

# ژئوپولیتیک و چندپارگی به عنوان تهدیدهای جدی ثبات مالی کلان ۲۰۲۳



معاونت بررسی های اقتصادی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران



---

---

معاونت بررسی‌های اقتصادی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

منبع گزارش:

**Geopolitics and Fragmentation Emerge as Serious Financial Stability Threats 2023. IMF**

---

---

موضوع این گزارش، الزاماً موضوع اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران نیست.

مهر ۱۴۰۲

استفاده از مطالب این گزارش با ذکر منبع بلامانع است.



## فهرست مطالب

---

در یک نگاه .....	۴
مقدمه .....	۵
چارچوب مفهومی .....	۹
چشم انداز مالی جهانی .....	۱۳
اهمیت عوامل ژئوپولیتیکی برای تخصیص سرمایه برون مرزی .....	۱۶
جمع بندی و توصیه های سیاستی .....	۲۴

افزایش تنش های ژئوپولیتیک در میان اقتصادهای بزرگ و مهم، باعث تشدید نگرانی ها در خصوص فروپاشی اقتصادی و مالی جهانی شده است. فروپاشی مالی ناشی از تنش های ژئوپولیتیک می تواند با تأثیرگذاری بر تخصیص سرمایه برون مرزی، سیستم پرداخت های بین المللی و قیمت دارایی ها، پیامدهای مهم و بالقوه ای را برای ثبات مالی جهانی داشته باشد.

تنش های ژئوپولیتیک ناشی از انحراف و اختلاف در جهت گیری سیاست خارجی کشورهای سرمایه گذار و دریافت کننده آن، برای تخصیص پرتفوی برون مرزی از اهمیت بالایی برخوردار است. برای مثال، بالارفتن تنش های ژئوپولیتیک بین کشور سرمایه گذار و کشور دریافت کننده این سرمایه می تواند تخصیص پرتفوی برون مرزی و بانکی را حدود ۱۵ درصد کاهش دهد.

افزایش تنش های ژئوپولیتیک با کشورهای متحد اصلی، می تواند باعث معکوس شدن جریان یا گردش برون مرزی شود که تأثیر آن بر بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، بیشتر از اقتصادهای پیشرفته است.

با افزایش هزینه های تأمین بودجه بانک ها، کاهش سودآوری آنها و کاهش تأمین اعتبار به بخش خصوصی، می توان ریسک ثبات مالی در سطح کلان را ایجاد کرد.

با کاهش فرصت های تنوع ریسک بین المللی در مواجهه با شوک های نامطلوب داخلی و خارجی، فروپاشی مالی ناشی از تنش های ژئوپولیتیک می تواند تلاطم و بی ثباتی مالی در سطح کلان را در بلندمدت تشدید کند.

در همین راستا، توصیه هایی مربوط به سیاست گذاری در این زمینه ارائه شده است که در زیر به آنها پرداخته می شود:

- با افزایش تنش های ژئوپولیتیکی، سیاست گذاران باید از ریسک های ثبات مالی بالقوه و مرتبط آگاه باشند و برای شناسایی، اندازه گیری، مدیریت و کاهش آنها، منابع مالی را تخصیص دهند.
- برای توسعه دستورالعمل های قابل اجرا برای ناظران، به یک رویکرد سیستماتیک که از تحلیل سناریو و آزمون استرس استفاده می کند نیاز است تا انتقال شوک ژئوپولیتیکی به موسسات مالی را ارزیابی و اندازه گیری کند.
- براساس ارزیابی ریسک های ژئوپولیتیکی و در جهت کاهش پیامدهای نامطلوب آن، ممکن است بانک ها و موسسات مالی غیربانکی نیاز به حفظ سرمایه و ضربه گیر (بافر)<sup>۱</sup> نقدینگی داشته باشند.
- در مواجهه با افزایش تنش های ژئوپولیتیکی، کافی بودن چتر حمایت مالی جهانی، باید از طریق میزان بالای ذخایر بین المللی کشورها، اقدامات مالی دوجانبه و منطقه ای و خطوط اعتباری موسسات مالی بین المللی تضمین شود.
- با توجه به ریسک های قابل توجه در ثبات مالی جهانی در سطح کلان، کشورها باید حداکثر تلاش خود را در جهت تقویت تعامل و گفتگو برای حق دیپلماتیک، تنش ها و مناقشات ژئوپولیتیک به کار گیرند و از فروپاشی اقتصادی و مالی جلوگیری کنند.

<sup>۱</sup> Buffer

افزایش تنش ها و مناقشات ژئوپولیتیکی باعث تشدید نگرانی ها در خصوص فروپاشی اقتصادی و مالی در جهان شده است. تنش های ژئوپولیتیکی در جهان، طی چند سال اخیر و در زمان تیره شدن روابط دیپلماتیک بین آمریکا و چین و همچنین حمله روسیه به اوکراین، افزایش یافته است.<sup>۲</sup> انعکاس چنین افزایشی در وقوع فزاینده تهدیدها و درگیری های ژئوپولیتیکی، افزایش هزینه های نظامی در اقتصاد و افزایش اختلاف در نحوه رای دهی آمریکا و چین در مورد مسائل سیاست خارجی در سازمان ملل متحد، مشهود است (شکل ۱). تشدید تنش های ژئوپولیتیکی باعث افزایش نگرانی هایی در خصوص فروپاشی اقتصاد منطقه ای شده است که می تواند برای اقتصاد جهانی هزینه بر باشد.

در حال حاضر ممکن است عوامل ژئوپولیتیکی بر چشم انداز اقتصادی و مالی جهان تأثیرگذار باشد. پژوهش های متعدد نشان می دهند که عوامل ژئوپولیتیکی برای ارتباطات تجارت بین المللی بسیار حائز اهمیت است و در سال های اخیر و پس از اعمال محدودیت های جدید در تبادل کالاها و خدمات از سوی کشورهای بزرگ، کاهش یافته است به علاوه، به نظر می رسد که روابط ژئوپولیتیکی برای تخصیص سرمایه برون مرزی نیز از اهمیت بالایی برخوردار بوده و سرمایه گذاران با داشتن چشم انداز سیاست خارجی نسبت به کشور خود، عموماً سهم کمتری از سرمایه خود را به کشورهای دریافت کننده کمک اختصاص می دهند.<sup>۳</sup>

به علاوه، با افزایش تنش های ژئوپولیتیکی در سال های اخیر، محدودیت های گردش سرمایه برون مرزی نیز افزایش یافته (شکل ۲، بخش ۴) و پیامدهای آشکاری برای تخصیص سرمایه بین المللی داشته است.<sup>۴</sup> برای مثال، پس از حمله روسیه به اوکراین و تحریم های اعمال شده آمریکا و اتحادیه اروپا بر روسیه، گردش بدهی بانکی و پرتفوی برون مرزی به روسیه و متحدانش (کشورهایی که در ماه مارس ۲۰۲۲، در سازمان ملل پیشنهاد محکوم کردن حمله روسیه به اوکراین را رد کردند) به شدت تغییر یافته و تخصیص ها به ترتیب حدود ۲۰ درصد و ۶۰ درصد نسبت به پیش از حمله ی روسیه، کاهش یافته است (شکل ۲، بخش ۵ و ۶).

افزایش تنش ها و مناقشات ژئوپولیتیکی می تواند پیامدهای نامطلوبی بر ثبات مالی در سطح کلان داشته باشد. اعمال محدودیت های مالی یا افزایش عدم اطمینان و ریسک گریزی ناشی از این تنش ها می تواند فروپاشی مالی جهانی را تشدید

<sup>۲</sup> اصلاح ژئوپولیتیک، یک مفهوم چندبعدی است که پیش از این، برای توصیف عملکرد دولت ها جهت کنترل و رقابت بر سر قلمرو به کار می رفت، هرچند که در دهه های اخیر، کشمکش قدرت های سیاسی به دلایل مختلف (همچون تجارت یا سیاست) و کشمکش مجموعه ای از سازمان ها از جمله شرکتها، گروه های شورشی و احزاب سیاسی نیز به عنوان بخشی از ژئوپولیتیک شناخته می شود.

