

اهمیت و ضرورت ثبات مالی

نغمه پورفتحی^۱

چکیده:

به دنبال وقوع بحران مالی آسیا در دهه ۱۹۹۰، مسأله ثبات مالی مورد توجه سیاست گذاران قرار گرفت. ثبات مالی سنگ بنای اقتصادهای مدرن و نشان از عملکرد صحیح نظام مالی دارد و پیش نیاز رشد اقتصادی و مقاوم سازی اقتصاد در برابر شوکها است. طی دهه های گذشته هدف ثبات مالی از اهمیت زیادی برخوردار گردیده و بسیاری از بانک های مرکزی علاوه بر ثبات پولی متعهد به برقراری ثبات مالی شده اند و برقراری ثبات مالی به عنوان یکی از اهداف اصلی بانک های مرکزی قرار گرفته شده است. در راستای رشد و توسعه اقتصادی، توسعه نظام مالی نقش بسیار مهمی دارد، از اینرو ثبات مالی و اثرات ناشی از آن نقش مهمی در اقتصاد ایفا میکند. بروز بحران در نظام مالی، سبب سرایت به سایر بخش های اقتصاد شده و در نهایت هزینه های گزاف اقتصادی و اجتماعی برای اقتصاد به بار خواهد آورد که این امر ممکن است منجر به وقوع بحران مالی گردد. از اینرو ضرورت ثبات نظام مالی و برخورداری از سلامت و صحت عملکرد موجب تخصیص کارآمد و توزیع مناسب ریسک شده و زمینه را برای رشد و توسعه اقتصادی فراهم می آورد. از اینرو در این مقاله سعی می گردد اهمیت ثبات مالی، شاخص های سلامت نظام مالی از دیدگاه صندوق بین المللی پول، رابطه سیاست پولی و ثبات مالی، مراحل توسعه مالی، نقش توسعه مالی در رشد و توسعه اقتصادی و بررسی وضعیت ایران در برخی از شاخص های سلامت نظام مالی از دیدگاه صندوق بین المللی پول مورد بررسی قرار گیرد.

واژه کلیدی: شاخص های سلامت نظام مالی، سیاست پولی و ثبات مالی، توسعه مالی، توسعه اقتصادی

۱. مقدمه:

به دنبال وقوع بحران مالی آسیا در دهه ۱۹۹۰ پدیده ثبات مالی مورد توجه سیاست گذاران قرار گرفته است. بعد از وقوع این آشفتگی، بانک جهانی و صندوق بین المللی پول (IMF)، در سال ۱۹۹۹ برنامه ارزیابی بخش مالی^۲ (FSAP) را معرفی کردند. هدف این برنامه ارزیابی و رصد منظم قدرت و ضعف سیستم های مالی در کشورهای عضو بود. آگاهی از هزینه های بالای اقتصادی، مالی و اجتماعی بحران های مالی موجب گردید انجمن های بین المللی متعددی به مساله ثبات مالی علاقه مند شوند و ساختارهایی مانند انجمن ثبات مالی^۳، کمیته بال در مورد

^۱ - دکتری اقتصاد دانشگاه شهیدبهشتی

Naghpoor61@gmail.com

2. Financial Sector Assessment Program (FSAP)

3. Financial Stability Forum

نظارت بانکی^۱، موسسه ثبات مالی^۲، کمیته سیستم مالی جهانی^۳ و غیره ایجاد کردند. این ساختارها زمان و انرژی بسیاری در جهت بسط و توسعه کدها و استانداردهای بین المللی مختلف صرف کردند، این استانداردها و کدها مجموعه ای از بهترین روش ها در مناطق مختلف می باشد و در راستای ایجاد ثبات مالی به گرفته می شوند. ثبات مالی برای عملکرد صحیح موسسات، ثبات بازارها، از بین بردن تلاطم و نوسان کمتر لازم و ضروری است. اگر جهان با بحران اقتصادی و مالی شدیدی روبرو گردد خانوارها و جوامع در سراسر کره زمین متأثر خواهند شد. در این شرایط سیستم مالی نیز فلج می گردد و بازیابی ثبات، اعتماد و رشد از اولویت بالایی برخوردار می باشد. اهداف توسعه پایدار، اصول ثبات را با توسعه اقتصادی، محیط زیست و اجتماعی مرتبط می کند و از اینرو بازارهای مالی سالم برای کامیابی و توسعه مورد نیاز بوده و بخش مالی نقش کلیدی در تحقق اهداف دارد. از سوی دیگر تقویت ظرفیت های محلی، همکاری های منسجم بین المللی و تأمین مالی نیز ضروری می باشند. در نهایت ثبات مالی در کشورهای در حال توسعه و اقتصاد های نوظهور یک پیش شرط برای تأمین مالی توسعه پایدار است. از اینرو در این مقاله سعی می گردد اهمیت ثبات مالی، شاخص های سلامت نظام مالی از دیدگاه صندوق بین المللی پول، رابطه سیاست پولی و ثبات مالی، مراحل توسعه مالی، نقش توسعه مالی در رشد و توسعه اقتصادی و بررسی وضعیت ایران در برخی از شاخص های سلامت نظام مالی از دیدگاه صندوق بین المللی پول مورد بررسی قرار گیرد

۲. تعریف ثبات مالی

با وجود اهمیت نظام مالی برای عملکرد کارای اقتصاد، محققان دانشگاهی و سیاست مداران قادر به ارائه تعریف واحد برای ثبات مالی که به صورت جهانی مورد پذیرش باشد، نیستند. ثبات مالی مفهوم وسیعی است که جنبه های متفاوت از جمله سیستم مالی، زیرساخت ها، نهادها و بازارها را در بر می گیرد. اشخاص حقیقی و حقوقی در اجزای اساسی زیر ساخت های مالی شامل سیستم قانونی، چارچوب های رسمی مقررات مالی، کنترل و نظارت و همچنین در بازارها مشارکت دارند. دولت از بازارها قرض می گیرد، ریسک ها را پوشش می دهد، از طریق بازارها عملیات انجام می دهد، سیاست پولی را هدایت می کند، ثبات سیاست پولی را حفظ کرده و همچنین سیستم های تسویه و پرداخت را انجام می دهد. بنابراین واژه "نظام مالی" می تواند در برگیرنده نظام پولی همراه با درک صحیح و معتبر، توافقنامه ها، پیمان نامه ها، نهادها و همچنین فرآیندها، نهادها و پیمان نامه های فعالیت های مالی خصوصی باشد (شیناسی (۲۰۰۴)).^۴ تعریف ثبات مالی برای توسعه ابزارهای تجزیه و تحلیل، طراحی سیاست پولی و همچنین چارچوب های عملیاتی مهم می باشد. تعریف ثبات برای توسعه ابزارهای تحلیل و همچنین برای طراحی

1. Basle Committee on Banking Supervision
2. Financial Stability Institute
3. Committee on the Global Financial System,
4. Schinasi (2004)

چارچوب های عملیاتی و سیاستی بسیار مهم است (ایزینگ (۲۰۰۳)^۱). تعریف ثبات مالی برای بسیاری از افراد علاقه مند به موضوع ثبات مالی، بسیار دشوار است. این دشواری اغلب به این علت است که مبحث ثبات مالی در مقایسه با تجزیه و تحلیل ثبات قیمت و ثبات پولی که دارای تاریخچه بسیار طولانی می باشند، نسبتاً جدید است (کراکت (۱۹۹۷)). بی ثباتی مالی زمانی اتفاق می افتد که شوک های سیستم مالی مانع جریان اطلاعات می گردد و سیستم مالی نمی تواند به وظیفه خود مبنی بر هدایت منابع به سوی فرصت های سرمایه گذاری مولد عمل کند (میشکین، ۱۹۹۹)^۳. این تعریف تمرکز بر نقش واسطه گری نظام مالی در تأمین اعتبار بخش واقعی دارد و تأکید دارد عدم تقارن اطلاعات در ایجاد بی ثباتی مالی نقش اصلی دارد (میشکین (۲۰۰۰)^۴). میشکین پیشنهاد می دهد زمانی که شوک ها منجر به قطع جریان اطلاعات می گردد، بی ثبات مالی رخ می دهد. داویس^۵ (۲۰۰۱) ریسک سیستماتیک و بی ثباتی مالی را به عنوان ریسک بالای بحران مالی تعریف کرده است. از نقطه نظر داویس، بحران مالی یک فروپاشی عمده در نظام مالی است و در این شرایط نظام مالی قادر به فراهم کردن خدمات پرداخت یا تخصیص اعتبار به فرصت های سرمایه گذاری مولد، نمی باشد. داویس اشاره کرده است وقوع بحران مالی می تواند اثرات ناسازگار عمده ای بر فعالیت اقتصاد وارد کند و از اینرو ارتقاء و تشویق به برقراری ثبات مالی به مثابه مدیریت ریسک سیستماتیک است. ثبات مالی شرایطی است که می تواند با سه معیار تعریف شود. معیار اول، به نظر می رسد برخی از مجموعه های با اهمیت قیمت های دارایی به شدت از اصول و مبانی متفاوت هستند، معیار دوم، در این معیار عملکرد بازار و در دسترس بودن اعتبار، به صورت داخلی و شاید بین المللی به صورت قابل توجهی از روند طبیعی خود فاصله گرفته است، معیار سوم انحراف هزینه کل است که در این معیار، هزینه کل به صورت قابل توجهی بالاتر یا پایین تر از سطح توانایی اقتصاد قرار دارد فرگوسن^۶ (۲۰۰۳). تعریف فوق دو جنبه جالب را پوشش می دهد، اول، بی شباهت با تعریف داویس، فرگوسن انحراف قیمت دارایی ها را در تعریف ثبات مالی گنجانده است. دوم، تعریف به صراحت اثر نهایی ثبات مالی بر اقتصاد کلان را نشان می دهد و شامل حساب مخارج کل است. چانت^۷ (۲۰۰۳) استدلال کرده است ثبات مالی می تواند زمانی که ثبات مالی وجود ندارد، به عنوان مثال در زمان وقوع بی ثباتی مالی، به بهترین شکل درک شود. از نقطه نظر چانت، بی ثباتی مالی عبارت است از شرایطی که بازارهای مالی آسیب دیده اند و از طریق اثر گذاری بر کارکرد سیستم مالی، تهدیدی برای آسیب زدن به عملکرد اقتصاد می باشند. چانت اشاره کرده است بی ثباتی مالی انواع مختلف و متفاوتی از بی ثباتی را در بر می گیرد که شامل محدوده بحران های بانکی تا سقوط بازار سرمایه است. از اینرو انواع مختلف بی ثباتی بر بخش های مختلف نظام

