

## بانک مرکزی و رهاوردی نوین برای برقراری ثبات مالی در اقتصاد ایران

مهدی تقوی

کارشناس ارشد علوم اقتصادی  
meh\_di13@yahoo.com

قاسم نیکجو

دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی  
Mehrdad9456@yahoo.com

می‌توان ثبات مالی را به شرایطی اطلاق نمود که سیستم مالی بدون هیچ مشکل و نارسایی قادر به ایفای وظیفه‌اش در تخصیص منابع اقتصادی و مدیریت ریسک‌ها و همچنین عملکرد مؤثر سیستم پرداخت‌ها بوده و در عین حال از انعطاف‌پذیری لازم برای مواجهه با تکانه‌های وارده اعم از داخلی و خارجی برخوردار باشد. اهمیت ثبات مالی با توجه به تأثیر ۲ بحران مالی معروف دهه ۱۹۳۰ آمریکا و دهه ۱۹۹۰ آسیای جنوب شرقی و همچنین بحران مالی کنونی بر همگان آشکار است. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر آن است که با اجرای سیاست‌های پولی و اعتباری شرایط مساعد برای پیشرفت اقتصادی کشور را فراهم سازد و در اجرای برنامه‌های مختلف اعم از برنامه‌های تثبیت و توسعه اقتصادی پشتیبان دولت باشد. در این راه حفظ ثبات ارزش پول و تعادل موازنه پرداخت‌ها به همراه رشد مداوم اقتصادی از طریق اجرای سیاست‌های پولی از اهداف مهم آن به شمار می‌رود. به این ترتیب حفظ ثبات ارزش پول و تعادل موازنه پرداخت‌ها و رشد مداوم اقتصادی در گروی حفظ ثبات مالی و ممانعت از ایجاد بحران‌های اقتصادی در اقتصاد کشور می‌باشد، بنابراین، از این نظر بانک مرکزی وظیفه‌ای مهم و خطیر بر عهده دارد. در این پژوهش بر آن شدیم تا با بازخوانی عقاید راجر فارمر استاد برجسته اقتصاد دانشگاه کالیفرنیا و با بررسی دقیق ابزارهای نوین مالی رویکردی تازه را برای ممانعت از پیدایش بحران‌های مالی آتی ارائه و راه‌حل‌های سیاستگذاری عملی را بر اساس بنیادی علمی پیشنهاد دهیم تا در نهایت رهاوردی نوین و وظایفی جدید برای بانک مرکزی جهت برقراری ثبات مالی در اقتصاد ایران تعریف گردد.

**واژه‌های کلیدی:** بانک مرکزی، راجر فارمر، ابزارهای نوین مالی، بحران مالی، ثبات مالی.

## ۱. مقدمه

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸، بحث داشتن ثبات مالی در کشورهای مختلف جهان مورد توجه فراوانی قرار گرفت. اینکه سیاست پولی چه جایگاهی در کنترل بحران‌های مالی دارد بسیار مورد بحث است و بحث‌ها بیشتر حول این محورها بوده‌اند که آیا سیاست پولی می‌بایست نسبت به قیمت دارایی‌ها که می‌دانیم با بنیان‌ها منطبق نبوده و نمی‌باشد واکنش نشان دهد و یا فقط باید به سرریز اثر این ناترازی و ناهمگرایی قیمت دارایی با بنیان‌ها بر تورم واکنش نشان دهد؟

در این مقاله قصد داریم آنچه که از بحران مالی سال‌های (۲۰۰۹-۲۰۰۷) آموختیم و تغییراتی را که می‌بایست در ذهنیت خود درباره استراتژی سیاست پولی ایجاد کنیم، بررسی نماییم. ابتدای کار به تغییر ذهنیت کلان اقتصاددانان پولی و رؤسای بانک‌های مرکزی در خصوص استراتژی جدید سیاست پولی می‌پردازیم و سپس با بازخوانی اندیشه‌های راجر فارمر اقتصاددان برجسته آمریکایی دلایل منطقی و نظری این تغییر گرایش را واکاوی خواهیم کرد.

علاوه بر این در بخش دیگری از این مقاله به بررسی کاربرد ابزار مشتقه برای بانک مرکزی خواهیم پرداخت. می‌دانیم که ابزارهای نوین مالی همچون ابزار مشتقه نقش بسیار مهمی در بازارهای مالی دنیا پیدا کرده است و بانک‌های مرکزی به‌صورت فعالانه از این ابزارها برای جلوگیری از ایجاد بحران‌ها استفاده می‌کنند. یکی از مهم‌ترین بحران‌ها در اقتصاد هر کشوری حمله سوداگران به بازار ارز می‌باشد. در این مقاله سعی می‌شود با نگاهی دقیق‌تر به اینگونه ابزارها، موارد استفاده از آنها برای مدیریت بحران ارزی توسط بانک مرکزی شرح داده شود.

## ۲. حباب در بازار چگونه به وجود می‌آید؟

بر اساس تئوری‌های علم اقتصاد و بر اساس کارهای تئوریک و نظری بلانچارد (۱۹۷۸) بازار سرمایه حتی با فرض رفتار عقلایی کنشگران اقتصادی آن نیز دچار حباب قیمتی خواهد شد که این نوع حباب به‌عنوان حباب عقلایی در ادبیات بازارهای مالی به‌کار گرفته می‌شود. بخش دیگری از اقتصاددانان نئوکلاسیک طرفدار ایده عقلانیت که به فرضیه بازارهای کارا اعتقاد دارند، معتقدند که نه تنها وجود حباب‌ها نمی‌تواند دال بر غیرعقلایی بودن باشد بلکه شکل‌گیری و گسترش حباب‌ها می‌تواند کاملاً منطبق بر اصل عقلانیت اقتصادی و ایده انتظارات عقلایی و فرضیه بازارهای کارا باشد. مسئله مهم این است که عقلایی بودن رفتار و انتظارات و نتیجه فرضیه بازارهای کارا ضرورتاً بر این امر دلالت نمی‌کند که قیمت یک دارایی باید با ارزش بنیادی آن برابر باشد. به‌عبارت دیگر، انحراف و فراتر رفتن قیمت یک دارایی از قیمت بنیادی آن می‌تواند به‌عنوان حباب عقلایی مدنظر قرار گیرد.

