکان ندارد بتوان سه هدف نظام ارزی تثبیت شده، جریان آزاد سرمایه و سیاست پولی مستقل را با هم دنبال کرد و باید برای دنبال کردن هر دو سر این مثلث، یکسر آن را فراموش کرد. یعنی مثلاً اگر بخواهید نظام ارزی تثبیت شده و سیاست پولی مستقل داشته باشید، الزاماً باید روی جریان سرمایه و ورود و خروج آن، مانع کنترلی قرار دهید و... . فیشر (۲۰۰۱) استدلال می‌کند که نگاه دوقطبی به نظام‌های ارزی، از سه‌گانه غیرممکن نشئت می‌گیرد چرا که کشورها معمولاً طالب استقلال در سیاستگذاری پولی و نظام ارزی تثبیت شده هستند و سه‌گانه می‌گوید که آنها نمی‌توانند این دو

1. De Facto

2. De Jure

3. Bipolar View

4. Strong Form

5. Weak Form

6. Eichengreen (1994)

7. Pegs With Escape Clauses

۸. برای دلایل نگاه کنید به اوبستفلد و روگوف (۱۹۹۵).

9. Impossible Trinity/trilemma





هدف را در هنگامی که سیالیت سرمایه بالا است دنبال کنند. برآیند ضمنی گزاره مذکور این می‌شود که در سیالیت سرمایه بالا، کشورها باید بین انعطاف نظام ارزی و استقلال سیاستگذاری پولی انتخاب کنند و اگر دنبال مستقل بودن سیاست پولی هستند، باید انعطاف ارزی را فراموش کنند.

– اما مسئله به این راحتی‌ها هم نیست!

نکته در اینجا است که سه‌گانه در مورد نوع تثبیت صحبتی نمی‌کند. یعنی صرفاً می‌گوید که برای به دست آوردن استقلال سیاست پولی در حالتی که اقتصاد در معرض سیالیت سرمایه قرار دارد، باید انعطاف را فراموش کرد، اما بیان نمی‌کند که می‌خکوب ارزی شما نرم یا سفت باشد. به عبارت دیگر، سه‌گانه نمی‌گوید که تنها گزینه جایگزین شناوری، می‌خکوب سفت است. علاوه بر این، سه‌گانه نمی‌گوید که ما نمی‌توانیم با از دست دادن مقداری از سفتی می‌خکوب ارزی، مقداری استقلال سیاست پولی به دست بیاوریم. (تعادل میان دو هدف در نظام هیبریدی)

نتیجه اینکه: گزاره «سه‌گانه یعنی دوقطبی» امری مربوط به سال‌های گذشته است و در سال‌های اخیر چندان جدی گرفته نمی‌شود!

– مطالعات تجربی چه می‌گویند؟ آیا اتخاذ نظام ارزی میانی الزاماً به معنای بحران قریب‌الوقوع است؟

با وجودی که در نظریه (نسل دوم مدل‌های بحران ارزی - در کادر بعدی مطالعه کنید) نرم بودن می‌خکوب و درجه سیالیت سرمایه به‌طور مشخص به آسیب‌پذیری در مقابل حملات ارزی مرتبط می‌شود، اما نگاهی به داده‌های تاریخی و نیز آمار ارتباط بحران‌های ارزی، نوع نظام‌های ارزی و شاخص‌های پیش‌نگر هشدار (EWIs)<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که با وجودی که بحران‌های ارزی متعددی در کشورهای با نظام ارزی میانه رخ داده است، اما این گزاره که نظام‌های ارزی میانی در کشورهای با سیالیت سرمایه بالا، بیشتر بحران‌زده می‌شوند، چندان از لحاظ تجربی قابل اثبات نیست. یعنی نظام‌های ارزی دیگر نیز مورد حمله واقع شده (چه‌بسا در سال‌هایی بیشتر از نظام‌های ارزی میانه) یا با بحران مواجه شده‌اند. دلایل متعددی برای این عدم پشتیبانی آمار و ارقام از نظریه عنوان شده است که از جمله آنها به موارد زیر اشاره می‌شود:

– سیالیت سرمایه به اندازه کافی نبوده که بحران‌زا باشد.

– کشورها با اتخاذ تدابیری موفق به کنترل آسیب‌پذیری شده‌اند.

– واقعیت ترکیبی از عوامل متعدد بوده است و به آسانی قابل تفسیر در چارچوب دوتایی - نرم نیست.

## کادر ۲. سه نسل مختلف مدل‌های<sup>۱</sup> توضیح‌دهنده بحران‌های ارزی و حملات سفته‌بازانه<sup>۲</sup>

• الگوهای مختلفی (سه نسل) برای توضیح مکانیسم ایجاد و انتشار بحران‌های ارزی توسعه داده شده است. اما تمام این الگوها در موارد زیر مشترک هستند:

– در هر سه نسل، بانک مرکزی تعهدی در مورد برابری نرخ ارز اعلام می‌کند و باید در مورد متعهد ماندن خودش، تصمیم بگیرد،

– در هر سه نسل، تصمیم بانک مرکزی در مورد تعهد یا تخطی از برابری تعهد شده به گونه‌ای بسته به وضعیت اقتصاد دارد.

• این الگوها در موارد زیر تفاوت پیدا می‌کنند:

– نقش خروج جریان سرمایه در تصمیم بانک مرکزی ضمنی یا آشکار است،

– کدام ویژگی‌های اقتصاد کلان بر تصمیم بانک مرکزی در عمل به تعهد خود مؤثر است،

– الگوی تصمیم‌گیری بانک مرکزی چگونه است:

۱. به‌طور اختیاری تصمیم می‌گیرد.
۲. براساس خروجی یک مسئله بهینه‌سازی تصمیم می‌گیرد.
۳. تصمیم بر بانک مرکزی تحمیل می‌شود.