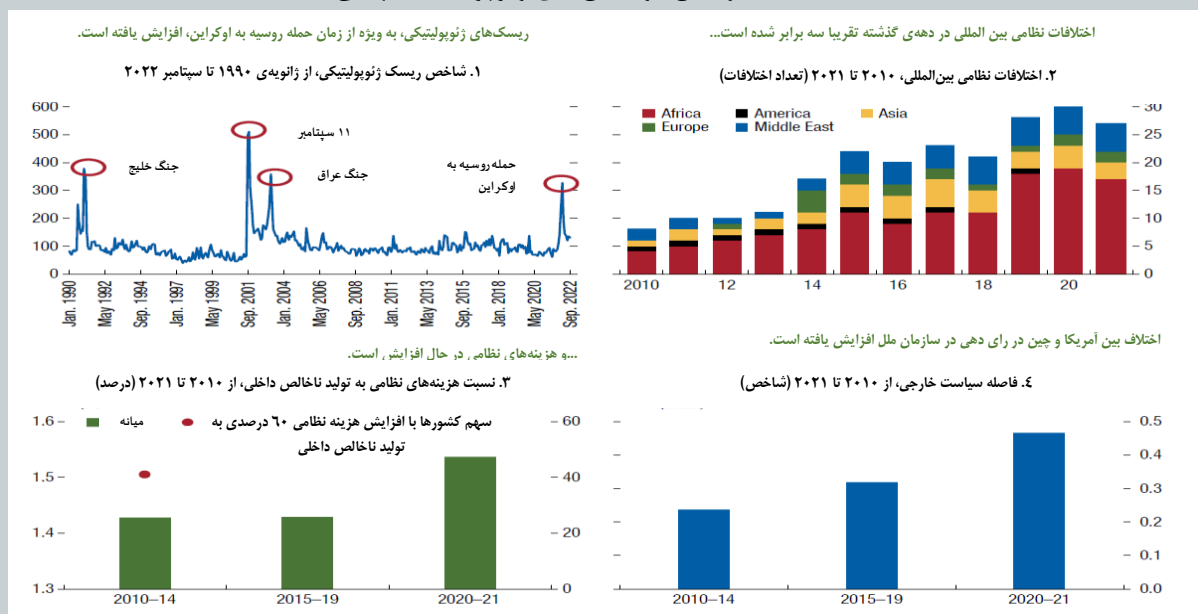
<sup>۳</sup> شباهت در چشم انداز سیاست خارجی با توافق در رفتار رای دهی کشورهای سرمایه گذار و دریافت کننده کمک در مجمع عمومی سازمان ملل به دست می آید. پژوهش کمیف و دیگران (۲۰۲۲)، روندهایی که در بخش ۱ تا ۳ شکل ۲.۲ گزارش شده است را تأیید می کنند که نشان می دهد سرمایه گذاران آمریکایی در کشورهایی که از نظر ایدئولوژیکی با دولت آنها فاصله دارد، کمتر سرمایه گذاری می کنند.

<sup>۴</sup> افزایش شدید تعداد کشورهای تحریم شده در سال ۲۰۲۲ نشان دهنده تحریم های مالی اعمال شده توسط روسیه بر اتحادیه اروپا است. افزایش تحریم های مالی در میان کشورها، با گسترش انواع تحریم های دیگر در سال های اخیر، به ویژه تحریم های تجاری همراه بوده است.

کند؛ چرا که سرمایه‌گذاران بین‌المللی پرتفوی سرمایه‌گذاری و خطوط اعتباری را مجدداً به خارج از حوزه ژئوپولیتیکی و کشورهای دورتر تخصیص می‌دهند.<sup>۵</sup> این عامل می‌تواند باعث تغییر ناگهانی گردش سرمایه و کاهش قیمت دارایی و همچنین باعث پیامدهای مرتبط برای ثبات مالی در سطح کلان شود.<sup>۶</sup> جدای از این اثرات کوتاه‌مدت، با کاهش فرصت‌ها در جهت تنوع ریسک‌ها، افزایش فروپاشی مالی ممکن است کشورها را در برابر شوک‌های داخلی و خارجی نامطلوب آسیب‌پذیر کند و در نتیجه، احتمال بحران مالی سیستماتیک در بلندمدت را افزایش دهد.

تأثیر مالی افزایش تنش‌های ژئوپولیتیکی ممکن است در میان کشورها یکسان نباشد. در صورت تشدید تنش‌ها و مناقشات با شرکای اقتصادی و مالی بزرگ، احتمالاً کشورها بیشتر تحت تأثیر قرار خواهند گرفت.<sup>۷</sup>

### شکل ۱. افزایش در تنش‌های ژئوپولیتیک جهانی



منابع: کالدارا و یاکوبیلو ۲۰۲۲، هیگ ۲۰۱۱، پایگاه داده هزینه‌های نظامی SIPRI؛ برنامه اطلاعات مناقشاتی اوسپالا؛ و محاسبات کارکنان صندوق بین‌المللی پول.

نکته: بخش ۱ شاخص ریسک ژئوپولیتیکی مبتنی بر اخبار را نشان می‌دهد که توسط کالدارا و یاکوبیلو (۲۰۲۲، صفحه ۱۱۹۷) محاسبه شده است. این شاخص به عنوان «تهدید، تحقق و تشدید رویدادهای نامطلوب و مرتبط با جنگ، تروریسم و هرگونه مناقشه میان دولت‌ها و فعالان سیاسی تعریف می‌شود که بر روند صلح‌آمیز روابط بین‌المللی تأثیر می‌گذارد». این شاخص برای دوره‌ی ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۹، به طور متوسط برابر با ۱۰۰ بوده است. بخش ۲ این جدول، براساس داده‌های مناقشاتی اوسپالا است که در آن، درگیری‌های نظامی با عنوان ناسازگاری بحث‌برانگیز تعریف شده است (که منجر به حداقل ۲۰ کشته مرتبط با جنگ در یک سال می‌شود). این ناسازگاری (۱) بین دو دولت یا چند دولت (بین کشورها) بوده؛ (۲) بین یک دولت و یک حزب غیردولتی بوده، که در آن دولت، طرف مقابل یا هر دو طرف از سمت دولت‌های دیگر (کشورهای بین‌المللی) سرباز دریافت کرده و حمایت می‌شوند؛ (۳) بین یک دولت و یک گروه غیردولتی و خارج از قلمروی خود بوده، که در آن دولت برای حفظ کنترل قلمروی خارج از سیستم دولتی (فراسیستمی) مبارزه می‌کند. درگیری‌های بین یک دولت و یک حزب غیردولتی بدون دخالت کشورهای دیگر از این نمونه حذف شده اند. در بخش ۲، برنامه اطلاعات مناقشاتی اوسپالا، جهان را از نظر جغرافیایی به پنج دسته تقسیم می‌کند (آمریکا؛ آمریکای شمالی و جنوبی؛ آفریقا؛ جنوب صحرای آفریقا و شمال آفریقا؛ خاورمیانه؛ خاورمیانه؛ اروپا؛ آسیا؛ آسیا و اقیانوسیه). بخش ۳ متوسط و میانگین هزینه‌های نظامی به تولید ناخالص داخلی در تمام کشورهای نمونه و سهم کشورهای نمونه با افزایش در این نسبت، به طور متوسط در طول دوره‌های زمانی نشان داده شده را ترسیم می‌کند. بخش ۴ این جدول، اختلاف میانگین در سیاست خارجی بین آمریکا و چین را براساس الگوهای رای‌دهی آنها در مجمع عمومی سازمان ملل (هیگ ۲۰۱۱) به همراه مقادیر استاندارد ۱- (اختلاف کمتر) تا ۱+ (اختلاف بیشتر) را نشان می‌دهد.

<sup>۵</sup> سیستم‌های مالی، اصولاً به دلیل تفاوت‌های نظارتی، موانع تکنولوژیکی و طبیعی، نیروهای بازار (عرضه و تقاضا)، سیاست‌های تجاری و حساب سرمایه و همچنین مالیات، ممکن است تا حدی به فروپاشی نزدیک شوند (کلاسنس ۲۰۱۹). از طریق اعمال محدودیت‌های تجاری یا حساب سرمایه و یا افزایش عدم اطمینان، عوامل ژئوپولیتیکی می‌توانند عامل مهمی در فروپاشی مالی باشند.  
<sup>۶</sup> همانطور که پیشتر به آن اشاره شد، تأثیر بر جریان یا گردش سرمایه، قیمت دارایی و ثبات کلان مالی می‌تواند با محدودیت‌های اعمال شده بر تجارت و فناوری، و با اختلالات زنجیره‌ی تأمین و بازار کالا تقویت شود. اما تأثیر یک اختلال ناگهانی در روابط مالی با یک کشور (یا گروهی از کشورها) می‌تواند در صورتی کاهش یابد که کشورهای دارای تشابه از نظر ژئوپولیتیکی، تخصیص پرتفوی خود به اقتصاد آسیب‌دیده را افزایش دهند و در عمل، تحقق چنین تخصیص‌هایی ممکن است کمی زمان‌بر باشد و منجر به استرس یا تنش مالی در اقتصاد آسیب‌دیده، به خصوص در کوتاه مدت شود.  
<sup>۷</sup> ممکن است کشورها به طور غیرمستقیم در صورتی تحت تأثیر قرارگیرند که شرکای تجاری و مالی مهم آنها از طریق سرریزهای کلان مالی برون‌مرزی یا سرایت مالی، درگیر یک نزاع یا مناقشه‌ی ژئوپولیتیکی با یک کشور دیگر باشند. این فصل بر تأثیر مستقیم تنش‌های ژئوپولیتیکی با کشورهای شریک و متحد تمرکز دارد.



## معاونت بررسی های اقتصادی اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

ممکن است به دلیل ظرفیت محدود برای جذب پیامدهای نامطلوب چنین شوک های ژئوپولیتیکی، اقتصادهایی که سیستم های مالی کمتر توسعه یافته ای دارند یا دارای ضربه گیرهای خارجی لازم نیستند، آسیب پذیرتر باشند.