به بیان بلانچارد و واتسون تحلیل حباب‌های عقلایی سخت است، اما بررسی حباب‌های غیرعقلایی بسیار سخت‌تر خواهد بود. بر اساس نظریه استاندارد بازارهای کارا نرخ بازدهی انتظاری حاصل از یک دارایی، مجموع نسبت قیمتی سود سهم (نسبت بازدهی مستقیم به قیمت دارایی) و سود سرمایه (بازدهی ناشی از تغییرات قیمت) می‌باشد. می‌توان توسط یک مدل اقتصادی نشان داد که عقلانیت فعالان بازار با ایجاد حباب‌های دارایی تضادی ندارد. به عبارت دیگر قیمت بازاری یک دارایی می‌تواند از ارزش بنیادی آن بدون تجاوز از شرط آریترایژ در نظریه بازارهای کارا و ایده عقلانیت و انتظارات عقلایی منحرف گردد و این انحراف می‌تواند به مرور زمان بزرگ و بزرگتر شود؛ چنین فرایندی ایده معروف حباب‌های عقلایی را مجسم می‌نماید. در واقع به وجود آمدن حباب‌های دارایی به این معنا نیست که فعالان بازار غیرعقلایی رفتار می‌کنند و دچار توهم شده‌اند و قیمت‌های حبابی دارایی را به اشتباه به عنوان ارزش بنیادی دارایی ارزیابی کرده و دارایی را به خاطر ارزش بنیادی آن تقاضا نموده و می‌خرند، بلکه آنها در انتظار افزایش بیشتر و بیشتر قیمت دارایی و بنابراین کسب سود سرمایه‌ای حاصل از دارایی در کوتاه‌مدت می‌باشند. آنها ریسک بیشتری را می‌پذیرند تا سود بیشتری را در کوتاه‌مدت کسب نمایند (زمانزاده حمید، ۱۳۹۲).

سقوط قیمت در بازار یک دارایی (ترکیدن حباب) به احتمال پایداری حباب بستگی دارد؛ اگر حباب دارای یک فرایند احتمالی باشد انحراف از ارزش بنیادی دارایی تا زمانی نامعلوم ادامه پیدا نخواهد کرد و قیمت دارایی پس از یک دوره افزایش حبابی در نهایت با ترکیدن حباب سقوط نموده و دچار تنزل شدیدی خواهد شد. تا زمانی که حباب پایدار و در حال بزرگ شدن است، میانگین بازدهی واقعی که برابر با مجموع سود سهم و سود سرمایه است از نرخ بهره بزرگتر است تا ریسک ترکیدن حباب را برای دارنده دارایی جبران نماید؛ در واقع این بازدهی اضافی پاداش ریسک ناشی از نگهداری دارایی است که دچار حباب شده است. بنابراین از این دیدگاه، حباب‌ها می‌توانند عقلایی قلمداد گردند (بلانچارد و واتسون، ۱۹۸۲).

در ادامه این گذاره را اثبات خواهیم کرد:

در دوره  $t$ ، شخص مصرف را به میزان کوچک  $dC$  کاهش می‌دهد و از آن برای خرید سهام استفاده می‌کند، به این دلیل که هزینه یک واحد سهم  $P_t$  است. بنابراین  $dCP_t$  واحد سهم را خواهد خرید. حال اگر فرض کنیم که تابع مطلوبیت خطی باشد آنگاه هزینه مطلوبیت برابر  $dC$  می‌باشد.

دردوره  $t+1$  شخص  $\left(\frac{dC}{p_t}\right)$  را در سودهای سهامی که می‌تواند بخرد دریافت می‌نماید. پس او می‌تواند موجودی دریافتی از  $P_{t+1}\left(\frac{dC}{p_t}\right)$  که می‌تواند همچنان مصرف کند را بفروشد. سود مطلوبیت انتظاری تنزیلی این کنش برابر است با:

$$E_t \left[ \left( \frac{1}{1+r} \right) (D_{t+1} + P_{t+1}) \frac{dC}{p_t} \right] \quad (1)$$

اگر شخص بهینه‌سازی بین دوره‌ای مصرف را رعایت کند، آنگاه تغییر نهایی مطلوبیت نمی‌بایست مطلوبیت انتظاری را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین هزینه مطلوبیت می‌بایست با سود مطلوبیت انتظاری برابر باشد یا:

$$dC = \left[ \left( \frac{1}{1+r} \right) (D_{t+1} + P_{t+1}) \frac{dC}{p_t} \right] \quad (2)$$

با حذف  $dC$  که تا حدودی قراردادی است و با ضرب دو طرف عبارت حاصل در  $P_t$  داریم:

$$P_t = E_t \left[ \left( \frac{1}{1+r} \right) (D_{t+1} + P_{t+1}) \right] \quad (3)$$

معادله بالا در تمام دوره‌ها برقرار است. بنابراین می‌توانیم بنویسیم:

$$P_{t+1} = E_{t+1} \left[ \left( \frac{1}{1+r} \right) (D_{t+2} + P_{t+2}) \right] \quad (4)$$

با جایگزینی ۲ معادله بالا داریم:

$$P_t = E_t \left( \frac{D_{t+1}}{1+r} \right) + E_t E_{t+1} \left[ \frac{D_{t+2} + P_{t+2}}{(1+r)^2} \right] \quad (5)$$

حال می‌توانیم از قانون پیش‌بینی‌های تکراری استفاده کنیم.

$$E_t E_{t+1} X_{t+2} = E_t X_{t+2} \quad (6)$$

در این صورت داریم:

$$P_t = E_t \left( \frac{D_{t+1}}{1+r} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} \right) + E_t \left[ \frac{P_{t+2}}{(1+r)^2} \right] \quad (7)$$

حال با جایگزین کردن:

$$P_t = E_t \left( \frac{D_{t+1}}{1+r} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{t+s}}{(1+r)^s} \right) + E_t \left[ \frac{P_{t+s}}{(1+r)^s} \right] \quad (8)$$

با تحمیل شرط غیر حبابی

$$\lim_{s \rightarrow \infty} E_t \left( \frac{P_{t+s}}{(1+r)^s} \right) = 0 \quad (9)$$

در نهایت به معادله زیر می‌رسیم:

$$P_t = \sum_{s=1}^{\infty} E_t \left( \frac{D_{t+s}}{(1+r)^s} \right) \quad (10)$$

معادله بالا بیان می‌کند که اگر فرد به‌طور عقلایی اقدام به بهینه‌سازی مطلوبیت انتظاری طول عمر خود نماید، آنگاه با تحمیل یک شرط قیمت سهام برابر ارزش کنونی جریان سودهای انتظاری آینده سهام مورد نظر است، یا به عبارتی دیگر برابر قیمت ذاتی سهم است.