-
- 1.Issing (2003)
 - 2.Crockett (1997)
 - 3.Mishkin (1999)
 - 4.Mishkin, 2000
 - 5.Davis (2001)
 - 6.Ferguson (2003)
 - 7.Chant (2003)

مالی اثر دارد و ممکن است نتایج متفاوتی به بار آورد. چانت معتقد است باید بین بی ثباتی مالی و سایر بی ثباتی ها از جمله بی ثباتی اقتصاد کلان تمایز قائل گردد. آلن و وود^۱ (۲۰۰۶)، معتقد است بی ثباتی مالی شرایطی است که در آن شرکت کنندگان زیادی از جمله خانوارها، شرکت ها و دولت ها بحران مالی را تجربه می کنند و این بحران در مجموع، اثرات اقتصاد کلان ناسازگار و جدی برجای می گذارد. شایان ذکر است آلن و وود، حباب قیمت دارایی را به عنوان بی ثباتی مالی در نظر نگرفته اند. آلن و وود مفهوم ناظر بی گناه^۲ را معرفی کردند که، اگر چه خانوارها و شرکت ها آموخته اند به چه طریقی رفتار کنند تا از بحران مالی آسیب نینند ولی به صورت ناروا از بحران مالی آسیب خواهند دید.

۳. مروری بر ادبیات موضوع در خصوص اهمیت ثبات مالی و نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی

یکی از اهداف بانک های مرکزی حفظ ثبات پولی و مالی است که در ایجاد رشد پایدار و اقتصاد سالم سهیم می باشند. حفظ ثبات مالی از اوایل دهه ۱۹۹۰، هدف بسیار مهم در تصمیم گیری های اقتصادی شد. این امر توسط گزارش های دوره ای ثبات مالی که توسط بسیاری از بانک های مرکزی و همچنین موسسات مالی بین المللی (از جمله صندوق بین المللی پول و بانک تسویه بین المللی^۳ و بانک جهانی) منتشر گردید، اثبات شده است. بحران مالی دهه ۱۹۹۰ و بحران جهانی سال ۲۰۰۷ مؤید اهمیت ثبات مالی است. در بیشتر کشورها در جهت دستیابی به اهداف نهایی، دست یابی به ثبات مالی یک هدف میانی مهم است. از اینرو ثبات بخش مالی برای عملکرد کارای بخش مالی ضروری بوده و برای توسعه اقتصادی نیز لازم و حتمی است. سلامت و ثبات نظام مالی در راستای حمایت از تخصیص کارآمد منابع و توزیع ریسک در سراسر اقتصادی، اساسی و بنیادی است. ثبات مالی موقعیتی است که در آن تمام اجزای نظام مالی شامل نهادهای مالی، بازارهای مالی و سیستم های پرداخت همگی در مقابل شوک های اقتصادی انعطاف پذیر هستند. این انعطاف، واسطه گری وجوه و تنظیم پرداخت ها را توسط موسسات مالی، ادامه دار و سازگار می کند و منجر به ارتقای فعالیت اقتصادی می گردد. به عبارت دیگر ثبات مالی میتواند به عنوان عملکرد شایسته و کارای نظام مالی توصیف گردد که منجر به ارتقای فعالیت اقتصادی می گردد. بی ثباتی مالی به دلیل سرایت و سرریز اثرات آن به سایر بخش های اقتصاد، برای اقتصاد هزینه آور است و از اهمیت بالایی برخوردار است و می تواند به بحران مالی با نتایج معکوس برای اقتصاد منتهی گردد. نقش نظام مالی به ویژه به این علت که منابع به سمت کارگزاران اقتصادی با سرمایه گذاری بهره ور هدایت می کند، برای اقتصاد لازم و ضروری است (شومپیتر^۴، ۱۹۱۱). آدام اسمیت نیز بر نقش حیاتی توسعه مالی در رشد اقتصادی تأکید کرده است (آدام اسمیت، ۱۷۷۶). نظام مالی نقش حیاتی در اقتصاد بازی می کند. نظام مالی فرآیندهای واسطه گری مالی را قادر می سازد تا جریان وجوه بین پس انداز کنندگان و قرض گیرندگان را تسهیل کند. از اینرو اطمینان ایجاد می گردد که

1. Allen and Wood (2006)

2. innocent bystander

3. Bank for International Settlements

4. Schumpeter, 1911

منابع مالی به صورت کارآمد در راستای دستیابی به اهداف ارتقای توسعه و رشد اقتصادی تخصیص داده می شود. ثبات مالی شرایطی را توصیف می کند که فرآیندهای واسطه گری مالی به درستی عمل می کند و در این شرایط در اقتصاد اطمینان برای عملکرد مؤسسات مالی کلیدی و بازارها وجود دارد. در خصوص ارتباط بین عملکرد اقتصادی و تأمین مالی در ادبیات موضوع دیدگاه های متفاوتی وجود دارد. از یک سو، در فرآیند توسعه اقتصادی، اعتبار نقش تعیین کننده ای دارد و ادبیات موضوع اغلب از دیدگاه شومپیتر یاد می کند. در این دیدگاه کارآفرینان جهت تأمین مالی نوآوری های خود به اعتبار نیاز دارند و بانک ها و بازارهای مالی به عنوان تسهیل کننده، نقش بازی می کنند. از سوی دیگر در راستای پاسخ دادن به رشد اقتصادی، توسعه مالی ایجاد شده است. با توسعه اقتصادی، بنگاه ها و خانوارها با احتمال بیشتر متقاضی خدمات مالی هستند. در هر دو حالت به نظر می رسد تعیین کننده های عوامل ساختاری مانند میزان بدهی گذشته، محیط قانونی یا میزان توسعه اقتصادی، ارتباط بین رشد و تأمین مالی را محدود کرده اند. مباحث مرتبط با ثبات مالی از زمان بحران، آغاز گردیده است. مسأله مهم در خصوص بررسی ثبات مالی ماهیت عمومی آن است. از آنجایی که استفاده از ثبات مالی مانع استفاده افراد دیگر نمی شود از اینرو ثبات مالی کالایی غیر رقابتی است و هیچ فردی را از استفاده آن محروم نمی کند. بعد از وقوع بحران مالی در راستای نظارت، مقررات جدید ارائه گردید و نظام مالی در راستای حفظ ویژگی های آن به عنوان کالای عمومی، شکل گرفت (کارتاپانیس^۱(۲۰۱۱)). دیدگاه های متفاوتی بر ارتباط بین عملکرد اقتصادی و تأمین مالی تأکید کرده اند و بحث های تجربی و نظری در ارتباط با این مباحث از اوایل قرن ۲۰ شروع شده است (آنگک^۲(۲۰۰۸)). طرفداران تأکید دارند توسعه مالی موجب تخصیص بهتر منابع می شود و حرکت پس اندازها می تواند ریسک ها را کاهش داده و مبادلات را تسهیل کند. بخش مالی مانند روان ساز برای اقتصاد عمل می کند و تخصیص مناسب منابع را تضمین کرده و منجر به ظهور بنگاه های نوآور می گردد. مخالفان، یادآوری می کنند بازار سرمایه اثر بی ثباتی ایجاد می کند و آزادسازی مالی منتهی به بحران مالی می گردد. بیشتر نویسندگانی که مردد بودند نیز معتقدند در خصوص ارتباط بین تأمین مالی و رشد اقتصادی اغراق شده است (استیگلیتز^۳(۲۰۰۰)). ارو و دبرو^۴(۱۹۵۴) نیز معتقدند ثبات مالی منتج به تخصیص کارای منابع و در نهایت کاهش هزینه سرمایه می شود. محققان اولیه مانند گلداسمیت^۵(۱۶۹۶)، مکینون^۶(۱۹۷۳) و شاو^۷(۱۹۷۳) به ارتباط مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی دست یافتند. مانع اساسی برای عملکرد کارآمد نظام مالی عدم تقارن اطلاعات است که به مخاطرات اخلاقی^۸ و کژگزینی^۱ منتهی می گردد (استگلیتز و ویس^۲، ۱۹۹۲). مطالعات تجربی و نظری قابل توجهی به