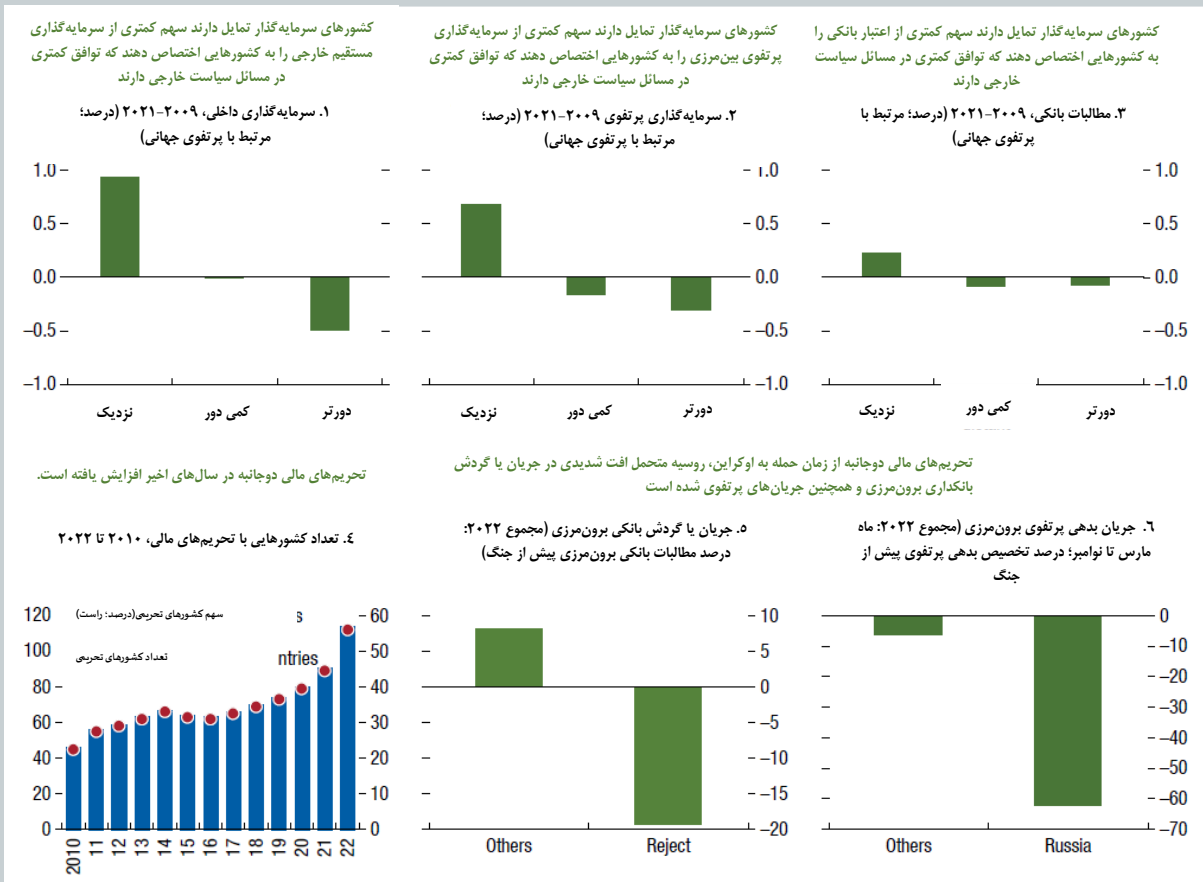
در این خصوص، این گزارش به بررسی نقش عوامل ژئوپولیتیکی به عنوان محرک های فروپاشی مالی و ریسک های ثبات مالی مرتبط می پردازد. ابتدای این گزارش با طرح یک چارچوب مفهومی ساده در جهت بحث در خصوص کانال های اصلی آغاز می شود که از طریق آن، تنش های ژئوپولیتیکی می توانند به فروپاشی مالی و تهدید ثبات مالی در سطح کلان منجر شوند. این گزارش با استفاده از نمونه ای اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه در دو دهه ی گذشته، به بررسی تحولات مالی جهانی پرداخته و سه سوال کلیدی و اساسی را تجزیه و تحلیل می کند.

سوال اول این است که آیا عوامل ژئوپولیتیک بر تخصیص برون مرزی سرمایه تأثیر می گذارد؟

سوال دوم اینکه، آیا شوک های ژئوپولیتیکی و فروپاشی مالی ناشی از این شوک ها، ثبات مالی را در سطح کلان که با رفتار سوددهی، پرداخت بدهی و وام دهی بانک ها ایجاد می شود، تحت تأثیر قرار می دهد؟

و سوال سوم اینکه، آیا فروپاشی مالی با کاهش فرصت های تنوع ریسک بین المللی، کشورها را در برابر شوک های نامطلوب، آسیب پذیرتر می کند یا خیر؟

## شکل ۲. تنش های ژئوپولیتیک و فروپاشی مالی جهانی



منابع: بانک تسویه حساب های بین المللی، آمار بانکداری منطقه ای، FinFlows، پایگاه داده تحریم های مالی جهانی، موسسه مالی بین المللی، نظارت گردش سرمایه؛ صندوق بین المللی پول، نظرسنجی هماهنگ سرمایه گذاری مستقیم؛ صندوق بین المللی پول، نظرسنجی هماهنگ سرمایه گذاری پرتفو؛ و محاسبات کارکنان صندوق بین المللی پول.

نکته: بخش ۱ تا ۳ این شکل میانگین سهم دارایی های مالی برون مرزی و دوجانبه ی تخصیص یافته به کشور گیرنده، توسط کشور منبع را نشان می دهد که بیش از کل دارایی های مالی برون مرزی تخصیص یافته به کشور گیرنده، توسط تمامی کشورهای منبع است. برای در نظر گرفتن ظرفیت های مختلف اقتصادی کشورهای دریافت کننده، تغییرات آخر صورت می گیرد. میانگین ها در طول سال هایی که نشان داده شده، در جهت اندازه گیری فاصله ی سیاست خارجی دو جانبه با کشورهای نزدیک تر، تا حدودی نزدیک و دورتر گرفته (ستون های آبی رنگ) را نشان می دهد. بخش ۴ این شکل، مجموع گردش مالی بانکی برون مرزی در سه ماهه اول و سه ماهه دوم سال ۲۰۲۲ را برای کشورهایی نشان می دهد که پیشنهاد محکوم کردن حمله ی روسیه به اوکراین (کشورهای بلاروس، اتریش، جمهوری دموکراتیک کره، روسیه و سوریه) را در نشست مجمع عمومی سازمان ملل در ۲ مارس ۲۰۲۲ رد کرده اند و همچنین سایر کشورهایی که این پیشنهاد را رد نکردند (یعنی کشورهایی که غایب بودند یا رای ممتنع و یا رای قبول دارند، به جز اوکراین) به صورت درصدی از کل مطالبات برون مرزی این گروه ها در سه ماهه ی چهارم سال ۲۰۲۱ در این بخش از شکل نشان داده شده است. بخش ۶ این شکل، مجموع جریان بدهی پرتفو به روسیه و تمام کشورهای دیگر (به جز اوکراین) را نشان می دهد که پس از شروع جنگ (مارس تا نوامبر ۲۰۲۲) در درصد تخصیص بدهی پرتفوی پیش از جنگ (فوریه ۲۰۲۲)، پیشنهاد محکوم کردن حمله ی روسیه را رد کردند.

برای به دست آوردن عوامل ژئوپولیتیک، اساساً تحلیل تجربی مبتنی بر معیار و اندازه گیری رایج «فاصله ی ژئوپولیتیک» بین کشورهای به دست آمده از تحقیق هیگ (۲۰۱۱) است. این معیار و اندازه گیری، نشان دهنده اختلاف و تضاد در رفتار رای دهی کشورها در مجمع عمومی سازمان ملل است، به طوری که کشورهایی که الگوی رای دهی متفاوت تری دارند، از نظر ژئوپولیتیک، دورتر تلقی می شوند.<sup>۸</sup> حساسیت نتایج به دست آمده، با استفاده از معیارهای جایگزین و براساس رفتار رای دهی

<sup>۸</sup> این معیار براساس معیار «S» در پژوهش سینیورینو و ریتر (۱۹۹۹) است و معیار فاصله را به صورت مجموع مربع انحرافات در آرای سازمان ملل است..