• سه نسل مختلف از الگوهای توضیح‌دهنده بحران ارزی عبارتند از:

۱. الگوهای کروگمنی<sup>۳</sup> (نسل اول)
۲. الگوهای بانک مرکزی بهینه‌کننده<sup>۴</sup> (نسل دوم)
۳. الگوهای سکتی ناگهانی<sup>۵</sup> (نسل سوم)

### – نسل اول:

■ الگو بر مبنای ذخایر ارزی بانک مرکزی بنا شده است.

■ رشد و کاهش ذخایر ارزی مبتنی بر تقاضا و عرضه پول است.

■ بانک مرکزی به اختیار خود به این صورت تصمیم می‌گیرد که اگر ذخایر از سطح آستانه مورد نظرش بیشتر باشد، از برابری تعهد شده خود دفاع می‌کند و گرنه آن را رها می‌کند و فروپاشی طبیعی<sup>۶</sup> رژیم ارزی اتفاق می‌افتد (خروج از تثبیت و شناورسازی آن).

■ نکته اساسی در این نسل الگوها (و وجه تمایز آنها با رویکرد پولی به تراز پرداخت‌ها)<sup>۷</sup> خروج سرمایه به‌عنوان ماشه بحران است. اگر خروج سرمایه (به هر دلیلی) به اندازه کافی بزرگ باشد، تقاضای تعویض پول داخلی با خارجی شدت می‌گیرد، ذخایر بانک مرکزی کاهش پیدا می‌کند و ممکن است به زیر سطح

۱. صورتبندی ریاضی این الگوها در حوصله این گزارش نیست و به ذکر خلاصه مفهومی و ویژگی‌های آنها اکتفا می‌شود.

2. Speculative Attacks

۳. کروگمن (۱۹۷۸) و الگوهای بعدی، مانند فلود و گاربر (۱۹۸۴).

4. Optimizing CB Models

5. Sudden-stop Models

6. Natural Collapse

7. Monetary Approach to the Balance of Payments (MABP)



آستانه برسد و نظام ارزی مورد حمله قرار گیرد.

- هر چه حجم تقاضای پولی بیشتر باشد سرعت کاهش ذخایر بیشتر است.
- اندازه ذخایر بانک مرکزی اصلاً نشان نمی‌دهد که آیا این نظام پایدار است یا نه. بلکه صرفاً نشان می‌دهد که در هر سرعت تخلیه‌ای، این نظام تا کی پایدار می‌ماند. به عبارت دیگر، پاسخ این سؤال که بحران کی اتفاق خواهد افتاد، می‌تواند هر زمان باشد.
- اینکه آیا خروج سرمایه باعث رسیدن به نقطه سقوط می‌شود یا نه، بستگی به سازگاری یا ناسازگاری سیاست پولی و سیاست ارزی و حجم انبساط پولی دارد.
- در این الگو، وضعیت حساب جاری نقش خاصی ایفا نمی‌کند.
- میزان بدهی و ترکیب بدهی نقش خاصی در این الگو ندارند.
- میزان بیش ارزشگذاری پول داخلی نقشی در این الگو ندارد.

– برای جلوگیری از بحران نسل اول چه کنیم؟

نکته کلیدی در جلوگیری از بحران نسل اولی، سازگار کردن دو سیاست پولی و ارزی است. برای این منظور باید اقدامات/اصلاحات زیر صورت گیرد:

- سازگار کردن سیاست پولی با سیاست ارزی:
- \* وضع قواعد مالی/اصلاح نهادهای مالی (جلوگیری از ایجاد کسری سنگین به منظور جلوگیری از پولی کردن کسری و ایجاد فشار پولی)
- \* استقلال بانک مرکزی (ایجاد مقاومت در مقابل فشار پولی کردن کسری)
- سازگار کردن سیاست ارزی با سیاست پولی:
- \* استفاده از نظام‌های ارزی میخکوب خزنده، شناور مدیریت شده و یا شناور کامل
- \* برای به تأخیر انداختن (نه جلوگیری) از بحران:
  - حجم ذخایر زیاد ارزی
  - یک قرض دهنده/نجات‌دهنده بین‌المللی
  - خطوط اعتباری خارجی

بانک مرکزی با تغییر سیاست پولی و کنترل حجم پول می‌تواند از یک بحران نسل اولی جلوگیری کند. اما بسیاری از مواقع این اتفاق نمی‌افتد. چرا؟ پاسخ در نسل دوم الگوهای بحران است.

– نسل دوم:

- الگوهای نسل دوم برمبنای درونزا بودن تصمیمات بانک مرکزی (مشروط به وضعیت بودن)<sup>۱</sup> توسعه داده شده‌اند.
- این درونزا بودن به دو روش، الگوسازی می‌شود:
- \* بانک مرکزی به‌طور صریح مسئول حل یک مسئله بهینه‌سازی - مثلاً بهینه‌سازی رشد و تورم - است.
- \* رفتار بانک مرکزی وابسته به ظهور حمله یا نشانه‌های حمله است.
- سیاست ارزی بانک مرکزی درواقع یک تحلیل هزینه - فایده یا مقایسه هزینه‌ها و فواید مختلف عمل به تعهد اعلام شده (دفاع از میخکوب اعلام شده) یا رها کردن آن است.

■ به دلیل مبتنی بر تحلیل هزینه - فایده بودن این نسل الگوها، گونه‌های مختلف الگوهای نسل دوم بر جنبه‌های گوناگونی از تحلیل هزینه و فایده متمرکز می‌شوند.