-
1. Cartapanis, 2011
 2. Ang(2008)
 3. Stiglitz, 2000
 4. Arrow and Debreu, 1954
 5. Goldsmith, 1969
 6. Mckinnon, 1973
 7. Shaw, 1973
 8. moral hazard

به توضیح ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، اختصاص داده شده‌اند. برخی از مطالعات پیشنهاد می‌دهند رابطه مثبتی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد و سایر مطالعات دریافته‌اند که نظام مالی می‌تواند نقش مخرب در رشد اقتصاد داشته باشد. تئوری رشد اقتصاد نوکلاسیک در دهه ۱۹۵۰ بیان می‌کند رشد اقتصادی پایدار بلند مدت تنها مبتنی بر پیشرفت ادامه دار تکنولوژی و سایر عواملی مانند پسماند سولو و بهره‌وری عوامل کل است، که رشد اقتصاد را متاثر می‌کنند. تئوری رشد درون‌زا که دهه ۱۹۸۰ پدید آمد این امکان را فراهم کرد که درون‌زایی سایر متغیرها، رشد اقتصادی را متأثر کند. در روش رشد درون‌زا اثرات نظام مالی می‌توانند بهتر توضیح داده شوند. به هر حال پیشرفت‌هایی در تجزیه و تحلیل‌های نظری و تجربی و همچنین ابزارها به وجود آمده است که این پیشرفت‌ها برای تعیین و آزمون ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی کمک کرده‌اند. اگرچه مطابق با نتایج مطالعات انجام شده، اقتصاددانان عموماً به یک اجماع در خصوص نقش حیاتی توسعه مالی بر رشد اقتصادی دست یافته‌اند، ولی یک ارتباط علی واضح بین توسعه مالی و رشد اقتصاد وجود ندارد. ارتباط بین رشد و تأمین مالی به صراحت توسط بیگ‌هات^۳ (۱۸۷۳) مطرح گردیده است. وی مثال آشکاری ارائه کرده است که چگونه توسعه بازار مالی در انگلستان، جریان سرمایه را در جهت یافتن بالاترین نرخ بازدهی تحریک می‌کند و چگونه واسطه‌های مالی پس اندازه‌ها را به سرمایه‌گذاری‌ها که منجر به ارتقای وضعیت اقتصادی می‌شوند، انتقال می‌دهد. دیدگاه‌های اقتصاددانان در خصوص رابطه علی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی متفاوت است. پاتریک^۴ (۱۹۶۶) در حالی که قبل‌تر نقش پیشروی توسعه مالی در ارتقا رشد اقتصادی را نشان داده بود، بین پدیده "عرضه پیشرو"^۵ و "تقاضای دنباله‌رو"^۶ تمایز قایل شد. بعداً وی اظهار کرد رشد اقتصادی تشکیلات گسترده نهادهای مالی را ایجاد میکند. اگرچه ادبیات نظری بر نقش مثبت نظام مالی در فرآیند توسعه تأکید دارد ولی به دلیل اثرات بی‌ثباتی بازارهای سهام بر اقتصاد، برخی دیدگاه‌های مخالف نیز وجود داد. مینسکی^۷ (۱۹۷۵) مدعی است ماهیت نظام مالی بی‌ثبات منتهی به بحران مالی می‌شود، کینز^۸ (۱۹۳۶) ادعا کرده است بازار سهام به فعالیت‌های سفته‌بازی منجر می‌گردد که ثبات اقتصاد را مختل می‌کند. برخی اقتصاددانان در خصوص ارتباط بین بخش مالی و فعالیت‌های اقتصادی، متقاعد نشده‌اند به عنوان مثال لوکاس^۹ (۱۹۸۸) اظهار کرده است اقتصاددانان به طور نادرست بیش از حد بر نقش توسعه مالی در اثرگذاری بر رشد اقتصادی، تأکید کرده‌اند. برخی مطالعات بر مزیت نسبی نظام مالی بانک-محور یا نظام مالی بازار-محور تأکید داشته‌اند. گرشنکرون^۹ (۱۹۶۲) نشان می‌دهد بانک‌ها نسبت به بازار

-
- 1.adverse selection
 - 2.Stiglitz and Weiss, 1992
 - 3.Bagehot(1873)
 - 4.Patric(1966)
 - 5.supply leading
 - 6.demand following
 - 7.Minsky,1975
 - 8.Lucas,1988
 - 9.Gerschenkron,1962

سرمایه در فرآیند تأمین مالی بسیار مؤثر تر و در تخصیص منابع کارآتر هستند. در مقابل طرفداران نظام مالی بازار-محور اظهار کرده اند بازارهای مالی سالم، نقدینه و گسترده از طریق تأمین مالی صنایع که با پیشرفت های پیوسته تکنولوژی مواجه هستند، رشد اقتصادی بلندمدت را تشویق می کنند (آلن و گیل^۱، ۱۹۹۹). ژو^۲ (۲۰۰۰) اظهار کرده است رشد اقتصادی منتهی به توسعه نظام مالی می گردد. دیمتریادز و حسین^۳ (۱۹۹۶) نیز در برخی حالت ها فرضیه تأمین مالی منتهی به رشد را اثبات کرده اند و ارتباط علی دو طرفه را در بیشتر کشورهای یافت کرده اند.

۴. رابطه سیاست پولی و ثبات نظام مالی

نااطمینانی یکی از ویژگی های دنیای واقعی است که بر فرآیند تصمیم گیری تمام کارگزاران اقتصادی (از جمله تصمیمات بانک مرکزی و نتایج سیاست های آنها) اثرگذار است. دانشگاهیان و سیاست گذاران موافق این موضوع هستند که سیاست پولی در محیطی که نااطمینانی قابل توجه در ارتباط با شرایط حال و آتی اقتصاد و عملکرد اقتصاد وجود دارد، ایجاد می گردد. در ادبیات موضوع سوال در خصوص محرک پشتیبان برای رشد اقتصادی پایدار و علت تفاوت رشد بین کشورها در سراسر جهان، توجه بسیاری را به خود جلب کرده است. از آنجایی که رشد اقتصادی ارتباط نزدیکی با رفاه کشور دارد از اینرو لازم است منابع رشد اقتصادی تعیین و سیاست های مناسب اجرا و پیاده سازی گردد. در نتیجه بحران جهانی که در دهه ۱۹۷۰ در بخش واقعی اقتصاد رخ داد، دیدگاه نئوکلاسیک ها در سیاست های اقتصادی بر دیدگاه کینزین ها چیره گردید و بسیاری از کشورهای در حال توسعه سیاست های اقتصادی خود را به سمت آزادسازی اقتصاد تغییر دادند. از اینرو در سال های اخیر تعامل زیادی بین بخش مالی و بخش واقعی ایجاد شده است. از دهه ۱۹۸۰، بانک های مرکزی عمده کشورهای صنعتی در کاهش نرخ تورم و رسیدن تورم به سطح با ثبات، موفق بوده و سیاست گذاران در سراسر جهان به حفظ و کنترل تورم متعهد شده اند. با این حال با اینکه ثبات تورم برای مدت طولانی به عنوان هدف سیاست پولی بود، این سوال که چگونه بانک های مرکزی باید سیاست های خود پیاده سازی و اجرا کنند، موانع کاربردی و عملیاتی ایجاد می کند. به دنبال بحران مالی جهانی، مباحث مرتبط با ضرورت درک بهتر ارتباط بین بخش مالی و اقتصاد کلان و همچنین نقش بانک مرکزی در ثبات مالی به ویژه با توجه به تعامل با سیاست پولی، آغاز گردید. وقوع بحران مالی در تابستان ۲۰۰۷ به بحران مالی سختی در اقتصاد جهان تبدیل گردید. توسعه های اخیر منجر شده است نیاز به درک بهتر ارتباط بین بخش مالی و اقتصاد کلان احساس گردد. شیناسی (۲۰۰۴) معتقد است، نظام مالی با ثبات، نظامی است که به جای ممانعت کردن، باید قادر به تسهیل کردن عملکرد اقتصاد و پراکندگی عدم تعادل های مالی باشد که به صورت درون زا یا منتج از وقایع غیر قابل پیش بینی و معکوس ایجاد می گردد. از سوی دیگر سیاست پولی می تواند به عنوان ترتیبات نهادی و استفاده از ابزارهای مقام پولی در جهت افزایش رفاه اجتماعی باشد. مشابه

1.Allen and Gale,1999

2.Xu,2000

3.Demetriades and Hussein,1996

با ثبات مالی، سیاست پولی ابعاد مختلفی دارد و همچنین شامل بازارها و نهادها و ساختار مالی است. برای اینکه سیاست پولی به صورت مؤثر هدایت شود، نیاز است بانک مرکزی نفوذ زیادی بر نرخ بهره بازار پول داشته باشد و همچنین لازم است تغییرات در این نرخها به سایر بخش‌های اقتصاد منتقل گردد. نظام مالی بی ثبات می‌تواند مکانیسم انتقال سیاست پولی را مختل نماید. فراتر از تعیین نرخهای بهره، چارچوب پیاده‌سازی سیاست پولی، پیامدهای مهم برای نظام مالی دارد. در واقع جنبه‌های عملیاتی از جمله مدیریت نقدینگی، چارچوب وثایق و طرف‌های مقابل سیاست پولی، بر تصمیمات واسطه‌های مالی اثر می‌گذارد. در نهایت این ارتباطات می‌تواند به عنوان یک ابزار سیاست پولی دیده شود که بر ثبات مالی از طریق اثراتش بر انتظارات کارگزاران ممکن است اثر گذارد. از اینرو تعامل واضح بین سیاست پولی و ثبات مالی وجود دارد. از آنجایی که هدف عددی برای لنگر کردن انتظارات تورمی همراه با اثرات مطلوب بر بازارهای مالی و اقتصاد، جذاب است از اینرو در سال‌های اخیر تعدادی از کشورها هدف تورمی صریح را به عنوان راهنمای سیاست پولی اتخاذ کرده‌اند. این استراتژی، به تعهد، شفافیت و پاسخگویی و ارتباطات شفاف بانک مرکزی نیاز دارد که برای کاهش نااطمینانی عنصر اساسی است. از اینرو طی دهه‌های گذشته هدف ثبات مالی از اهمیت زیادی برخوردار گردیده و بسیاری از بانک‌های مرکزی علاوه بر ثبات پولی متعهد به برقراری ثبات مالی شده‌اند و برقراری ثبات مالی به عنوان یکی از اهداف اصلی بانک‌های مرکزی قرار گرفته شده است.

