

شاخص‌های شکنندگی اقتصادی:

مجموعه‌ای از شاخص‌های آسیب‌پذیری برای کشورهای (OECD)
و ارائه پیشنهادهایی برای اقتصاد ایران

بخش اول این گزارش ترجمه مقاله‌ای تحت عنوان:

«Economic Resilience:

A new set of vulnerability indicators for OECD Countries »

است که در سال ۲۰۱۵ در گروه اقتصاد سازمان همکاری و توسعه اقتصادی چاپ شده است. در انتهای گزارش پیشنهادهایی در مورد اقتصاد ایران اضافه شده است.

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۵۷۹۰
اسفندماه ۱۳۹۶

فهرست مطالب

۱	مقدمه
۲	۱. شکنندگی های اقتصادی
۲	۱-۱. چکیده
۳	۱-۲. شکنندگی های بخشی
۳	۱-۲-۱. شکنندگی بخش مالی
۹	۱-۲-۲. شکنندگی بخش غیرمالی
۱۲	۱-۲-۳. شکنندگی بازار دارایی
۱۳	۱-۲-۴. شکنندگی بخش عمومی
۱۵	۱-۲-۵. شکنندگی بخش خارجی
۱۷	۱-۳. سازوکار سرایت بحران
۱۷	۱-۳-۱. سرایت شکنندگی بخش مالی به دیگر بخش ها
۱۸	۱-۳-۲. سرایت شکنندگی بخش غیرمالی به دیگر بخش ها
۱۸	۱-۳-۳. سرایت شکنندگی بازار دارایی به دیگر بخش ها
۲۰	۱-۳-۴. سرایت شکنندگی بخش عمومی به دیگر بخش ها
۲۰	۱-۳-۵. سرایت شکنندگی بخش خارجی به دیگر بخش ها
۲۱	۱-۴. سرریزهای بین المللی، سرایت و ریسک جهانی
۲۳	۲. پیشنهادهایی برای اقتصاد ایران
۲۳	۲-۱. ضرورت بومی سازی شاخص های شکنندگی با توجه به اقتضائات اقتصاد ایران
۲۴	۲-۲. شاخص های تکمیلی شکنندگی مرتبط با شرایط تحریمی علیه ایران
۲۵	۲-۲-۱. شاخص های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش مالی
۲۷	۲-۲-۲. شاخص های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش عمومی
۲۷	۲-۲-۳. شاخص های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش خارجی
۲۸	۲-۳. نسبت اقتصاد مقاومتی با شکنندگی های اقتصاد ایران
۳۰	جمع بندی و نتیجه گیری
۳۱	منابع و مأخذ



شاخص‌های شکنندگی اقتصادی:
مجموعه‌ای از شاخص‌های آسیب‌پذیری برای کشورهای (OECD)
و ارائه پیشنهادهایی برای اقتصاد ایران

مقدمه

مقاوم‌سازی اقتصاد و توجه به ملاحظات تاب‌آوری، موضوعی است که در کشورهای مختلف به فراخور چالش‌ها و بحران‌های اقتصادی، مطمح نظر سیاست‌گذاران و اندیشمندان قرار گرفته است. کشورهای نظیر ایالات متحده آمریکا، کشورهای اتحادیه اروپا، کشورهای شرق آسیا و ... بالتبع بحران مالی سال ۲۰۰۸ و خسارت‌های آن، تاب‌آوری و رفع شکنندگی‌های اقتصاد را مورد توجه ویژه قرار داده‌اند. همچنین کشورهای نظیر ایران، روسیه، چین و ... در نتیجه وضع تحریم یا محدودیت‌های اقتصادی، به اهمیت مقاوم‌سازی اقتصاد پی برده‌اند. توجه به ملاحظات تاب‌آوری برای ایران از ضرورت ویژه‌ای برخوردار است؛ معضلات ساختاری (نظیر وابستگی بودجه دولت به درآمدهای حاصل از منابع طبیعی، تفوق سودآوری فعالیت‌های نامولد بر فعالیت‌های مولد و...)، شکنندگی‌های بخشی و شدت یافتن آنها در طول زمان (بحران بانکی، بحران بدهی‌های دولت و...) و درنهایت تحریم‌های اقتصادی محورهایی هستند که به‌خوبی می‌توانند ضرورت فوق را توضیح دهند.

طرح مفهوم اقتصاد مقاومتی و ابلاغ سیاست‌های کلی آن (به‌طور خاص بند «۲۲» سیاست‌ها)، این مرکز را بر آن داشت که ادبیات بین‌المللی پیرامون این مفهوم را مورد بررسی قرار دهد. در بخش اول از گزارش، مقاله «تاب‌آوری اقتصادی؛ مجموعه‌ای از شاخص‌های آسیب‌پذیری برای کشورهای سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)» ترجمه شده است. شاخص‌های طراحی شده در این گزارش، ذیل عناوین کلی اقتصاد داخلی و اقتصاد بین‌الملل تقسیم‌بندی شده‌اند. همچنین شاخص‌های شکنندگی در اقتصاد داخلی، ذیل عناوین زیر چینش یافته‌اند: ۱. شکنندگی بخش مالی، ۲. شکنندگی بخش غیرمالی، ۳. شکنندگی بازار دارایی، ۴. شکنندگی بخش عمومی، ۵. شکنندگی بخش خارجی.

غرض از ترجمه مقاله آن است که به‌نظر می‌آید چارچوب و شاخص‌های طراحی شده در آن، با جرح و تعدیل برای اقتصاد ایران قابل استفاده خواهد بود. ضمن اینکه به‌رغم مشکلات اقتصاد ایران، تاکنون مجموعه شاخص مدونی برای پایش میزان مقاومت اقتصاد ایران طراحی نشده است. در راستای استفاده هرچه بهتر از گزارش بحث شده چند نکته قابل ذکر است:

۱. شاخص‌های شکنندگی گزارش OECD باید با توجه به اقتضات اقتصاد ایران بومی‌سازی شوند به‌گونه‌ای که قابلیت توضیح‌دهندگی مناسبی از آسیب‌پذیری‌های اقتصاد ایران داشته باشند.
۲. در طراحی شاخص برای بررسی میزان شکنندگی اقتصاد ایران، فضای تحریمی نباید مغفول

بماند؛ به عبارت دیگر، باید زمینه‌هایی که باعث شد تحریم‌ها به مواضع مورد هدف اصابت کنند، شناسایی شوند و در طراحی شاخص مدنظر قرار گیرند. با توجه به تجربه موج تحریم علیه ایران در سال‌های اخیر، شاخص‌هایی در سه بخش پیشنهاد شده است: ۱. بخش مالی ۲. بخش عمومی ۳. بخش خارجی.

۳. اقتصاد مقاومتی دایره مفهومی گسترده‌تری از «رفع شکنندگی‌های اقتصاد» را شامل می‌شود، اما بستر و زمینه مناسبی برای طرح بحث از شکنندگی‌ها خواهد بود. به نظر می‌آید تا زمانی که برای شکنندگی‌های اقتصاد ایران چاره‌اندیشی نشود، صحبت از تحقق اقتصاد مقاومتی چندان واقع‌گرایانه به نظر نمی‌رسد؛ به عبارت دیگر رفع شکنندگی‌های اقتصادی مقدمه و شرط لازم تحقق اقتصاد مقاومتی است.

۱. شکنندگی‌های اقتصادی

۱-۱. چکیده

بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸ و دیگر بحران‌های اقتصادی باعث شد که اندیشمندان اقتصادی درصدد طراحی شاخص‌های پیش‌نگر بحران برآیند. ادبیات نظری این حوزه بر موضوع شکنندگی‌های اقتصادی کشورها تمرکز کرده است؛ شکنندگی‌هایی که باعث می‌شوند کشورها با احتمال بیشتری در معرض خطر بحران‌های مخرب اقتصادی نظیر بحران بانکی، ارزی و بدهی‌های دولت قرار گیرند.

در این گزارش، منبع و جنس شکنندگی‌های بالقوه‌ای توضیح داده شده است که باعث می‌شوند کشورها دچار بحران‌های مخرب و پرهزینه شوند؛ همچنین در این گزارش سازوکار انتقال بحران از یک بخش اقتصادی به بخش دیگر تشریح شده است.

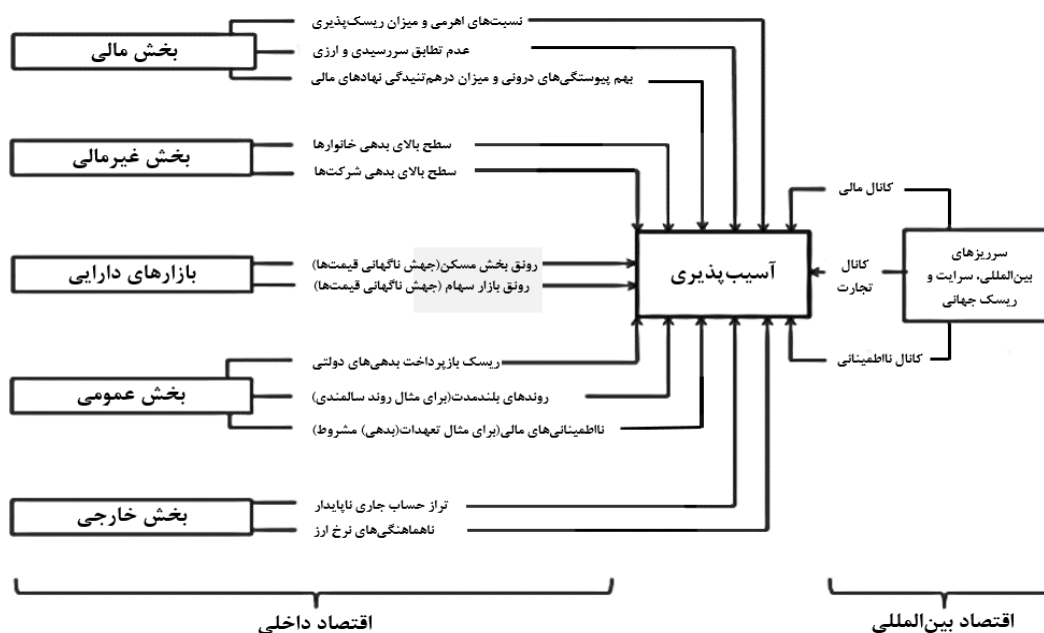
شاخص‌های تدوین شده در این گزارش در پنج بخش داخلی به شرح زیر تقسیم‌بندی شده‌اند:

۱. شکنندگی بخش مالی، ۲. شکنندگی بخش غیرمالی، ۳. شکنندگی بازار دارایی، ۴. شکنندگی بخش عمومی ۵. شکنندگی بخش خارجی؛ همچنین بخش دیگری با عنوان «سرریزهای بین‌المللی، سرایت و ریسک جهانی» تدوین شده است که در این بخش سازوکار انتقال بحران از کشوری به کشور دیگر از طریق کانال مالی، کانال تجارت و کانال نااطمینانی تشریح شده است.

عدم تعادل (شکنندگی) در یک بخش به‌هیچ‌وجه نباید به صورت مجزا و ایزوله نسبت به دیگر شکنندگی‌ها تحلیل شود. همان‌طور که در متن توضیح داده شده است در فاز رونق چرخه تجاری، تعداد زیادی از شکنندگی‌ها در تعامل بوده و یکدیگر را تقویت می‌کنند. در فاز رکود، دررفتن فنر هریک از شکنندگی‌های بخشی ممکن است باعث حرکت و از جا دررفتن دیگر شکنندگی‌ها شود؛ بالتبع، حرکت همزمان تعداد زیادی از شکنندگی‌های بخشی می‌تواند رکود را تشدید کرده و بحران را عمیق‌تر کند. برعکس چنانچه سیاستگذاران، با یک شکنندگی مقابله کنند، می‌توانند آسیب‌پذیری در دیگر بخش‌ها را کاهش دهند. در شکل زیر نمای کلی از شکنندگی بخش‌های مختلف ترسیم شده است.



شکل نمای شماتیک از مجاری آسیب پذیری



۲-۱. شکنندگی‌های بخشی

۲-۱-۱. شکنندگی بخش مالی^۱

از لحاظ نظری، ارتباط بین بازارهای مالی و نوسانات تولید مبهم و نامشخص است، اما به‌طور کلی بازار مالی عمیق و خوش‌کارکرد با کاهش قیود و محدودیت‌های وام‌دهی، آسیب‌پذیری واحدهای اقتصادی را در مقابل شوک‌های ناگهانی کاهش می‌دهد؛ به این صورت که کارگزاران اقتصادی از طریق منابع حاصل از وام، مصرف و سرمایه‌گذاری خود را در طول زمان اصطلاحاً «نرم»^۲ می‌کنند. این توصیف از عملکرد بخش مالی با این فرض بیان شده که شروع شوک و بحران از بخش‌های غیرمالی باشد. در ادامه شرایطی تبیین می‌شود که بخش مالی، مرکز زلزله باشد و نقش فاعلی را در بحران ایفا کند. بازارهای مالی توسعه‌یافته، قدرت انتقال و اثر سیاست‌های پولی را افزایش داده و در نتیجه باعث افزایش توان آنها برای مقابله با شوک‌ها می‌شوند. همچنین بازارهای مالی عمیق‌تر از طریق کاهش هزینه تعدیل سرمایه، بازتخصیص سرمایه را سرعت داده و ماندگاری شوک را کاهش می‌دهند.

تأثیر «مکانیسم شتاب‌دهنده مالی»^۳ بر نوسانات تولید: این عامل، رونق را رونق می‌بخشد و رکود را تعمیق می‌کند (عملکرد چرخه‌ای) و درحقیقت یکی از نقایص بازارهای مالی است. در بازارهای مالی به‌دلیل پدیده‌ای تحت عنوان «اطلاعات نامتقارن» عرضه‌کنندگان وجوه، نگرانی جدی نسبت به

1. Financial Sector Imbalances
2. Smoothing the Consumption and Investment
3. Financial Accelerator Mechanism

ترازنامه قرض‌گیرندگان و به‌طور خاص ثروت خالص آنها دارند (نگرانی در مورد توانایی قرض‌گیرندگان نسبت به بازپرداخت دیون خود). در زمان رونق اقتصادی ثروت خالص سرمایه‌گذاران و مصرف‌کنندگان افزایش می‌یابد که در نتیجه آن به دو دلیل، عرضه اعتبارات از سوی عرضه‌کنندگان و جوه افزایش می‌یابد:

۱. سودای کسب سود در شرایط رونق، قرض‌گیرندگان را به سمت قمارهای اقتصادی (فعالیت‌های پرریسک و پرریسک) تهییج می‌کند.