ما نیاز به بررسی این موضوع داریم که آیا مسیر قیمت سهام به همراه یک جزء حبابی شرایط مرتبه اول بهینه‌سازی بین دوره‌ای شخص را برآورده می‌کند یا خیر. همانطور که اثبات کردیم شرایط مرتبه اول بهینه‌سازی مصرف شخص به‌صورتی است که معادله پایین تأمین خواهد شد:

$$P_t = E_t \left[ \left( \frac{1}{1+r} \right) (D_{t+1} + P_{t+1}) \right] \quad (11)$$

حال سهامی را در نظر می‌گیریم که جزء حبابی دارد که با  $(1+r)^{t+1} b$  مشخص می‌شود. بنابراین آن را به‌صورت زیر خواهیم نوشت:

$$P_t = \sum_{s=1}^{\infty} E_t \left( \frac{P_{t+s}}{(1+r)^s} \right) + (1+r)^t b \quad (12)$$

ما نیاز به بررسی این مسئله داریم که آیا سمت راست ۲ معادله بالا برابر است یا خیر. بنابراین معادله بالا را به صورت زیر بازنویسی خواهیم کرد:

$$P_{t+1} = \sum_{s=1}^{\infty} E_{t+1} \left( \frac{D_{t+1+s}}{(1+r)^s} \right) + (1+r)^{t+1} b \quad (13)$$

با تقسیم دو طرف معادله بر  $(1+r)$  و با گرفتن انتظار زمان  $t$  از دو طرف داریم:

$$E_t \left( \frac{P_{t+1}}{1+r} \right) = \sum_{s=1}^{\infty} E_t \left( \frac{D_{t+1+s}}{(1+r)^{s+1}} \right) + (1+r)^t b \quad (14)$$

حال اگر از قانون پیش‌بینی‌های تکراری استفاده کنیم و  $E_t \left( \frac{D_{t+1}}{1+r} \right)$  را به دو طرف معادله اضافه کنیم آنگاه داریم:

$$E_t \left( \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{1+r} \right) = E_t \left( \frac{D_{t+1}}{1+r} \right) + \sum_{s=1}^{\infty} E_t \left( \frac{D_{t+1+s}}{(1+r)^{s+1}} \right) + (1+r)^t b \quad (15)$$

$$E_t \left( \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{1+r} \right) = \sum_{s=1}^{\infty} E_t \left( \frac{D_{t+s}}{(1+r)^s} \right) + (1+r)^t b \quad (16)$$

معادله بالا نشان می‌دهد که مسیر قیمت پیشنهادی در شرایط جابجایی، شرایط مرتبه اول فرد را تأمین می‌کند. بنابراین در این حالت مصرف‌کننده تمایل به پرداخت بیش از ارزش کنونی جریان سودهای انتظاری آینده دارد. دلیل این مسئله این است که آنها پیش‌بینی می‌کنند قیمت سهام به صعود خود ادامه خواهد داد. بنابراین آنها می‌توانند از عایدی سهام لذت برده و حق بیمه‌ای که پرداخت می‌کنند جبران شود.

می‌بایست در نظر داشت که  $b$  نمی‌تواند تا ابد منفی باشد چون اگر منفی باشد آنگاه  $(1+r)^t b$  به سمت منفی بینهایت می‌رود و در نتیجه قیمت سهام منفی می‌شود که این امر امکان‌پذیر نیست چون قیمت سهام منفی نخواهد شد.

این تحلیل نشان می‌دهد حتی اگر کنشگران بازار به‌طور عقلایی نیز رفتار کنند هیچ تضمینی وجود ندارد که بازار دچار حباب نشود. به این نوع حباب، حباب عقلایی گفته می‌شود.

### ۳. حباب در بازار دارایی‌ها چه خطری برای اقتصاد ایجاد می‌کند؟

پاسخ پرسش نخست که در مقدمه ذکر شده در برخی از کارهای دانشگاهی بن برناکه آمده و آن این است که در حالت عمومی نباید نگران این حباب‌ها بود، چرا که بسیار دشوار است بیازماییم حباب کجاست و اینکه چرا سیاست پولی دارای این مزیت است که این حباب‌ها را در حالی که بخش خصوصی تشخیص نداده است، تشخیص دهد. در گذشته اجماع نظر بر این بود که منتظر ترکیدن حباب باشیم و در این حین تورم را نیز رصد کنیم و پس از ترکیدن حباب از استراتژی پاکسازی استفاده کنیم یعنی با استفاده مناسب از سیاست پولی عمل تمیز کردن و تصفیه را انجام دهیم (بنینو، ۱۳۹۱).

میشکین (۲۰۱۱) معتقد است که همه حباب‌های قیمت دارایی شبیه به هم نیستند. وی حباب محور اعتبار را خطرناک می‌شمارد. با این نوع حباب زنجیره پیوسته‌ای از حوادث زیر وجود دارد: به دلیل انتظارات فراوان از چشم‌اندازهای اقتصادی یا تغییرات ساختاری در بازارهای مالی اعتباری انفجار آغاز می‌شود. افزایش تقاضا برای برخی از دارایی‌ها و در نتیجه افزایش قیمت آنها و افزایش در ارزش دارایی‌ها و به نوبه خود بیشتر شدن وام‌دهی به این دارایی‌ها، افزایش تقاضا و بنابراین موجب بالاتر رفتن قیمت‌هایشان می‌شود. این چرخه مارپیچی می‌تواند منجر به ایجاد حباب شود و حباب می‌تواند موجب کاهش استانداردهای اعتباری شود، چرا که وام‌دهندگان نسبت به وام‌گیرندگان نگرانی کمتری در خصوص بازپرداخت وام‌هایشان پیدا می‌کنند و به‌جای آن بر افزایش بیشتر قیمت دارایی در راستای محافظت خود از ضرر تکیه می‌کنند. در جایی که این حباب می‌ترکد، فروپاشی در قیمت دارایی‌ها منجر به وارونگی در حلقه بازخوردی شده که در آنها وام‌ها بی‌ارزش شده و وام‌دهندگان از عرضه اعتبار دست خواهند کشید، تقاضا برای دارایی‌ها بیشتر تنزل می‌کند و قیمت‌ها بیش از اندازه پایین می‌آید. نتیجه این حالت آن است که وام‌ها نکول شده و کاهش قیمت‌ها ترازنامه مؤسسات مالی را می‌فرساید، اعتبار و سرمایه‌گذاری در دامنه وسیعی از دارایی‌ها کاهش می‌یابد و در نهایت باعث ایجاد رکود در اقتصاد می‌شود. با این حال نوع دومی از حباب وجود دارد که خطر بسیار کمتری دارد و می‌توان آن را فراوانی غیرمنطقی نامید. این حباب انحصاراً توسط انتظارات بیش از حد خوشبینانه محقق می‌شود و نسبت به حباب‌های مشتقه

اعتباری ریسک کمتری را برای سیستم مالی در بر دارد. به‌عنوان مثال حباب تکنولوژی در سال ۱۹۹۰ توسط چرخه بازخوردی بین وام‌دهندگان بانکی و افزایش ارزش دارایی خالص تغذیه نمی‌شد. بنابراین ترکیدن حباب با یک زوال بازار در سطح ترازنامه‌های بانکی همراه نشد و در نتیجه تأثیری بر اقتصاد کلان نداشت.