سازمان ملل از مقاله‌ی هیگ (۲۰۱۱) و بیلی، استرژنف و ووتن (۲۰۱۷)، و همچنین شاخص‌های مختلفی هم‌چون تحریم‌های مالی دوجانبه و تجارت تسلیحات مورد بررسی قرار می‌گیرد.<sup>۹</sup>

## چارچوب مفهومی

تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌توانند از طریق دو کانال کلیدی و مهم، منجر به بی‌ثباتی مالی شوند. کانال اول مستقیماً از طریق یک کانال مالی است که ناشی از محدودیت‌های اعمال شده بر گردش سرمایه و پرداخت‌ها (از جمله کنترل سرمایه، تحریم‌های مالی، و مسدود کردن دارایی‌های بین‌المللی) است یا از طریق افزایش عدم اطمینان و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران در محدودیت‌های آتی، تشدید تنش‌ها یا سلب مالکیت می‌باشد (شکل ۳). این عوامل می‌توانند بر تخصیص سرمایه برون‌مرزی تأثیرگذار باشد و منجر به فروپاشی مالی و همچنین کاهش قیمت دارایی شوند، چرا که سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان ممکن است تخصیص سرمایه‌گذاری پرتفوی را تغییر و خطوط اعتباری برون‌مرزی به کشور رقیب (یا مجموعه‌ای از کشورها) را کاهش دهند.<sup>۱۰</sup> اگر سرمایه به طور ناگهانی تخصیص داده شود، با افزایش هزینه تأمین بودجه یا ریسک انتقال بدهی و همچنین با کاهش ارزش دارایی و سودآوری کلی، می‌تواند باعث استرس یا تنش نقدینگی و پرداخت بدهی در بخش‌های مالی و غیرمالی شود، که در نتیجه ثبات مالی در سطح کلان را تهدید می‌کند.<sup>۱۱،۱۲</sup>

از طریق یک کانال واقعی، تأثیرات کانال مالی بر ثبات مالی می‌تواند تشدید شود. به علاوه، از طریق یک کانال واقعی که تحت تأثیر محدودیت‌های تجارت بین‌الملل و انتقال فناوری و همچنین تحت تأثیر اختلال در زنجیره‌ی تأمین و بازارهای کالا است، افزایش تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌تواند به طور غیرمستقیم بر بی‌ثباتی مالی تأثیرگذار باشد. این پیامد می‌تواند بر تجارت بین‌المللی و رشد اقتصادی، تأثیر منفی بگذارد و باعث فشارهای تورمی شود. این عوامل به نوبه‌ی خود، می‌توانند بر

<sup>۹</sup> معیارهای مختلف ژئوپولیتیکی در نظر گرفته شده در این فصل، به شدت همبستگی مثبت دارند. برای مثال، همبستگی بین معیارهای فاصله‌ی ژئوپولیتیکی به دست آمده از پژوهش هیگ (۲۰۱۱) و بیلی، استرژنف و ووتن (۲۰۱۷) از ۰.۶ تا ۰.۹ متغیر است. به همین ترتیب، احتمال اعمال تحریم‌های مالی در رابطه با کشورهایی که از نظر ژئوپولیتیکی فاصله‌ی بیشتری دارند، به طور قابل توجهی بالاتر است.

<sup>۱۰</sup> برای مشاهده‌ی چارچوب‌های نظری کلی در خصوص تأثیرات هزینه‌های معاملاتی و اختلافات در پرتفوی‌های بدهی و دارایی بین‌المللی، به پژوهش‌های کورداسیر، کولمن و مارتین (۲۰۱۰) و اکاوا و وینکوپ (۲۰۱۲) مراجعه کنید.

<sup>۱۱</sup> پژوهش‌های زیادی نشان می‌دهند که تغییر یا بازگشت سریع و ناگهانی جریان‌های سرمایه‌ی برون‌مرزی، با بحران‌های مالی به خصوص در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه همراه است (رینهارت و روگوف ۲۰۰۹؛ گوش، اوستری و قریشی ۲۰۱۷). در مورد ریسک‌های ژئوپولیتیکی، فان، ترن و ایک (۲۰۲۲) نشان می‌دهند که ثبات بانکی با افزایش ریسک‌ها کاهش می‌یابد، در حالیکه چندین پژوهش (قاسمی‌نژاد و جهان پرور ۲۰۲۱؛ جونگ، لی و لی ۲۰۲۱؛ سالیسو و دیگران ۲۰۲۲) عنوان می‌کنند که افزایش ریسک‌های ژئوپولیتیکی با کاهش بازدهی سهام و افزایش نوسانات بازار همراه است. گوروچ و پرلیسکی (۲۰۱۵) نشان می‌دهند که تحریم‌های مالی که کشورهای غربی پس از الحاق شهر کریمه به روسیه در سال ۲۰۱۴ اعمال کردند، تأثیر قابل توجهی بر بودجه و تولید خارجی داشته است.

<sup>۱۲</sup> بازگشت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در نتیجه‌ی تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌تواند منجر به بسته شدن کارخانه‌ها و فروشگاه‌ها، کاهش رشد اقتصادی و آسیب مستقیم به اشتغال شود (باس و هفکر ۲۰۰۷؛ چشم انداز اقتصاد جهانی آپریل ۲۰۲۳).

نقدینگی و سودآوری شرکت های غیرمالی نیز تأثیر منفی بگذارند، ریسک اعتباری برای بانک ها ایجاد کنند و ثبات مالی در سطح کلان را تضعیف کنند.

این کانال های واقعی و مالی، به احتمال زیاد به طور متقابل تقویت می شوند. ممکن است بین کانال های واقعی و مالی، حلقه های بازخوردی معکوس ایجاد شود که سرمایه گذاری برون مرزی و همچنین، فعالیت اقتصادی و ارتباطات متقابل تجاری را تضعیف می کند.<sup>۱۳</sup> به همین ترتیب، اختلالات در بازار کالاهای فیزیکی ناشی از افزایش تنش های ژئوپولیتیکی می تواند منجر به تورم بیشتر شود که مستلزم تقویت سیاست پولی است که می تواند در کنار کاهش قیمت دارایی ها، هزینه های استقرار برای شرکت های غیرمالی را افزایش دهد و همچنین منجر به ایجاد ریسک های ثبات مالی شود.

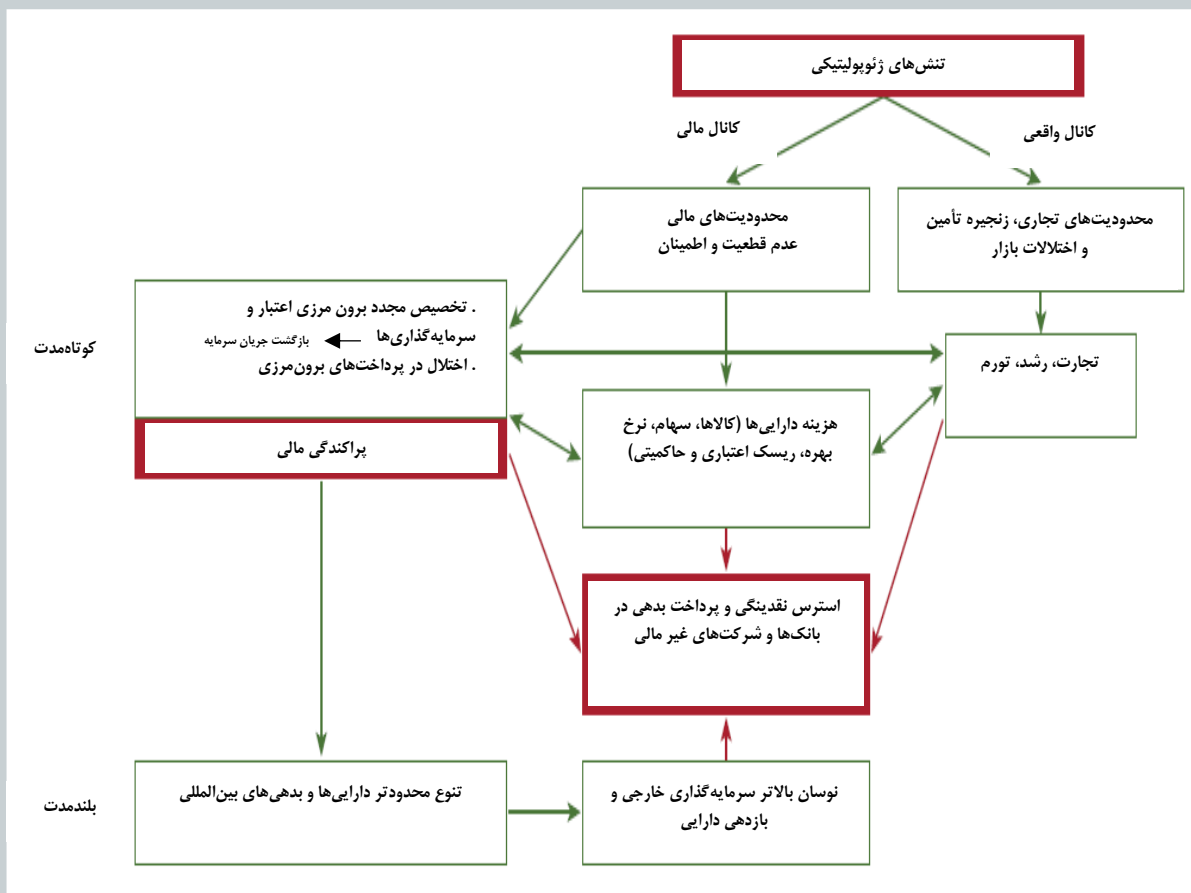
با محدود کردن تنوع ریسک برون مرزی، فروپاشی مالی ناشی از تنش های ژئوپولیتیکی می تواند باعث افزایش آسیب پذیری اقتصادها در برابر شوک های نامطلوب شود. افزون بر اثر کوتاه مدت تخصیص مجدد سرمایه برون مرزی بر ثبات کلان مالی، که بیشتر مورد بحث قرار گرفت، فروپاشی مالی با محدود کردن احتمال تنوع ریسک بین المللی، می تواند بی ثباتی یا نوسان گردش سرمایه در بلندمدت را افزایش دهد.<sup>۱۴</sup> بی ثباتی یا نوسان گردش سرمایه به نوبه ی خود، منجر به نوسانات بیشتر در بازارهای مالی داخلی می شود که سیستم های مالی را مستعد شوک و بحران های بیشتر می کند.<sup>۱۵</sup>

<sup>۱۳</sup> مطالعات متعدد حاکی از آن است که یک رابطه ی متقابل بین ارتباطات مالی و تجاری برون مرزی وجود دارد (برای مثال، پژوهش کاولو و فرانکل ۲۰۰۸).