۲. ارزش وثیقه قرض‌گیرندگان افزایش یافته و می‌توانند منابع بیشتری به پشتوانه وثیقه قرض کنند. هر دو دلیل به‌صورت توأمان باعث می‌شوند که در دوره رونق دمیده شود و اصطلاحاً رونق داغ‌تر شود. در ادامه رونق، ارزش دارایی‌ها به‌طور مضاعف افزایش می‌یابد، ترازنامه قرض‌گیرندگان تقویت شده و بالتبع، محدودیت‌های وام‌گیری کمتر می‌شود. در دوره رکود، مکانیسم برعکس است. این روندهای دورانی، سازوکاری چرخه‌ای بر جای می‌گذارد.

بخش مالی به‌عنوان مرکز زلزله: تجربه بحران مالی ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که چنانچه بخش مالی کژکار کرد شود، توانایی خانوارها و بنگاه‌ها در «نرم کردن» آثار شوک به‌صورت چشمگیری کاهش می‌یابد و سیاست پولی غیرکارآ خواهد بود. «مکانیسم شتاب‌دهنده مالی» باعث می‌شود که شوک اعتبارات تقویت شود و به بخش‌های گسترده‌تری از اقتصاد سرایت کند؛ لذا می‌توان گفت که معمولاً هزینه‌های بحران منبعث شده از بخش مالی، بسیار بزرگ است. گاهی اتفاق می‌افتد که یک شوک در زیر بازار^۱ بخش مالی (برای مثال نکول بازپرداخت اقساط در یکی از بخش‌های فرعی بازار وام‌های رهنی) از طریق مارپیچ‌های تقویت‌کننده مندرج در بخش مالی^۲، تبدیل به بحران سیستماتیک می‌شود. این مارپیچ‌های تقویت‌کننده، با شکنندگی‌های متعدد بخش مالی مرتبط هستند؛ شکنندگی‌هایی که مهمترین آنها عبارتند از ۱. نسبت‌های اهرمی و میزان ریسک‌پذیری ۲. عدم تطابق سررسیدی و ارزی ۳. به‌هم‌پیوستگی‌های درونی و میزان درهم‌تنیدگی نهادهای مالی.

۱-۱-۲-۱. نسبت‌های اهرمی و میزان ریسک‌پذیری

نسبت‌های اهرمی گسترده^۳ (دارایی‌ها نسبت به آورده سهام‌داران) و ریسک‌پذیری، جزء ویژگی ذاتی بخش مالی است. برای توضیح اینکه چرا واسطه‌های مالی، در شرایط رونق اقتصادی نمی‌توانند حدکفایت سرمایه خالص^۴ را حفظ کرده و پوشش‌های مناسب ریسک را رعایت کنند، باید مجموعه‌ای از دلایل مدنظر قرار گیرد:

1. Sub-market

2. Amplifying Spirals Within The Financial Sector

۳. به این معنا که چه نسبتی از دارایی‌های شرکت از طریق آورده‌های سهام‌داران تأمین شده، به‌عبارت دیگر این نسبت نشان می‌دهد که برای تأمین دارایی‌های شرکت، چه مقدار منابع از غیرسهام‌داران (مثلاً قرض) تأمین شده است.

4. Sufficient Equity Capital



۱. کژمنشی مؤسسات و واسطه‌های مالی به دلیل تضمین‌های آشکار یا ضمنی دولت و همچنین پدیده «حجم بزرگ نهاد مالی و بالتبع، غیرقابل تصور بودن شکست آن^۱ (به این دلیل که شکست آنها خطر جدی برای کلیت اقتصاد خواهد بود)» و عمدتاً سیاستگذاران به انحای مختلف مانع سقوط آنها می‌شوند.

۲. مدل‌های معیوب تشخیص ریسک و همچنین شرکت‌های کژکارکرد رتبه‌بندی که در شرایط رونق، ریسک اقتصادی را پایین‌تر از حد ارزیابی می‌کنند.

۳. فشار بازار رقابتی که واسطه‌های مالی را مجبور می‌کند برای رقابت با یکدیگر، سود حاصل از سرمایه^۲ را در شرایط رونق افزایش دهند.

۴. مقررات^۳ ناکافی در بازارهای مالی مخصوصاً متعاقب آزادسازی‌های اقتصادی.

- نسبت‌های اهرمی گسترده در بخش مالی، آثار مخرب شوک‌های اقتصادی را تقویت می‌کند. دو مکانیسم در این رابطه مؤثرند:

۱. یک واسطه مالی زمانی که با شوک مخرب سرمایه خالص^۴ مواجه می‌شود، به احتمال زیاد، درصد کاهش دارایی‌ها^۵ برمی‌آید (توضیح اینکه وام، جزء دارایی واسطه‌های مالی محسوب می‌شود). ممکن است ادعا شود که واسطه‌های مالی، در جواب شوک به دارایی خالص، می‌توانند اجازه دهند نسبت اهرمی آنها افزایش یافته و درحقیقت میزان دارایی‌های خود را تغییر ندهند، اما به دو دلیل این اختیار برای آنها وجود ندارد؛ اولاً اینکه مقررات مالی و الزامات مدیریت ریسک داخلی چنین اجازه‌ای به آنها نخواهد داد. ثانیاً افزایش نسبت اهرمی، تردیدها را در مورد اعسار واسطه‌های مالی افزایش داده که این امر دسترسی به منابع را برای آنها کاهش می‌دهد. به‌علاوه تأمین و افزایش سرمایه خالص به‌منظور بازگشت به نسبت اهرمی سابق، در شرایط خراب بازار غیرممکن است. لذا درنهایت، واسطه‌های مالی چاره‌ای جز خارج کردن دارایی‌های خود ندارند.

۲. هرچه نسبت اهرمی اولیه بیشتر باشد، درصورت بروز شوک و کاهش ارزش سرمایه خالص و بالتبع، انحراف نسبت اهرمی از مقدار اولیه، لازم است به میزان بیشتری دارایی‌ها از ترازنامه خارج شوند تا نسبت اهرمی اولیه بازیابی شود.

نکته مهم آن است که در صورت وقوع شوک عمومی در بخش مالی، تجمیع این دو دلالت/عامل خطرناک خواهد بود. اگر نهادهای دارای نسبت‌های اهرمی بالا، مجبور شوند دارایی‌های خود را کاهش دهند، انقباض اعتبارات^۶ را به‌دنبال خواهد داشت. همچنین واسطه‌های مالی مجبور می‌شوند چوب حراج به دارایی‌های خود

1. Too Big to Fail
2. Return on Equity
3. Regulation
4. Equity
5. Assets
6. Credit Crunches

بزنند و در بازار نابسامان به ثمن بخرند. قیمت پایین دارایی‌ها، مارپیچ‌های تقویت‌کننده^۱ فوق‌الذکر را به کار خواهد انداخت به این صورت که مجدداً واسطه‌های مالی مجبور می‌شوند نسبت‌های اهرمی خود را کاهش دهند^۲ و این امر می‌تواند به شرکت‌های دیگری سرایت کند که همان دارایی یا دارایی مشابهی را دارند. محدودسازی شرایط اعطای اعتبارات و کاهش قیمت دارایی‌ها، باعث انقباض در مصرف، سرمایه‌گذاری و اشتغال خواهد شد که این امر مجدداً وضعیت ترازنامه واسطه‌های مالی را خراب و خراب‌تر می‌کند.

شواهد و تجارب تاریخی نشان می‌دهد که «نسبت‌های اهرمی» شاخص خوبی برای پیش‌بینی بحران بانکی هستند که این محاسبات می‌تواند به وسیله «نسبت‌های سرمایه» (که مشخصات ریسک دارایی‌ها در آن لحاظ شده است) تکمیل شود؛ اما باید گفت که این شاخص‌ها به تنهایی نمی‌توانند تصویر دقیقی از نسبت‌های اهرمی و ریسک‌پذیری در بخش مالی ارائه کنند، زیرا داده‌های مربوط به نسبت‌های اهرمی و نسبت‌های سرمایه فقط برای بانک‌های سپرده‌گذاری مرسوم قابل دستیابی است در حالی که برای مثال در مدت زمان منتهی به بحران مالی ۲۰۰۸، نسبت‌های اهرمی به‌طور فزاینده‌ای در سیستم بانکداری سایه‌ای (غیررسمی) افزایش یافت؛ بر این اساس شاخص‌هایی که حجم بانکداری سایه‌ای را اندازه‌گیری می‌کنند مکمل خوبی برای موضوع ما هستند. همچنین دوره‌های سودآوری بانکی معمولاً با ریسک‌پذیری بیشتر همراه هستند و شواهد نشان می‌دهد که سودآوری گسترده بانکی (که به وسیله بازدهی دارایی^۳ و بازدهی سرمایه خالص^۴ اندازه‌گیری می‌شود) احتمال وقوع بحران بانکی را افزایش می‌دهد. نکته دیگر آنکه مقررات وام‌دهی شاخص مناسبی در مورد میزان ریسک‌پذیری نهادهای مالی است.

نهادهای مالی بزرگی که «به دلیل بزرگ بودن، شکست آنها متصور نیست»^۵ با احتمال بیشتری مرتکب پدیده «کژمنشی» و ریسک‌پذیری‌های گسترده می‌شوند. مجموعه‌ای از شاخص‌های تدوین شده که به واسطه آنها می‌توان نهادهای مالی مهم^۶ را شناسایی کرد؛ نهادهایی که عملکرد متهورانه آنها، بحران سیستماتیک بانکی ایجاد می‌کند. در این موضوع شاخص‌هایی نظیر اندازه، میزان به هم پیوستگی، قابلیت جایگزینی، فعالیت برون‌مرزی و پیچیدگی اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص‌ها در مقیاس جهانی به صورت ادواری پایش می‌شوند و نتایج آن منتشر می‌شود.

۲-۱-۲-۱. عدم تطابق سررسیدی و ارزی

عدم تطابق سررسیدی در ترازنامه واسطه‌های مالی، به ریسک نقدینگی منجر شده و شکنندگی بیشتری ایجاد می‌کند. اگرچه تبدیل سررسیدها^۷ (به معنای سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های بلندمدت مثل وام با

-
1. Amplifying Spiral
 2. Deleverage
 3. Return on Asset
 4. Return on Equity
 5. Too Big to Fail
 6. Systemically Important Financial Institutions
 7. Maturity Transformation



استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت مثل سپرده) مهم‌ترین و اصلی‌ترین کسب‌وکار نهادهای مالی است باید گفت که عدم تطابق سررسیدی فوق‌الذکر می‌تواند گسترده شده و وارد فاز وخامت شود. زمان بروز بحران و هجوم سپرده‌گذاران (سپرده‌های کوتاه‌مدت) واسطه‌های مالی با استفاده از وجوه نقد^۱ خود درصدد بازپرداخت بدهی خود برمی‌آیند. چنانچه وجوه نقد کفایت نکند، مجبور به فروش دارایی‌های غیرنقد می‌شوند. حال چنانچه واسطه‌های مالی به‌صورت همزمان در معرض شوک قرار گیرند و مجبور به فروش دارایی‌های غیرنقد خود شوند، در این شرایط قیمت دارایی‌های غیرنقد (برای مثال املاک و مستغلات) به‌شدت افت خواهد کرد. مشکلات مربوط به میزان نقدینگی واسطه‌های مالی می‌تواند به خطر اعسار منجر شود.

مطالعات تجربی، نسبت نقدینگی (نسبت دارایی‌های نقد به کل دارایی‌ها) را عامل پیش‌بینی‌کننده بحران بانکی معرفی می‌کند. همچنین رشد سریع نسبت وام به سپرده نیز می‌تواند نشانگر انحراف فزاینده نهادهای مالی از وضعیت پایدار باشد. وابستگی زیاد به سپرده‌های خارجی (سپرده‌هایی که از خارج از کشور جذب شده‌اند) نشان‌دهنده ریسک نقدینگی است، زیرا این سپرده‌ها نسبت به سپرده‌های داخلی، به میزان بیشتری در معرض خطر نااطمینانی سپرده‌گذار است چرا که نااطمینانی سرمایه‌گذار خارجی نسبت به سپرده‌گذار داخلی تحت تأثیر عوامل بیشتری است. همچنین در صورتی که وام‌دهی داخلی نهادهای مالی به‌صورت فزاینده از خارج از کشور و به ارز خارجی تأمین شود در این شرایط، ریسک نرخ ارز، ریسک نقدینگی را به‌شدت تشدید می‌کند؛ این عدم تطابق سررسیدی خارجی را می‌توان از طریق شاخص «موقعیت خالص باز ارز خارجی^۲ بخش مالی» محاسبه کرد.

۳-۱-۲-۱. به‌هم‌پیوستگی‌های درونی و میزان درهم‌تنیدگی نهادهای مالی^۳

سطح بالای به‌هم‌پیوستگی‌های درونی بانک‌ها و میزان درهم‌تنیدگی آنها، آسیب‌پذیری آنها را از کانال سرریز و سرایت مالی^۴ افزایش می‌دهد؛ به‌هم‌پیوستگی‌های درونی به حالتی اطلاق می‌شود که نهادهای مالی به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم به یکدیگر مرتبط و وابسته‌اند. یک نوع وابستگی عمومی عبارت است از تعهدات قراردادی بین دو مؤسسه یا نهاد (برای مثال مالکیت، اعطای وام به یکدیگر، ردوبدل مشتقات مالی)؛ برای مثال بانک‌هایی که در بازار بین‌بانکی فعالیت می‌کنند به میزان بیشتری در معرض خطر به‌هم‌پیوستگی‌های درونی قرار می‌گیرند زیرا وارد عملیات قرض‌دهی و قرض‌گیری با دیگر بانک‌ها می‌شوند.

ساختار به‌هم‌پیوستگی‌های درونی بخش مالی (یا به اختصار شبکه مالی) تعیین می‌کند که شوک اولیه چگونه و تا چه حد به دیگر اجزای شبکه مالی منتقل می‌شود. تئوری شبکه نشان می‌دهد که اغلب شبکه‌های مالی یک حد آستانه تحت عنوان «نقطه اوج»^۵ دارند: پایین‌تر از سطح مشخصی از به‌هم‌پیوستگی، نکول و

1. Cash
2. Net Open Foreign Currency Position
3. Interconnectedness and Common Exposures
4. Financial Contagion and Spillovers
5. Tipping-point

ورشکستگی یک جزء، به دیگر اجزا و کل ساختار صدمه‌ای نمی‌زند اما بالاتر از این حد آستانه، نکول و ورشکستگی می‌تواند سیستماتیک شود و به سقوط کل شبکه مالی منجر شود. از طرف دیگر مطالعات نشان می‌دهند که اندازه شوک نیز مهم است. چنانچه شوک کوچک باشد، شبکه‌های متراکم و درهم‌پیچیده می‌توانند در جواب شوک، پایداری مالی را افزایش دهند به این دلیل که هرچه الگوی تعهدات بین‌بانکی متنوع‌تر طراحی شده باشد، می‌توان تضمین کرد که هر ضرر بالقوه کاملاً میان اعضا تسهیم می‌شود؛ اما باید گفت که در صورت وقوع یک شوک مخرب و بزرگ، خود الگوهای وام‌دهی متنوع، موجب سرایت بحران مالی شده و یک سیستم شکننده‌تر را ایجاد خواهند کرد. پس نکته مهم آن است که درهم‌تنیدگی ضعیف یک شبکه مالی^۱، خود عامل و باعث ایجاد شکنندگی و آسیب‌پذیری است.