\* **منافع** مانند:

□ منافع استاندارد میخکوب ارزی شامل:

- کاهش هزینه‌های مبادله

- کاهش نسبت فداکاری<sup>۱</sup> (رشد کاسته شده در نتیجه کاستن از تورم)

□ منافع ناشی از پیوستن به یک پیمان پولی (مانند اثرات برون‌ریز مثبت شبکه‌ای<sup>۲</sup> در نظام نرخ ارز اروپایی<sup>۳</sup> قبل از اتحادیه اروپایی)

□ جلوگیری از هزینه‌های اعتباری کاستن از ارزش پول ملی یا شناوری (مورد بحران آرژانتین، ۲۰۰۲)

□ جلوگیری از جابه‌جاشدگی مالی<sup>۴</sup> (ناتوانی بازارهای مالی در قیمتگذاری مناسب دارایی‌ها) (مورد بحران آسیایی)

\* **هزینه‌هایی** مانند:

□ هزینه‌های ناشی از ارزشگذاری بیش از حد پول ملی (کاهش خالص صادرات و رشد و ...)

□ هزینه‌های ناشی از نرخ بهره بالا شامل:

- تأثیر بر تشدید رکود (مورد انگلستان و ایتالیا، ۱۹۹۲)

- تشدید آسیب‌پذیری بخش مالی (مورد شیلی ۱۹۸۱، مکزیک ۱۹۹۴ و بحران آسیایی ۱۹۹۸)

- تشدید بدهی دولتی و خطر اعسار (ایتالیا ۱۹۹۲ و برزیل ۱۹۹۹)

■ از آنجاکه بانک مرکزی رفتار ارزی خود، را براساس شرایط اقتصادی و با هدف بهینه‌سازی مجموعه‌ای از اهداف تنظیم می‌کند، بنابراین آسیب‌پذیری (شانه خالی کردن از تعهد برابری ارزی اعلام شده) به شرایط مذکور بستگی خواهد داشت که ممکن است مجموعه بزرگی از متغیرها را در برگیرد.

■ این وابسته به شرایط بودن باعث می‌شود که این‌طور نباشد که تمام میخکوب‌های ارزی به حملات سفته‌بازانه آسیب‌پذیر باشند. (چرا که در برخی مواقع، بانک مرکزی واکنش نشان می‌دهد و در برخی مواقع دیگر نه)

■ از آنجایی که حمله به خودی خود می‌تواند موجب تغییر در شرایط اقتصادی شود، بنابراین، حمله می‌تواند خودمحقق‌کننده<sup>۵</sup> باشد.

■ در این نسل الگوها، برخلاف نسل اول:

\* ناسازگاری سیاستی وجود ندارد.

\* تخلیه تدریجی ذخایر نیز وجود ندارد.

\* تغییر نظام ارزی ضروری نیست.

\* برخی میخکوب‌های نرم آسیب‌پذیرند و برخی آسیب‌پذیر نیستند.

— **برای جلوگیری از بحران نسل دوم چه کنیم؟**

■ توصیه می‌شود در صورت وجود ذخایر کافی و سایر امکانات تعهد<sup>۶</sup> به برابری اعلام شده، اساساً از میخکوب سفت استفاده شود.

1. Sacrifice Ratio
2. Network Externalities
3. ERM
4. Financial Dislocations
5. Self-fulfilling
6. Commitment devices



- اگر از میخکوب نرم استفاده می‌شود، تا حد امکان از قرار گرفتن در وضعیتی که استفاده از سازوکار دفاعی نرخ بهره بسیار سخت و پرهزینه می‌شود، خودداری شود. برای این منظور موارد زیر ضروری است:
  - \* داشتن سیستم مالی سالم (در معرض ریسک نرخ بهره شدید قرار نداشته باشد)
  - \* وجود ضربه‌گیر مالی برای بودجه دولت (جهت جلوگیری از قرار گرفتن در معرض بدهی زیاد و ریسک نرخ بهره)
  - \* مدیریت بدهی بخش عمومی (جلوگیری از ایجاد حجم زیاد بدهی کوتاه‌مدت)
  - \* جلوگیری از ارزشگذاری بیش از حد نرخ ارز واقعی
- اگر امکان میخکوب سفت نیست و در میخکوب نرم هم استفاده از انعطاف نرخ بهره ممکن نیست، راهکار نهایی شناورسازی نرخ ارز است.

#### – نسل سوم:

- الگوهای نسل سوم پس از بحران آسیایی ۱۹۹۷ توسعه داده شد. یعنی برای بحران در وضعیتی که اقتصاد سالم و آسیب‌ناپذیر به نظر می‌رسد.<sup>۱</sup>
  - در سه گونه مختلف:
    - \* مدل‌های سرمایه‌گذاری کژمنشانه:<sup>۲</sup> اعوجاجات اقتصاد داخلی باعث جذب حجم بزرگی از سرمایه خارجی و انباشت مقدار زیادی بدهی می‌شود که در نتیجه تزلزل در تضامین دولتی یا عوامل دیگر – سفته‌بازی سوریسی – ممکن است آماده خروج باشند.
    - \* مدل‌های نقدینگی: در واقع نسخه‌های اقتصاد باز مدل‌های بانکی دیاموند-دایوگ – هجوم یکباره سپرده‌گذاران برای دریافت سپرده به‌جای مراجعه توزیع شده و تصادفی و فلج شدن بانک – هستند.<sup>۳</sup>
    - \* و مدل‌های ترازنامه‌ای توسعه داده شده‌اند: عمدتاً مبتنی بر عدم تطابق‌های ارزی و سررسیدی ترازنامه‌ای هستند.
  - اما بیشتر آنها در:
    - \* در نظر گرفتن تأثیرات ترازنامه‌ای،
    - \* تأثیر انتقال ناگهانی سرمایه بر نرخ ارز،
    - و وجود تعادل‌های چندگانه (در نتیجه بحران‌های غیرمنتظره و سرایت بحران از وضعیتی به وضعیت دیگر)<sup>۴</sup> مشترک هستند.
  - بحران می‌تواند به دو شکل هراس<sup>۵</sup> واقعی و انتظاری اتفاق بیفتد.
    - \* در حالت واقعی، هراس بانکی به دلیل سکنه ناگهانی در ورود سرمایه خارجی (یا خروج آن) و یا قطع روند ورود سرمایه اتباع داخلی از خارج به داخل رخ می‌دهد.
    - \* در حالت انتظاری، تعادل انتظارات عقلایی بر این قرار می‌گیرد که بانک مرکزی ذخایر کافی برای جلوگیری از کاهش ارزش پول داخلی به مقدار آستانه مشخص (آستانه‌ای که باعث ورشکستگی بانک‌ها و مؤسسات مالی آسیب‌پذیر می‌شود) ندارد و مثلاً به‌طور همزمان:

۱. کروگمن (۱۹۹۹) می‌گوید اگر چه الگوهای نسل اولی بحران‌هایی مثل بحران ۱۹۹۸ روسیه و بحران نظام نرخ ارز اروپایی (ERM) در ۱۹۹۲ را توضیح می‌دهند، اما هیچکدام قادر به توضیح بحران آسیایی، وضعیتی که در ظاهر بدون مشکل بود (وضع اقتصاد مناسب، عدم کسری مالی دولت، ذخایر مناسب بانک مرکزی و ...) نیستند.

2. Moral hazard-driven Investment

۳. مانند چانگ و ولاسکو، ۱۹۹۸.

۴. این وضعیت در مورد مدل‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری کژمنشانه که تعادل یگانه دارند و صرفاً در حالتی رخ می‌دهند که تضمین دولتی یا عمومی کافی پایان می‌یابد صادق نیست.

5. Panic

- عدم تطابق ارزی‌های شدیدی در ترازنامه مؤسسات مالی وجود دارد که آنها را نسبت به نرخ ارز آسیب‌پذیر کرده است.
- وضعیت تراز پرداخت‌ها به‌گونه‌ای نیست که تقویت‌کننده ارزش پول داخلی باشد.
- ارتباط میزان ذخایر بانک مرکزی و انتظارات عقلایی منجر به بحران:
  ۱. ذخایر بانک مرکزی بیشتر از ذخایر مورد نیاز برای جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی ← امکان دفاع از میخکوب نرم یا سفت، بحران خروجی انتظارات نیست.
  ۲. ذخایر بانک مرکزی کمتر از ذخایر مورد نیاز برای جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی، اما بیشتر از حد آستانه ورشکسته‌کننده مؤسسات مالی ← بانک مرکزی امکان دفاع از میخکوب نرم یا سفت را ندارد، اما بحران خروجی انتظارات عقلایی نخواهد بود.
  ۳. ذخایر بانک مرکزی کمتر از ذخایر مورد نیاز برای جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی و کمتر از حد آستانه ورشکسته‌کننده مؤسسات مالی ← عدم امکان دفاع از میخکوب نرم یا سفت + بحران، خروجی انتظارات عقلایی.

#### – برای جلوگیری از بحران نسل سومی چه کنیم؟

- حد آستانه ارزش پول ملی برای ورشکستگی مؤسسات مالی را بهتر کنیم (سالم‌سازی بخش مالی، سیاست‌های نظارتی و مقرراتی برای داشتن سرمایه کافی و جلوگیری از عدم تطابق‌های ارزی سنگین)
- دسترسی بانک مرکزی به حجم قابل توجه نقدینگی پشتیبان (ذخایر، قرض‌دهنده بین‌المللی، خطوط اعتباری از مؤسسات بین‌المللی و ...) تا به‌طور بالقوه (برای تعدیل انتظارات) و بالفعل بتواند در مقابل حملات، دفاع معتبر داشته باشد.
- کاهش آسیب‌پذیری نرخ ارز از نوسان در ترازپرداخت‌ها و وضعیت حساب جاری.
- کاهش حجم بدهی‌های کوتاه‌مدت (با استفاده از مقررات‌گذاری احتیاطی<sup>۱</sup>، محدودیت‌های حساب سرمایه، ترکیب سیاست‌های پولی و مالی، تغییر نرخ ارز اسمی و ...).



### کادر ۳. درخت تصمیم‌گیری در مورد نظام ارزی

برای انتخاب رژیم ارزی، راهنماها و توصیه‌های مختلفی تدوین و پیشنهاد شده است. بر مبنای این توصیه‌ها می‌توان درخت تصمیم زیر را ارائه کرد:

۱. آیا کشور از ظرفیت نهادی داخلی لازم برای ثبات قیمتی پایدار<sup>۱</sup> برخوردار است؟  
اگر نه، **دلاری**<sup>۲</sup> (درواقع به‌طور خودکار دلاری می‌شود)، اگر بلی:
۲. آیا تصمیم سیاسی یا دلیل اقتصادی خاصی برای پیوستن به یک اتحادیه ارزی یا ادغام همه‌جانبه اقتصادی در یک شریک تجاری بزرگ یا همسایه اقتصادی وجود دارد؟  
اگر بلی، **دلاری**، اگر نه:
۳. آیا کشور می‌تواند از نرخ ارز برابری رسمی اعلام شده بدون اتخاذ محدودیت‌های حساب سرمایه دفاع کند؟  
اگر بلی، برو به ۵، اگر نه:
۴. آیا محدودیت بر روی حساب سرمایه می‌تواند مؤثر باشد؟  
اگر نه، **شناور کن** و برو به ۶، اگر بلی:
۵. آیا دلیل کافی برای دفاع از یک برابری ضمنی (اعلام نشده) ارزی وجود دارد؟  
اگر بلی برو به ۷، اگر نه برو به ۶:
۶. **با حساب باز سرمایه، شناور کن** و به این سؤال جواب بده: آیا بانک مرکزی مستقل و چابک و کانال تأثیر سیاست پولی مؤثر و قابل اعتماد و قابل درک است؟  
اگر بلی، **هدفگذاری تورم** را در دستور کار قرار بده و یک هدف تورمی انتخاب کن، اگر نه، برای ایجاد یک سابقه اعتباری مناسب ضد تورمی مناسب از بانک مرکزی، بدون تعهد به یک سطح قیمتی خاص اعلام شده تلاش کن و درباره موارد زیر تصمیم بگیر:
  - میزان مطلوب ذخایر بانک مرکزی و چگونگی جمع‌آوری آن
  - میزان انعطاف قابل تحمل نرخ ارز
  - شرایطی که باید دخالت کنید
۷. «**نوار، سبد، خزش**»<sup>۳</sup> انتخاب کن و در مورد موارد زیر تصمیم بگیر:
  - عرض باند
  - آشکار یا ضمنی بودن تعهد به برابری
  - میزان سفتی میخکوب
  - دخالت یا عدم دخالت در داخل نوار