<sup>۱۴</sup> فروپاشی مالی می تواند با محدود کردن توسعه ی مالی، نوسانات جریان یا گردش سرمایه در بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه را افزایش دهد و در نتیجه، ظرفیت آنها برای جذب شوک ها را تضعیف کند.

<sup>۱۵</sup> اگرچه یکپارچگی بیشتر مالی می تواند کشورها را در معرض شوک های خارجی قرار دهد و نوسانات جریان یا گردش سرمایه را افزایش دهد، اما چنین ریسک هایی را می توان از طریق چارچوب های سیاستی مناسب کاهش داد (گوش، اوستری و قریشی ۲۰۱۷؛ صندوق بین المللی پول ۲۰۲۰؛ فصل ۲ گزارش ثبات مالی جهانی آپریل ۲۰۲۳). به علاوه، چندین جریان یا گردش سرمایه از جمله سرمایه گذاری مستقیم خارجی و گردش پرتفوی، به طور بالقوه باعث بی ثباتی کمتری می شوند و می توانند به هموارسازی مصرف و تأمین مالی سرمایه گذاری های مولد کمک کنند.

### شکل ۳. کانال های کلیدی انتقال تنش های ژئوپولیتیک و ثبات اقتصاد کلان



منبع: کارکنان صندوق بین المللی پول

نکته: این شکل دو کانال کلیدی و مهم انتقال، یعنی کانال مالی و کانال واقعی را نشان می دهد که از طریق آن، تنش های ژئوپولیتیک می تواند به فروپاشی مالی و تشدید ریسک های ثبات اقتصاد کلان کمک کند. علاوه بر این کانال ها، ثبات اقتصاد کلان می تواند در صورتی تحت تأثیر قرار بگیرد که تنش های ژئوپولیتیک باعث افزایش خطرات در امنیت سایبری، قانون مداری، خطرات قانونی و اعتباری برای نهادها، خطرات مرتبط با پولشویی و تأمین مالی تروریسم، یا افزایش خطرات مرتبط با آب و هوایی (به دلیل عدم هماهنگی بین المللی در جهت کاهش تغییرات آب و هوایی) شود.

تأثیر تنش های ژئوپولیتیک و فروپاشی مالی، به ویژگی کشورها بستگی دارد. به منظور کمک به کاهش تأثیر تخصیص مجدد و ناگهانی سرمایه خارجی و بسته به ویژگی های یک کشور، مثل ارتباط متقابل مالی، میزان پیشرفت مالی، اندازه ضربه گیرهای خارجی موجود، تأثیر تنش های ژئوپولیتیک بر ثبات مالی در سطح کلان می تواند بسیار نامتقارن باشد.

کشورهایی که ارز آنها معمولاً به عنوان ذخایر بین المللی در نظر گرفته می شود، ممکن است در طول زمان با تغییر تمایل سرمایه گذاران خارجی (همچون بانک های مرکزی) به سمت دارایی های ذخیره کشورهای هم تراز از نظر ژئوپولیتیک مواجه شوند، که به طور بالقوه تأثیرات بر بازارهای مالی را بی ثبات می کنند. در برخی موارد، پیامدهای نامطلوب فروپاشی مالی ناشی از تنش های ژئوپولیتیک ممکن است تنها در صورتی کاهش یابد که به تضمین تداوم بیشتر به دسترسی منابع مالی خارجی

کمک کند، چرا که کشورها از منابع مالی کمتر قابل پیش‌بینی کشورهایی دوری می‌کنند که از نظر ژئوپولیتیکی با آنها فاصله دارند و از تأمین مالی باثبات و احتمالی کشورهایی استقبال می‌کنند که از نظر ژئوپولیتیکی هم‌تراز هستند.

تأثیر مالی در سطح کلان تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌تواند به کشورهای دیگری که مستقیماً در تنش‌ها و مناقشات دخیل نیستند نیز سرایت کند. تأثیرات تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌تواند برای شرکای مالی و تجاری مهم در سرتاسر مرزها بازتاب داشته باشد و برای مثال، از طریق زیان در موسسات مالی، استحصال خطوط اعتباری، کاهش قیمت دارایی‌ها، تورم بالا یا رکود در فعالیت اقتصادی، در نتیجه‌ی اختلال در تجارت برون‌مرزی و زنجیره‌های تأمین، ثبات مالی جهانی را به خطر بیندازد. اثرات جانبی برون‌مرزی احتمالاً در صورتی تشدید خواهند شد که تنش‌های ژئوپولیتیکی، به جای اقتصادهای کوچک‌تر با تجارت داخلی و ارتباطات متقابل مالی، اقتصادهای بزرگ و یکپارچه‌ی جهانی را در برداشته باشد. اگرچه برخی از کشورهای «بی‌طرف» ممکن است بتوانند از تخصیص مجدد سرمایه ناشی از افزایش تنش‌های ژئوپولیتیکی بین اقتصادهای بزرگ با جذب سرمایه خارجی جدید استفاده کنند، اما تأثیرات مفید چنین سرمایه‌ای احتمالاً به ظرفیت جذب آنها و چارچوب سیاستی موجود در جهت مدیریت تزریق یا جریان ورودی سرمایه عظیم بستگی دارد.

تنش‌های ژئوپولیتیکی می‌توانند از طریق چندین کانال دیگر بر ثبات مالی تأثیر بگذارند. ریسک‌های صنعتی یا مدرن هم‌چون ریسک‌ها و خطرات امنیت سایبری ممکن است در نتیجه‌ی تنش‌های ژئوپولیتیکی افزایش یابد و ثبات مالی در سطح کلان را تهدید کند. به علاوه تنش‌های ژئوپولیتیکی و فروپاشی مالی ممکن است در کنار خطوط ژئوپولیتیکی، باعث شکاف در بازارهای کالا شوند و رسیدگی به تغییرات آب‌وهوایی را مشکل‌ساز کند. رسیدگی به تغییرات آب‌وهوایی نیازمند همکاری بین‌المللی در جهت تعیین تعهداتی در زمینه کاهش گازهای گلخانه‌ای کشور و همچنین یکپارچگی مالی عمیق جهانی است تا از سرمایه‌گذاری لازم برای کاهش و سازگاری با تغییرات آب‌وهوایی حمایت کند. این عامل ممکن است خطر تحول آب‌وهوایی نامنظم را افزایش دهد، که می‌تواند خطرات سیستم‌های مالی را تشدید کرده و افزایش دهد. به علاوه، رسیدگی به مشکلات بدهی خارجی بسیاری از کشورها پس از همه‌گیری کرونا، به همکاری میان‌دلی نفعان نیاز دارد که بدون آنها، هم کشورهای طلبکار و هم کشورهای وام‌گیرنده ممکن است متحمل زیان‌های قابل توجهی شوند.

هدف این گزارش، بررسی کانال مالی مستقیم انتقال تنش‌های ژئوپولیتیکی است. در ادامه، این گزارش نشان می‌دهد که چگونه روابط مالی برون‌مرزی طی چند دهه‌ی گذشته تغییر و تکامل یافته است تا هرگونه نشانه نوظهور از فروپاشی فزاینده در کنار هم‌ترازی از نظر ژئوپولیتیک را اندازه‌گیری کند. سپس، این گزارش نقش عوامل ژئوپولیتیک در تعیین ارتباط‌های مالی برون‌مرزی و پیامدهای آنها برای ثبات مالی در سطح کلان را به طور شفاف ارزیابی می‌کند.

یکپارچه سازی مالی جهانی در آستانه بحران مالی جهانی به شدت افزایش یافت، اما از آن زمان، شدت این اتفاق کمتر شده است. با افزایش گردش سرمایه برون مرزی در اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و همچنین اقتصادهای در حال توسعه در بحبوحه کاهش محدودیت های حساب سرمایه در دهه ی ۱۹۹۰ و در سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰، مجموع دارایی ها و بدهی های مالی خارجی به سرعت گسترش یافته است (شکل ۴). این روند در آغاز بحران مالی جهانی معکوس شد، زمانی که گردش سرمایه برون مرزی برای بسیاری از کشورها به شدت کاهش یافت. از آن زمان به بعد، یعنی زمانی که گردش سرمایه نسبت به تولید در اقتصادهای پیشرفته و در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه بسیار پایین تر از نقطه ی اوج بود، این گردش سرمایه کاهش یافته است.

ممکن است عوامل متعددی از جمله افزایش محدودیت های حساب سرمایه در تمامی کشورها، توضیح دهنده کاهش گردش سرمایه ی برون مرزی باشد. کاهش جابجایی سرمایه برون مرزی از زمان بحران مالی، تا حد زیادی نتیجه کاهش گردش بانکی ناشی از اصلاحات ساختاری بانک های جهانی بوده است.