به‌هم‌پیوستگی‌های درونی در بخش مالی می‌تواند به کژمنشی و ریسک‌پذیری گسترده شرکت‌های تحت لوای «*too interconnected to fail*»^۲ منجر شود. حتی اگر نهادهای مالی از طریق تعهدات مالی به یکدیگر مرتبط و متصل نشده باشند، بحران می‌تواند از طریق ارتباطات عمومی از نهادی به نهاد دیگر منتقل شود؛ برای مثال زمانی که شرکت‌های مالی بر روی دارایی‌های مشابهی سرمایه‌گذاری کرده باشند (مثلاً اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی یا اوراق قرضه دولتی).

اندازه‌گیری میزان به‌هم‌پیوستگی‌های درونی و میزان درهم‌تنیدگی نهادهای مالی از طریق شاخص‌های ساده بسیار دشوار است؛ این امر نیازمند دسترسی به اطلاعات مربوط به تعاملات دوطرفه نهادهای مالی و داده‌هایی در سطح بانک‌هاست که معمولاً چنین داده‌هایی کمیاب، جزئی و بی‌کیفیت هستند؛ به‌جای آن از داده‌های تجمیع‌شده^۳ استفاده می‌کنیم که می‌توانند دلالت‌های مهمی داشته باشند. برای مثال «میزان کل دارایی‌ها و بدهی‌های درون بخش مالی»^۴ می‌تواند نماینده مناسبی برای تعیین میزان به‌هم‌پیوستگی‌های درونی شبکه مالی باشد. سهم وام به یک بخش خاص (برای مثال وام‌های رهنی) یا سهم یک نوع خاص دارایی (برای مثال اوراق قرضه دولتی) در کل دارایی‌ها می‌تواند بیانگر ارتباطات عمومی در بخش مالی باشد.

1. “weakly Connected” Financial Networks

۲. به این معنا که حجم ارتباطات درونی نهادهای مالی به حدی زیاد است که شکست یکی از آنها، دیگر نهادهای مالی را با مشکل جدی مواجه می‌کند لذا به دلیل به‌هم‌پیوستگی‌های گسترده، شکست نهادهای مالی متصور نیست هرچند که در واقعیت چنین امکانی وجود دارد.

3. Aggregate

4. Total Amount of intra-financial Sector Assets and Liabilities



جدول ۱. شاخص‌های شکنندگی بخش مالی

ردیف	شاخص	توضیحات
نسبت‌های اهرمی و میزان ریسک‌پذیری		
۱	کل بدهی‌های ناخالص بخش مالی	این شاخص عبارت است از کل بدهی‌ها منهای مشتقات، سهام و دیگر دارایی‌ها نسبت به GDP
۲	نسبت اهرمی ^۱	کل سرمایه نوع اول ^۲ به کل دارایی (غیرموزون)
۳	نسبت سرمایه	کل سرمایه نوع اول به کل دارایی‌های وزن‌دهی شده براساس ریسک
۴	بانکداری سایه‌ای	دارایی دیگر بخش‌های مالی نسبت به GDP یا نسبت به کل دارایی بخش مالی
۵	بازدهی دارایی‌ها ^۳	درآمد خالص قبل از کسر موارد غیرمنتظره ^۴ و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها
۶	بازدهی دارایی خالص ^۵	درآمد خالص قبل از کسر موارد غیرمنتظره و مالیات تقسیم بر کل سرمایه و ذخایر
نقدینگی و عدم تطابق سررسید		
۷	نسبت نقدینگی	نسبت دارایی نقد به کل دارایی‌ها یا به بدهی‌های کوتاه‌مدت
۸	نسبت وام به سپرده	نسبت مقادیر کل و ناخالص وام‌ها به سپرده مشتریان
۹	سپرده از خارج	کل بدهی‌ها، منابع ارزی و سپرده از افراد غیرتبعه کشور نسبت به کل تعهدات (بدهی‌ها)
۱۰	عدم تطابق ارزهای خارجی	خالص موقعیت باز در ارز خارجی ^۶ نسبت به سرمایه
به‌هم‌پیوستگی‌های درونی و میزان درهم‌تنیدگی نهادهای مالی		
۱۱	به‌هم‌پیوستگی‌های درونی	آمار غیرموجود
۱۲	وام‌های بخش مسکن	مجموع وام‌های اعطایی به بخش مستغلات مسکونی نسبت به کل وام‌ها
۱۳	وام به بخش مستغلات تجاری	مجموع وام‌های اعطایی به بخش مستغلات تجاری نسبت به کل وام‌ها
۱۴	اوراق قرضه دولتی داخلی	اوراق بهادار دولتی داخلی نسبت به کل دارایی‌ها

۲-۲-۱. شکنندگی بخش غیرمالی^۷

در این بخش، تمرکز بیشتر بر روی آسیب‌پذیری‌هایی است که در نتیجه عدم تعادل در ترازنامه‌ها پدید می‌آید که به تبع آن ناپایداری‌های مالی^۸ ایجاد می‌شود. نکته قابل توجه آن است که ادبیات پیرامون هشداردهنده‌های پیش‌نگری بحران^۹ تا حد زیادی روی این نوع آسیب‌پذیری تمرکز کرده است. تا به حال ادبیات اقتصادی گسترده‌ای در مورد هزینه‌های اقتصادی ناشی از افزایش سریع اعتبارات (وام) بخش خصوصی منتشر شده است. رشد سریع اعتبارات بخش خصوصی یکی از شاخص‌های کارآمد هشداردهنده پیش‌نگری بحران مالی شناخته می‌شود. هرچه انبساط و رونق اقتصادی وابستگی

1. Leverage Ratio
2. Regulatory (tier 1) Capital
3. Return on Assets
4. Extraordinary Item
5. Return on Equity
6. Net Open Position in Foreign Exchange
7. Non-financial
8. Financial Instability
9. Early Warning Signals of Crisis

و حساسیت بیشتری به اعتبارات مالی (اعطای وام) داشته باشد، رکود متعاقب آن عمیق‌تر و بازسازی اقتصادی کندتر خواهد بود. نکته دیگر آنکه شدت رکود وابستگی وثیقی به دو عامل مهم دارد:

۱. ساخت مشترک شکنندگی‌ها در بخش‌های مختلف

۲. اینکه آیا ترکیب حباب اعتبارات منجر به بحران عمیق و کامل بانکی می‌شود یا خیر!

حتی اگر ایجاد حباب (رونق غیرمنتظره) اعتبارات به بحران کامل بانکی منجر نشود، بازیابی پس از بحران کند خواهد بود. پژوهش‌های اخیر OECD نشان می‌دهد که در بازه زمانی منتهی به بحران ۲۰۰۸، در کشورهای مختلف، هرچه رشد اعتبارات سریع‌تر و گسترده‌تر بوده است، تولید بالقوه به میزان بیشتری پس از بحران کاهش یافته است.

در چند دهه پیش از بحران مالی ۲۰۰۸ سطح بدهی بخش خصوصی و به‌طور خاص بدهی خانوارها در بسیاری از کشورهای OECD به سرعت افزایش یافت. پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که افزایش در سطح بدهی خانوارها ارتباط وثیقی با افزایش سطح نابرابری داشته است. چنین پدیده‌ای به این صورت قابل تحلیل است که رفاه افراد صرفاً تابعی از مصرف مطلق آنها نیست، بلکه مصرف نسبی انسان را نیز باید در محاسبه رفاه در نظر گرفت. افزایش نابرابری درآمدی، خانوارهای کم‌درآمد را براساس «چشم و هم‌چشمی» تهییج به قرض‌گیری می‌کند. این توصیف کاملاً با یافته‌های تجربی در مورد حرکت هماهنگ بین «نسبت بدهی خانوار به GDP» و شاخص‌های «نابرابری درآمد» در دهه‌های منتهی به بحران مالی جهانی و رکود بزرگ منطبق است.

سطح بالای بدهی بخش خصوصی به آسیب‌پذیری این بخش نسبت به شوک‌ها منجر شده و می‌تواند باعث تعمیق و تطویل رکودهای اقتصادی شود. ذکر این نکته ضروری است که در صورت بروز شوک‌های موقت به درآمد و دستمزد، چنانچه بدهی بخش خصوصی، باعث «نرم کردن»^۱ مخارج مصرفی و سرمایه‌گذاری خانوارها و بنگاه‌ها شود، پایداری در سطح اقتصاد کلان پدید خواهد آمد اما در مقادیر بالای بدهی بخش خصوصی، این ویژگی از دست خواهد رفت؛ توضیح اینکه بدهی، یک تعهد غیروابسته به شرایط اقتصادی^۲ است بنابراین بازپرداخت اقساط بدهی، ربطی به شرایط اقتصادی (رونق یا رکود) ندارد. در سطوح بالای بدهی بخش خصوصی، یک شوک منفی به درآمد و دستمزد می‌تواند باعث انقباض وجوه نقد خانوار و بخش خصوصی شود و در نتیجه سطح مصرف و سرمایه‌گذاری نیز کاهش پیدا خواهد کرد (با توجه به اینکه اقساط بدهی بدون کم و کسر باید پرداخت شود). به‌طور مشابه در شرایطی که بدهی بخش خصوصی زیاد است، چنانچه شوک قیمت دارایی رخ دهد (برای مثال قیمت مسکن یا سهام کاهش یابد) آثار بزرگی بر روی ثروت خالص خواهد داشت. کاهش ثروت خالص نیز باعث کاهش مخارج خصوصی و همچنین کاهش دسترسی به وجود وام‌دانی می‌شود که این دو عامل به‌صورت توأمان، خانوارها و بنگاه‌ها را مجبور به کاهش نسبت‌های اهرمی

1. Smoothing

2. Nonstate Contingent Liability



می‌کند. حال چنانچه مقادیر بدهی خانوار قابل توجه باشد، روند کاهش نسبت‌های اهرمی باعث می‌شود فعالیت‌های اقتصادی برای دوره‌های بلندمدت مختل شود.

عدم تطابق سرسیدی در مورد ترازنامه و همچنین عدم تطابق ارزی باعث تقویت آسیب‌پذیری بخش غیرمالی (هم خانوارها و هم بنگاه‌ها) می‌شود. برای مثال سطح بالای بدهی‌های کوتاه‌مدت باعث می‌شود بنگاه‌ها در معرض ریسک نرخ بهره و ریسک جابجایی سرمایه‌گذاری^۱ (به این معنا که منابع از یک موضع سرمایه‌گذاری منقضی شده، برداشته و در یک موضع مشابه و جدید سرمایه‌گذاری شود به طوری که نیازی به پرداخت مالیات و مخارج مشابه نباشد) قرار گیرند. همچنین سطح بالای وام‌های رهنی خانوار به ارز خارجی، خانوارها را در معرض ریسک نرخ ارز قرار می‌دهد.

جدول ۲. شاخص‌های شکنندگی بخش غیرمالی

ردیف	شاخص	توضیحات
۱	کل اعتبار (بدهی) بخش خصوصی	میزان قرض‌گیری بخش خصوصی غیرمالی از کل بخش‌ها (از جمله بخش خارجی) تقسیم بر GDP
۲	اعتبار بانکی بخش خصوصی	میزان قرض‌گیری بخش خصوصی غیرمالی از بانک‌های داخلی تقسیم بر GDP
۳	بدهی خارجی	میزان قرض‌گیری خانوارها و بنگاه‌های غیرمالی از خارج کشور تقسیم بر GDP
خانوارها		
۴	اعتبار (بدهی) خانوارها	میزان قرض‌گیری خانوارها از کل بخش‌ها (از جمله بخش خارجی) تقسیم بر GDP
۵	تعهدات (بدهی‌ها) مالی ناخالص خانوارها	بدهی‌های خانوارها منهای مشتقات مالی و انواع سهام نسبت به درآمد در دسترس خانوار
۶	هزینه پرداخت اصل بدهی‌ها و بهره آن	مبالغ لازم برای پرداخت اصل بدهی خانوار و بهره آن نسبت به درآمد در دسترس خانوار
۷	بدهی‌های اخذ شده به ارز خارجی	کل بدهی‌های اخذ شده به ارز خارجی در پایان دوره نسبت به GDP
۸	بدهی‌های کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال)	وام‌های کوتاه‌مدت نسبت به کل بدهی‌های خانوار
شرکت‌های غیرمالی		
۹	اعتبار (بدهی) شرکت‌ها	میزان قرض‌گیری شرکت‌های غیرمالی از کل بخش‌ها (از جمله بخش خارجی) تقسیم بر GDP
۱۰	بدهی‌های مالی ناخالص شرکت‌های غیرمالی	بدهی‌های شرکت‌های غیرمالی منهای مشتقات مالی و انواع سهام نسبت به GDP
۱۱	بدهی‌های اخذ شده به ارز خارجی	کل بدهی‌های اخذ شده به ارز خارجی در پایان دوره نسبت به GDP
۱۲	بدهی‌های کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال)	وام‌های کوتاه‌مدت نسبت به کل بدهی‌های شرکت‌ها

۳-۲-۱. شکنندگی بازار دارایی^۱

سقوط و شکست در بازار دارایی (مسکن و سهام) به‌طور معمول با رکودهای اقتصادی همراه است. یافته‌ها حاکی از این است که سقوط بازار مسکن به‌طور خاص بسیار پرهزینه است؛ براساس یک بررسی تاریخی، در کشورهای توسعه‌یافته از هر پنج رکود بازار مسکن، دو تا به بحران سیستماتیک بانکی منجر می‌شود. لذا در صورت رونق انفجاری بخش مسکن و قبل از شروع تخلیه باد حباب و واقعی‌سازی بخش مسکن، آنچه مهم است مدت زمان و حجم حباب بخش مسکن است. این گزاره می‌تواند توضیح دهد که چرا رکودهای متعاقب رونق (حباب) بخش مسکن، نسبت به دیگر رکودها عمیق‌تر و طولانی‌مدت‌تر است. همچنین این گزاره می‌تواند دلالت‌های متعددی برای اقتصاد کلان و پایداری مالی داشته باشد.

عدم تعادل در بازار دارایی توسط دو مکانیسم بر روی اقتصاد واقعی مؤثر است: مکانیسم ثروت و مکانیسم شتاب‌دهنده مالی.^۲ افزایش در ارزش بازاری دارایی، باعث تشویق مخارج بیشتر می‌شود که در نتیجه آن و به تبع مکانیسم ثروت، تقاضای کل تحریک شده و افزایش می‌یابد. اثر ثروت بر روی مصرف به‌طور خاص متأثر از تغییرات قیمت واقعی مسکن و مستغلات است زیرا به‌طور نسبی، در مقام مقایسه بین مسکن و دارایی‌های مالی، سهم بالایی از ثروت خانوارها در بخش مسکن اندوخته می‌شود.