۱. عدد و رقم خاصی برای مشخص کردن «ثبات قیمتی پایدار» وجود ندارد (کالو و میشکین، ۲۰۰۲) اما معمولاً خروج تورم از دامنه‌های بالای ۴۰-۵۰ درصد به بالا برای چند سال پیاپی، مقدمه این وضعیت شمرده می‌شود.  
۲. منظور از دلاری کردن، نه فقط دلار که ممکن است هر ارز غیرداخلی دیگر باشد.

#### کادر ۴. چک‌لیست شکنندگی در مقابل شوک‌ها

• وضعیت مالی دولت در حالتی شکننده است که:

ثروت خالص آن کم باشد، عدم تطابق‌های ارزی و سرسیدی در تراز مالی دولت وجود داشته باشد، بودجه دولت به رابطه مبادله و وضعیت اقتصاد یا بخشی از آن حساسیت زیاد داشته باشد، اعتبار مالی دولت پایین باشد و ضربه‌گیر مطمئنی برای آن وجود نداشته باشد.

• سیستم بانکی هنگامی شکننده است که:

سرمایه کافی نداشته باشد، پورتفوی سیستم بانکی یا مشتریان آن عدم تطابق ارزی شدید داشته باشد، دارایی‌های غیرنقدی آن به وضعیت اقتصاد داخلی، نرخ سود یا نرخ ارز حساسیت زیاد داشته باشد، پشتیبان مطمئن نداشته باشد و حجم بدهی دولت به نظام بانکی یا میزان اوراق بدهی دولتی در اختیار نظام بانکی زیاد باشد.

• نظام ارزی نیز هنگامی شکننده است که:

میخکوب ارزی در حالی که سیالیت سرمایه بالا، ذخایر ارزی پایین، حجم بدهی خارجی با سررسید کوتاه‌مدت زیاد، کسری حساب جاری بالا، بخش قابل تجارت کوچک و بی‌کشش و حجم عدم تطابق‌های ارزی در ترازنامه‌های مالی بالا باشد، نرم تعیین شود.

#### ۳. جزء دوم (سفتی و انعطاف‌ناپذیری سیاستی)

همانطور که در بخش‌های ابتدایی گزارش ذکر شد، در کنار شکننده بودن بخش‌ها و سرایت‌های بین بخشی، جزء دوم آسیب‌زا در مقابل شوک‌های خارجی، انفعال یا عدم انعطاف یا سفتی سیاستی یا امکان‌ناپذیری پاسخ‌دهی سیاستی غیرچرخه‌ای (اسیر چرخه اتفاقات بودن) است. عدم انعطاف سیاستی در سه حوزه زیر بروز می‌کند:

- سیاست مالی
- سیاست پولی
- سیاست ارزی

#### سیاست مالی چطور سفت می‌شود؟

عمده‌ترین بروز سیاست مالی منفعل، چرخه‌ای<sup>۱</sup> بودن آن است. چرخه‌ای بودن سیاست مالی یعنی اینکه تا هر جا که می‌توانی تأمین مالی کنی، خرج کن. مثلاً در هنگام رکود اقتصادی، دولت کمتر خرج می‌کند و در نتیجه، تقاضای کل را کاهش داده و در دور بعدی تأثیرات، درآمدها (مالیات‌های دریافتی) کم شده

1. Procyclicality





و در نتیجه باز هم کمتر می‌تواند خرج کند و این چرخه ادامه پیدا می‌کند. اما حالت مطلوب یا غیرچرخه‌ای این است که سیاست و ساختار مالی به‌گونه‌ای طراحی شود که در تابستان شرایط رونق، برای زمستان رکود، آذوقه جمع کند تا نه در رونق، زیاده از حد خرج کند که اقتصاد را بیش از حد داغ کند<sup>۱</sup> که تورم ناشی از تقاضا درست شود و نه در رکود، به‌جای گرم کردن تنور اقتصاد، بر سردی آن بیافزاید.

ادبیات گسترده‌ای برای دلایل چرخه‌ای بودن سیاست مالی توسعه داده شده است، اما به‌طور خلاصه، دلیل سیاست چرخه‌ای مالی، آمیزه‌ای از نهادهای ضعیف، فساد، مشکلات مرتبط با منابع اشتراکی<sup>۲</sup> (رقابت یا تنازع یا خواست سیاستمداران برای صرف منابع در دسترس) در کنار زمینه‌های فنی مانند نبود قواعد مالی یا نوع بودجه‌ریزی است.