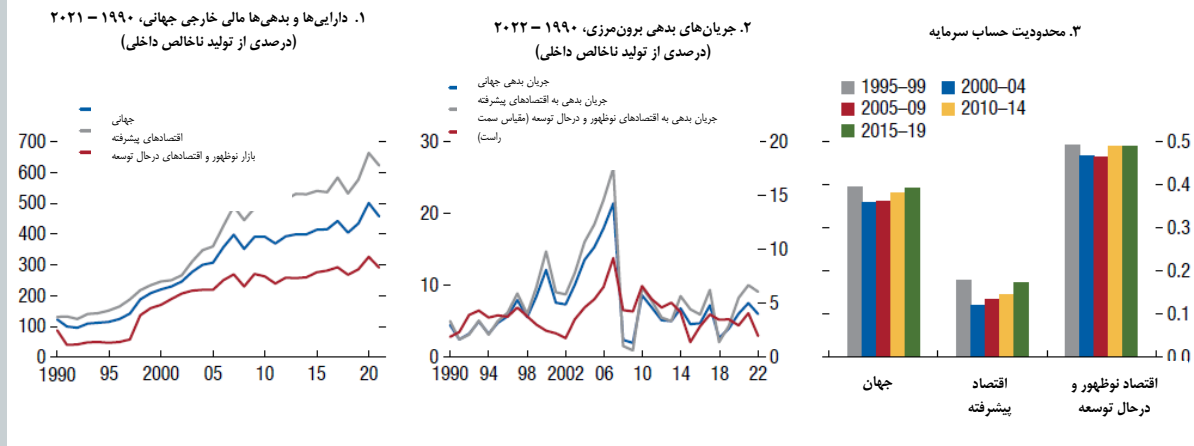
با توجه به اینکه ممکن است عوامل دیگری از جمله محدودیت های رسمی که به طور فزاینده ای بر گردش سرمایه اعمال می شوند نیز تأثیرگذار باشند (شکل ۳، بخش ۳)<sup>۱۶</sup>، محدودیت های حساب سرمایه در جریان ورودی و خروجی سرمایه، به طور قابل توجهی از زمان بحران مالی جهان افزایش یافته و در حال حاضر، تقریباً به اندازه ی سطوح مشاهده شده در اوایل دهه ۹۰ میلادی، در اقتصادهای پیشرفته و نوظهور و همچنین اقتصادهای در حال توسعه، رایج است.<sup>۱۷</sup>

<sup>۱۶</sup> بانک های جهانی ممکن است از فعالیتهای وام دهی بین المللی عقب نشینی کرده باشند. از جمله عوامل آن می توان به مقررات سرمایه و نقدینگی که پس از بحران مالی جهان بر بانکها تحمیل می شود، ریسک کشورهای خارجی که در حال ارزیابی مجدد هستند، و سیاست پولی فوق آزاد و نرخ بهره ی پایین که به رشد واسطه گیری مالی و غیر بانکی کمک می کنند، اشاره کرد (رانکین، جیمز و مک لافلین ۲۰۱۴؛ اودیف و دیگران ۲۰۲۰). جریان های سرمایه ی برون مرزی ممکن است به دلیل کاهش روابط بانکی متناظر، به ویژه در اقتصادهای در حال توسعه، کاهش یافته باشد.

<sup>۱۷</sup> به طور کلی، اقدامات و معیارها برای ایجاد محدودیت در معاملات حساب سرمایه، نشان دهنده ی وجود چنین محدودیت هایی است، اما شدت آنها را نشان نمی دهد. بنابراین، می توان گفت که محدودیت های اجرا شده ی حساب سرمایه در دوره های قبلی، به طور کلی شدیدتر از محدودیت های مشاهده شده در دوره های اخیر بوده است.

## شکل ۴. توسعه و پیشرفت در یکپارچگی مالی جهانی

موقعیت‌های خارجی برون‌مرزی در دهه ۱۹۹۰ به شدت گسترش یافت، اما این روند از زمان بحران مالی جهانی کند شده است و با کاهش جریان سرمایه در بجه‌های افزایش محدودیت‌های حساب سرمایه همراه بوده است



منابع: ثروت خارجی در پایگاه داده ی ملت‌ها؛ فرناندز و دیگران ۲۰۱۶؛ صندوق بین‌المللی پول، آمار تراز پرداخت‌ها؛ محاسبات کارکنان صندوق بین‌المللی پول.

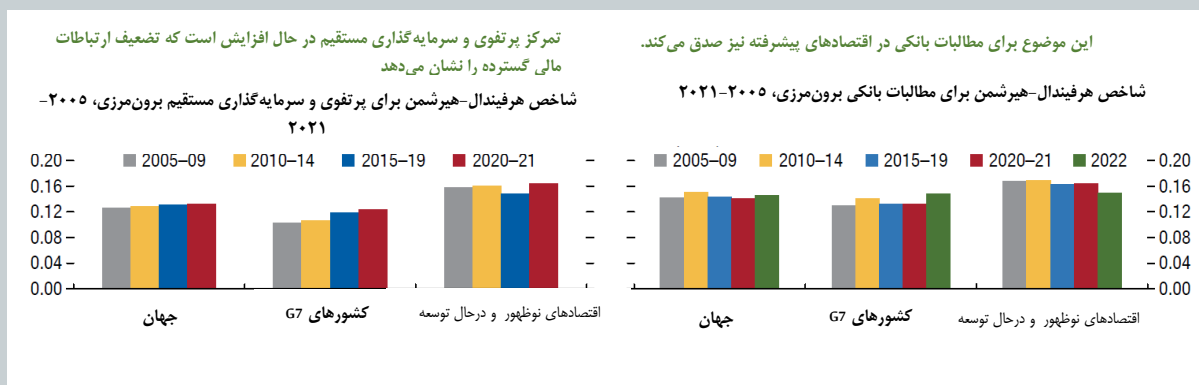
نکته: بخش ۱ این شکل جمع کل دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی برای تمامی کشورها (جهانی، اقتصادهای پیشرفته، بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه را به عنوان درصدی از مجموع تولید ناخالص داخلی مربوطه نشان می‌دهد. بخش ۲ این شکل، مجموع گردش بدهی (مقادیر مثبت نشان‌دهنده جریان ورودی یا تزریق سرمایه غیرمطمئن است) برای تمامی کشورها، اقتصادهای پیشرفته، بازار نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه را به عنوان درصدی از مجموع تولید ناخالص داخلی مربوطه به خود را نشان می‌دهد. بخش ۳ این شکل، نشان دهنده محدودسازی حساب سرمایه‌ی متوسط برای تمامی کشورها، اقتصادهای پیشرفته، بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه را در بازه‌ی زمانی ذکر شده، در ادامه‌ی پژوهش فرناندز و دیگران (۲۰۱۶) است که مقادیر بالاتر نشان‌دهنده‌ی محدودسازی بیشتر است.

با وجود تغییرات در گردش سرمایه برون‌مرزی، در کنار سلطه آمریکا بر بازارهای مالی، اهمیت چین نیز افزایش یافته است. سهم آمریکا در بدهی جهانی در طی چند دهه گذشته به طور گسترده‌ای ثابت مانده، گرچه سهم این کشور در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کاهش یافته است. همزمان، چین و چندین مرکز مالی بین‌المللی (از جمله ایرلند و لوکزامبورگ) با افزایش قابل توجه دارایی‌های خارجی خود، در نظام مالی جهانی به جایگاه مهمی دست یافته‌اند.

به طور کلی، به نظر می‌رسد که ارتباطات مالی متقابل و دوجانبه در سال‌های اخیر کمرنگ‌تر شده و سرمایه‌گذاری برون‌مرزی کمتری در کشورهای متحد انجام گرفته است به طوری که هم اقتصادهای پیشرفته و هم بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه تمایل دارند که روابط مالی نزدیک‌تری با اقتصادهای پیشرفته داشته باشند. اگرچه به نظر می‌رسد که احتمال ریسک مالی بین‌المللی، عمدتاً به طور کلی متمرکز شده است و اقتصادهای پیشرفته مهم و اقتصادهای بازار نوظهور با کشورهای متحد کمتری به تجارت مالی می‌پردازند، اما واضح است که احتمال ریسک مالی برون‌مرزی در میان اقتصادهای پیشرفته در چند سال اخیر افزایش یافته است (شکل ۵). ممکن است عوامل ژئوپولیتیکی بر تخصیص سرمایه برون‌مرزی تأثیرگذار باشد. اگرچه ارتباطات متقابل مالی جهانی بسیار پیچیده بوده و عوامل زیادی در آن دخیل هستند، اما همانطور که در شکل ۲ نشان داده شده است، به نظر می‌رسد که وابستگی‌های ژئوپولیتیکی (که با شباهت رفتار رای‌دهی کشورها در سازمان ملل مشخص می‌شود) در تخصیص سرمایه برون‌مرزی از اهمیت بالایی برخوردار است.

به علاوه، رویدادها و اتفاقات اخیر نشان می‌دهد که عوامل ژئوپولیتیکی در تعیین سرمایه‌ی برون مرزی حائز اهمیت است. برای مثال، به نظر می‌رسد که گردش و جریان‌های مالی آمریکا به چین، واکنش به تنش‌های سیاسی فزاینده بین این دو کشور را نشان می‌دهد؛ اگرچه به نظر نمی‌رسد این تأثیرات تاکنون پایدار بوده باشد (شکل ۶). با توجه به اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاران برای تخصیص سرمایه معمولاً نشأت گرفته از عوامل جهانی و داخلی است، این گزارش در ادامه به بررسی نقش عوامل ژئوپولیتیکی در هدایت و توجیه تخصیص سرمایه‌ی برون مرزی از طریق تحلیل رگرسیون می‌پردازد.