تحقیقاتی که در گذشته روی این موضوع که "چگونه اطلاعات نامتقارن بهره‌وری عملکرد سیستم مالی را مختل می‌کند" صورت پذیرفته است، وجود یک ارتباط بین عملکرد نوسانات چرخه کسب و کار و اصطکاک‌های مالی را تأیید می‌کند. هنگامی که شوک‌های نامتقارنی در سیستم مالی اطلاعات را بالا می‌برد، اصطکاک‌های مالی به شدت افزایش می‌یابد و نتیجه آن بی‌ثباتی مالی است. در این حالت سیستم مالی دیگر در پی کانالیزه کردن سرمایه‌ها به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری مولد نخواهد بود. نتیجه این حالت می‌تواند منجر به آن شود که اقتصاد وارد کندی جدی رشد اقتصادی شود. حتی پیش از بحران هم اغلب بانک‌های مرکزی دریافته بودند که اختلالات مالی می‌توانستند برای اقتصاد بسیار خسارت‌بار باشند و این امر، اقدامات فوق‌العاده‌ای را که بانک‌های مرکزی در خلال بحران برای تقویت بازارهای مالی انجام می‌دادند را توجیه می‌کرد.

در حباب آموختیم که ترکیدن حباب‌های مشتقه اعتباری نه تنها بسیار پر هزینه است بلکه تمیز کردن پس از آن نیز بسیار دشوار است. همچنین تشخیص حباب‌های اعتباری بسیار آسان‌تر از حباب قیمت دارایی‌هاست. رگولاتورهای مالی و بانک‌های مرکزی اغلب اطلاع دارند که وام‌دهندگان استانداردها و شرایط اعتباری خود را تضعیف خواهند نمود، بنابراین میشکین در نهایت نتیجه می‌گیرد که پیشگیری از ایجاد اینگونه از حباب‌ها بهتر از درمان آنهاست.

در دوره بحران این امکان وجود دارد که از سایر ابزارهای نامتعارف استفاده شود که معمولاً شامل سمت دارایی ترازنامه بانک مرکزی متشکل از اسناد خزانه‌داری است. این روش‌های نامتعارف به ۳ دسته تقسیم می‌شوند: روش نخست برای عرضه نقدینگی کوتاه‌مدت به مؤسسات سپرده‌پذیر، کارگزاران بورس و صندوق‌های بازار پول و در برخی از مواقع بانک مرکزی به‌عنوان آخرین وام‌دهنده عمل می‌کند. روش دیگری نیز وجود دارد که دارایی‌ها را وسعت داده و ارزش دارایی‌ها را بالا ببرند که مرتبط با بازارهای خاص از جمله سهام می‌باشد و به آنها سیاست تسهیل اعتباری می‌گویند. روش سوم نیز نگهداری دارایی‌های دارای کیفیت بالاست (اوراق خزانه‌داری) نه دارایی‌هایی که تحت تأثیر بحران قرار می‌گیرند (سهام و مسکن) و به آن سیاست تسهیل مقداری گویند.

پس رویه دخالت اول این است که بانک مرکزی به‌عنوان آخرین وام‌دهنده اقدام به عرضه و تأمین نقدینگی واسطه‌های مالی کند و رویه دوم این است که در طرف دارایی دخالت شود. بحران مالی زمانی رخ می‌دهد که حفظ بدهی‌ها و دیون سخت می‌شود و ارزش دارایی‌ها شروع به کاهش می‌کند و



در نتیجه ارزش سرمایه کاهش پیدا کرده و واسطه مالی توانایی پرداخت دیون را از دست می‌دهد. برای مقابله می‌بایست قیمت دارایی‌ها را بالا برده و هزینه بدهی‌ها را کاهش داد (بنینو، ۱۳۹۱). در نهایت نتیجه می‌گیریم که بانک مرکزی در مقابل بازار دارایی‌ها مسئول است و می‌بایست به شدت از ایجاد حباب در بازار دارایی‌ها ممانعت به عمل آورد. اما اگر حباب در بازار دارایی به ویژه بازار سهام شکل گرفت بانک مرکزی می‌بایست با اتخاذ سیاست‌های غیر متعارف پولی از جمله سیاست اعتباری از ترکیدن یکباره حباب بازار سهام ممانعت به عمل آورد. حال پرسشی که مطرح می‌شود این است که "بنیادهای نظری و منطقی این سیاست چیست؟" که در ادامه با بازخوانی عقاید راجر فارمر به آن پاسخ خواهیم داد.

#### ۴. اعتماد در بازار سهام به مثابه یک بنیان اقتصادی

راجر فارمر معتقد است که اعتقادات مشارکت‌کنندگان در بازار بر ارزش بازاری سهام اثرگذار است و آنها می‌توانند بر فعالیت اقتصادی تأثیری مستقل بگذارند. اعتماد اهمیت دارد چون از دست رفتن اعتماد می‌تواند به یک پیشگویی خودمحقق<sup>۱</sup> تبدیل شده و موجب شود فعالیت اقتصادی به سرایشی مارپیچ بیفتد که فرجامش رکود است. سیاست پولی و مالی تنها در شرایطی می‌تواند بر اقتصاد تأثیرگذار باشد که خانوارها و شرکت‌ها با خرید دارایی‌های مشهودی مانند مسکن و سرمایه‌گذاری ثروت خود در بازار سهام به اقتصاد اعتماد کنند، به گونه‌ای که شرکت‌ها دوباره به سرمایه‌گذاری در کارخانه‌ها پردازند. هیچ دلیل اقتصادی محکمی وجود ندارد که تنها به اعتبار اینکه دولت پولی را استقراض و آن را بر روی کالاها و خدمات هزینه می‌کند چنین اتفاقی بیفتد. اعتماد عاملی مستقل است که منجر به تعیین نرخ بیکاری می‌شود؛ اگر ما اعتماد را بازنگردانیم شاید اقتصاد دوباره شروع به رشد کند اما بخش خصوصی مشاغلی را که برای بازگشت اشتغال کامل ضروریست ایجاد نمی‌کند.

همانطور که اعتماد می‌تواند به شدت کم شود، می‌تواند افزایش هم پیدا کند. در واقع اگر اعتماد به سرعت ایجاد شود حباب‌ها در بازار دارایی‌ها پدیدار می‌شوند و می‌توانند اقتصاد را به سوی اشتغال بالا هدایت کنند و این، کنترل تورم را برای بانک مرکزی دشوار می‌کند؛ بنابراین حباب‌ها و سقوط‌ها هر دو به رفاه اقتصادی آسیب می‌زنند (فارمر، ۱۳۹۱).