شناسایی عدم تعادل در بازار دارایی با درجه بالایی از اطمینان بسیار مشکل است. حتی تغییرات سریع و قابل توجه در قیمت دارایی نیز لزوماً به معنای ایجاد حباب نیست؛ چه‌بسا این افزایش سریع قیمت ناشی از یکسری عوامل بنیادینی باشد که به افزایش تقاضا منجر شده‌اند؛ عواملی نظیر تغییر در جمعیت، درآمد در دسترس بیشتر، مقررات‌زدایی در بازار وام‌های رهنی، نرخ بهره یا نرخ مالیات کمتر برای قیمت خانه‌ها. شناسایی و تشخیص بلافاصله این عوامل بنیادین کار دشواری است اما در عوض آمارها و شاخص‌هایی وجود دارد که می‌توانند انبساط غیرعادی و ناپایدار قیمت دارایی را نشان دهند. برای مثال، رشد سریع قیمت مسکن و سهام و انحراف گسترده نسبت به روند، ابزار مناسبی برای پیش‌بینی بحران اقتصادی است.

انحراف گسترده «قیمت نسبت به درآمد» و «قیمت نسبت به اجاره‌بها» نسبت به روند تاریخی، عموماً در بعضی مواقع معکوس می‌شود. توضیح اینکه چنانچه قیمت مسکن با سرعت بیشتری نسبت به میانگین درآمد در دسترس افزایش یابد، افراد کمتری می‌توانند خانه بخرند و در نتیجه تقاضا و قیمت مسکن کاهش می‌یابد. به همین صورت زمانی که قیمت مسکن با سرعت بیشتری نسبت به اجاره‌بها رشد کند، یک جانشینی به سمت اجاره مسکن رخ می‌دهد که بالتبع قیمت مسکن کاهش می‌یابد. چنانچه ناهماهنگی قیمت مسکن کوچک باشد، تعدیل مورد بحث در فضای اقتصاد کلان تأثیر اندکی خواهد داشت، اما تجربه تاریخی نشان می‌دهد که ناهماهنگی قیمت مسکن معمولاً قابل توجه و بلندمدت است که این امر منجر می‌شود روند تعدیل، ناگهانی و

1. Asset Market

2. Financial Accelerator Mechanism



خشن باشد. به طور مشابه در بازار سهام، انحراف گسترده شاخص قیمت به عایدی خالص^۱ نسبت به روند بلندمدت می تواند نشانگر ناهماهنگی^۲ باشد. در نهایت ایجاد حباب سرمایه گذاری در بخش ساختمان به ندرت به فرود نرم و بی خطر منتهی می شود. این مورد را می توان از طریق انحراف سرمایه گذاری در بخش مسکن به عنوان درصدی از GDP و سهم اشتغال در ساخت و ساز نسبت به روند بلندمدت مورد بررسی قرار داد.

جدول ۳. شاخص های شکنندگی بازار دارایی

ردیف	شاخص	توضیحات
بازار مسکن		
۱	قیمت واقعی مسکن	تعدیل شده براساس شاخص قیمت مصرف کننده
۲	نسبت قیمت مسکن به درآمد در دسترس	قیمت اسمی مسکن نسبت به درآمد سرانه اسمی خالص در دسترس خانوار
۳	نسبت قیمت به اجاره بها	قیمت اسمی مسکن نسبت به اجاره بها
۴	سرمایه گذاری در بخش مسکن نسبت به GDP	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در بخش مسکن نسبت به GDP
۵	اشتغال در بخش مسکن	به عنوان نسبت از کل اشتغال
بازار سهام		
۶	قیمت واقعی سهام	شاخص قیمت سهام تعدیل شده با CPI
۷	نسبت قیمت به عایدی خالص (تعدیل شده چرخه ای)	نبود اطلاعات

۴-۲-۱. شکنندگی بخش عمومی^۳

بر اساس مباحث مبنایی، ریسک بازپرداخت بدهی های دولتی توسط پارامترهای متعددی تحت تأثیر قرار می گیرد؛ پارامترهایی از قبیل سطح بدهی، سطح فعلی و آتی تراز بودجه و در نهایت تفاوت بین نرخ های بهره روی بدهی های دولتی و رشد اقتصادی. تغییر در سطح یا مسیر آتی حرکت این متغیرها باعث تغییر در ریسک توانایی بازپرداخت بدهی های دولتی خواهد شد.

بدهی خالص دولت (به معنای بدهی ناخالص منهای دارایی های دولت) معمولاً به عنوان شاخص ارزیابی پایداری دولت در نظر گرفته می شود زیرا دولت در زمان بحران می تواند دارایی های خود را بفروشد و از محل آن بدهی های خود را پرداخت کند؛ اما باید گفت که نقدشوندگی دارایی ها متفاوت است همچنین دارایی های خاص برای اهداف خاص اختصاص یافته اند، لذا فروش آنها در زمان بحران غیرممکن است. کسب اطلاعات در مورد ساختار نقدشوندگی دارایی های دولت نیز غیرممکن است؛ به علاوه ارزش گذاری دارایی های دولت نیز بسیار مشکل است، لذا معمولاً بدهی **ناخالص** به عنوان شاخص ارزیابی پایداری دولت و ریسک بازپرداخت بدهی های آن مورد استفاده قرار می گیرد.

1. Price-to-earning Ratios
2. Misalignment
3. Public Sector Imbalances

بر اساس مطالعات تجربی، سطح بالای بدهی ناخالص دولت نسبت به GDP، یک شاخص پیش‌نگر قوی برای پیش‌بینی بحران بانکی، بدهی‌های دولتی و بحران در پول ملی است. همچنین در بعضی مطالعات تفاوت بین نرخ بهره دولتی و رشد GDP به‌عنوان شاخصی خوب برای پیش‌بینی فشار در بخش مالیه عمومی معرفی شده است.

آسیب‌پذیری دولت در بازپرداخت بدهی‌هایش، از کانال روندهای آتی جمعیتی و اقتصادی نیز ایجاد می‌شود؛ توضیح اینکه، توانایی دولت در پرداخت بدهی‌ها صرفاً وابسته به جایگاه فعلی مالیه عمومی نیست، بلکه تراز آتی و انتظاری تعهدات دولت نیز باید مدنظر قرار گیرد؛ لذا پیش‌بینی درباره چالش‌های آتی در حوزه مالیه عمومی می‌تواند ریسک پرداخت بدهی‌های دولتی را در زمان حال، تحت تأثیر قرار دهد. چشم‌اندازهای آتی در مورد پیری جمعیت و همچنین حقوق‌های بازنشستگی مواردی هستند که باید در روندهای آتی بدهی دولتی مدنظر قرار گیرند و با توجه به آنها، بدهی دولت در سطح بهینه کنترل شود.

نکته دیگر آنکه **ترکیب بدهی دولت**، نقش اساسی در مقوله آسیب‌پذیری ایفا می‌کند؛ با فرض ثابت بودن سایر شرایط، در صورتی که ریسک توانایی بازپرداخت بدهی‌ها زیاد باشد، هرچه نیاز به دسترسی به بازار در کوتاه‌مدت بیشتر باشد ریسک عکس‌العمل معکوس بازار بیشتر است. همچنین هرچه سهم بدهی‌های کوتاه‌مدت بیشتر باشد دولت به میزان بیشتری در معرض ریسک نرخ بهره قرار می‌گیرد. ناخالص نیاز تأمین مالی دولت (تراز کلی دولت به‌علاوه مجموع بدهی‌های سررسید شده دولتی)، سهم بدهی‌های کوتاه‌مدت در کل بدهی‌ها و میانگین موزون سررسیدهای بدهی‌های دولتی، نماینده‌های خوبی برای نشان دادن ریسک دولت هستند. به‌علاوه دولتهایی که میزان بدهی زیادی به ارز خارجی دارند، در معرض ریسک نرخ ارز هستند. همچنین دولتهایی که مقدار زیادی از بدهی آنها به افراد غیرتبعه کشور است، به‌طور ویژه در معرض خطر تغییر نگاه و اطمینان سرمایه‌گذار خارجی هستند.

یکی دیگر از مجاری آسیب‌پذیری در حوزه مالیه عمومی، چشم‌انداز تعهدات مشروط و محتمل‌الوقوع^۱ دولت است. این تعهدات مشروط گاهی آشکار و گاهی ضمنی هستند. تعهدات آشکار مواردی هستند که زیربنای قراردادی دارند؛ مواردی از قبیل ضمانت‌های دولت در مورد سپرده‌گذاران، صادرکنندگان، کشاورزان و یا سرمایه‌گذاران در بخش زیرساخت و ...؛ اما بعضی از تعهدات مشروط دولت‌ها فاقد زیربنای قراردادی هستند، بلکه براساس انتظارات منبعت از اقدامات گذشته و یا فشار گروه‌های ذینفع رسمیت می‌یابند. مواردی از قبیل تعهد آتی دولت در قبال حقوق‌های بازنشستگی که باید از طرف نهادهای عمومی غیردولتی و یا بخش خصوصی پرداخت شود، حمایت مالی از صنایع مشکل‌دار، تأمین هزینه‌های مربوط به حوادث طبیعی و ... یکی از اقسام تعهدات ضمنی دولت‌ها مربوط است به تعهد آنها به حفظ و نگهداری نظام مالی؛ اتفاقی که در بحران مالی ۲۰۰۸ به حمایت مالی دولت از چندین بانک و مؤسسه مالی ورشکسته منجر شد.



جدول ۴. شاخص‌های شکنندگی بخش عمومی

ردیف	شاخص	توضیحات
توانایی دولت در پرداخت بدهی‌ها		
۱	تراز بودجه اولیه ^۱	کسری بودجه دولتی (با تعدیل نسبت به چرخه‌های اقتصادی) نسبت به GDP بالقوه
۲	تراز بودجه عمومی دولت	تراز بودجه عمومی دولت نسبت به GDP
۳	بدهی‌های عمومی دولت	بدهی ناخالص دولت نسبت به GDP
۴	r-g	تفاوت بین نرخ بازدهی اوراق قرضه ده‌ساله دولتی و رشد بالقوه GDP
توانایی دولت در پرداخت بدهی‌ها در بلندمدت		
۵	مخارج عمومی آتی بر روی حقوق بازنشستگی	تخمین مخارج عمومی آتی بر روی حقوق بازنشستگی نسبت به GDP
۶	مخارج عمومی آتی بر روی خدمات بهداشتی و درمانی بلندمدت	تخمین مخارج عمومی آتی بر روی خدمات بهداشتی و درمانی بلندمدت نسبت به GDP
۷	پیش‌بینی نسبت اقشار سالمند نیازمند حمایت	پیش‌بینی در مورد تعداد افراد در سن کار (۲۰-۶۴) نسبت به تعداد افراد در سن بازنشستگی (۶۵+)
ترکیب بدهی دولت		
۸	میزان ناخالص نیازهای مالی دولت در حوزه تأمین مالی	{کسری بودجه عمومی+ بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت+ بدهی‌های بلندمدتی که سررسید آنها در یک‌سال آتی یا کمتر فرامی‌رسد} تقسیم بر GDP
۹	بدهی‌های کوتاه‌مدت	میزان ناخالص بدهی‌های کوتاه‌مدت دولت نسبت به کل بدهی‌های ناخالص دولت
۱۰	بدهی‌های مبتنی بر ارزش خارجی	بدهی‌های مبتنی بر ارزش خارجی نسبت به کل بدهی‌های دولت
۱۲	بدهی‌های خارجی دولت	بدهی‌های ناخالص خارجی دولت نسبت به بدهی‌های ناخالص دولت
۱۳	بدهی‌های کوتاه‌مدت خارجی دولت	بدهی‌های کوتاه‌مدت خارجی دولت نسبت به بدهی‌های ناخالص دولت
ریسک در مالیه عمومی و نااطمینانی‌ها		
۱۴	تعهدات مشروط دولت	ضمانت‌ها و تعهدات ضمنی و آشکار که در ترازنامه دولت درج نمی‌شود تقسیم بر GDP

۵-۲-۱. شکنندگی بخش خارجی

براساس مطالعات انجام شده پس از بحران مالی ۲۰۰۸، «کسری تراز تجاری» یکی از شاخص‌های قابل اتکا برای پیش‌بینی بحران مالی است.

عدم تعادل در بخش خارجی که عمدتاً به وسیله «نسبت حساب جاری به GDP» بیان می‌شود، به صورت خلاصه، وضعیت کشور را در حوزه قرض‌گیری و قرض‌دهی به عنوان یک اقتصاد در مقابل سایر کشورهای جهان نشان می‌دهد. شایان ذکر است که عدم تعادل در بخش خارجی هم می‌تواند معلول دلایل خوب باشد و هم معلول دلایل بد. به عبارت دیگر، مازاد تراز تجاری به خودی خود یک مزیت نیست و چه بسا ناشی از سیاست‌های نادرست باشد؛ از طرف دیگر، کسری تراز تجاری نیز به صورت ذاتی عدم مزیت محسوب نمی‌شود بلکه باید ریشه‌ها و دلایل آن را مورد موشکافی قرار داد و سپس در مورد آن «کسری» اظهار نظر کرد.

به‌طور کلی چنانچه کسری خارجی^۱ به مقادیر قابل توجه برسد فارغ از دلایل آن، پایداری رشد اقتصادی به خطر می‌افتد؛ در مقابل زمانی که تراز جاری دارای مزاد باشد پایداری رشد اقتصادی تا حد زیادی تضمین می‌شود. پایداری کسری تراز حساب جاری تابع دو عامل است:

۱. توانایی کشور در جذب سرمایه خارجی،

۲. چشم‌انداز راجع به توانایی کشور در بازپرداخت بدهی‌هایش.

لذا به‌طور کلی مادامی که قرض‌دهندگان مشتاق خارجی وجود داشته باشد کسری تراز حساب جاری پایدار خواهد بود و خطر اقتصادی در پی نخواهد داشت؛ اما چنانچه خالص تعهدات خارجی کشور به میزان چشمگیری افزایش یابد کسری تراز حساب جاری، شکننده و غیر پایدار خواهد شد. چنانچه تراز حساب جاری منفی باشد کشور نسبت به تغییر تمایلات و نگاه سرمایه‌گذار خارجی به شدت حساس است؛ چنانچه نگاه سرمایه‌گذار خارجی در مورد چشم‌انداز توانایی کشور در بازپرداخت بدهی‌ها تغییر کند یک شکاف تأمین مالی خارجی ایجاد می‌شود که برای پر کردن این شکاف لازم است تقاضای داخلی کاهش یابد و/یا صادرات افزایش یابد. عواقب این رخداد در دو حال قابل بحث است: ۱. وجود سیستم نرخ ارز شناور: در این حالت چنانچه بدهکاران داخلی، مقادیر قابل توجهی بدهی براساس ارز خارجی داشته باشند کاهش ارزش پول ملی نسبت به ارز خارجی^۲ باعث خواهد شد که پایداری مالی به خطر بیفتد. ۲. وجود سیستم نرخ ارز ثابت: در این شرایط تعدیل در راستای دستیابی به تراز حساب جاری پایدار، مستلزم کاهش ارزش در متغیرهای داخلی است به این معنا که باید رشد قیمت و دستمزد داخلی نسبت به تعدیل این متغیرها در کشورهای طرف معامله کمتر باشد. این تعدیلات باعث خواهد شد که دوره‌های بلندمدت بیکاری حادث شود.