۱.۴ پیامدهای استراتژی سیاست پولی

استراتژی سیاست پولی باید مسائل مرتبط با ثبات مالی را در نظر گیرد. در ادبیات موضوع اجماعی در خصوص بهترین روش برای اجرا، وجود ندارد. یکی از نکات مهم، نحوه تعامل با حباب قیمت دارایی‌ها و ناترازی‌ها است. این مطلب که کدام یک از اجزای چارچوب سیاست پولی نیاز است در راستای پرداختن به مسائل ثبات قیمت دارایی و مالی اصلاح گردد به طور مثال، به عنوان اهداف سیاست پولی یا قاعده سیاست باید در نظر گرفته شود.

۱.۱.۴ قیمت دارایی در هدف شاخص قیمت

رویکرد ساده جهت در نظر گرفتن تحرکات قیمت دارایی در سیاست پولی این است که شاخص قیمت، هدف بانک مرکزی است و شاخص قیمت شامل قیمت دارایی است. اگر بانک مرکزی به هدف قیمت دست یابد در نتیجه به هدف اجتناب از تحرکات اختلال‌زا قیمت دارایی نیز دست خواهد یافت. این نگرش مبتنی بر تحقیقات پیشگام در زمینه تئوری برآورد تورم است که توسط آلچین و کلین^۱ (۱۹۷۳) انجام گرفته است و آنها بر شاخص هزینه مادام‌العمر زیستن^۲، به عنوان موضوع مرتبط با جنبه‌های رفاه، تمرکز کرده‌اند. برخی از نویسندگان معتقدند که قیمت دارایی‌ها شامل اطلاعاتی در ارتباط با افزایش قیمت آتی است.

1. Alchian and Klein, 1973
2. lifetime cost of living

۱.۴. ۵۲ دیدگاه غفلت بی خطر^۱ نسبت به قیمت دارایی

رویکرد غفلت بی خطر مدعی است سیاست پولی باید بر هدف اولیه خود تورم، رشد اقتصادی و بیکاری متمرکز شود و ثبات مالی نیز می تواند از نظر نظم و انضباط بازار و مقررات احتیاطی، مورد توجه قرار گیرد. مشارکت اصلی سیاست پولی برای ایجاد ثبات مالی، حفظ نرخ تورم پایین و با ثبات است. قیمت دارایی تنها تا حدی در نظر گرفته می شود که ممکن است به عنوان عوامل تورمی یا ضد تورمی بالقوه سیگنال دهد. تجزیه و تحلیل این رویکرد توسط کار تحقیقاتی برنانکه و گنتر (۲۰۰۱) تأیید گردیده است. آنها قواعد سیاستی مختلف را در مدل کلان کوچک مقیاس شبیه سازی کردند و نشان دادند به صورت تجربی و نظری زمانیکه تعهد قوی نسبت به ثبات تورم انتظاری وجود دارد نه نیاز است و نه مطلوب است که سیاست پولی به تغییرات قیمت دارایی واکنش نشان دهد، به جز تا حدی که فشار تورمی یا ضد تورمی را پیش بینی کند. انگیزه این سیاست محدود کردن ایجاد ناترازی قابل توجه قیمت دارایی و اصلاح نهایی در نتیجه کاهش ریسک های ناخوشایند میان مدت اقتصاد، است. اساس این چارچوب، فرض اثرات غیر خطی شوک های قیمت دارایی است؛ شوک های بزرگ از نقطه نظر مقایسه ای نسبت به شوک های کوچک و متوسط اثرات بزرگتر بر اقتصاد دارند (استیگلیتز^۲، ۲۰۰۹)

۱.۴. ۳ سیاست های ضد ادواری^۳

سیاست های ضد ادواری در ارتباط با حباب قیمت دارایی است. طرفداران این رویکرد استدلال کرده اند که سیاست پولی به ویژه در رویارویی با تورم بازار دارایی باید مانع ایجاد حباب قیمت دارایی شود و آن را کاهش دهد. ضروری است حتی اگر فشار تورمی کوتاه مدت آشکار نگردد، سیاست پولی انقباضی باشد (باریو و واست^۴، ۲۰۰۳). یکی از انتقادهای مهم بر رویکرد سیاست های ضد ادواری این است که تعیین معیار روشن برای تعیین ناترازی قیمت^۵ دارایی، که به عنوان انحراف از سطح سازگار با بنیان ها (سطح ایده آل) تعریف می شود، مشکل است. افرادی که از این رویکرد حمایت می کنند مدعی اند تعیین میزان دقیق صحیح انحراف از ارزش های بنیادی دارایی فردی نیاز نیست و ترکیب تحولات است که نگرانی ایجاد می کند. انتقاد دوم در خصوص تشخیص زمان وقوع و شدت بحران احتمالی است. صندوق بین المللی پول در سال ۲۰۱۰، شرایطی را توصیف کرد که قیمت دارایی ها افزایش یافت و واسطه های مالی با مشکل مواجه شدند و تمایل داشتند اختلال های عمده اقتصاد را کاهش دهند و بین بدتر شدن وضعیت وام گیرندگان و وام دهندگان تعامل وجود داشت. از اینرو سرمایه گذاری بیشتر بر روی دارایی ها انجام گرفت و این امر منجر به افزایش قیمت ها شد و

1. benign neglect

2. Stiglitz, 2009

3. leaning against the wind

4. Borio and White, 2003

5. asset price misalignments

این چرخه قوی تر گردید. بنابراین دوره ای که شرایط رونق وجود دارد احتمال وقوع بحران نیز هست. انتقاد سوم در ارتباط با نااطمینانی در خصوص اثر سیاست پولی بر حباب است، در حالیکه مشاهدات قابل توجهی وجود دارد که از اثرگذاری سیاست پولی بر قیمت دارایی حمایت می کند اما نتایج کمی در خصوص اینکه آیا سیاست پولی توانایی اثرگذاری بر مسیر حباب را دارد، وجود دارد. بین و سایر همکاران (۲۰۱۰)^۱ برخی مشاهدات تجربی برای انگلیس و آمریکا را در خصوص اینکه چگونه سیاست ضد ادواری^۲ افزایش قیمت دارایی و اعتبار را طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۰۳ در این کشورها کنترل و اداره کرده است، جمع آوری کرده اند. آنها به این نتیجه رسیده اند در حالیکه که نوع سیاست پولی اتخاذ شده در کاهش تورم قیمت واقعی مسکن موثر می باشد، اثر نسبتاً محدود بر رشد واقعی اعتبار دارد و ممکن است به این نتیجه که این سیاست اثر عمده بر احتمال وقوع بحران دارد، نرسد. پوسن^۳ (۲۰۰۶) استدلال کرده است با توجه به این که حبابها بر اساس تعریف، مبتنی بر مبانی نبوده و بلکه مبتنی بر روح حیوانی^۴ هستند از اینرو ارتباط بین شرایط پولی و افزایش حباب، ضعیف است.

۲.۴ نااطمینانی و اجرای سیاست پولی

یک سیاست پولی موفق نمی تواند نااطمینانی پارامترهای انتقال سیاست پولی را نادیده بگیرد و به عبارت دیگر بانک مرکزی باید از انواع شوک هایی که اقتصاد با آنها مواجه است، آگاه باشد. از آنجایی که نااطمینانی تقریباً تمام تصمیمات اقتصادی را احاطه کرده و تصمیمات اقتصادی عملکرد اقتصاد را متأثر می کند، از اینرو اینکه بانک های مرکزی چگونه با نااطمینانی در طراحی سیاست پولی برخورد می کنند، مهم است. یک دلیل خوب برای بانک مرکزی متعهد کردن خود به رویکرد سیستماتیک برای سیاست گذاری است که نه تنها چارچوب صریح برای تصمیم گیری در بانک را فراهم می کند بلکه برای توضیح تصمیمات بانک مرکزی به عموم نیز استفاده می شود. تعهد به استراتژی سیاست، اهداف یا هر دوی موارد ممکن است درک عموم از پیاده سازی سیاست را آسان کرده و در نتیجه از آنجایی که تمایل دارد نااطمینانی استراتژی را کاهش دهد، عملکرد اقتصادی را بهبود بخشد. از آنجایی که مؤثر بودن سیاست پولی به انتظارات عموم در خصوص اقدام های سیاستی حال حاضر و آتی بستگی دارد از اینرو تعهد همراه با اهداف مشخص و اقدام های تاکتیکی قادر است انتظارات عموم را شکل دهند. در نتیجه توانایی بانک های مرکزی در اثر گذاری بر عملکرد اقتصادی حال و آینده از طریق تصمیم های عمومی مبتنی بر توانایی آنها، در اثرگذاری بر انتظارات بخش خصوصی نه تنها با

1. Bean et al., 2010

۲- مجموعه اقدام هایی است که بانک مرکزی برای از بین بردن و کاهش تورم یا برای ایجاد رشد اقتصادی زمانی که فعالیت اقتصادی در رکود است، انجام می دهد.