---

۱. پیشگویی خودمحقق عبارت است از یک پیش‌بینی که باعث می‌شود خودش درست باشد. این واژه توسط رابرت مرتون (Robert Merton) در ۱۹۶۸ ابداع شد و از آن تاریخ به بعد به طور گسترده در علوم اجتماعی برای درک این پدیده مورد استفاده قرار گرفته که اعتماد مشارکت‌کنندگان بازار به طور مستقل حوادث شناخته شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

بانک مرکزی مجاز است که کنترل نوسانات نرخ بهره داخلی را برای مبارزه با تورم و نوسانات نرخ رشد شاخص قیمت بازار سهام ملی در جهت مدیریت اعتماد و دستیابی به تعادل اشتغال در سطح بالا بر عهده گیرد. پیشنهاد سیاستی راجر فارمر بر مبنای نظریه جدیدی است که بهترین ویژگی‌های اقتصاد کلاسیک و کینزی را ترکیب می‌کند. از اقتصاد کلاسیک این ایده گرفته شد که نظریه‌ای شفاف باید توضیح دهد که رفتار و انتخاب‌های جمعی افراد چگونه تولید کل را تعیین می‌کند و از اقتصاد کینزی نیز این ایده گرفته شد که بازارها همیشه خوب کار نمی‌کنند و گاهی اوقات سرمایه‌داری نیازمند برخی رهنمودها می‌باشد.

اقتصاددانان کلاسیک استدلال می‌کنند که قیمت بازاری یک سهم برابر است با مجموع ارزش سودهای سهامی که در طول عمر شرکت به صاحب سهم پرداخت خواهد شد. مطابق این فرضیه که فرضیه بازارهای کارا نامیده می‌شود، سودهای سهامی که ماه بعد پرداخت می‌شوند از سودهای سهامی که در آینده دور پرداخت می‌شوند ارزشمندترند. به دلیل اینکه سودهای سهام تنها به بنیادهای بازار بستگی دارند، هیچ مجالی در فرضیه بازارهای کارا برای روانشناسی بازار وجود ندارد. اقتصاددانان کلاسیک معتقدند که ارزش بازار سهام توسط بنیادها تعیین می‌شود. در سال ۲۰۰۸ بازارها در سراسر جهان ۴۰ درصد ارزششان را بدون دلیل بنیادی شفافی از دست دادند. روزنامه‌نگاران مالی اظهار کردند که سقوط سال ۲۰۰۸ ناقوس مرگ فرضیه بازارهای کارا را به صدا درآورد. استدلال کینزی این بود که اغلب افراد سهام را برای مدتی طولانی خرید و فروش نمی‌کنند. آنها به این دلیل دست به خرید و فروش سهام می‌زنند که فکر می‌کنند افراد دیگر سهام را در آینده کمتر یا بیشتر از ارزش فعلی آن ارزش‌گذاری می‌کنند. آنچه برای سهام و اوراق بهادار کاربرد دارد برای املاک و مستغلات هم کاربرد دارد.

مطابق ایده اقتصاددانان کینزی بازار سهام از طریق اعتماد به پیش می‌رود؛ آنها به این حقیقت اشاره می‌کنند که قیمت‌های بازار سهام بسیار بیشتر از آنچه که باید مطابق نظریه کلاسیک نوسان کند تغییر می‌یابد. چگونه می‌توان ایده اعتماد به مثابه یک بنیاد را با ایده کلاسیکی تلفیق کرد، به طوری که افراد عقلایی اعمالی را انجام دهند که در راستای بهترین منافع خودشان باشد؟ پاسخ کینزی این بود که آینده قابل پیش‌بینی نیست و هیچ راه درستی برای شکل‌دهی اعتقادی پیرامون آینده وجود ندارد. این ایده که اعتماد می‌تواند به مثابه شوکی مستقل در اقتصاد عمل کند در کار اقتصاددانان کلاسیکی مانند پیگو ارائه شده بود. راجر فارمر با استفاده از مدل کلاسیکی پیگو مدلی ارائه کرد که نه تنها شوک‌های بهره‌وری را مانند کار کیدلند و پرسکات بلکه شوک‌های اعتماد را هم مجاز می‌دانست و در بر می‌گرفت. این ایده که نوسانات در اعتماد عقلایی هستند آن چیزی است که تحقیق وی را از رویکردهای رفتارگرا که بر نقش روانشناسی به مثابه عامل تعیین‌کننده رفتار انسانی فردی تأکید می‌کنند

متمایز می‌سازد. مثال‌های اخیر از کاربردهای رویکردهای رفتارگرا برای اقتصاد عبارتند از کتاب عمومی ناچ نوشته تالر و سانستین (۲۰۰۹) و روح حیوانی نوشته آکرلوف و شیلر (۲۰۰۹). هر یک از این کتاب‌ها نتایج خود را با استفاده از این ایده که افراد کاملاً عقلایی نیستند و گاهی اوقات به کمک نیاز دارند ترسیم می‌کنند. فارمر بر خلاف رفتارگرایان معتقد است که افراد عقلایی‌اند، اما معتقد است که اصل موضوعه عقلانیت در علم اقتصاد اغلب بد فهمیده می‌شود. در واقع عقلانیت قضاوت ارزشی درباره اعمال درست یا نادرست نیست، بلکه عقلانیت یک همانگویی است. وقتی اقتصاددانان می‌گویند که انسان اقتصادی عقلایی است منظور آنها تنها این است که انسان‌ها اهدافی را با توجه به بهترین توانایی‌هایشان پیگیری می‌کنند. وقتی لوکاس این ایده را به بحث در خصوص انتظارات عقلایی کشاند منظورش تنها این بود که انسان‌های منفرد احتمالاً به‌طور مداوم اشتباه نمی‌کنند. انتظارات عقلایی به این ایده رسمیت بخشید که شما نمی‌توانید همیشه همه افراد را فریب دهید.

بنابر عقیده راجر فارمر رکود بزرگ به این دلیل اتفاق افتاد که بنگاه‌ها نتوانستند به اندازه کافی برای حفظ اشتغال کامل کالا بفروشند. کارگران بیکار قدرت خرید کالاها را نداشتند و همین منجر به چرخه‌ای معیوب شد که یک دهه طول کشید. کینز فکر می‌کرد که تقاضای کل اساساً به درآمد وابسته است. اما تحقیقات انجام شده بر روی مصرف در دهه ۱۹۵۰ اثبات کردند که این فرضیه نادرست است و در حقیقت افراد کم و بیش بر مبنای میزان ثروتشان برای کالاها و خدمات هزینه می‌کنند. فریدمن (۱۹۵۷) نشان داد که نوسانات انتقالی درآمد اثری کوچک بر مصرف دارد و آنچه مهم است تغییرات پایداری است که وی درآمد دائمی نامید و این درآمد دائمی را دیگر محققان با ثروت شناسایی‌اش کردند. طی دهه ۱۹۳۰ خانوارهای بسیاری مالک ثروت مشهودی در قالب حساب‌های بانکی بوده‌اند اما این دارایی‌ها به محض ورشکستگی بانک‌ها ناپدید شدند. ثروت نقش مهمی در تعیین مصرف ایفا می‌کند و هنگامی که ثروت کاهش می‌یابد و برای یک دوره زمانی متصور پایین می‌ماند خانوارها تمایل به کاهش مصرفشان دارند و تقاضای کل برای کالاها و خدمات نیز کاهش می‌یابد.