ذخیره رسمی نرخ ارز خارجی، حائل و مانعی است که می‌تواند از بروز و شروع روند معکوس شدن جریان سرمایه (خروج سرمایه) جلوگیری کند زیرا می‌توان این منابع را در صورت بروز بحران ناگهانی مورد استفاده قرار داد. همچنین ذخایر بین‌المللی این امکان را برای بانک‌های مرکزی فراهم می‌کند که در مدت بروز بحران، جلوی کاهش ارزش پول ملی را بگیرند. پژوهش‌های متعددی حاکی از این هستند که ذخایر رسمی ارزهای خارجی، احتمال وقوع بحران را کاهش می‌دهند. برای تعیین میزان بسندگی ذخایر نرخ ارز خارجی، معمولاً میزان ذخایر ارزی نسبت به تولید ناخالص داخلی، بدهی‌های کوتاه‌مدت، تعداد ماه‌های واردات (به این معنا که ذخایر ارزی موجود برای چند ماه واردات کالا و خدمات کفایت می‌کند) و درنهایت نسبت به M2 مورد اندازه‌گیری قرار می‌گیرد.

ناهماهنگی دائمی در نرخ ارز واقعی (تفاوت نرخ ارز واقعی و رسمی) یکی از شاخص‌های قوی برای پیش‌بینی بحران مالی است. همان عوامل بنیادین و سیاست‌هایی که تراز حساب جاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند، نرخ ارز مؤثر واقعی را دستخوش تغییر می‌کنند. افزایش مداوم ارزش نرخ ارز^۳ لزوماً بیانگر اختلال

-
1. External Deficits
 2. Exchange Rate Devaluation
 3. Persistent Real Exchange Rate Appreciations



نیست؛ برای مثال کشورهای در حال رشد،^۱ معمولاً همگرایی در قیمت را با کشورهای توسعه یافته تجربه می کنند؛ اما در صورت فقدان آثار همگرایی، باید گفت که افزایش مداوم ارزش نرخ ارز می تواند نشان دهنده از دست دادن رقابت پذیری در حوزه قیمت ها و هزینه ها باشد. برای محاسبه رقابت پذیری غیر قیمتی مثل کیفیت تولیدات، می توان به جای نرخ ارز مؤثر واقعی از شاخص توسعه سهم بازار صادراتی^۲ استفاده کرد.

جدول ۵. شاخص های شکنندگی بخش خارجی

ردیف	شاخص	توضیحات
۱	تراز حساب جاری	نسبت به GDP
۲	بدهی خارجی	نسبت به GDP یا نسبت به تعهدات خارجی
۳	بدهی بانکی خارجی	بدهی های بانکی خارجی نسبت به GDP
۴	بدهی کوتاه مدت بانکی خارجی	بدهی های بانکی خارجی با سررسید کمتر از یک سال نسبت به GDP یا نسبت به کل بدهی های قرضی
۵	بدهی های FDI	بدهی های سرمایه گذاری مستقیم نسبت به کل بدهی های خارجی
۶	عدم تطابق ارزی	شاخص حساسیت پورتفو یک کشور به حرکت یکپارچه قیمت ارز به طوری که قیمت ارز داخلی به صورت نسبی در مقابل همه ارزهای خارجی تغییر کند. این شاخص بین منفی یک (زمانی که در پورتفو کشور هیچ گونه ارز خارجی و دارایی خارجی وجود نداشته باشد) یا اینکه پورتفوی کشور تماماً متشکل از ارز خارجی و بدهی خارجی باشد) و یک (زمانی که در پورتفوی کشور فقط ارز خارجی و دارایی خارجی وجود داشته باشد یا اینکه پورتفو کشور تماماً متشکل از ارز داخلی و بدهی خارجی باشد) خواهد بود.
۷	ذخایر رسمی نرخ ارز خارجی	نسبت به GDP، نسبت به بدهی خارجی، نسبت به M2، نسبت به تعداد ماه های صادرات
۸	نرخ ارز مؤثر واقعی	براساس شاخص قیمت مصرف کننده
۹	عملکرد تجاری	صادرات کالاها و خدمات نسبت به حجم بازار صادراتی کالاها و خدمات

Source: Export Performance.

۳-۱. سازوکار سرایت بحران

در این قسمت از گزارش، سازوکار انتقال بحران از یک بخش اقتصادی به بخش دیگر بررسی می شود.

۳-۱-۱. سرایت شکنندگی بخش مالی به دیگر بخش ها

سرریز شکنندگی بخش مالی به دیگر بخش ها امری کاملاً محتمل است. رشد سریع و فزاینده اعتبارات، سطح بدهی بخش غیرمالی و بالتبع آسیب پذیری این بخش را افزایش می دهد. حال چنانچه بخش مالی کژکارکرد شود، انقباض اعتبارات از سوی نهادهای مالی، بخش غیرمالی را مجبور به کاهش نسبت های اهرمی می کند که این امر مصرف کل و سرمایه گذاری کل را کاهش می دهد. به علاوه آسیب پذیری بخش مالی بر روی بخش خارجی نیز مؤثر است. در بسیاری از مواقع، بخش مالی مورد نیاز برای توسعه

1. Catching-up Countries

2. Export Market Share Developments

خود را از خارج تهیه می‌کند. جریان ورودی سرمایه متعاقب نیاز بخش مالی می‌تواند باعث وخیم شدن اوضاع حساب جاری شود و در نتیجه ریسک حرکت معکوس سرمایه یا توقف ناگهانی حرکت آن افزایش می‌یابد. سرریز شکنندگی از بخش مالی به بخش عمومی نیز متصور است؛ نااطمینانی در مورد سلامت بخش بانکی و بالتبع طراحی بسته‌های مالی نجات بانکی^۱ توسط دولت، اطمینان مردم را در مورد توانایی دولت در بازپرداخت بدهی‌هایش خدشه‌دار می‌کند. در نتیجه در معامله اوراق قرضه دولتی، خریداران، صرف ریسک بیشتری را طلب می‌کنند که بازخورد این اتفاق به بخش بانکی اصابت می‌کند چرا که معمولاً بانک‌ها مقادیر گسترده‌ای از اوراق قرضه دولتی را در اختیار دارند.

۲-۳-۱. سرایت شکنندگی بخش غیرمالی به دیگر بخش‌ها

شکنندگی در ترازنامه شرکت‌های غیرمالی و خانوارها می‌تواند به بخش مالی سرایت کند. این موضوع به‌طور خاص زمانی رخ می‌دهد که رشد فزاینده اعتبارات معمولاً با تسهیل (به عبارت بهتر تضعیف) استانداردهای اعتباردهی به مشتریان ریسکی‌تر همراه می‌شود. بحران مالی یک شاهد مثال در این موضوع است؛ به عبارت دیگر بحران سیستماتیک مالی در سال ۲۰۰۸ از نکول قرض‌گیرندگان در یک زیربازار وام‌های رهنی شروع شد. این اتفاق بحران نقدینگی و بحران پرداخت بدهی‌ها را در بخش مالی آغاز کرد. در ادامه، بخش مالی، شکنندگی‌ها را از طریق انقباض اعتباری متعاقب، تقویت کرد که در نتیجه آن بخش غیرمالی مجبور شد نسبت‌های اهرمی خود را به‌صورت گسترده‌تری کاهش دهد.

سرایت شکنندگی بخش غیرمالی به بخش عمومی و خارجی نیز متصور است؛ چنانچه دولت در موضعی قرار بگیرد که شکست شرکت‌های غیرمالی را تحمل نکند و بخشی از آنها را از خطر ورشکستگی نجات دهد، طبیعتاً بخشی از شکنندگی آنها به دولت منتقل می‌شود. یک سازوکار غیرمستقیم نیز متصور است که به‌نظر می‌آید از نظر کمی مهمتر و قابل توجه‌تر است؛ در نتیجه شکنندگی بخش غیرمالی، بودجه دولت از دو مجرا ضربه می‌خورد: اول اینکه کاهش نسبت‌های اهرمی توسط بخش غیرمالی باعث می‌شود بودجه دولت کم شود یا اصطلاحاً در جهت چرخه تضعیف شود دوم اینکه اتخاذ سیاست مالی ضدچرخه‌ای مجدداً بودجه دولت را تضعیف می‌کند. در نهایت حباب و رونق اعتبارات باعث می‌شود منابع از بخش منقول به بخش غیرمنقول بازتخصیص یابد (برای مثال حرکت منابع از دیگر بخش‌ها به سرمایه‌گذاری در بخش ساختمان در بحبوحه حباب مسکن). این رویداد باعث می‌شود تراز حساب جاری و حساب تجاری تضعیف شود.

۳-۳-۱. سرایت شکنندگی بازار دارایی به دیگر بخش‌ها

افزایش در قیمت دارایی، دسترسی به اعتبارات را برای خانوارها و بنگاه‌ها از طریق مکانیسم شتاب‌دهنده مالی تسهیل می‌کند که در نتیجه آن مخارج خصوصی و فعالیت‌های اقتصادی افزایش می‌یابد. رونق فعالیت‌های اقتصادی، بنگاه‌ها و خانوارها را تهییج می‌کند نسبت‌های اهرمی خود را افزایش دهند؛ بسته به میزان افزایش



نسبت‌های اهرمی در دوران رونق، قیمت دارایی‌ها در دوران رکود متعاقب آن نزول می‌کند و به تبع انقباض اعتباردهی در دوران رکود، خانوارها و بنگاه‌ها به انحای مختلف از جمله نکول در بازپرداخت بدهی‌ها مجبور به کاهش نسبت‌های اهرمی می‌شوند. نابسامانی در ترازنامه خانوارها و شرکت‌های غیرمالی به سرعت به ترازنامه بخش مالی سرایت می‌کند که در نتیجه هم استانداردهای وام‌دهی سفت و سخت‌تر می‌شود و هم بخش خصوصی مجدداً مجبور به کاهش نسبت‌های اهرمی می‌شود. نکته دیگر آنکه نهادهای مالی از طریق سازوکار وام‌دهی به یکدیگر به شدت به هم پیوستگی دارند؛ حال اگر سازوکار وام را کنار بگذاریم باز هم **مالکیت بر دارایی‌های دیگر**، نهادهای مالی را به یکدیگر متصل و مرتبط می‌کند. برای مثال قبل از بحران مالی، بنگاه‌های مالی مقادیر قابل توجهی از اوراق با پشتوانه وام رهنی در دست داشتند که گاهی به عنوان وثیقه در عملیات‌های تأمین مالی از بازارهای عمده‌فروشی استفاده می‌کردند؛ به محضی که ارزش وثیقه‌ها کاهش پیدا کرد، بنگاه‌های مالی برای تأمین نیازهای مالی کوتاه‌مدت خود با مشکل جدی مواجه شدند و در نتیجه مجبور شدند دارایی‌های خود را به ثمن بخش بفروشند.

افزایش انفجاری قیمت مسکن، علاوه بر اینکه ترازنامه‌های بخش خصوصی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، چنانچه با افزایش سرمایه‌گذاری در بخش مسکن همراه شود، می‌تواند بر روی اقتصاد واقعی نیز تأثیر بگذارد. چنانچه بخش مسکن حساسیت بالایی به نیروی کار داشته باشد،^۱ ایجاد حباب در بخش مسکن می‌تواند آثار چشمگیری بر روی اشتغال بگذارد. در ادامه در صورت ترکیدن حباب این بخش، بازتوزیع گسترده نیروی کار از بخش مسکن به سایر بخش‌ها رخ خواهد داد که این امر هزینه‌های تعدیل قابل توجهی را به سیستم اقتصادی تحمیل خواهد کرد. میزان حساسیت عرضه مسکن به تغییرات قیمت، نقش اصلی را در شکل‌دهی نحوه حرکت بازار مسکن ایفا خواهد کرد؛ توضیح اینکه در دوره رونق، چنانچه عرضه مسکن بی‌کشش باشد، به تبع عرضه کم، قیمت مسکن بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شود. از طرف دیگر در صورتی که با عرضه مسکن پرکشش مواجه باشیم و انتظارات آینده براساس افزایش قیمت مسکن شکل گرفته باشد، فعالیت‌های ساخت‌وساز به شدت رونق خواهد گرفت.

گشایش و انبساط در بازار دارایی، به بخش عمومی نیز سرریز خواهد شد به این صورت که رونق و افزایش قیمت دارایی، درآمدهای هنگفتی را در اختیار دولت قرار می‌دهد. چنانچه درآمدهای حاصله، موقتی ارزیابی نشود، این احتمال وجود دارد که سیاست مالی دولت، در جهت چرخه اقتصادی^۲ حرکت کند و منابع حاصله صرف مخارج گسترده شده و یا جایگزین درآمدهای مالیاتی شود (اعطای معافیت‌های مالیاتی و کاهش مالیات). اتخاذ این رویه باعث خواهد شد که رونق اقتصادی اصطلاحاً داغ‌تر شود و چنانچه حباب در بخش مسکن بترکد و درآمدهای مازاد ناپدید شوند، فضا برای سیاست‌گذاری و اقدام در حوزه مالی عمومی به شدت تنگ خواهد شد.

1. Labour Intensive
2. Pro-cyclical

۴-۳-۱. سرایت شکنندگی بخش عمومی به دیگر بخش‌ها

سرریز شکنندگی از بخش عمومی به سایر بخش‌ها امری کاملاً محتمل است؛ «تأمین مالی نیازهای دولت» و «ترازنامه بخش مالی»، کاملاً از طریق سازوکارهای ضمنی و آشکار به یکدیگر متصل هستند؛ برای مثال از طریق تضامین دولتی و از طرف دیگر، مالکیت گسترده اوراق قرضه دولتی توسط بانک‌ها. بنابراین بروز شوک در بخش عمومی و ایجاد ریسک در توانایی دولت نسبت به بازپرداخت بدهی‌هایش، سریعاً به بخش مالی منتقل می‌شود. همچنین تغییرات در تراز بودجه‌ای، پس‌انداز کل را تغییر داده و بالتبع حساب جاری نیز تغییر می‌کند. در نهایت همان‌طور که پیش‌تر توضیح داده شد، قیمت دارایی‌ها یکی از پارامترهای مؤثر در درآمدهای مالیاتی دولت است. مازاد درآمد مالیاتی به تبع حساب قیمت دارایی‌ها عامل اصلی تورش در ارزیابی تراز بودجه است. چنانچه مازاد درآمد مالیاتی به صورت درست ملاحظه نشود، این تورش باعث می‌شود سیاست مالی موافق چرخه حرکت کند و در نتیجه حساب قیمت دارایی و حساب اقتصادی ماندگار شده و رکود متعاقب آن تعمیق می‌شود.