### سیاست پولی چطور سفت می‌شود؟

سیاست پولی هنگامی در مواجهه با انبساط پولی منفعل می‌شود که به‌دلیل تاریخچه‌های تورم‌های بالا (و دلایل ساختاری ایجادکننده آن) سیاستگذار با مشکل اعتبار پایین مواجه باشد. از سوی دیگر و هنگامی که شکنندگی‌های ذکر شده در بخش پولی و بانکی ترازنامه‌های مالی (بودجه دولت) بروز می‌کند (به فهرست عوامل شکنندگی در این دو حوزه در بخش قبل مراجع کنید)، ممکن است سیاست پولی در مواجهه با انقباض پولی اتفاق افتاده در سیستم و خروج از آن غیرمنعطف شود و توان واکنش نداشته باشد. یعنی مثلاً وضعیت خراب را ببیند، اما به‌دلیل هزینه‌های سنگین مالی آن و نبود منابع یا ذخایر کافی توان واکنش نداشته باشد.

همچنین، دفاع از نرخ ارز فعلی در حالی که اقتصاد با خروج سرمایه مواجه است، ممکن است عملاً به بدتر کردن وضعیت بیانجامد (سیاست پولی موافق چرخه‌ای). مورد اخیر در مراحل اولیه بحران ارزی کشورهای شرق آسیا ملاحظه شد.

### سیاست ارزی چطور سفت می‌شود؟

— عدم تمایل به انعطاف نرخ ارز (ترس از شناوری)<sup>۳</sup> باعث می‌شود که عملاً استفاده از سیاست ارزی به‌عنوان ابزار ثبات‌سازی منفعل شود.

— بیم از دست دادن مزیت رقابتی ممکن است به عدم رغبت به افزایش نرخ ارز (تقویت ارزش پول داخلی) منجر شود.

1. Overheating
2. Common-pool Problem
3. Fear of Floating

۴. برای يك مطالعه کلاسیک در این زمینه و دلایل متعدد آن به کالو و راینهارت (2000) مراجعه کنید.

— عدم تطابق ارزی و/یا ترس از گذر نرخ ارز به تورم<sup>۱</sup> ممکن است منجر به عدم تمایل به کاهش نرخ ارز (کاهش ارزش پول) شود. در هر دو حالت، سیاست ارزی منفعل می‌شود.

#### ۴. چارچوب اقدام برای کاهش آسیب‌پذیری

برای ایجاد انعطاف در مقابل شوک‌های خارجی لازم است در سه سطح اقدامات مناسب صورت گیرد:

۱. اصلاح نهادها و نظام‌ها شامل:

— نهادهای مالی<sup>۲</sup> (اصلاح ساختار بودجه دولت)

— توسعه مالی<sup>۳</sup> (اصلاح بانک و بورس)

— نظام نرخ ارز<sup>۴</sup>

— نظام سیاستگذاری پولی<sup>۵</sup>

۲. با فرض اصلاحات چهارگانه فوق معطوف به نهادها و نظام‌ها، مدیریت و تدبیر سیاستی مناسب در اوضاع عادی (اقدامات منعطف‌کننده سیستم قبل از شوک):

• مالی (بودجه‌ای)

— تلاش برای استحکام بودجه‌ای و ایجاد انعطاف مالی برای دولت

— تلاش برای مدیریت بدهی‌های دولت به‌گونه‌ای که پایداری<sup>۶</sup> و ثبات آن حفظ شود

— تلاش برای وضع قواعد مالی مؤثر و معتبر بر بودجه دولت

— تلاش برای تعیین ثبات سازهای خودکار<sup>۷</sup> در سازوکار مالی دولت (به‌گونه‌ای که از رشد شدید مصارف در هنگام رونق و ایجاد کسری شدید در هنگام رکود جلوگیری کند)

• مالی (پول و بانک و بورس)

— تلاش برای ترسیم چهره ضدتورمی معتبر از بانک مرکزی (سیاستگذاری بدون تأثیر سلطه مالی، بدون شکنندگی اعتباری یا تردید در مورد تعادل ترازنامه‌ای بانک مرکزی)

— تلاش برای ترسیم سیاست پولی قابل درک برای فعالان اقتصادی

— تلاش برای رسیدن به ترکیب مناسب تأمین مالی خارجی

1. Exchange rate Pass-through
2. Fiscal Institutions
3. Financial Sector Development
4. Exchange rate Regime
5. Monetary Policy Regime
۶. هرگاه بدهی‌های دولت از حد آستانه مشخص کمتر باشد، بدهی پایدار است ( $D < D^*$ ) و هرگاه بدهی‌های دولت از حد آستانه مشخص با در نظر گرفتن حد امنیت (Safety Margin) کمتر باشد ( $D < D^* - sm$ )، بدهی باثبات است.
7. Aromatic Stabilizer



— تلاش برای رسیدن به سیستم مالی تأمین مالی داخلی مستحکم و مؤثر  
— تقویت استانداردهای حاکمیتی شرکتی در مؤسسات مالی و استقرار استانداردهای مالی و حسابرسی مؤثر و شفاف

— تلاش برای مقرراتگذاری و تنظیم مقررات مالی حافظ رقابت و شفافیت  
— در پیش گرفتن سیاست‌های احتیاطی کلان (MMPS)<sup>۱</sup> که عمدتاً با هدف تقید مالی در دوران رونق و افزایش انعطاف‌پذیری نظام مالی صورت می‌گیرد و معمولاً با استفاده از روش‌های زیر دنبال می‌شود:

• تأثیر بر تأمین‌کنندگان مالی

- سقف‌گذاری بر رشد اعتبارات
- استانداردهای معطوف به میزان سرمایه
- استانداردهای معطوف به میزان ذخایر
- رعایت نسبت‌های اهرمی
- تأمین مالی پویا<sup>۲</sup> (مدیریت و هموارسازی منابع و مصارف بین وضعیت مساعد و نامساعد) و ...

• تأثیر بر متقاضیان منابع مالی

— سقف‌گذاری بر نسبت‌های وام به ارزش دارایی (LTV)<sup>۳</sup>، وام به درآمد (LTI)<sup>۴</sup>، بدهی به درآمد (DTI)<sup>۵ و ۶</sup> و ...