### شکل ۵. ارتباطات مالی برون مرزی دوجانبه



منبع: بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی، آمار بانکداری منطقه‌ای توسط ساکنان (نسخه‌ی محدود)؛ FinFlows؛ صندوق بین‌المللی پول، نظرسنجی هماهنگ سرمایه‌گذاری برتقوی؛ و محاسبات کارکنان صندوق بین‌المللی پول.

نکته: شاخص هرفیندال-هیرشمن براساس مجموع احتمال ریسک کلی (مجموع دارایی‌ها و بدهی‌های هر کدام از همتایان نسبت به مجموع دارایی‌های و بدهی‌های کل کشور گزارش‌دهنده) است و به صورت مجموع مربع احتمال ریسک دوجانبه‌ی هر کشور در مقابل تمامی کشورهای همتا محاسبه می‌شود.

### برای تخصیص سرمایه برون مرزی، عوامل ژئوپولیتیکی حائز اهمیت هستند

افزایش تنش های ژئوپولیتیکی، روابط مالی بین کشورها را تضعیف می کند. ممکن است سرمایه گذاران بنا به دلایل مختلف تصمیم به تخصیص سرمایه کمتر به اقتصادهایی داشته باشند که از نظر ژئوپولیتیکی در فاصله دورتری از آنها قرار دارند. از جمله این دلایل می توان به محدودیت های مالی و افزایش دهنده هزینه معاملات، ناهمگونی اطلاعاتی، عدم اطمینان عمومی و ترس از سلب مالکیت اشاره کرد. تحلیل های تجربی براساس مدل گرانشی<sup>۱۸</sup> روابط مالی برون مرزی و دوجانبه، این موضوع را تأیید می کنند و نشان می دهند که کشورهای منبع سرمایه گذاری تمایل دارند سرمایه بسیار کمتری را به کشورهای دریافت کننده اختصاص دهند؛ کشورهایی که با آنها توافق کمتری در مسائل سیاست خارجی دارند.

تأثیر تنش های ژئوپولیتیکی بر مطالبات بانکی برون مرزی و تخصیص پرتفوی، به ویژه برای صندوق های سرمایه گذاری، قابل توجه است. مشخصاً کنترل کردن طیف وسیعی از عوامل دو جانبه و مختص کشورها و افزایش یک انحراف معیار در فاصله ژئوپولیتیکی بین کشور منبع و کشور دریافت کننده (برای مثال، همان اختلاف و تفاوت در رفتار رای دهی آمریکا و چین در سازمان ملل از سال ۲۰۱۶)، با کاهش حدود ۱۵ درصدی تخصیص سرمایه گذاری پرتفوی برون مرزی و دوجانبه و همچنین مطالبات بانکی همراه است (شکل ۷، بخش ۱). تخصیص پرتفوی برون مرزی صندوق های سرمایه در کشورهایی که از نظر ژئوپولیتیکی در فاصله دورتری قرار دارند، حساسیت بیشتری نسبت به تغییرات مشابه دارند و سرمایه گذاری ها بیش از ۲۰ درصد کاهش می یابند. این تأثیرات مشروط به چندین مشخصه و ویژگی کشور دریافت کننده است، به خصوص اینکه تخصیص برون مرزی، حساسیت کمتری نسبت به تغییرات در تنش های ژئوپولیتیکی کشورها دارد؛ به ویژه کشورهایی که از نظر مالی پیشرفته تر هستند یا ذخایر عظیم بین المللی یا دارایی های خالص خارجی دارند.

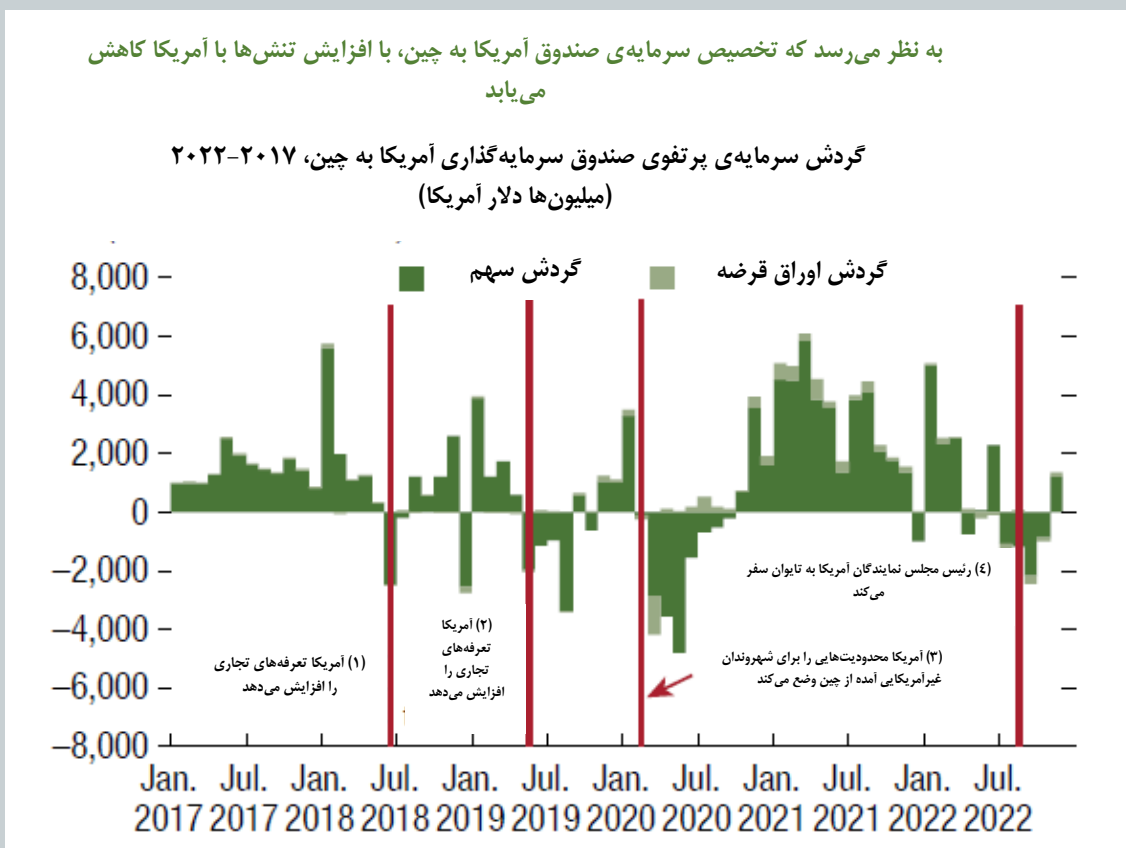
بنابراین افزایش تنش های ژئوپولیتیکی می تواند باعث برگشت گردش سرمایه عظیم و بالقوه از کشورها شود. نتایج مدل گرانشی نشان می دهد که جریان خروجی پرتفوی و بانکی ناشی از تنش های ژئوپولیتیکی می توانند از نظر تولید ناخالص داخلی کشورهای دریافت کننده، قابل توجه باشند. برای مثال، نتایج پژوهش های گذشته حاکی از آن است که اگر فاصله ژئوپولیتیکی بین کشور دریافت کننده و تمامی کشورهای متحدی که در خصوص مسائل سیاست خارجی اتفاق نظر کمتری با هم دارند، افزایش یابد، بنابراین میانه (میانگین) جریان خروجی سرمایه گذاری ناخالص پرتفوی، به ازای هر واحد معادل ۱.۵ درصد از تولید ناخالص داخلی کشور دریافت کننده خواهد بود (شکل ۷، بخش ۲). این نتیجه و تأثیر می تواند در سطح جهانی نیز قابل توجه باشد، به طوری که کاهش در جریان یا گردش پرتفوی، به حدود ۳ درصد از تولید ناخالص داخلی کل کشورها (جهان) می رسد. به طور کلی، نتایج پژوهش های مشابه در خصوص جریان و گردش بانکی برون مرزی نیز صدق می کند، هر چند که

<sup>18</sup> Gravity Model

تخمین زده می شود، پاسخ و واکنش به شوک های ژئوپولیتیکی کمتر باشد و کاهش ۰.۳ درصدی میانه (میانگین) تولید ناخالص داخلی کشور دریافت کننده را به دنبال داشته باشد (شکل ۷، بخش ۳).

نتایج به دست آمده از شکل ۷، برای استفاده از سایر معیارهای ژئوپولیتیکی، از جمله میزان تجارت تسلیحاتی بین کشورهای مبدا و دریافت کننده یا اعمال تحریم های مالی، قابل اتکا و قابل اعتماد هستند. برای مثال، کاهش در تجارت تسلیحاتی دوجانبه، با کاهش ۴ تا ۵ درصدی سرمایه گذاری های پرتفوی و مطالبات بانکی در کشور دریافت کننده مرتبط است.