۵-۳-۱. سرایت شکنندگی بخش خارجی به دیگر بخش‌ها

ترکیب جنس سرمایه ورودی به کشور که شکاف در بخش خارجی را تقویت می‌کند، پایداری کسری تراز حساب جاری و آسیب‌پذیری مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. **وام‌های کوتاه‌مدت** و جریان ورود نقدینگی ناشی از **خرید سهام داخلی توسط خارجی‌ها**، معمولاً تحت خطر حرکت معکوس و ناگهانی نقدینگی است. این در حالی است که **وام‌های بلندمدت** و **سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی** به نسبت پایدارتر هستند. نکته دیگر آنکه قراردادهای قرض خارجی، مستلزم پرداخت‌های ثابت و مشخص بدون در نظر گرفتن شرایط اقتصادی کشور قرض‌گیرنده است در حالی که جریان سرمایه ورودی به شکل خرید سهام و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تعهدات مبتنی بر شرایط اقتصادی^۱ هستند و معمولاً منجر به انتقال فناوری و مهارت می‌شوند. جریان گسترده ورود نقدینگی که عمدتاً مبتنی بر قرض باشد، احتمال بحران بانکی و تراز پرداخت‌ها را به‌طور قابل توجهی افزایش می‌دهد، اما چنانچه جریان ورودی نقدینگی مبتنی بر سرمایه‌گذاری در بازار سهام و یا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باشد، اثر بحران‌زایی آن ناچیز خواهد بود. مطالعه دیگری در OECD، نقش و تأثیر «ساختار حساب مالی کشور»^۲ را در احتمال بروز یک بحران مالی سیستماتیک در بخش بانکی بررسی کرده است؛ این مطالعه نشان می‌دهد سهم قرض (به‌طور خاص قرض بانکی) در کل تعهدات خارجی، میزان قرض کوتاه‌مدت بانکی (در درجه اول از طریق سرایت ترازنامه بانک) و عدم تطابق سررسید بین دارایی‌ها و تعهدات، سه عاملی هستند که همبستگی مثبت با ریسک بحران سیستماتیک بانکی دارند.

1. State-contingent Liabilities
2. Financial Account Structure



۴-۱. سرریزهای بین‌المللی، سرایت و ریسک جهانی

یکی از دلالت‌های مهم بحران ۲۰۰۸ آن است که حتی اگر کشوری در بخش داخلی و خارجی خود غیرشکننده و اصطلاحاً تاب‌آور باشد، باز هم نسبت به شوک‌های برون‌زا مصون نخواهد بود. تغییرات در دیگر نقاط جهان، می‌تواند از طریق سه کانال به اقتصاد داخلی سرریز کند: ۱. کانال تجارت، ۲. کانال مالی ۳. کانال نااطمینانی.

منظور از **کانال تجارت**، تغییرات در جریان بین‌مرزی کالاها و خدمات است که در نتیجه شوک در دیگر نقاط جهان رخ می‌دهد. برای مثال یک شوک منفی در تقاضای خارجی، تقاضا برای صادرات کشور را کاهش می‌دهد و در نتیجه قیمت و میزان کالای صادراتی کاهش می‌یابد. یک شوک منفی در عرضه خارجی (برای مثال شوک قیمت نفت) منجر به افزایش قیمت واردات می‌شود و در نتیجه سود بنگاه و درآمد واقعی خانوار منقبض و محدود می‌شود. سرایت بحران از طریق کانال تجارت بستگی و وثیقه به میزان تنوع‌بخشی کشور در تولیدات و شرکای تجاری دارد. هرچه سبد تجاری متنوع‌تر باشد، کشور نسبت به شوک‌ها (برای مثال تغییر شرکای تجاری و/یا بخش‌های تجاری)^۱ تاب‌آورتر خواهد بود.

منظور از **کانال مالی**، جریان بین‌مرزی دارایی‌ها و بدهی‌هاست. نکته مهم آن است که در این بحث، کانال بانکی (که در آن عمدتاً سرایت و سرریز بحران از طریق ترازنامه صورت می‌گیرد) و کانال غیربانکی باید از یکدیگر تفکیک شوند. در ادامه کانال بانکی را می‌توان به دو زیربخش تحت عنوان کانال بدهی و کانال دارایی تقسیم کرد. سرایت بحران از طریق بخش دارایی ترازنامه بانکی زمانی رخ می‌دهد که برای مثال یک بانک داخلی (یا یک شعبه از بانک خارجی در داخل کشور) در خارج از کشور ضرر کند؛ نتیجه تبعی چنین رویدادی روی نسبت دارایی به سرمایه^۲ این است که بانک را مجبور می‌کند ترازنامه خود را از طریق کاهش وام‌دهی در اقتصاد ملی کوچک‌تر کند. از طرف دیگر سرایت بحران از طریق بخش بدهی در ترازنامه بانک زمانی رخ می‌دهد که برای مثال یک بانک داخلی روی تأمین مالی از خارج، حساب باز کرده باشد. شوک خارجی می‌تواند باعث کاهش تأمین مالی از خارج شود؛ حال چنانچه بانک داخلی نتواند منبع دیگری برای تأمین مالی پیدا کند، مجبور می‌شود وام‌دهی داخلی را محدود کند یا دیگر دارایی‌ها را به فروش برساند. در کنار ارتباطات مالی مستقیم که توضیح داده شد، سرایت و سرریز بحران به صورت غیرمستقیم نیز رخ می‌دهد؛ برای مثال ممکن است یک بانک به تبع تحمل ضرر در کشور (الف)، وام‌دهی به کشور (ب) را قطع کند.

کانال غیربانکی از طریق بازار بین‌المللی سهام و اوراق قرضه کار می‌کند. یک شوک خارجی باعث می‌شود ارزش دارایی‌های خارجی تحت مالکیت اتباع داخلی کم شود. این ضررها می‌تواند از طریق آثار شتاب‌دهنده مالی و ثروت، به کاهش تقاضای داخلی (اعم از مصرف‌کنندگان و بنگاه‌ها) منجر شود. از منظر دیگر نیز می‌توان این پدیده را تحلیل کرد؛ بروز شوک خارجی می‌تواند باعث شود که سرمایه‌گذاران

1. Trade Sectors

2. Asset-to-capital Ratio

خارجی، دارایی خود در بازار داخلی را کاهش دهند که در نتیجه ارزش بازار سهام و اوراق قرضه داخلی افت می‌کند و مجدداً تقاضای داخلی از طریق آثار شتاب‌دهنده مالی و ثروت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

کانال نااطمینانی / اطمینان به این معناست که در صورت بروز شوک در دیگر نقاط جهان، سطح

نااطمینانی در اقتصاد داخلی به چه میزان دست‌خوش تغییر می‌شود. برای مثال بروز شوک منفی خارج از کشور باعث ایجاد نااطمینانی در خانوارها و بنگاه‌های داخلی می‌شود؛ نااطمینانی در مورد این موضوع که شوک خارجی تا چه حد و با چه کیفیتی به اقتصاد داخلی اصابت می‌کند. در این شرایط خانوارها ترجیح می‌دهند مخارج خود را به تعویق بیندازند چرا که انگیزه آنها برای اتخاذ رویکرد «صبر کن و نظاره کن اقتصاد به چه سمتی می‌رود» افزایش می‌یابد. بنگاه‌ها نیز چشم‌انداز تقاضای خود را مورد بازنگری قرار می‌دهند و بالتبع، سرمایه‌گذاری را تعویق می‌اندازد. نتیجه دیگر افزایش نااطمینانی در اقتصاد، افزایش هزینه استقراض برای خانوار و بنگاه است چرا که در این شرایط سرمایه‌گذاران در قبال ریسک‌های آتی، نرخ جبران بالاتری را روی وام‌های اعطایی درخواست می‌کنند. از طرف دیگر، شوک‌های نااطمینانی (افزایش اطمینان) ممکن است از طریق سرمایه‌گذاران خارجی به اقتصاد داخلی منتقل شود. ظهور و بروز آشفتگی مالی در کشور (ب) می‌تواند به مثابه «زنگ بیدارباش» عمل کند و این امر، کشور (الف) را وادار می‌سازد ریسک کشورهای هم‌منطقه با (ب) را مورد ارزیابی مجدد قرار دهد و یا این که همه کشورهای منطقه را در کلاس ریسک^۱ مشابه کشور (ب) قرار دهد. در این شرایط چنانچه سرمایه‌گذاران وابستگی اقتصادی متقابل بین کشور بحران‌زده و دیگر کشورها را بیش از حد تلقی کنند و همچنین چنانچه اطلاعات جدیدی در مورد وضعیت کشورها استخراج شود، نوسانات ناگهانی در انتظارات رخ خواهد داد. این چنین نوسانات ناگهانی در انتظارات و به تبع آن بازچینش سبد سرمایه‌گذاری^۲ منجر به ایجاد ناگهانی روند معکوس جریان سرمایه می‌شود در نتیجه همین رویداد به گسترش و انتقال آشفتگی مالی به دیگر کشورها کمک می‌کند. بعضی مطالعات تجربی حاکی از آن است که کانال نااطمینانی / اطمینان توانایی گسترده‌ای در توضیح رویدادهای حادث شده در بحران مالی ۲۰۰۸ دارد.

اهمیت نسبی کانال‌های مختلف سرایت بحران بسته به نوع تکانه، متفاوت است؛ برای مثال، شوک‌های مالی در درجه اول از طریق کانال مالی منتشر می‌شوند اما شوک‌های تقاضا ابتدائاً از طریق کانال تجاری منتقل خواهند شد؛ اما باید گفت که در اکثر موارد، این کانال‌ها در ارتباط و هم‌افزایی با یکدیگر فعالیت می‌کنند. برای مثال شوک‌هایی که از طریق کانال نااطمینانی منتقل می‌شوند، صادرکنندگان داخلی را ملزم می‌کنند برنامه‌های صادراتی خود را مورد بازبینی قرار دهند. یک شوک که از طریق کانال مالی منتقل می‌شود قطعاً بر روی تأمین مالی تجارت تأثیر منفی خواهد داشت و بالتبع تجارت تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. از طرف دیگر میزان باز بودن درهای تجاری کشور می‌تواند باعث شود که تأثیر یک بحران ناگهانی کاهش پیدا کند. در یک اقتصاد باز گرایش نهایی به واردات بیشتر است

1. Risk Profiles

2. Portfolio Rebalancing



در نتیجه برای بستن (رفع کردن) یک شکاف تأمین مالی خارجی مفروض،^۱ کاهش کوچک‌تری در GDP و همچنین کاهش ارزش کوچک‌تری در پول ملی مورد نیاز است.

جدول ۶. شاخص‌های سرریز بین‌المللی، سرایت و ریسک جهانی

ردیف	شاخص	توضیحات
۱	میزان بازبودن تجارت کشور	جمع صادرات و واردات نسبت به GDP
۲	میزان باز بودن نظام مالی کشور	جمع دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی نسبت به GDP
عدم تعادل‌های جهانی و منطقه‌ای		
نقدینگی		
۳	کل اعتبارات	میانگین موزون براساس حجم GDP کشورها
۴	اعتبارات بانکی	میانگین موزون براساس حجم GDP کشورها
ریسک‌گریزی		
۵	شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای اوراق قرضه شرکتی با رتبه BAA	
۶	VIX	نوسان انتظاری شاخص S&P 500 در ۳۰ روز آینده. این شاخص از طریق قیمت‌های اختیار معامله بر روی شاخص S&P 500 محاسبه و ارائه می‌شود.
قیمت دارایی‌ها		
۷	قیمت سهام	میانگین موزون براساس حجم GDP کشورها
۸	قیمت مسکن	میانگین موزون براساس حجم GDP کشورها

۲. پیشنهادهایی برای اقتصاد ایران

۲-۱. ضرورت بومی‌سازی شاخص‌های شکنندگی با توجه به اقتضات اقتصاد ایران

آسیب‌پذیری و شکنندگی بخش‌های اقتصادی معضلی است که همه اقتصادها کم‌وبیش دچار آن هستند. بروز بحران‌های اقتصادی کوچک و بزرگ در اقتصادهای جهان، سیاستگذاران به این نتیجه رسیده‌اند که رشد و رونق اقتصادی بدون در نظر گرفتن ملاحظات تاب‌آوری چندان مطلوب نخواهد بود چراکه بروز یک بحران می‌تواند اندوخته‌های چندین ساله کشور در حوزه کنترل تورم، رشد اقتصادی، تقویت تراز تجاری و ... را خدشه‌دار کند. متن ترجمه شده فوق اگرچه حاوی مجموعه شاخص‌هایی برای سنجش میزان آسیب‌پذیری است، اما باید دقت شود که به دلیل تفاوت‌های زیربنایی اقتصاد ایران با اقتصاد کشورهای OECD، سنجش شکنندگی‌های اقتصاد ایران مستلزم تهیه مجموعه شاخص‌های بومی است.

1. A Given External Funding Gap

قسمتی از شاخص‌های طراحی شده در گزارش فوق به دو دلیل برای اقتصاد ایران غیرقابل استفاده است: ۱. برای بعضی از شاخص‌ها، داده‌های مورد نیاز در مراکز آماری ایران (مراکز رسمی نظیر بانک مرکزی و مرکز آمار ایران) جمع‌آوری نمی‌شود و یا در صورت وجود داده، به صورت عمومی در دسترس نیستند برای مثال شاخص «مخارج عمومی آتی بر روی خدمات بهداشتی و درمانی بلندمدت» با سطح فعلی آمارها در مراکز عمومی داده، قابل سنجش نخواهد بود ۲. بعضی از شاخص‌ها به دلیل نبود زیربنای قابلیت رصد در ایران را ندارند برای مثال در شاخص «شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای اوراق قرضه شرکتی با رتبه BAA» به دلیل آنکه رتبه‌بندی اوراق قرضه و اوراق مشارکت در ایران انجام نمی‌شود، رصد این شاخص مقدور نخواهد بود.

نکته بسیار مهمی که در اینجا باید اشاره شود آن است که بعضی از شاخص‌های طراحی شده در این گزارش، به طور ویژه برای اقتصاد ایران و به دلیل شکنندگی‌های آن کاربردی هستند، اما رصد آنها مستلزم تجمیع داده‌ها و کار دقیق آماری است؛ این شاخص‌ها به خوبی می‌توانند شکنندگی‌های اقتصاد ایران را نشان دهند. لذا نبود داده یا سختی تجمیع داده‌ها در مورد آنها نباید باعث شود که آنها را از مطالعه خود کنار بگذاریم؛ شاخص‌هایی نظیر «تعهدات مشروط دولت»، «مخارج عمومی آتی بر روی حقوق بازنشستگی» و «بانکداری سایه‌ای» از این دست هستند.