اقتصاددانان کینزی بر روی درآمد به‌عنوان تعیین‌کننده اصلی مصرف تأکید می‌کنند. حال آنکه اگرچه نوسانات در درآمد عاملی در تعیین مصرف هستند، اما مهم‌ترین عامل به‌شمار نمی‌روند. این افتی پایدار در ثروت کل بود که منجر به تعمیق و گسترش بیکاری در زمان رکود بزرگ شد و این کاهشی پایدار در ثروت بود که احتمال می‌رفت سقوط سال ۲۰۰۸ را به حادثه‌ای شدیداً دردناک تبدیل می‌کند. بینش کلاسیک به ۲ دلیل اشتباه است: نخست اینکه اقتصاددانان کلاسیک مدرن از نقش اعتماد به‌مثابه عاملی مستقل که رونق‌ها و حباب‌ها را موجب می‌شود چشم‌پوشی می‌کنند. دوم آنکه اقتصاددانان کلاسیک اقتصاد را مانند مکانیزمی خودتصحیح می‌بینند که در آن نیروهای بازار اشتغال کامل را بازمی‌گردانند.

آمارهای اقتصادی نشان می‌دهد که رکودهای بزرگ در اقتصاد آمریکا با سقوطهای ناگهانی در بازار سهام به وقوع پیوست. راجر فارمر معتقد است که سقوط بازار سهام علت وقوع رکود بوده است نه معلول آن. این حقیقت که بازار در سال ۱۹۸۷ نسبتاً سریع بهبود یافت تا حدی به دلیل فعالیت‌های فدرال رزرو بود. آلن گرین اسپن از تاریخ وقایع دهه ۱۹۳۰ آگاهی داشت و به افت شدید بازار سهام با اعلان عمومی اینکه فدرال رزرو آمادگی وام‌دهی هر مقدار ضروری وجه نقد به بانک‌ها و بازگشایی خط اعتباری برای شرکت‌های کارگزاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری که دچار زیان پولی بوده اند را دارد، واکنش نشان داد. تزریق اعتبار توسط فدرال رزرو موفقیت‌آمیز بود و ارزش دارایی‌ها بهبود یافته و دومین رکود بزرگ جامه عمل به خود نپوشید. تا ژوئیه ۱۹۸۹ اس اند پی ۵۰۰ به اوج خود در سال ۱۹۸۷ بازگشت و به محض اینکه بازار سیر صعودی به خود گرفت، دارایی‌های مالی شرکت‌های کارگزاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری به حالت قبل بازگشت و این شرکت‌ها توانستند وام‌های اعتباری خود را تسویه کنند.

روانشناسی بازار، شوک‌های بنیادین کوچک بازار را جذب و آنها را از طریق ایجاد هراس در بازارهای مالی بزرگ می‌کند. در دنیای کلاسیک یک سرمایه‌گذار خونسرد می‌تواند در برابر بازار شرط‌بندی کند و به اقتصاد کمک کند تا به اشتغال کامل باز گردد. چنین سرمایه‌گذار دوراندیشی سود چشمگیری در این فرایند کسب می‌کند (فارمر، ۱۳۹۱).

## ۵. در سال ۲۰۰۸ چه اتفاقی افتاد؟

در بحران سال ۲۰۰۸، اقتصاد جهانی به سرعت به اوج بیکاری رسید و تعادل با ثروت پایین با از دست رفتن اعتماد نسبت به ارزش دارایی‌های با پشتوانه وام‌های رهنی ایالات متحده تشدید شد.

بانک‌های مرکزی کشورها با ۲ اهرم سیاستی اقتصاد را کنترل می‌کنند. نخستین اهرم عبارت است از اندازه ترازنامه آن که حجم پول در گردش اقتصاد را تعیین می‌کند و دومی هم عبارت است از ترکیب ترازنامه آن. تا این اواخر بانک‌های مرکزی تقریباً به‌طور انحصاری ذخایری را در قالب طلا یا اخیرتر در قالب وام‌هایی به دولت‌های ملی نگهداری می‌کردند. در نوامبر ۲۰۰۸ فدرال رزرو و بانک مرکزی انگلیس شروع به خرید انواع مختلف دارایی‌ها در قالب سیاست تسهیل مقداری کردند. سیاستگذاران بانک مرکزی باید علاوه بر استفاده از اندازه ترازنامه‌شان برای تغییر نرخ بهره و هدفگذاری تورم، از ترکیب ترازنامه بانک مرکزی برای تغییر قیمت‌های دارایی و هدفگذاری نرخ بیکاری استفاده کنند. این امر نیاز به این ندارد که بانک مرکزی سهام یک شرکت منفرد را معامله نماید. برنامه‌ای بهتر عبارت است از معامله صندوق شاخص بازار سهام. بخش مهمی از این برنامه این است که دخالت بانک مرکزی در بازار سهام باید مستقل از کنترل آن بر عرضه پول باشد.

## ۶. توصیه سیاستی راجر فارمر

اقتصادهای بازار آزاد علائم قیمتی لازم را برای تضمین این موضوع که تعداد مشخصی شغل به روش درستی ایجاد شوند را فراهم نمی‌کنند. از آنجا که چنین علائمی وجود ندارند، اقتصاد بازار آزاد در معرض بیکاری بسیار بالا و پاینده قرار دارد.

بنگاه‌ها بر مبنای تقاضا برای کالاهایی که تولید می‌کنند تصمیم می‌گیرند که چه تعداد کارگر استخدام کنند. تقاضا برای کالاها به ثروت بستگی دارد و سطوح مختلف ثروت منجر به نرخ‌های بیکاری متفاوتی می‌شود. ثروت تا حدی به اعتماد بستگی دارد. ارزش دارایی‌های فیزیکی به ارزشی بستگی دارد که مشارکت‌کنندگان در بازار فکر می‌کنند این دارایی‌ها در آینده خواهند داشت.