• کنترل یا مدیریت ورود و خروج و جریان سرمایه<sup>۷</sup>

نکته:

هماهنگی میان سیاست‌های پولی و سیاست‌های احتیاطی کلان ضروری است چرا که این دو دسته سیاست ممکن است با همدیگر تداخل پیدا کنند. به عبارت دیگر، همانطور که سیاست پولی بر میزان ریسک سیستم مالی (هدف سیاست‌های احتیاطی کلان) تأثیر می‌گذارد، سیاست‌های احتیاطی کلان هم ممکن است تقاضای کل (هدف سیاست پولی) را متأثر سازند. به این دلیل، معمولاً توصیه می‌شود هنگامی که سیاست احتیاطی کلان مؤثر نیست، سیاست پولی برای ثبات‌سازی مالی مورد توجه قرار گیرد و هنگامی که سیاست پولی قابل استفاده یا در دسترس نیست (مثلاً با وجود میخکوب ارزی یا قرار داشتن داخل یک اتحادیه پولی)، سیاست احتیاطی کلان در ارتباط با مدیریت تقاضای کلان مورد توجه قرار گیرد. به دلیل ضرورت هماهنگی میان این

1. Macro-prudential Polices

2. Dynamic provisions

3. Loan - to - Value

4. Loan - to - Income

5. Deb - to - Income

۶. مطالعات اخیر (همانند بوربو ۲۰۱۴) نشان می‌دهد که از میان سیاست‌های مختلف احتیاطی کلان، تکیه بر رعایت نسبت‌هایی مانند LTV و DTI مؤثرتر از سایر شیوه‌ها مانند تأمین مالی پویا است.

۷. برای تفصیل مراجعه کنید به:

دو دسته سیاست، معمولاً توصیه می‌شود که متولی این دو دسته سیاست یک نهاد باشد و از آنجا که بانک مرکزی مسئول سیاست پولی است، مسئول سیاست‌های احتیاطی کلان هم باشد. اگرچه، باید توجه داشت، برخی تأثیرات سیاست‌های احتیاطی کلان ممکن است استقلال این بانک را با خطر مواجه کند.

### ۳. پاسخگویی مناسب سیاستی در وضعیت شوک:

هنگامی که:

- نهادها و نظام‌های مالی (بودجه) و مالی (پول و بانک) و ارزی اصلاح شده باشند،
  - در حالت عادی به‌گونه‌ای تدبیر سیاستی صورت‌گیرد که ساختار را شکننده نکند و به سمت بحران حرکت ندهد،
  - و در عین حال، توانایی انعطاف در موقع بحران را داشته باشد،
- انتظار بر این است که در هنگام بحران، اولاً شوک کمتری به سیستم (به‌دلیل خوش‌بینی بودن و شکننده نبودن سیستم) وارد شود و در عین حال، همان میزان شوک وارد شده نیز از طریق سیاست‌های مالی، پولی و ارزی مناسب و منعطف شامل:
- انعطاف و پاسخگویی غیرچرخه‌ای دولت از طریق انقباض یا انبساط کافی،
  - توان استفاده از حائل یا ذخایر،
  - انعطاف پولی بانک مرکزی و انقباض یا انعطاف مناسب،
  - توان استفاده از ذخایر،
  - امکان عملیات احیا یا کمک‌رسانی به سیستم بانکی شوک‌زده،
  - توان تغییر در نرخ‌های بهره، و
  - انعطاف ارزی مناسب.
- جذب شود و به شکست سیستم نیانجامد.

### چک‌لیست شکنندگی در مقابل شوک خارجی برای ایران

در جدول زیر، نقشه حرارتی<sup>۱</sup> چک‌لیست شکنندگی‌های بخشی آماده شده است. بر مبنای این جدول مقدماتی می‌توان تصویری کلی از وضعیت اقتصاد و اولویت‌بندی کاهش آسیب‌پذیری در اقتصاد را مشاهده کرد. در این جدول، سلول‌های سبز، زرد و قرمز به ترتیب نشانگر وضعیت کم یا بی‌خطر، هشدار و خطرناک هستند.



جدول نقشه حرارتی شوک‌های بخشی در اقتصاد ایران  
(سبز: کم خطر یا بی خطر، زرد: هشدار، قرمز: خطرناک)

وضعیت	شاخص	بخش
زرد	ثروت خالص	بودجه
زرد	عدم تطابق‌های سرسیدی و ارزی در تراز مالی دولت	
قرمز	حساسیت بودجه به اقتصاد یا بخشی از آن و رابطه مبادله	
زرد	اعتبار مالی دولت	
قرمز	ضربه‌گیر مالی	
قرمز	وضعیت سرمایه	نظام پولی و بانکی
سبز	عدم تطابق ارزی	
قرمز	حساسیت دارایی‌ها به وضعیت اقتصاد، نرخ سود و نرخ ارز	
زرد	حامی مطمئن	
زرد	حجم بدهی دولت به نظام بانکی	
سبز	میزان اوراق بدهی دولتی در اختیار نظام بانکی	
زرد	سیالیت سرمایه	
زرد	ذخایر ارزی	نظام ارزی (در)
سبز	حجم بدهی خارجی با سررسید کوتاه‌مدت	میخکوب
زرد	کسری حساب جاری	(نرم)
سبز	عدم تطابق ارزی در ترازنامه‌های ارزی	

بر مبنای این جدول، ملاحظه می‌شود که عمده شکنندگی‌های خطرناک (قرمز) مربوط به بودجه دولت و سیستم بانکی است، اگرچه وضعیت نظام ارزی نیز چندان مساعد نیست. به این ترتیب که:

- در بخش بودجه، نبود ضربه‌گیر مالی مطمئن (ناشی از نبود قاعده مالی مناسب، نبود رابطه پویا میان درآمدهای نفتی و بودجه دولت، نبود دید میان‌مدت به بودجه‌ریزی) و حساسیت بودجه به رابطه مبادله (ناشی از وابستگی به نوسان قیمت نفت) و وضعیت اقتصاد (نوسان مقدار صادرات نفت و میعانات که بر وضعیت مالیاتی و ... نیز تأثیرگذار است) عمده نقاط آسیب‌پذیری است و برای اقدام نیز باید از همین نقاط شروع کرد. مهمترین شاخص مقداری نامناسب در این حوزه، کسری بودجه بدون نفت است که عملاً معادل نیمی از بودجه عمومی است.