3. Posen, 2006

4. Animal spirits

توجه به مسیر آتی نرخ بهره و وضعیت آتی اقتصاد بلکه با توجه به شیوه ای که آنها سیاست های حال و آتی را اجرا می کنند، است. یکی از معماهای عجیب که سیاست گذاران و بانک مرکزی با آن مواجه می باشند این است که چگونه باید با نااطمینانی ناشی از ماهیت و مدت شوک ها برخورد کنند و آنها کدام یک از اصول را باید مبنای اقدام های خود قرار دهند. میشکین^۱ (۲۰۰۰) برخی اصول اساسی که باید به عنوان راهنمای مفید برای بانک مرکزی باشند را ارائه کرد تا از ایجاد نااطمینانی اجتناب کرده و همچنین سیاست های بانک مرکزی بهتر اداره شده و به اهداف، بهتر دست یابند. اصول عبارتند از: ۱- ثبات اقتصادی منافع اساسی فراهم می کند، ۲- سیاست مالی باید هماهنگ با سیاست پولی باشد، ۳- ناسازگاری زمانی مشکلی است که باید از آن دوری کرد، ۴- سیاست پولی باید آینده نگر باشد، ۵- پاسخگو بودن یکی از اصول اساسی مردم سالاری است، ۶- سیاست پولی باید به مقوله تولید مانند نوسانات قیمت توجه داشته باشد، ۷- کاهش های قابل توجه در اقتصاد مرتبط با بی ثباتی مالی است.

اصول مناسب دیگر که باید به لیست فوق الذکر اضافه شود عبارت است از: در اقتصادی های مدرن، انتظارات نقش قاطعی به عنوان مکانیسم انتقال سیاست های پولی بازی می کند. همچنین در کنار این اصول میشکین (۲۰۰۰) برخی ویژگی هایی که بانک مرکزی باید داشته باشد را پیشنهاد کرده است. برخی نقش ها و همچنین برخی معیارهایی که باید بانک مرکزی پیروی کنند عبارتند از: ثبات قیمت باید هدف بلند مدت و برجسته سیاست پولی باشد، لنگر اسمی صریحی باید اتخاذ گردد، بانک مرکزی باید وابسته به هدف باشد، بانک مرکزی باید استقلال ابزاری داشته باشد، بانک مرکزی باید جوابگو باشد، بانک مرکزی باید بر ارتباطات و شفافیت تأکید داشته باشد، بانک مرکزی باید هدف ثبات مالی را داشته باشد. همچنین وی استدلال کرده است که چارچوب هدف گذاری تورم از تمام این اصول و عناصر مذکور پیروی می کند. تئوری اقتصاد کلان در ارتباط با نقش سیاست پولی و اینکه چگونه باید بانک مرکزی با در نظر گرفتن جهان احاطه شده با نااطمینانی عمل کند، به سمت اجماعی جدید حرکت می کند. به نحوی که مقالات و مطالعات اخیر در زمینه اقتصاد کلان، هدف گذاری تورم و ثبات مالی به سرعت تکامل یافته اند، همچنین اجزای مهم دیگر از جمله کنترل قوی، قاعده هدف گذاری و مدیریت انتظارات به مدل اضافه می شود. (وود فور^۲ (۲۰۰۳)، گودفرد^۳ (۲۰۰۷))

۵. ثبات مالی و نقش بانک مرکزی

اگرچه هدف گذاری تورم مورد توجه اصلی بانک های مرکزی است و بانک های مرکزی تلاش در جهت مدیریت نرخ تورم دارند ولی از سوی دیگر، سیاست گذاران در تلاش هستند تا از رکود و نوسان تولید و

1. Mishkin, 2000

2. Woodford, 2003

3. Goodfriend, 2007

همچنین بحران بی ثباتی مالی نیز اجتناب کنند. زمانیکه بحران مالی رخ می دهد به دنبال آن بحران نقدینگی بانکی هم به وجود می آید. در این شرایط بانک مرکزی به بانک‌هایی که با مشکل مالی روبرو بوده و در معرض ریسک فروپاشی هستند، تسهیلات اعطا می کند.^۱ رکود اقتصادی و نوسانات نامطلوب معمولاً با بی ثباتی مالی در ارتباط است که مسئول ایجاد نااطمینانی در اقتصاد بوده و بر تصمیمات کارگزارهای اقتصادی از جمله بخش خصوصی و بانک مرکزی نیز اختلال ایجاد می کند. از اینرو ثبات مالی نباید به عنوان هدف دوم برای بانک مرکزی تعیین شود و ثبات مالی و نظام مالی توسعه یافته و سالم یک پیش شرط ضروری برای موفقیت سیاست پولی تحت هدفگذاری تورم است. زمانی که بحران یا شوک های غیر منتظره رخ می دهد، کارایی سیاست پولی متأثر می شود و اهداف تورمی ممکن است از دست رود. زمانی که این اتفاق رخ می دهد به این معنا نیست که استراتژی هدف گذاری تورمی به کل فراموش شود. بی ثباتی مالی به ویژه از طریق کانال انتظارات منجر به اختلال در مکانیسم های انتقال سیاست پولی گردیده و همچنین سبب بی ثباتی اقتصادی می گردد. ثبات مالی یک هدف ساده سیاست پولی نیست بلکه پیش شرطی برای بانک مرکزی است تا بتواند سایر سیاست‌های خود را اجرا کند و به اهداف ثبات تورمی و تولید دست یابد.

۶. شاخص های سلامت نظام مالی

هنگامی که یک نظام مالی از ثبات برخوردار است بدین معنی است که اجزای سیستم شامل نهادها، بازارها و زیرساخت‌های مالی به صورت مشترک اختلال‌های مضر را جذب کرده و فرآیند تخصیص کارآمد منابع مالی را تسهیل می کند. از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول در راستای بررسی ثبات نظام مالی ابزارهای زیر به کار گرفته می شود.

- نظارت احتیاطی کلان^۲
 - شاخص ثبات مالی
 - آزمون تنش / بحران
- نظارت و مراقبت^۳
- تجزیه و تحلیل پیوند های مالی کلان^۴

به دنبال وقوع آشفتگی مالی در اواخر دهه ۱۹۹۰، نیاز به تجزیه و تحلیل احتیاطی کلان^۵ مورد تأکید قرار گرفت. شناسایی آسیب پذیری نظام مالی از جمله آسیب پذیری نسبت به برگشت جریان سرمایه بین‌المللی^۶ همراه با شوک

1. lender of last resort
 2. Macro prudential surveillance
 3. Supervision and surveillance
 4. Analysis of macro-financial linkages
 5. Macro Prudential
 6. International Capital Flow Reversal

وارده به بخش خانوار و بنگاه‌ها دارای اهمیت است. از اینرو صندوق بین‌المللی پول، آژانس‌های ملی و منطقه‌ای و نهادهای بین‌المللی در راستای توسعه مجموعه شاخص‌های سلامت مالی^۱ با یکدیگر همکاری نزدیکی داشته‌اند. شاخص‌های سلامت مالی در راستای بررسی سلامت نظام مالی و ارزیابی ریسک سیستماتیک می‌باشد و شامل شاخص‌هایی است که نشان‌دهنده بازارهایی است که نهادها در آن به فعالیت مشغول می‌باشند. شاخص‌های سلامت مالی مجموعه شاخص‌های احتیاطی خرد^۲ است. شاخص‌های احتیاطی کلان^۳ مجموعه شاخص سلامت مالی (FSIs) و سایر شاخص‌ها که عمدتاً مرتبط با اقتصاد کلان است، تشکیل شده است.

۱.۶ شاخص‌های احتیاطی کلان

در این بخش سعی گردیده است خلاصه‌ای از شاخص‌های احتیاطی کلان ارائه شود. این شاخص شامل شاخص‌های اقتصاد کلان و شاخص‌های سلامت مالی (FSIs) است که شاخص‌های سلامت مالی نیز مجموعه‌ای از شاخص‌های احتیاطی خرد است. شاخص‌های سلامت نظام مالی عمدتاً از مجموعه شاخص‌های سلامت نهادهای مالی به صورت انفرادی به دست می‌آید. چارچوب معمول برای تجزیه و تحلیل سلامت نهادها چارچوب کملز (CAMELS) می‌باشد که شامل تجزیه و تحلیل شش گروه از شاخص‌های سلامت نهاد مالی را نشان می‌دهد.