سیاست‌های مالی و پولی نمی‌توانند برای فرار از بیکاری فزاینده به ما کمک کنند، مگر اینکه این سیاست‌ها اعتماد را هم به بازار سهام بازگردانند. از چشم‌انداز نظریه کلاسیک و کینزین‌های جدید، بانکداران مرکزی تصمیم درستی را خواهند گرفت. آنها اعتقاد دارند که نرخ‌های جدید بیکاری بالاتر که ظهور خواهند کرد ویژگی‌های دائمی اقتصادهای داخلی‌اند که ناشی از تغییراتی در بنیادهای اقتصادی می‌باشند، اما بنیادی که تغییر کرده اعتماد مشارکت‌کنندگان بازار سهام است. واکنش صحیح به بحران در هر کشوری استقرار نهادی برای کنترل ارزش ثروت بازار سهام ملی با هدف‌گذاری نرخ رشد یک صندوق شاخص است. به‌طور ایده‌آل این کارکرد بر عهده بانک مرکزی ملی است، اما در هماهنگی با سیاست پولی داخلی بانک‌های مرکزی می‌بایست تغییرات در اندازه ترازنامه‌هایشان را برای جلوگیری از افزایش یا کاهش شدید تورم به کار ببندند. آنها می‌بایست تغییرات در ترکیب ترازنامه‌شان را برای ممانعت از شکل‌گیری حباب‌ها و سقوط‌ها به کار بگیرند (فارمر، ۲۰۱۱).

## ۷. کاربرد ابزار مشتقه ارزی برای بانک مرکزی

در بدو تحلیل می‌بایست توجه شود در کشوری که جریان ورود و خروج ارز کنترل نمی‌شود و در واقع حساب سرمایه آن باز است تثبیت نرخ ارز موجب می‌شود که نرخ تورم خارج از سیاست پولی تعیین شود. کنترل نرخ ارز مستلزم آن است که دارایی‌های خارجی بانک مرکزی با ورود ارز منبسط و با خروج آن منقبض گردد. بنابراین در شرایط باز بودن حساب سرمایه، دفاع از نرخ ارز مستلزم آن است که ترازنامه بانک مرکزی مانع آن شود که ورود و خروج ارز موجب نوسانات نامطلوب در قیمت آن شود. در این صورت سیاست پولی که مهم‌ترین لنگر آن ترازنامه بانک مرکزی است و پس از آن کنترل تورم، قربانی کنترل نرخ ارز خواهد شد. برعکس اگر بانک مرکزی بخواهد کنترل تورم را هدف قرار دهد می‌بایست بتواند ترازنامه خود را کنترل و دفاع از نرخ ارز را رها کند.

تأکید دولت‌ها به ثابت نگه داشتن نرخ ارز نمی‌تواند سیاست پایداری باشد. دفاع از ارزش پول ملی مستلزم این است که بانک مرکزی تعدیلات بزرگ و مکرری در سیاست‌های پولی اتخاذ نماید؛ با علم به اینکه این تغییرات ممکن است اثرات سیاسی و اقتصادی زیان‌باری ایجاد نماید. به‌عنوان مثال ذخایر استقرای می‌تواند باعث افزایش بدهی بخش دولتی گردد، افزایش نرخ‌های بهره ممکن است منجر به رکود اقتصادی و انقباض فعالیت‌های اقتصادی شود و وضع نمودن محدودیت بر تحرک سرمایه نیز به سرمایه‌گذاری خارجی آسیب برساند (نیلی، ۱۳۹۱).

با این تفاسیر ایجاد یک نظام ارزی شناور مبتنی بر بازار رقابتی در اقتصاد کشور بسیار ضروری می‌باشد. البته باید توجه داشت به دلیل اینکه بخش عرضه ارز به علت صادرات نفت خام عموماً توسط دولت صورت می‌گیرد برای متنوع‌سازی تولید و تقویت صادرات غیرنفتی می‌بایست قاعده مشخص و منسجمی بر اساس تئوری‌های اقتصادی تعیین گردد تا همیشه درصد معینی از درآمدهای نفتی در داخل کشور هزینه گردد. در این صورت هم می‌توان به رشد تولید صادراتی کشور امید بست و هم به ایجاد یک بازار رقابتی شناور ارزی امیدوار بود.

بازار ارز کشورها حتی با وجود برقراری یک نظام ارزی شناور دستخوش حملات سوداگرانه خواهد شد اما راهکارهای مقابله با اینگونه از حملات توسط بانک مرکزی چیست؟ هر کدام از این سیاست‌ها چه معایبی دارد؟

## ۸- راهکارهای بانک مرکزی برای مقابله با حملات سوداگرانه

### ۸-۱. وجود ذخایر ارزی مکفی

ذخایر عظیم ارزی کشور سوداگران را از حمله به بازار ارز باز می‌دارد. به‌طور معمول نخستین استراتژی دفاعی بانک مرکزی در مواجهه با حملات ارزی مداخله در بازار نقدی ارز و فروش ذخایر ارزی است که پایه پولی و همچنین استقلال سیاست پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### ۸-۲. کارایی نرخ بهره

سیاست دفاعی استاندارد در مواجهه با حملات ارزی، افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت به‌منظور افزایش هزینه فرصت فعالیت‌های سفته‌بازی است. بنابراین، این سیاست در شرایط حملات سفته‌بازانه شدید اغلب باعث ایجاد رکود در فعالیت‌های اقتصادی می‌شود (همانطور که در بحران ارزی ۱۹۹۸ روسیه و ۱۹۹۵ مکزیک به وقوع پیوست).

### ۸-۳. محدودیت حرکت سرمایه

بانک مرکزی می‌تواند با وضع مالیات بر ورود و خروج سرمایه مانع از تحرک کامل سرمایه در سطح بین‌المللی گردد، اما این سیاست موجب خدشه‌دار شدن چهره بین‌المللی کشور و تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری خارجی گردد.

### ۹. مداخله در بازارهای مشتقه ارز

بازارهای آتی ارزی یکی از کانال‌های اصلی برای سفته‌بازان به‌منظور حمله به نرخ ارز محسوب می‌شود. بانک مرکزی می‌تواند به‌عنوان مشتری در بازار آتی ارز وارد شود و از صعود قیمت‌ها جلوگیری نماید. این کار یک استراتژی بهینه برای بانک‌های مرکزی محسوب می‌شود زیرا برخلاف ابزار افزایش نرخ‌های بهره و همچنین مداخله در بازار نقدی ارز و از دست رفتن ذخایر ارزی کشور آثار زیان‌بار کمتری دارد. در کشورهایی که بازار آتی ارز شکل نگرفته است این امکان برای بانک مرکزی جهت مقابله با حملات سوداگرانه وجود ندارد و بانک مرکزی می‌بایست با استفاده از ذخایر خود به مداخله در بازار نقدی پردازد (همتی، ۱۳۹۱).