خلاصه کلام آنکه مطالعه گزارش فوق و تلاش برای بومی‌سازی شاخص‌های آن مفید خواهد بود؛ بومی‌سازی به این معنا که با بازنگری در متن گزارش، مجموعه شاخص‌هایی احصا شوند که قابلیت بالایی در توضیح شکنندگی‌های اقتصاد ایران داشته باشند.

۲-۲. شاخص‌های تکمیلی شکنندگی مرتبط با شرایط تحریمی علیه ایران

روند مداوم فضای تحریمی علیه ایران از اول انقلاب تا به حال و بالا بودن احتمال تداوم آن در آینده، دال بر آن است که «شرایط تحریمی علیه ایران» را نباید یک متغیر مقطعی و گذرا در نظر گرفت. بومی‌سازی شاخص‌های شکنندگی برای ایران مستلزم توجه جدی به پارامتر تحریم است. از این رو در ادامه، شاخص‌های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش مالی، بخش عمومی و بخش خارجی پیشنهاد شده است؛^۱ قابل ذکر است شکنندگی در این سه بخش، زمینه لازم برای اصابت حداکثری فشارهای موج تحریمی سال‌های ۱۳۸۹ - ۱۳۹۲ بر اقتصاد ایران را ایجاد کرد.

۱. بررسی تجربی تحریم‌هایی که تاکنون علیه اقتصاد ایران وضع شده است نشان می‌دهد که در اکثر موارد، بخش مالی، بخش عمومی و بخش خارجی نقطه هدف تحریم‌های اقتصادی بوده‌اند. همچنین تأثیرگذاری تحریم‌ها بر روی بخش غیرمالی و بازار دارایی به صورت غیرمستقیم بوده است.



۲-۲-۱. شاخص‌های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش مالی

وابستگی به نهادهای خارجی (بین‌المللی) در تعاملات مالی و بانکی بین‌المللی یکی از مجاری آسیب‌پذیری برای کشورهای در معرض تحریم است. توضیح اینکه گسترش روابط اقتصادی کشورها مستلزم تراکنش‌های مالی در سطح بین‌المللی است. روند روبه‌رشد کمیت و مقیاس این تراکنش‌ها، صرفه‌های اقتصادی فراوانی برای کشورها پدید آورده است؛ از طرف دیگر به دلیل قدرت نسبی بعضی اقتصادها، به مرور زمان پول ملی آنها به‌عنوان ارز جهان‌روا شناخته شده است. در برهه‌های تاریخی و به فراخور مناقشات سیاسی، مشاهده شده است که سیاستمداران این کشورها به‌واسطه جهان‌روایی ارز خود، از آن به‌عنوان ابزار مقابله سیاسی استفاده کرده‌اند. ممنوعیت کشورهای به اصطلاح متخاصم نسبت به دسترسی به سیستم چرخه دلار نمونه‌ای از سوءاستفاده از ابزار اقتصادی در جهت اهداف سیاسی است. در کتاب‌ها و گزارش‌های تخصصی، راهبرد فوق تحت عناوینی نظیر نبرد اقتصادی^۱ و جنگ خزانه‌داری^۲ منعکس شده است.

در حال حاضر به دلیل جهان‌روایی نسبی دلار در مجموعه تراکنش‌های بین‌المللی و همچنین ایجاد نهادهای بین‌المللی با کارکرد تخصصی پیام‌رسانی مالی، انتقال وجوه، رصد تراکنش‌ها و راستی‌آزمایی ذینفع‌نهایی در معاملات و ... وابستگی به نهادهای خارجی در تعاملات مالی و بانکی بین‌المللی پدیده‌ای است که در تمام کشورها کم‌وبیش وجود دارد؛ همین وابستگی، کشورهای تحریم‌کننده را تحریک می‌کند از ابزارهای مالی و بانکی علیه کشورهای به اصطلاح بدرفتار استفاده کنند. در اینجا باید توضیح دهیم که استفاده مستمر از تحریم‌های مالی و بانکی علیه ایران کاملاً محتمل است؛ هم به دلیل پابرجا بودن شکنندگی در بخش مالی و بانکی ایران و هم به دلیل کارآمد بودن تحریم مالی و بانکی به‌عنوان یک ابزار در دست سیاستگذاران کشورهای تحریم‌کننده.

در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۱ تحریم‌های متعددی علیه جمهوری اسلامی ایران وضع شد؛ تحریم‌های بخش‌های متعددی از اقتصاد ایران را نشانه رفتند، اما هم براساس نگاه منطقی و هم براساس بررسی‌های تاریخی می‌توان گفت که تحریم‌ها، بخش‌های آسیب‌پذیر اقتصاد ایران را هدف گرفتند؛ در این بین، بخش مالی و بانکی هم از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار بود (به این جهت که هر معامله اقتصادی بین‌المللی، نیازمند حداقل یک تراکنش مالی و بانکی است) و هم آسیب‌پذیری چشمگیری داشت، لذا تحریم بخش مالی و بانکی نسبت به دیگر بخش‌ها با شدت و حدت بیشتری انجام شد؛ تحریم شعب خارجی بانک‌های ایرانی، محدود کردن معامله با برخی بانک‌های خاص ایرانی، تحریم کلیه بانک‌های ایرانی، تحریم بانک مرکزی، منع شرکت سوئیفت نسبت به ارائه خدمات پیام‌رسان مالی به بانک‌های تجاری و بانک مرکزی ایران، منع بانک‌های اروپایی و آمریکایی نسبت به تسویه دلاری معاملات به نفع اشخاص حقیقی و حقوقی ایرانی، مجموعه‌ای از تحریم‌های وضع شده علیه نظام بانکی و مالی ایران هستند.

۱. لغتنامه آکسفورد نبرد اقتصادی را این‌گونه تعریف می‌کند: «یک استراتژی اقتصادی با استفاده از ابزارهای اقتصادی به منظور تضعیف اقتصاد کشورهای هدف».

۲. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به کتاب «جنگ خزانه‌داری» نوشته خوان زاراته.

حال این سؤال مطرح است که با گذشت چند سال از زمان وضع تحریم علیه بخش مالی و بانکی و همچنین با وجود اجرایی شدن برجام آیا همچنان خطری از ناحیه تحریم، بخش مالی و بانکی ایران را تهدید می‌کند؟ برای پاسخ به این پرسش چند دلیل اقامه می‌کنیم تا نشان دهیم بخش مالی و بانکی همچنان آسیب‌پذیر بوده و در معرض خطر وضع تحریم قرار دارد:

الف) در گزارش‌های متعدد وزارت امور خارجه در مورد روند اجرای برجام بر این موضوع تأکید شده است که بخش مالی و بانکی در کنار گشایش‌ها، همچنان در سطح بین‌المللی دچار نقص است.

ب) وضع تحریم علیه ایران براساس گفتمان‌های مختلفی صورت می‌گیرد. در حال حاضر تنها برای یک مورد یعنی فعالیت‌های هسته‌ای چاره‌اندیشی شده است. در حالی که گفتمان‌های دیگری نظیر حمایت از تروریسم، نقض حقوق بشر، ساخت موشک‌های بالستیک، اخلال در امنیت منطقه و ... همچنان پابرجاست؛ بررسی‌ها نشان می‌دهد که همین موارد، ظرفیت لازم را برای وضع مجدد تحریم‌های گسترده علیه ایران دارند.

ج) در نگاه سیاستگذاران آمریکا، تحریم یک ابزار کارآمد برای پیش‌برد اهداف در حوزه سیاست خارجی است و گاهی از این ابزار به عنوان «سلاح» نام برده می‌شود. پیش‌بینی می‌شود تا زمان حاکمیت نسبی اقتصاد آمریکا بر اقتصاد اروپا و دیگر اقتصادها، تحریم به‌عنوان یک ابزار کارآمد استفاده می‌شود.

د) با توجه به تجربه قبلی تحریم ایران و مشاهده اثرگذاری خاص آن در حوزه مالی، اندیشکده‌های معتبر آمریکایی بر استفاده ایالات متحده آمریکا از تحریم‌های مالی و بانکی علیه ایران^۱ پافشاری می‌کنند. براساس نکات فوق می‌توان دو نتیجه زیر را استنباط کرد:

الف) شکنندگی‌های نظام بانکی و مالی ایران همچنان در سطحی است که بتوان از طریق تحریم، آن را مختل کرد.

ب) با توجه به نگاه سیاستگذاران آمریکایی و توصیه اندیشکده‌های معتبر، وضع تحریم‌های مالی و بانکی علیه ایران همچنان محتمل است.

ذکر این نکته ضروری است که برونگرایی یکی از مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی در سیاست‌های کلی آن است و این امر نشان می‌دهد، بهره‌گیری از فضای بین‌الملل ضروری است اما به دلیل نکاتی که در مورد تحریم ذکر شد باید برای آسیب‌پذیری این حوزه چاره‌اندیشی کرد. به‌عنوان مثال برای کاهش آسیب‌پذیری ناشی از وابستگی به نهادهای خارجی در تعاملات مالی و بانکی بین‌المللی، راهکارهایی مانند پیمان‌های پولی دوجانبه و چندجانبه یا انجام پرداخت‌ها و دریافت‌های بین‌المللی با استفاده از ارزهای متنوع یا خارج از شبکه سوئیفت پیشنهاد می‌شود. سه شاخص طراحی شده است که عبارتند از «تعداد پیمان‌های پولی دوجانبه و چندجانبه با کشورهای خارجی در سال‌های مختلف»، «حجم پرداخت‌ها و دریافت‌های بین‌المللی در ارتباط با شبکه سوئیفت نسبت به تخمین کل حجم معاملات بین‌المللی»، «تخمین حجم معاملات بین‌المللی ایران به دلار نسبت به تخمین کل حجم معاملات بین‌المللی ایران به تمامی ارزها».

1. The Power to Coerce: Countering Adversaries Without Going to War; RAND institute



۲-۲-۲. شاخص‌های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش عمومی

حساسیت زیاد بودجه دولت به درآمدهای نفتی و نبود ضربه‌گیر مالی یکی از مجاری آسیب‌پذیری در اقتصاد ملی است که این شکنندگی، مجال را برای تأثیرگذاری تحریم‌های اقتصادی فراهم می‌کند. توضیح اینکه چنانچه بخش مهمی از مصارف بودجه عمومی دولت از طریق درآمدهای نفتی تأمین شود، وضع تحریم علیه فروش نفت آن کشور یا جلوگیری از ورود درآمدهای حاصل از فروش نفت به داخل کشور باعث ناتوانی و حتی اعسار دولت در پرداخت تعهداتش (اعم از حقوق و دستمزد کارکنان، پرداخت بدهی‌ها به پیمانکاران و ...) می‌شود. حال چنانچه بودجه جاری دولت وابستگی وثیقی به درآمدهای نفتی داشته باشد، خطر بسیار جدی‌تر است به این دلیل که بودجه جاری محل پرداخت حقوق و دستمزد کارمندان دولتی است و این پرداخت‌ها باید در فواصل زمانی کوتاه انجام شود. تأخیر در پرداخت دستمزد کارمندان دولتی و بدهی پیمانکاران، باعث نارضایتی عمومی خواهد شد؛ از طرف دیگر چنانچه بالتبع محقق نشدن درآمدهای نفتی، منابع مورد نیاز برای پرداخت حقوق و دستمزد از محل مالیات (با فشار بر مؤدیان مالیاتی) تأمین شود، نارضایتی بخش خصوصی را به دنبال خواهد داشت. تجمیع اثر «افزایش مالیات بخش خصوصی» و «کاهش بودجه عمرانی دولت» نیز مخرب خواهد بود؛ به‌طور خاص برای اقتصادهایی که حجم دولت در آنها زیاد است، کاهش بودجه عمرانی باعث کاهش رشد اقتصادی و گاهی رکود می‌شود. درنهایت، روندهای توصیف شده این قابلیت را دارند که بخش عمومی کشور را وارد فاز بحرانی کنند.

۲-۲-۳. شاخص‌های تکمیلی مرتبط با شکنندگی بخش خارجی

وابستگی فزاینده غذایی و دارویی به واردات کالاهای نهایی، واسطه‌ای و سرمایه‌ای یکی از مجاری آسیب‌پذیری در بخش خارجی اقتصاد است که تأثیر خود را بر مصرف‌کنندگان نهایی در داخل کشور می‌گذارد. منظور از وابستگی غذایی و دارویی به واردات این است که اگر کشورهای صادرکننده کالاهای نهایی، واسطه‌ای و سرمایه‌ای مرتبط با غذا و درمان، به هر دلیل نسبت به صادرات کالاهای اساسی به کشور مقصد امتناع ورزند (به‌دلیل وضع تحریم توسط کشور ثالث یا تصمیم شخصی کشور صادرکننده به‌دلیل دارا بودن قدرت چانه‌زنی یا دلایل سیاسی) در نتیجه امنیت غذا و درمان در کشور واردکننده به خطر می‌افتد. استمرار قطع واردات این کالاها در حوزه غذا باعث افزایش قیمت کالاهای خوراکی، تورم فزاینده کالاهای اساسی خوراکی و درنهایت آشفتگی در اقتصاد می‌شود. همچنین ممنوعیت واردات کالاهای اساسی مرتبط با درمان باعث ایجاد بازار سیاه، قاچاق کالاهای بی‌کیفیت، افزایش قیمت داروها و تجهیزات درمانی و درنهایت نارضایتی اجتماعی می‌شود. بدین ترتیب، نابسامانی در بخش کالاهای اساسی خوراکی و درمانی به تبع وضع تحریم یا هر رویداد دیگر، کاملاً این ظرفیت را دارد که کشور را درگیر نارضایتی‌های اجتماعی کند. راهکار تأمین امنیت غذا و درمان، ایجاد تنوع در کشورهای صادرکننده کالاهای استراتژیک است. از این‌رو برای تخمین میزان امنیت غذا و درمان، دو

شاخص قابل ذکر است: «میانگین موزون تعداد کشورهای صادرکننده ۱۰ قلم اول کالاهای اساسی خوراکی (کالای نهایی و واسطه‌ای) به ایران در هر سال»^۱ و «میانگین موزون تعداد کشورهای صادرکننده ۱۰ قلم اول کالاهای اساسی دارویی (کالای نهایی، واسطه‌ای و سرمایه‌ای) به ایران در هر سال»^۲.