کفایت سرمایه ^۴	دریافتی‌ها ^۵
کیفیت دارایی ^۶	نقدینگی ^۷
سلامت مدیریت ^۸	حساسیت به ریسک بازار ^۹

INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2000

۲.۷ شاخص‌های تجمیعی احتیاطی خرد^{۱۰}

کفایت سرمایه	سلامت مدیریت ^{۱۳}
○ نسبت سرمایه تجمیعی ^{۱۱}	○ نسبت‌های هزینه
○ توزیع فراوانی نسبت‌های سرمایه ^{۱۲}	○ دریافتی سرانه هر شاغل
	○ رشد تعداد موسسات مالی
کیفیت دارایی	درآمد و سود آوری
○ موسسه وام‌دهنده	○ بازدهی دارایی‌ها

1. Financial Soundness Indicator (FSI)
2. Micro-prudential Indicators
3. Macro-prudential Indicator
4. Capital Adequacy
5. Asset Quality
6. Management Soundness
7. Earnings
8. Liquidity
9. Sensitivity to Market Risk
10. Aggregated Micro prudential indicator
11. Aggregated Capital Ratio
12. Frequency distribution of capital ratios
13. Management Soundness

<ul style="list-style-type: none"> ○ بازدهی حقوق صاحبان سهام ○ نسبت هزینه ها و درآمدها ○ شاخصهای سودآوری ساختاری <p style="text-align: center;">نقدینگی</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ تسهیلات بانک مرکزی به موسسات مالی ○ بخش بندی نرخ بین بانکی^۶ ○ سپرده در مقایسه با جمع های پولی^۷ ○ ساختار سررسید دارایی ها و بدهی ها (نسبت دارایی های نقد) ○ برآورد میزان نقد بودن بازار ثانویه 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ تمرکز بخشی اعتبار^۱ ▪ وام دهی ارزی^۲ ▪ مطالبات غیر جاری و ذخایر ▪ وام به نهادهای زیان ده بخش عمومی^۳ ▪ نمایه ریسک دارایی ها^۴ ▪ نسبت های اهرمی <p style="text-align: center;">○ مؤسسه وام گیرنده</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام ▪ سودآوری شرکت ▪ سایر شاخص ها در خصوص وضعیت شرکت ▪ بدهی خانوارها^۵
<p style="text-align: center;">شاخص های مبتنی بر بازار</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ قیمت های بازار ابزارهای مالی ، شامل سهام ○ شاخص های مازاد بازده^۸ ○ حاشیه بازده کشوری^۹ 	<p style="text-align: center;">واکنش به ریسک بازار</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ ریسک نرخ ارز ○ ریسک نرخ بهره ○ ریسک قیمت سهام ○ ریسک قیمت کالا

INTERNATIONAL MONETARY FUND,2000

۳.۶ شاخص های اقتصاد کلان

عملکرد نظام مالی به مجموعه فعالیت های اقتصادی بستگی دارد و تحولات اقتصاد کلان بر موسسات مالی اثر معنی داری می گذارد. تجزیه و تحلیل های تجربی اخیر نشان داده است، تحولات مشخص اقتصاد کلان قبل از بحرانهای بانکی بوجود می آیند. از اینرو ارائه تصویر گسترده از اقتصاد کلان برای ارزیابی ثبات مالی ضروری است. این بخش به مجموعه ای از شاخص های توسعه اقتصاد کلان یا تکانه های برون زا اشاره دارد که می تواند بر نظام مالی اثر گذارد. در این بخش سعی می گردد در خصوص برخی از شاخص های اقتصاد کلان توضیحاتی ارائه گردد:

۱.۳.۶ رشد اقتصادی

1. Sectoral credit concentration
2. Foreign currency-denominated lending
3. Loans to loss-making public sector entities
4. Risk Profile of assets
5. Household indebtedness
6. Segmentation of interbank rate
7. Deposit in relation to monetary aggregates
8. Indicators of excess Yields
9. Sovereign yield spread

نرخ رشد کل^۱: نرخ های رشد پایین و یا نزولی غالباً توانایی بازپرداخت بدهی توسط وام گیرندگان را کاهش می دهد و ا منجر به افزایش ریسک اعتباری می گردد. رکود سرآغاز بسیاری از آشفتگی های نظام مالی است.

کاهش فعالیت بخشی^۲: کاهش فعالیت در بخش های اقتصادی که وام ها و سرمایه گذاری های موسسات مالی در آن در بخش ها متمرکز شده است می تواند اثرات سریع بر سلامت نظام مالی گذارد. این امر موجب بدتر شدن کیفیت پرتفولیو و حاشیه سود آوری موسسات مالی می گردد، و به جریانات نقدی و ذخایر پایین تر منتج می گردد. در اقتصادهای در حال گذار این مشکلات به دلیل نبود پیشرفت در تجدید ساختار در بنگاه های دولتی بروز می کند.

۲.۳.۶ تراز پرداخت ها

کسری حساب جاری: افزایش در نسبت کسری حساب جاری به تولید ناخالص داخلی عموماً با جریان های خارجی زیاد سرمایه مرتبط است که توسط نظام مالی داخلی به چرخش درآمده و می تواند منجر به جهش اعتبار و قیمت دارایی شود. کسری بزرگ حساب جاری خارجی می تواند نشانه آسیب پذیری در برابر بحران ارزی باشد که با پیامدهای منفی برای نقدینگی نظام مالی همراه است به ویژه اگر کسری توسط پرتفوی کوتاه مدت سرمایه های ورودی تامین شده باشد. بحران های مالی که پیامدهای فوری برای نظام مالی دارد ممکن است زمانی اتفاق افتد که سرمایه گذاران خارجی متوجه میشوند کسری حساب جاری زیاد قابل دوام نیست و از این رو سرمایه گذاری های مالی از کشور خارج می گردد.

ذخایر بدهی خارجی: نسبت پایین ذخایر بین المللی (در بانک مرکزی و نظام مالی در مجموع) به بدهی های کوتاه مدت (داخلی، خارجی؛ دولتی و خصوصی) به عنوان یک شاخص عمده برای آسیب پذیری به ویژه سرمایه گذاران در نظر گرفته می شود. شاخص متداول دیگر در مورد کفایت ذخایر عبارت است از ذخایر رسمی ناخالص بر حسب ماه های واردات کالاها و خدمات است. کل بدهی های خارجی و ساختار سررسید آنها شاخص مهم دیگری می باشد.

رابطه مبادله^۳: تجربه گذشته نشان می دهد اختلال بزرگ در رابطه مبادله، عامل کمک کننده برای ایجاد مشکلات بانکداری در بسیاری از کشورها می باشد. کشورهای کوچک با تمرکز بالا بر صادرات، با بروز بحران های بانکی ناشی از اختلال های بزرگ و ناگهانی در رابطه مبادله، آسیب پذیرتر می باشند. از سوی دیگر بهبود زیاد در رابطه

1. Aggregate Growth Rates
2. sectoral slump
3. Terms of Trade

مبادله مشکلات بالقوه ای از طریق ایجاد تورم و حباب قیمت دارایی در نظام مالی ایجاد می کند. این اثرات زمانی که این پیشرفت های گذرا باشند موجب بدتر شدن شرایط می شود.

ترکیب و سررسید جریان های سرمایه: ترکیب جریان های سرمایه (سرمایه گذاری خارجی در پورتنفولیو در مقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی، رسمی در مقابل خصوصی، موسسات با نسبت اهرمی بالا و بانک های سرمایه گذاری در مقابل بانک های تجاری و تامین مالی تجاری) می تواند شاخص های خوبی برای بررسی آسیب پذیری بالقوه باشد. کشورها بویژه اگر کسری حساب جاری آنها با نسبت پایین سرمایه گذاری یا با سرمایه گذاری بیش از حد (با بهره وری پایین) همراه باشد، آسیب پذیر می باشند

۳.۳.۶ تورم

نوسان در تورم: چنین نوساناتی ارزیابی درست از ریسک بازار و ریسک اعتباری را دشوارتر می کند. تورم اغلب همبستگی مثبتی با نوسانات بالاتر قیمت های نسبی دارد، عاملی که ریسک پرتفوی را افزایش می دهد و موجب فرسایش پایه اطلاعاتی^۱ موسسات مالی برای برنامه ریزی، سرمایه گذاری و ارزیابی سرمایه می گردد. از سوی دیگر کاهش سریع و قابل توجه در نرخ تورم می تواند به درآمد اسمی و جریان نقدی پایین تر منتهی گردد و به این ترتیب تأثیر نامطلوبی بر نقدینگی و توانایی ایفای تعهدات موسسات مالی بر جای میگذارد؛ به ویژه در برخی شرایط، بانک های می تواند از مدیریت دارایی ها در شرایط تورمی بالا سود کسب کنند، ولی کاهش ناگهانی تورم ضعف شیوه های بانکداری سنتی آنها را آشکار می سازد.