واقعیت این است که بانک مرکزی در هنگام ورود پول سفته‌بازانه داخلی به بازار ارز به‌شدت متحمل زحمت خواهد شد. پولی که با افزایش سرعت گردش پول به قدرت تخریبش اضافه خواهد شد و این مسئله‌ای است که به هیچ‌وجه در شرایط عادی بازار با آن روبرو نیست.

بازار آتی ارز ابزاری نوین در دستان بانک مرکزی است که با استفاده از آن بتواند با کمک ریال سعی در کنترل ریال نماید. حقیقت آن است که به‌خاطر خاصیت اهرمی قراردادهای آتی ارز بخش مهمی از سفته‌بازان ارزی جذب آن خواهند شد. بنابراین سفته‌بازان ارزی عرضه و تقاضای ارز خارجی خود را به بازار آتی ارز خواهند آورد، به این دلیل با فرض ثبات عرضه و تقاضای واقعی ارز، قیمت آتی ارز در بازار آتی تعیین خواهد شد. قیمت آتی ارز با توجه به مکانیزم آربیتراژ به قیمت نقدی ارز پیوند خورده است و تغییرات قیمت آتی ارز به بازار نقدی سرایت خواهد نمود. بنابراین گزاره مهم اقتصادی در اینجا این است که رابطه علی بین قیمت آتی ارز و قیمت نقدی ارز، از قیمت آتی به سمت قیمت نقدی می‌باشد. این به آن معناست که با کنترل بازار آتی می‌توان بازار نقدی ارز را نیز کنترل نمود و این یعنی کنترل قیمت ارز توسط بانک مرکزی به کمک ریال و نه لزوماً به کمک ذخایر ارزی.

مسئله مهمی که اینجا وجود دارد این است که به‌دلیل خاصیت اهرمی قراردادهای آتی شوک‌های انتظاری به بازار ارز موجب واکنش بیشتر بازار و در نتیجه نوسان بیشتر نرخ ارز خواهد شد، اما کاهش اهرم قراردادهای آتی ارز و حذف نرخ بهره ریالی سپرده‌های وجه تضمین از طرفی و

وجود مکانیزمی به نام آریترائز به دلیل اخذ موقعیت‌های معکوس با بازار از طرف دیگر از شدت نوسانات بسیار خواهد کاست. بنابراین التهاب بیشتر بازار به دلیل وجود بازار آتی از نظر نگارنده کاملاً منتفی است. بر این اساس، بانک مرکزی می‌تواند در شرایط حمله سوداگرانه به بازار ارز علاوه بر اتخاذ موقعیت معاملاتی فروش با تغییر اهرم این قراردادها به مقابله با این حملات بپردازد.

### ۱۰. نتیجه‌گیری

می‌توان ثبات مالی را به شرایطی اطلاق نمود که سیستم مالی بدون هیچ مشکل و نارسایی قادر به ایفای وظیفه‌اش در تخصیص منابع اقتصادی و مدیریت ریسک‌ها و همچنین عملکرد مؤثر سیستم پرداخت‌ها بوده و در عین حال از انعطاف‌پذیری لازم برای مواجهه با تکانه‌های وارده اعم از داخلی و خارجی برخوردار باشد. اهمیت ثبات مالی با توجه به تأثیر ۲ بحران مالی معروف دهه ۱۹۳۰ آمریکا و دهه ۱۹۹۰ آسیای جنوب شرقی و همچنین بحران مالی کنونی بر همگان آشکار است.

در این مقاله کوشیدیم که استراتژی‌های نوین بانک مرکزی برای برقراری ثبات مالی را توضیح دهیم و سیاست‌های نامتعارف و جدید بانک مرکزی را شرح دهیم. نتیجه گرفته شد که بانک مرکزی در مقابل بازار دارایی‌ها مسئول است و باید به شدت از ایجاد حباب در بازار دارایی‌ها ممانعت به عمل آورد، اما اگر حباب در بازار دارایی به ویژه بازار سهام شکل گرفت بانک مرکزی می‌بایست با اتخاذ سیاست‌های غیر متعارف پولی از جمله سیاست اعتباری از ترکیدن یکباره حباب بازار سهام ممانعت به عمل آورد. همچنین عنوان شد که واکنش صحیح به بحران در هر کشور نیازمند استقرار نهادی برای کنترل ارزش ثروت بازار سهام است. به طور ایده آل این کارکرد بر عهده بانک مرکزی است، اما سیاست‌های بانک مرکزی نیز می‌بایست در هماهنگی با سیاست پولی داخلی باشد. بانک‌های مرکزی باید تغییرات در اندازه ترازنامه‌هایشان را برای جلوگیری از افزایش یا کاهش شدید تورم به کار بسته و تغییرات در ترکیب ترازنامه‌شان را برای ممانعت از شکل‌گیری حباب‌ها و سقوط‌ها به کار بگیرند. این سیاست از آن نظر برای اقتصاد کشور مهم است که بازار سهام ایران طی سالیان اخیر رشد و گسترش بسیاری داشته و در حال حاضر نیز بخش مهمی از ثروت ایرانیان را به خود اختصاص داده است، بنابراین ایجاد حباب و ترکیدن آن مطمئناً می‌تواند تأثیرات منفی زیادی بر اقتصاد کشور بر جای بگذارد. بنابراین، بانک مرکزی کشور موظف است که این بازار را رصد کند و حضور فعالانه در آن داشته باشد و به ویژه از ایجاد حباب مشتقه اعتباری در آن جلوگیری نماید.



در بخش دیگر این مقاله برقراری نظام نرخ ارز شناور در کشور برای کاهش احتمال حملات سفته‌بازانه به بازار ارز پیشنهاد گردید و توصیه شد که بانک مرکزی از ابزارهای مشتقه (آتی و اختیار) به طور فعال جهت ممانعت از حملات سوداگرانه به بازار ارز استفاده نماید.

### منابع

- بنینو (۱۳۹۱)، "تغییر گرانگه سیاست‌های پولی"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، سال ۱۰، تابستان.
- حسن‌زاده، علی و نوشین اسدی‌پور (۱۳۹۰)، "ثبات مالی در اقتصاد"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، سال ۹، زمستان. زمانزاده، حمید (۱۳۹۲)، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۵۰۴.
- فارمر، راجر (۱۳۹۱)، "اقتصاد چگونه کار می‌کند؟" ترجمه فرهادی پور، انتشارات دنیای اقتصاد.
- نیلی، فرهاد (۱۳۹۱)، "سیاست پولی مقاومتی"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، سال ۱۰، تابستان.
- همتی، مریم (۱۳۹۱)، "بانک مرکزی و مقابله با حملات سوداگرانه در بازار ارز"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، سال ۱۰، تابستان.
- Mishkin, Frederic (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis, Cambridge", Working Paper, 16755.
- Farmer, Roger E.A. (2011), *Qualitative Easing: How it Works and Why it Matters*.