وابستگی به ارزش‌های خاص و محدود در مبادلات تجاری و مالی بین‌المللی یکی از مجاری آسیب‌پذیری در بخش خارجی است. توضیح اینکه چنانچه بخش عمده‌ای از ذخایر ارزی بانک مرکزی، متشکل از یک یا دو ارز خاص بوده و همچنین تبادلات تجاری کشور اکثراً وابسته به تعداد محدودی از ارزها باشد، در این شرایط وضع محدودیت (برای مثال تحریم) در دسترسی کشور به منابع ارزی (برای مثال ممنوعیت دسترسی به منابع ارزی حاصل از فروش نفت) و ایجاد محدودیت نقل و انتقال ارز باعث ایجاد اختلال و آشفتگی در بازار ارز خواهد شد. تشدید سفته‌بازی در بازار ارز داخلی به تبع کاهش عرضه، تبدیل وجوه نقد مبتنی بر پول ملی به ارز خارجی و تبدیل سایر دارایی‌ها (برای مثال مسکن، سهام، سکه و ...) به ارز خارجی و ... باعث افزایش اختلال در بازار ارز و بالتبع، افزایش قیمت ارز خواهد شد. کلیه موارد مذکور موجب کاهش ارزش پول ملی، نااطمینانی در بازار ارز و نوسانات متعدد آن، افزایش هزینه تأمین مالی و نقل و انتقال ارز، قاچاق ارز و تشدید پدیده دلارهای خانگی خواهد شد. نکته حائز اهمیت آن است که شکنندگی ارزی قابلیت سرریز شدن به بخش واقعی اقتصاد را خواهد داشت؛ توضیح اینکه با توجه به میزان وابستگی تولید داخلی به واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای و همچنین میزان وابستگی بازار داخلی به واردات کالاهای نهایی، تورم افزایش پیدا خواهد کرد. روند فزاینده تورم و افزایش‌های ناگهانی در قیمت کالاها موجب نارضایتی عمومی شده و گاهی تنش‌های اجتماعی-سیاسی را در پی خواهد داشت. «ذخایر رسمی نرخ ارز خارجی» شاخص مناسبی برای تخمین میزان مقاومت اقتصاد در حوزه ارزی هستند.

۲-۳. نسبت اقتصاد مقاومتی با شکنندگی‌های اقتصاد ایران

برای تبیین نسبت بین مفهوم اقتصاد مقاومتی با شکنندگی‌های اقتصاد ایران، لازم است بین تعریف مضیق و موسع اقتصاد مقاومتی تفکیک قائل شویم.

در تعریف مضیق از اقتصاد مقاومتی تلاش می‌شود شکنندگی‌های اقتصاد شناسایی شده و براساس اولویت‌بندی، جهت رفع آسیب‌پذیری‌ها اقدام شود؛ این تعریف منطبق بر مفهوم Resilience است. شکنندگی به وضعیتی از بخش‌های اقتصادی کشور اطلاق می‌شود که بروز شوک یا تنش می‌تواند آن بخش را دچار بحران اقتصادی کرده و بسته به میزان شکنندگی و شدت شوک این احتمال وجود دارد که بحران از بخش موردنظر به دیگر بخش‌های اقتصاد سرایت کرده و در موارد حاد مشاهده می‌شود.

۱. ابتدا ۱۰ قلم کالاهای اساسی خوراکی احصا شده و سپس درجه اهمیت نسبی هر یک از اقلام نسبت به یکدیگر براساس نظر خبرگان تعیین می‌شود؛ در ادامه اهمیت نسبی هر قلم در تعداد کشورهای صادرکننده آن ضرب می‌شود. جمع حاصل‌ضربها در مورد ۱۰ قلم اصلی و سپس تقسیم آن بر حاصل‌جمع ضرائب، میانگین موزون را نتیجه می‌دهد.
۲. میانگین موزون برای کالاهای اساسی دارویی مشابه کالاهای اساسی خوراکی قابل محاسبه است.



که بحران اقتصادی به تنش‌های سیاسی و اجتماعی مبدل می‌شود.

اما در تعریف موسع، اقتصاد مقاومتی به‌عنوان الگوی اقتصادی مطلوب و برای حرکت رو به جلو انقلاب اسلامی شناخته می‌شود. پرواضح است که در این نگاه نه‌تنها باید شکنندگی‌های اقتصاد مرتفع شود، بلکه ضروری است اولاً **ضعف‌های ساختاری** شناسایی و رفع شوند؛ (ضعف‌های ساختاری نظیر بیکاری اگرچه در کوتاه‌مدت قابلیت بحران‌زایی ندارند، اما سرعت پیشرفت اقتصادی کشور را در بلندمدت به‌طور چشمگیری کاهش می‌دهند). ثانیاً **ظرفیت‌های راهبردی** شناسایی شده و برای تقویت آنها برنامه‌ریزی شود.

پس به‌طور خلاصه می‌توان گفت که رفع شکنندگی‌های اقتصاد، جزئی از کارویژه اقتصاد مقاومتی خواهد بود. در اینجا باید به یک نکته مهم اشاره شود؛ بالتبع شکنندگی‌های اقتصاد ایران (مواردی که در کوتاه‌مدت قابلیت بحران‌زایی دارند) و همچنین تحریم‌های جدید که نقطه هدف آنها آسیب‌پذیری‌های اقتصاد است، ضروری است تأکید ویژه‌ای روی تعریف مضیق اقتصاد مقاومتی شود؛ به این معنا که برنامه کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت برای **کاهش و رفع آسیب‌پذیری‌ها و شکنندگی‌های اقتصاد ایران** طراحی شود. براساس این نگاه، ضروری است دستگاه‌های متولی سیاست‌گذاری، قانونگذاری، اجرا و نظارت از **برداشت کلی و غیردقیق از مفهوم اقتصاد مقاومتی** عدول کرده و برای رفع یا کاهش شکنندگی‌های اقتصاد ایران چاره‌اندیشی کنند.^۱ این **پیشنهاد سیاستی** مبتنی بر **تعریف مضیق از اقتصاد مقاومتی** ارائه شده است. اولویت تعریف موسع بر تعریف مضیق اقتصاد مقاومتی امری پذیرفته‌شده و غیرقابل‌خدشه است، اما **تجربه سیاست‌گذاری، قانونگذاری و اجرا** از سال ۱۳۹۲ (از زمان ابلاغ سیاست‌ها) از یک طرف و بررسی شواهد میدانی از شکنندگی‌های اقتصاد ایران و قصد معاندین جمهوری اسلامی برای ضربه زدن به کشور از **مجرای همین شکنندگی‌ها** از طرف دیگر، این گزاره را اثبات می‌کند که «در حال حاضر، چاره‌اندیشی در مورد شکنندگی‌های اقتصاد ایران از اولویت بالاتری برخوردار است». بند «۲۲» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی^۲ نیز به این موضوع اشاره دارد.

۱. توضیح اینکه گاهی اقتصاد مقاومتی تحت عنوان «هر آنچه خوب است در اقتصاد انجام شود» تعبیر می‌شود که البته اشتباه است.
۲. دولت مکلف است برای تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی با هماهنگ‌سازی و بسیج بویا همه امکانات کشور، اقدامات زیر را معمول دارد:
- شناسایی و به‌کارگیری ظرفیت‌های علمی، فنی و اقتصادی برای دسترسی به توان‌آفندی و اقدامات مناسب.
- رصد برنامه‌های تحریم و افزایش هزینه برای دشمن.
- مدیریت مخاطرات اقتصادی از طریق تهیه طرح‌های واکنش هوشمند، فعال، سریع و بهنگام در برابر مخاطرات و اختلال‌های داخلی و خارجی.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

- بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸ و دیگر بحران‌های اقتصادی باعث شد که اندیشمندان اقتصادی درصدد طراحی شاخص‌های پیش‌نگر بحران برآیند.
- شکنندگی‌های اقتصادی به شرایط و مواضعی اطلاق می‌شود که باعث می‌شوند کشورها با احتمال بیشتری در معرض خطر بحران‌های مخرب اقتصادی نظیر بحران بانکی، ارزی و بدهی‌های دولت قرار بگیرند.
- شکنندگی‌ها نه تنها به صورت تک‌تک بلکه به صورت تجمعی قابلیت فعال شدن را دارند. مهمترین موضوع درباره حرکت تجمعی شکنندگی‌ها، سازوکار انتقال بحران از یک بخش به بخش دیگر است. به عبارت دیگر عدم تعادل (شکنندگی) در یک بخش به هیچ وجه نباید به صورت مجزا و ایزوله نسبت به دیگر شکنندگی‌ها تحلیل شود.
- تجربه بحران مالی سال ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که چنانچه بخش مالی کژکارکرد شود، توانایی خانوارها و بنگاه‌ها در «ترم کردن» آثار شوک به صورت چشمگیری کاهش می‌یابد و سیاست پولی غیرکارآ خواهد بود. «مکانیسم شتاب‌دهنده مالی» باعث می‌شود که شوک اعتبارات تقویت شود و به بخش‌های گسترده‌تری از اقتصاد سرایت کند؛ لذا می‌توان گفت که معمولاً هزینه‌های بحران منبث شده از بخش مالی، بسیار بزرگ است.
- نهادهای مالی بزرگی که «به دلیل بزرگ بودن، شکست آنها متصور نیست»^۱ با احتمال بیشتری مرتکب پدیده «کژمنشی» و ریسک‌پذیری‌های گسترده می‌شوند.
- سطح بالای به هم پیوستگی‌های درونی بانک‌ها و میزان درهم‌تنیدگی آنها، آسیب‌پذیری آنها را از کانال سرریز و سرایت مالی افزایش می‌دهد؛ به هم پیوستگی‌های درونی به حالتی اطلاق می‌شود که نهادهای مالی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم به یکدیگر مرتبط و وابسته‌اند.
- رشد سریع اعتبارات بخش خصوصی به عنوان یکی از شاخص‌های کارآمد هشداردهنده پیش‌نگر بحران مالی شناخته می‌شود. هر چه انبساط و رونق اقتصادی وابستگی و حساسیت بیشتری به اعتبارات مالی (اعطای وام) داشته باشد، رکود متعاقب آن عمیق‌تر و بازسازی اقتصادی کندتر خواهد بود.
- سطح بالای بدهی بخش خصوصی به آسیب‌پذیری این بخش نسبت به شوک‌ها منجر شده و می‌تواند باعث تعمیق و تطویل رکودهای اقتصادی شود.
- بررسی‌ها نشان می‌دهد از هر پنج رکود بازار مسکن، دو تا به بحران سیستماتیک بانکی منجر می‌شود.
- سطح بالای بدهی ناخالص دولت نسبت به GDP، یک شاخص پیش‌نگر قوی برای پیش‌بینی بحران بانکی، بدهی‌های دولتی و بحران در پول ملی است.
- یکی از مجاری آسیب‌پذیری در حوزه مالیه عمومی، چشم‌انداز تعهدات مشروط و محتمل‌الوقوع دولت

1. Too Big to Fail



است. این تعهدات مشروط گاهی آشکار و گاهی ضمنی هستند. تعهدات آشکار مواردی هستند که زیربنای قراردادی دارند؛ اما بعضی از تعهدات مشروط دولت‌ها فاقد زیربنای قراردادی هستند، بلکه براساس انتظارات منبعث از اقدامات گذشته و یا فشار گروه‌های ذینفع رسمیت می‌یابند. مواردی از قبیل تعهد آتی دولت در قبال حقوق‌های بازنشستگی که باید از طرف نهادهای عمومی غیردولتی و یا بخش خصوصی پرداخت شود، حمایت مالی از صنایع مشکل‌دار، تأمین هزینه‌های مربوط به حوادث طبیعی و غیره.

- یکی از دلالت‌های مهم بحران سال ۲۰۰۸ آن است که حتی اگر کشوری در بخش داخلی و خارجی خود غیرشکننده و اصطلاحاً تاب‌آور باشد، باز هم نسبت به شوک‌های برون‌زا مصون نخواهد بود. تغییرات در دیگر نقاط جهان، می‌تواند از طریق سه کانال به اقتصاد داخلی سرریز کند: ۱. کانال تجارت، ۲. کانال مالی ۳. کانال نااطمینانی.

- مقاله OECD حاوی مجموعه شاخص‌هایی برای سنجش میزان آسیب‌پذیری است، اما باید دقت شود که به دلیل تفاوت‌های زیربنایی اقتصاد ایران با اقتصاد کشورهای OECD، سنجش شکنندگی‌های اقتصاد ایران مستلزم تهیه مجموعه شاخص‌های بومی است.

- روند مداوم فضای تحریمی علیه ایران از اول انقلاب تا به حال و بالا بودن احتمال تداوم آن در آینده، دالّ بر آن است که «شرایط تحریمی علیه ایران» را نباید یک متغیر مقطعی و گذرا در نظر گرفت. بومی‌سازی شاخص‌های شکنندگی برای ایران مستلزم توجه جدی به پارامتر تحریم است.

- رفع شکنندگی‌های اقتصاد، جزئی از کارویژه اقتصاد مقاومتی خواهد بود. به تبع شکنندگی‌های اقتصاد ایران (مواردی که در کوتاه‌مدت قابلیت بحران‌زایی دارند) و همچنین تحریم‌های جدید که نقطه هدف آنها آسیب‌پذیری‌های اقتصاد است، ضروری است تأکید ویژه‌ای روی تعریف مضیق اقتصاد مقاومتی (رفع شکنندگی‌های اقتصاد) شود. به این معنا که برنامه کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت برای کاهش و رفع آسیب‌پذیری‌ها و شکنندگی‌های اقتصاد ایران طراحی شود. براساس این نگاه، ضروری است دستگاه‌های متولی سیاست‌گذاری، قانونگذاری، اجرا و نظارت از برداشت کلی و غیردقیق از مفهوم اقتصاد مقاومتی (گاهی مشاهده می‌شود که اقتصاد مقاومتی به صورت «هر آنچه خوب است در اقتصاد انجام شود» معنا می‌شود که قطعاً تعبیر نادرستی است) عدول کرده و برای رفع یا کاهش شکنندگی‌های اقتصاد ایران چاره‌اندیشی کنند.

منابع و مأخذ

1. Zarate, J. (2013). *Treasury's war: The unleashing of a new era of financial warfare*. Hachette UK.
2. Röhn, O., Sánchez, A. C., Hermansen, M., & Rasmussen, M. (2015). Economic resilience: A new set of vulnerability indicators for OECD countries.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۵۷۹۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: شاخص‌های شکنندگی اقتصادی: مجموعه‌ای از شاخص‌های آسیب‌پذیری برای کشورهای (OECD) و ارائه پیشنهادهایی برای اقتصاد ایران

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه توسعه و برنامه‌ریزی)

تهیه و تدوین: مهدی رزم‌آهنگ

ناظران علمی: سیدمحسن علوی‌منش، سیداحسان خاندوزی

متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. تاب‌آوری
۲. آسیب‌پذیری
۳. شکنندگی
۴. بخش مالی
۵. بخش عمومی
۶. بخش خارجی
۷. بازار دارایی
۸. تحریم
۹. اقتصاد مقاومتی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۱۲/۱۴