۴.۳.۶ نرخ ارز و نرخ بهره

نوسان در نرخ ارز و نرخ بهره: هر چه نوسانات در این دو نرخ بیشتر باشد، ریسک نرخ بهره و ریسک نرخ ارز برای موسسات مالی بیشتر می شود. آسیب پذیری نظام مالی با وجود ۱- بار بدهی خارجی بالاتر ۲- سهم بالاتری از سرمایه گذاری پرتفوی خارجی در کل سرمایه گذاری خارجی بیشتر می گردد. نوسان نرخ ارز مشکلاتی را برای موسسات مالی به دلیل عدم تطابق ارزی بین دارایی ها و بدهی های بانک ایجاد می کند. تجربیات گذشته نشان می دهد که افزایش نرخ های بهره بین المللی از سه طریق موجب افزایش آسیب پذیری بازارهای نوظهور (در نظامهای مالی آنها) می شود: ۱- از طریق کانال جایگزینی دارایی^۲ (خروج سرمایه) ۲- از طریق اثرات منفی بر اعتبار (وام گیرندگان بازارهای نوظهور ۳- از طریق بدتر شدن مشکلات اطلاعاتی^۳ بازار اعتباری^۴ (کژگزینی). از سوی دیگر کاهش در نرخ بهره بین المللی موجب افزایش ورود سرمایه به کشور شده که می تواند موجب افزایش اعطای تسهیلات با ریسک بالا شود. علاوه بر این، نوسان نرخ های بهره داخلی و بین المللی می تواند اثرات

1.information base
2.asset substitution channel
3.information problems
4.adverse selection

مخربی بر نظام مالی هم بصورت مستقیم (اگر بانک نتواند از ریسک نرخ بهره جلوگیری کند) و هم به صورت غیر مستقیم از طریق بدتر شدن کیفیت اعتبار داشته باشد.

سطح نرخ های واقعی بهره داخلی^۱ : مؤسسات مالی در نرخ های واقعی بهره بالا تحت فشار قرار می گیرند، مگر اینکه اقتصاد نرخ رشد بالایی داشته باشد. نرخ بهره فزاینده در افزایش مطالبات غیر جاری نقش دارد. از سوی دیگر نرخ بهره واقعی منفی و ماندگار می تواند نشانه خرابی در نظام مالی باشد که از طریق تثبیت دولتی نرخ بهره اسمی^۲ ایجاد می شود.

ثبات نرخ ارز : تقویت زیاد ارزش واقعی پول ملی می تواند ظرفیت بخش صادرات در بازپرداخت بدهی اش تضعیف کند (به دلیل کاهش نرخ ارز و اثر آن بر کاهش درآمدهای صادراتی). از سوی دیگر کاهش زیاد در ارزش پول ملی میتواند موجب تقویت ظرفیت بخش صادرات برای بازپرداخت بدهی خود شود اما همزمان می تواند توانایی بازپرداخت بدهی توسط وام گیرندگان غیر صادراتی داخلی را تضعیف کند. تغییرات بزرگ در نرخ ارز می تواند از طریق مستقیم با تغییر ارزش دارایی یا غیر مستقیم از طریق اثرات محتمل بر اقتصاد واقعی، بر نظام مالی فشار وارد کند.

۵.۳.۶ جهش قیمت دارایی و وام دهی

جهش وام دهی (رشد سریع نسبت اعتبارات بانکی به تولید ناخالص داخلی : این جهش قبل از بحرانهای شدید بوجود می آید. گسترش سریع در وام دهی توسط مؤسسات مالی اغلب به دلیل اعتبار سنجی ضعیف اعتبار بوجود می آید. علاوه بر این یک محیط مقرراتی ضعیف شامل تضمین های آشکار و ضمنی بخش عمومی میتواند پذیرش ریسک اضافی را توسط مؤسسات مالی تشویق کند و موجب گسترش اعتبارات ریسکی شود. وام های رهنی و سایر وام های مصرفی و همچنین وام های ارزی سرآغاز جهش های وام دهی اخیر به ویژه در اقتصاد های بازاری نوظهور بوده اند.

جهش قیمت دارایی : سیاست پولی انبساطی می تواند در جهش های غیر معمول در بازده مستغلات و سهام سهمیم باشد. انقباض های بعدی در سیاست ها اغلب منتج به کاهش زیاد در ارزش سهام و مستغلات می گردد و موجب رکود فعالیت های اقتصادی می گردد و شرایط را برای ایجاد آشفته گی فراهم می کند. همچنین رکود در بازار سرمایه به طور طبیعی در آمد مؤسسات مالی و همچنین ارزش پورتفولیوی سرمایه گذاری و ارزش وثایق را کاهش می دهد.

۶.۳.۶ اثر سرایت^۳

1.Level of Domestic Real Interest Rate
2.Government fixing of nominal interest rate
3.Contagion effect

از آنجایی که سیستم مالی یک کشور از طریق جریان های بازار سرمایه و تجارت دوطرفه به سیستم سایر کشورها مرتبط می باشد، وقوع بحران مالی در برخی کشورها می تواند بحران مالی در سایر کشورها ایجاد کند.

سرریز تجارت: زمانی که یک کشور به دلیل کاهش ارزش پول ملی خود با بحران مواجه می شود، سایر کشورها نیز ممکن است به دلیل سرریز تجارت ناشی از بهبود قابلیت رقابت در ارتباط با قیمت کشور بحران زده، آسیب ببینند.

همبستگی بازارهای مالی: ریسک سرایت برای کشورهایی زیاد است که ویژگیهای اقتصاد کلان مشابهی دارند یا پیوندهای مالی نزدیک از طریق بانک های تجاری و جریان های بازار سرمایه با کشور درگیر در بحران دارند، خصوصاً همبستگی بین قیمت های بازار سهام، نرخ های ارز و نرخ های بهره در کشورهای مختلف اغلب به عنوان شاخصی از ریسک سرایت دیده میشود (ایوان و همکاران، ۲۰۰۰).^۱

۷. بررسی وضعیت ایران در برخی از شاخص های اقتصاد کلان از دیدگاه صندوق بین المللی پول

در این بخش سعی می گردد به بررسی روند برخی متغیرهای کلان اقتصادی در ایران در سال های اخیر که بر شرایط فعالیت بانکها اثر گذار بوده اند، پرداخته شود.

۷.۱ نرخ رشد اقتصادی، نرخ تورم، نرخ واقعی سود

نرخ رشد اقتصادی یکی متغیرهای کلان اقتصادی اثر گذار بر شرایطی است که بانک ها در آن فعالیت می نمایند. قاعدتاً بهبود شرایط اقتصادی همراه با نرخ رشد اقتصادی مناسب زمینه را برای فعالیت های تولید فراهم نموده و بنگاههای تولیدی نیز در این شرایط می توانند از تسهیلات اخذ شده از سوی بانک ها با هدف گسترش فعالیت های خود به تولید اقتصادی کمک نموده و از سوی دیگر با بازپرداخت تسهیلات اخذ شده موجبات گردش نقدینگی را فراهم نموده و مطالبات غیر جاری نیز افزایش نمی یابد. در ایران همانگونه که در نمودار زیر مشاهده میگردد، نرخ رشد اقتصادی نوسانات زیادی داشته است و نوسان نرخ رشد اقتصادی اثرات منفی بر فعالیت های اقتصادی خواهد گذاشت. به ویژه نرخ رشد اقتصادی منفی در سال های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ که ناشی از تشدید تحریم ها بود، زمینه را فراهم نمود که بسیاری از بنگاه های تولیدی ورشکسته شده و یا کمتر از ظرفیت تولید نمایند که این امر به افزایش مطالبات غیر جاری بانکها منجر شد و افزایش مطالبات غیرجاری نیز موجب کندی گردش نقدینگی گردید. افزایش مطالبات غیر جاری بانکها با تاثیر منفی بر EPS و با افزایش ذخایر مطالبات بانک ها همراه است و این امر بر سود دهی بانکها اثر خواهد گذاشت. از سوی دیگر در سال های ۱۳۹۱، ۱۳۹۲، همراه با کاهش فعالیت های تولیدی، افزایش نرخ ارز و به دنبال آن افزایش قیمت نهاده های تولید همراه با اجرای طرح

¹ Evans et.all,2000

هدفمندی یارانه موجبات افزایش نرخ تورم فراهم گردید. شرایط تورمی همراه با شرایط رکود اقتصادی، کشور را در وضعیت رکود تورمی قرار داد. بسیار از بنگاه های تولیدی قادر به باز پرداخت تسهیلات خود نبودند. از سوی دیگر علاوه بر بنگاه ها و فعالیتهای اقتصادی که به دلیل تغییر وضعیت اقتصادی قادر به پرداخت تسهیلات نبودند به دلیل کمتر بودن نرخ سود تسهیلات مورد انتظار تسهیلات از نرخ تورم، بسیاری از تسهیلات گیرندگان ترجیح دادند که تسهیلات اخذ شده را در فعالیتهای غیر تولیدی زود بازده سرمایه گذاری کنند به طوریکه با بازدهی ناشی از آن میتوانند سود مورد انتظار به همراه وجه التزام را پرداخت نمایند. در نهایت منجر به افزایش مطالبات غیر جاری بانک های گردید. کاهش نرخ تورم و تورم تک رقمی در سال های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ بیشتر ناشی از بهبود انتظارات تورمی به دلیل ثبات نسبی بازار نرخ ارز و رعایت انضباط مالی دولت بوده است. البته بحث های بازگشت مجدد تحریم، افزایش انتظارات تورمی و نوسان بازار ارز افزایش رشد نقدینگی بدون هدایت صحیح آن به سمت تولید می تواند منجر به تورم دورقمی گردد.