- در بخش بانکی نیز شاخص‌های کفایت سرمایه و حساسیت دارایی‌های بانکی به وضعیت اقتصادی و سایر متغیرها عمده مشکل است که اصلاح آن نیازمند استقرار نظام‌های نظارتی و مقررات‌گذاری معتبر و منظم است. نامناسب بودن وضعیت شاخص‌های کفایت سرمایه و درگیر بودن دارایی‌های حداقل دو مؤسسه یا بانک در شبکه مالی و اعتباری کشور به‌عنوان نشانگر مقداری نامناسب

بودن وضعیت در این حوزه در نظر گرفته شده است.

• در بخش ارزی نیز اساساً به دلیل نوع نظام ارزی، میخکوب نرم بی‌قاعده، آسیب‌پذیری قابل ملاحظه وجود دارد. به نظر می‌رسد، مهمترین مشکل در این نظام، نه وضعیت متغیرهای مؤثر بر آن، که خود نظام ارزی است و باید برای کاهش آسیب‌پذیری در آن، ابتدا قواعد نظام مشخص شده و سپس به‌طور قاعده‌مند مدیریت شود.

بدیهی است، ارزیابی و چارچوب اقدام مشخص شده در جدول فوق مقدماتی است. در سری گزارش‌های آتی، به‌طور تفصیلی‌تر در مورد هر بخش و شاخص‌های مرتبط با آن با تکیه بر زیرشاخص‌های پیش‌نگر هشدار<sup>۱</sup> مالی و بانکی اظهار نظر شده و براساس آن چارچوب اقدام جامع کاهش آسیب‌پذیری در مقابل شوک خارجی ارائه خواهد شد.

### منابع و مأخذ

1. Abiad, Abdul, John Bluedorn, Jaime Guajardo, Petya Topalova (2015), "The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies," World Development, Vol. 72, pp 1-26.
2. Agosin, M.R., Huaita, F. (2012), "Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops," Journal of International Money and Finance, 31, PP. 1140-1155.
3. Becker, and Paulo Mauro (2006), "Output Drops and the Shocks that Matter," IMF Working paper WP/172/06 (July).
4. Borio, Claudio (2015, "Macro-prudential Frameworks: Too Great Expectations?," in Dirk Schoenmaker, ed., Macroprudentialism (London: CEPR Press), pp. 29-46.
5. Bubula, Andrea and Inci Otker-Robe (2003), "Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?" IMF Working paper WP/223/03 (November).
6. Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo and Luis-Fernando Mejia (2008), "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration," NBER Working Paper 14026 (May).
7. Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart (2002), "Fear of Floating," Quarterly Journal of Economics Vol. CXVII, Issue 2 (May 2002), pp 379-408.
8. Cavallo, E., Powell, A., Pedemonte, M., & Tavella, P. (2014). A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries be Most Concerned About? IDB, mimeo.
9. Chang, Roberto and Andres Velasco (1998), "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model," NBER Working Paper 6606.
10. Cowan, Kevin, Jose De Gregorio, Alejandro Micco, and Christopher Neilson (2008), Financial Diversification, Sudden Stops, and Sudden Starts," in K. Cowan, S. Edwards and R. Valdes, eds., Current Account and External

1. EWIs (Fiscal/Banking early warning indicators)



Financing (Central Bank of Chile).

11. Easterly, William, Michael Kremer and Lawrence H. Summers (1993), "Good Policy or Good Luck? Country Growth performance and Temporary Shocks," *Journal of Monetary Economics* 32, pp459-483.
12. Edwards, Sebastian, and Eduardo Levy-Yeyati (2003), "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers," National Bureau of Economic Research Working Paper 9867 (July).
13. Frankel, Jeffrey, Carlos Vegh, and Guillermo Vuletin(2013), "On Graduation from Fiscal Procyclicality," *Journal of Development Economics* 100, pp. 32-47
14. Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance of Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking* (August), pp 311-325.
15. Montiel, Peter J. (2011). *Macroeconomics in emerging markets*. Cambridge University Press.
16. Montiel, Peter J. (2013). *Ten crises*. Routledge.
17. Montiel, Peter J. (2013). The simple analytics of sudden stops. *Open Economies Review*, 24(2), 267-281.
18. Montiel, Peter J. (2014). Capital flows: issues and policies. *Open Economies Review*, 25(3), 595-633.
19. Portes, Richard (2015, "Macroprudential Policy and Monetary Policy," in Dirk Schoenmaker, ed., *Macroprudentialism* (London: CEPR Press), pp. 47-60.
20. Rothenberg, Alexander D., and Francis E. Warnock (2006), "Sudden Flight and True Sudden Stops." *Review of International Economics* 19 (3), pp 509-524.



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۵۳۸۱

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: سازوکار اصابت شوک خارجی و بروز بحران در اقتصاد

نام دفتر: مطالعات اقتصاد بخش عمومی (گروه بودجه)

تهیه و تدوین: توحید آتش‌بار

ناظر علمی: محمد قاسمی

متقاضی: کمیسیون برنامه، بودجه و محاسبات

ویراستار تخصصی: \_\_\_\_\_

ویراستار ادبی: \_\_\_\_\_



واژه‌های کلیدی: \_\_\_\_\_

تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۳/۲