۸. نسبت های بانکی در ایران

۸.۱ کفایت سرمایه

نسبت کفایت سرمایه یکی از مهمترین شاخص های نشان دهنده سلامت بانک ها می باشد. نسبت کفایت سرمایه مؤسسه اعتباری عبارت است از نسبت سرمایه نظارتی به کادارایی های موزون به ریسک باید حداقل معادل ۸ درصد باشد و کل دارایی های موزون به ریسک، از مجموع دارایی های موزون به ریسک اعتباری، ریسک بازار و ریسک عملیاتی محاسبه می گردد. متأسفانه برخی بانک ها در حال حاضر از وضعیت مناسب برخوردار نمی باشند و حداقل لازم را رعایت نکرده اند.

۸.۲ بدهی بانک های به بانک مرکزی

بررسی تسهیلات بانک مرکزی به موسسات مالی به عنوان یکی از زیر شاخه های نسبت نقدینگی است که مورد بررسی قرار می گیرد که هر چه این نسبت بالاتر باشد نشان از این دارد که بانک ها و موسسات مالی با کمبود نقدینگی مواجه میباشند و این امر می تواند به دلیل عدم تطابق سررسید بین دارایی ها و بدهی های بانک ها و موسسات مالی باشد. از آنجا که بانک ها بیشتر دارایی خود را به صورت دارایی ثابت و بلند مدت نگهداری میکنند (به دلیل اعطای تسهیلات در برابر وثیقه ملکی و عدم بازپرداخت تسهیلات توسط تسهیلات گیرنده) قابلیت نقدینه بودن آن بسیار پایین می باشد. در سالهای اخیر بالا بودن نسبت بدهی بانک ها به بانک مرکزی (به ویژه بانک مسکن) ناشی از تأمین مالی مسکن مهر از محل منابع بانک مرکزی است که این روش به دلیل افزایش پایه پولی اثرات تورمی بسیاری بر اقتصاد به جای گذاشت. همچنین سرمایه گذاری بانک ها در دارایی ها و مستغلات به دلیل نقدینگی پایین آنها، رشد دارایی های منجمد در بانک ها و تلاش برخی بانک ها برای ارائه سود های بالاتر از نرخ مصوب بانک مرکزی جهت جذب سپرده نشان از مشکل نقدینگی دارد

جمع بندی

یکی از سوالاتی که همیشه مطرح بوده است ارتباط بین رشد و توسعه اقتصاد و توسعه نظام مالی است و سوال این است که آیا توسعه نظام مالی منجر به رشد اقتصادی می گردد یا این ارتباط بالعکس است. اکثر مطالعات تجربی نشان از اثرگذاری توسعه نظام مالی بر رشد اقتصادی دارد. از اینرو ثبات نظام مالی، توسعه و تقویت آن برای دست یابی به اهداف رشد مطرح شده در قانون برنامه پنج ساله ششم توسعه مبنی بر دست یابی به رشد اقتصادی متوسط سالانه ۸ درصد ضروری است. همان طور که ذکر گردید سلامت نظام مالی متأثر از شرایط اقتصادی و نحوه عملکرد شبکه بانکی است. شرایط اقتصادی جز عوالم بیرونی و اثر گذار بر عملکرد بانک ها می باشد که البته نحوه فعالیت بانک ها نیز بر متغیرهای اقتصاد کلان اثر خواهد گذاشت. در سال های اخیر اعمال تحریم های غرب علیه ایران، تحریم بانک مرکزی و بانک ها بر شرایط اقتصادی و نحوه عملکرد بانک ها اثر گذاشته است. در حال حاضر نیز خروج آمریکا از برجام نیز ابهام هایی را در ارتباط با بازگشت مجدد تحریم ها ایجاد کرده است. در راستای ایجاد ثبات و سلامت نظام مالی نیاز است محیط فعالیت بانک ها منظور شرایط اقتصادی بهبود یابد در این خصوص ایجاد ثبات اقتصادی، ثبات بازار ارز به ویژه به دلیل اثر گذاری نوسان نرخ ارز بر انتظارات تورمی، رشد اقتصادی پایدار و تداوم کاهش نرخ تورم، افزایش سرمایه بانک ها در راستای تحقق کفایت سرمایه مناسب با استانداردهای بال، تقویت مدیریت ریسک در بانک ها در راستای کاهش مطالبات غیر جاری و همچنین مدیریت ریسک نقدینگی (با توجه به اینکه جنگ قیمتی بین برخی بانک ها در جهت جذب سپرده و بدهی بانک ها به بانک مرکزی نشان از مشکل نقدینگی بانک ها دارد)، رعایت استانداردهای بین المللی (استاندارد های بازل)، استقرار کامل اصول حاکمیت شرکتی از جمله عوامل درون سازمانی و برون سازمانی مؤثر بر عملکرد بانک ها و تقویت سلامت نظام مالی است.

- بانک مرکزی، دستورالعمل محاسبه سرمایه نظارتی و کفایت سرمایه مؤسسات اعتباری، مورخ ۱۳۹۷/۰۴/۱۷
- بانک مرکزی، دستورالعمل محاسبه سرمایه نظارتی و کفایت سرمایه مؤسسات اعتباری، مورخ ۱۳۹۷/۰۲/۵
- بانک مرکزی، نماگرهای اقتصادی، سالهای اقتصادی
- بانک مرکزی، گزیده آمارهای اقتصادی، سالهای مختلف
- بانک مرکزی، آمارهای سری های زمانی
- میرباقری هیر، میرناصر، ناهیدی امیر خیز، محدرضا، (۱۳۹۵)، "ارزیابی ثبات مالی و تبیین عوامل مؤثر بر ثبات مالی بانکهای کشور"، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱۵
- Alchian, A. A., and B. Klein (1973), "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, February
- Allen, W. and Wood, G. (2006), "Defining and achieving financial stability", *Journal of Financial Stability*, June, pp. 152- 172.
- Allen, F. and D. Gale (1999). *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Ang, J. (2008). A Survey of recent developments in the literature of finance and growth. *Journal of Economic Surveys*, 22 (3), 536-576.
- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver and T. Taylor (2010), "Monetary policy after the Fall", Paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, 28 August 2010
- Borio, C and W. White (2003), "Whither monetary and financial stability: the implications of evolving policy regimes", *Federal Reserve Bank of Kansas City Journal*, 131-211.
- Chant, J. (2003), "Financial Stability as a Policy Goal", in *Essays on Financial Stability*, Technical Report No. 95, Bank of Canada, September.
- Crockett, A., (1997), "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?", in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 55- 96.
- Davis, E. (2001), "A Typology of Financial Instability", *Oesterreichische Nationalbank (Central Bank of Austria)*, Financial Stability Report No. 2, pp. 92- 110
- Demetriades, Panicos O., and Khaled A. Hussein (1996). "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries" *Journal of development Economics*, 51.2, 387-411.
- Evans, Owen, M. Leone, Alfredo, Gill, Mahinder, Hilbers, Paul," *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*", International Monetary Fund, April 2000
- Ferguson, R., (2003), "Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?", in *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, BIS Paper No. 18, September, pp. 7- 15.
- Gasper, Vitor, smets. Frank, (2003), "Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization", *international finance*, Volume 5, issue 2
- Gerschenkron, Alexander (1962). "Economic backwardness in historical perspective", *Economic backwardness in historical perspective*
- GOODFRIEND, M. "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n. 4, Fall 2007
- Issing, O., (2003), "Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?", in *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, BIS Paper No. 18, September, pp. 16- 23.
- Karacadag, Cem, V. Sundararajan, and Jennifer Elliott. 2003. "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing." *IMF Working Paper No.03/116*, International Monetary Fund

- Minsky, Hyman P. (1975). "Financial resources in a fragile financial environment." *Challenge*, 18.3, 6-13.
- Mishkin, F., (1999), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, Autumn, pp. 3- 20.
- Mishkin, F., (2000), "Financial Stability and the Macro economy", Central Bank of Iceland Working Paper No. 9, May.
- Patrick, Hugh T. (1966). "Financial development and economic growth in underdeveloped countries." *Economic development and Cultural change* 14.2 174-189.
- Posen, A. (2006), "Why central banks should not burst bubbles", Institute for International Economics, Working Paper 06-1.
- Rodrik, D., & Subramanian, A. (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint? IMF Staff Paper , 56 (1), 112-138.
- San Jose, Armida, Georgiou, Andreas, "Financial Soundness Indicators(FSIs) Framework and Implementation", International Monetary Fund
- Schinasi, G., (2004), "Defining Financial Stability", IMF Working Paper No. WP/04/187, October.
- Shaw, Edward S. (1973). *Financial deepening in economic development* New York: Oxford University Press, Vol.39.
- Sluijs, Paul J. Van, (2006). "Financial Soundness Indicators", World Bank
- Smith, Adam (1776). *An inquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations*, London
- Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development* , 28 (6), 1075-1086
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981) . "Credit Rationing in Market with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71(3), pp. 393-410
- Stiglitz, J.E. (2009), "Interpreting the causes of the great recession of 2008", BIS Annual Conference, 25-26 June 2009.
- Trichet, J.C. (2010), "The great financial crisis: lessons for financial stability and monetary policy", colloquium in honour of Lucas Papademos, ECB, 20 May 2010
- Xu, Zhenhui (2000). "Financial development, investment, and economic growth" *Economic Inquiry* 38.2, 331-344.
- Woodford, M. "Interest and Prices: foundations of a theory of monetary policy" . Princeton: Princeton University Press, 2003
- World Bank. 2001. "Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World." A World Bank Policy Research Report, World Bank and Oxford University Press, New York