### شکل ۶. تنش های بین آمریکا و چین و سرمایه گذاری پرتفوی برون مرزی



منابع: شورای روابط خارجی؛ EPFR Global؛ محاسبات کارکنان صندوق بین المللی پول.

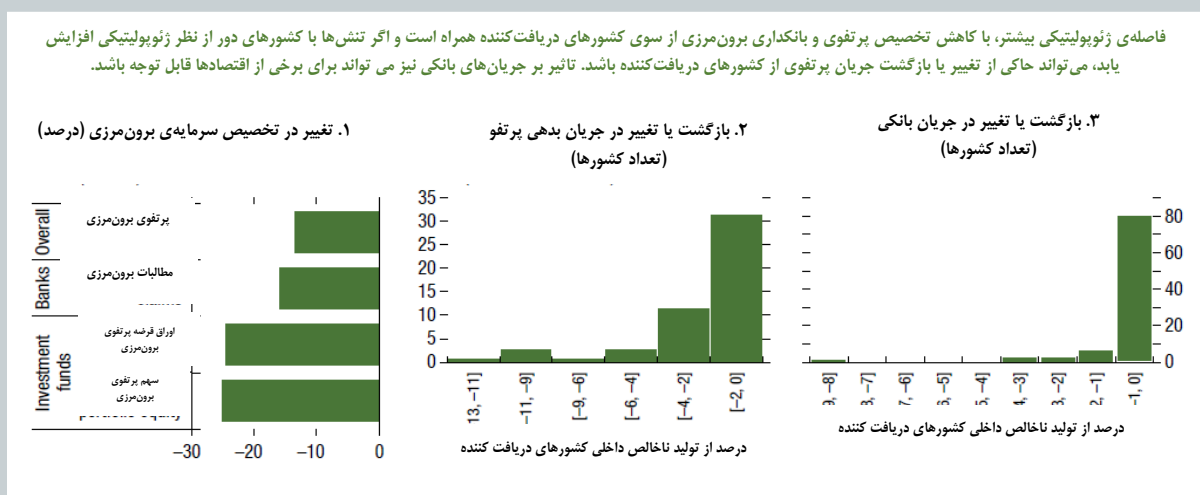
نکته: رویدادهایی که از آنها به عنوان عامل تشدید تنش های ژئوپولیتیکی بین آمریکا و چین (خطوط قرمز) یاد می شود: (۱) جولای ۲۰۱۸: دولت ترامپ تعرفه های جدیدی در مجموع ۳۴ میلیارد دلار آمریکا روی کالای چینی اعمال کرد. (۲) می ۲۰۱۹: پس از شکست مذاکرات تجاری، دولت ترامپ تعرفه های تجارت را از ۱۰ درصد به ۲۵ درصد روی ۲۰۰ میلیارد دلار معادل ارزش کالاهای چینی افزایش داد. (۳) ژانویه ۲۰۲۰: دولت ترامپ تمامی شهروندان غیر آمریکایی را که اخیراً به چین مسافرت کرده بودند را از ورود به آمریکا منع کرد که دلیل آن، شیوع ویروس کرونای جدید در شهر ووهان چین بود. (۴) اگوست ۲۰۲۲: رئیس مجلس نمایندگان آمریکا، نانسی پلوسی، از تایوان چین سفر کرد. این شکل ارتباط بین قید و شرط بین رویدادهای ژئوپولیتیکی و جریان یا گردش پرتفوی را نشان می دهد.

تحلیل مبتنی بر کل گردش سرمایه تأیید می کند که افزایش تنش های ژئوپولیتیکی می تواند باعث معکوس شدن ناگهانی گردش سرمایه شود. این تأثیر به خصوص برای اقتصادهای بازار نوظهور مشهودتر است، که افزایش یک انحراف معیار در

فاصله‌ی ژئوپولیتیک‌ی با شرکا و متحدان مالی یک کشور، به طور میانگین، با کاهش حدوداً ۳ درصدی گردش سرمایه خالص از تولید ناخالص داخلی همراه است، که برای اقتصادهای پیشرفته این میزان حدود ۲ درصد است (شکل ۸، بخش ۱).<sup>۱۹</sup> برای این نوع اقتصادها (اقتصادهای پیشرفته و نوظهور)، بخش زیادی از این تأثیر بر جریان سرمایه خالص، با کاهش در جریان پرتفوی همسویی دارد (شکل ۸، بخش ۲).

علاوه بر تأثیر آنها بر تخصیص سرمایه برون‌مرزی، افزایش تنش‌های ژئوپولیتیک‌ی می‌تواند فعالیت پرداخت‌های برون‌مرزی را نیز مختل کند. برای مثال، تحریم‌های مالی اعمال شده در واکنش به تشدید تنش‌های ژئوپولیتیک‌ی می‌تواند باعث افزایش هزینه‌ی انجام پرداخت‌های برون‌مرزی شود و مشارکت‌پذیری پلتفرم‌های مختلف پرداخت را تضعیف کند. تحلیل مطالعه رویدادی گردش وجوه ارسالی بین‌المللی به شکل پرداخت برون‌مرزی نشان می‌دهد که تحریم‌های مالی می‌تواند تأثیر زیادی بر حجم و هزینه‌ی وجوه ارسالی برون‌مرزی داشته باشد. مشخصاً اعمال تحریم‌های مالی می‌تواند حجم وجوه ارسالی به کشور تحریم شده را تا حدود ۱۷.۱ درصد در یک و نیم سال کاهش دهد، در حالیکه هزینه‌ی وجوه ارسالی (هزینه‌ها و حاشیه‌های تبادل ارزی) را تا ۳ درصد افزایش می‌دهد.

شکل ۷. تأثیر تنش‌های ژئوپولیتیک‌ی بر تخصیص سرمایه‌ی برون‌مرزی



منابع: بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی، آمار بانکداری منطقه‌ای توسط ساکنان (نسخه‌ی محدود): FinFlows: EPFR Global؛ صندوق بین‌المللی پول، نظرسنجی هماهنگ سرمایه‌گذاری مستقیم؛ صندوق بین‌المللی پول، نظرسنجی هماهنگ سرمایه‌گذاری پرتفوی؛ و محاسبات کارکنان صندوق بین‌المللی پول.

نکته: بخش ۱ این شکل، متوسط درصد تخمینی تغییر در سهم پرتفوی یک کشور گیرنده در سرمایه‌گذاری پرتفوی برون‌مرزی کشور مبدأ یا مطالبات بانکی در پاسخ به افزایش انحراف معیار در فاصله‌ی ژئوپولیتیک‌ی دوجانبه در طول یک سال را نشان می‌دهد. نتایج بانک‌ها، نتایج مراکز مالی بین‌المللی شناسایی شده همانند نتایج پژوهش دامگارد و الکیایر (۲۰۱۷) را حذف می‌کند. بخش ۲ و ۳ این شکل، کاهش کلی تخمینی در پرتفوی کلی و جریان یا گردش بانکی را به شکل درصدی از تولید ناخالص داخلی کشور دریافت‌کننده پس از افزایش یک انحراف معیار در فاصله‌ی ژئوپولیتیک‌ی در رابطه با وام‌دهندگانی که از نظر ژئوپولیتیک‌ی در فاصله دورتری قرار دارند (یعنی بالاتر از میانه از نظر میزان فاصله‌ی ژئوپولیتیک‌ی) گزارش می‌دهد. نمودارهای میله‌ای، اهمیت معنادار آماری را در سطح ۱۰ درصد یا پایین‌تر را نشان می‌دهد.

<sup>۱۹</sup> برای بررسی مطالعه بین‌تنش‌های ژئوپولیتیک‌ی و مجموع جریان‌های سرمایه، تحلیل رگرسیون با استفاده از معیار اندازه‌گیری شده‌ی میانگین از فاصله‌ی ژئوپولیتیک‌ی دوجانبه انجام می‌گیرد (اختلاف سیاست خارجی براساس رای‌دهی سازمان ملل) که اندازه‌گیری همان سهم پرتفوی خارجی و بدهی‌های سرمایه‌گذاری مستقیم مربوط به کشورهای شریک و متحد است.

## شوکه های ژئوپولیتیکی می توانند ریسک های ثبات مالی را افزایش دهند

تنش های ژئوپولیتیکی می توانند از طریق چند کانال بر بخش بانکداری تأثیر بگذارند. در خصوص کانال اول، تغییر یا معکوس شدن ناگهانی اعتبار برون مرزی و سرمایه گذاری ها که منجر به فروپاشی مالی می شوند، می توانند ریسک های تجدید بدهی بانک ها و هزینه های تأمین مالی را افزایش دهد. در خصوص کانال دوم، برای مقدار مشخصی از تأمین مالی خارجی، عدم قطعیت و اطمینان فزاینده مرتبط با تنش های ژئوپولیتیک می تواند اوراق قرضه بین کشوری و ریسک اعتباری را افزایش، ارزش دارایی های بانکی را کاهش و هزینه های تأمین مالی آنها را افزایش دهد.<sup>۲۰</sup> به علاوه، در نتیجه اختلالات احتمالی در زنجیره های تأمین و بازارهای کالاهای فیزیکی، تأثیر تنش های ژئوپولیتیکی بر رشد داخلی و تورم می تواند بازار بانک ها و زیان های اعتباری را تشدید کند و همچنین نسبت های سودآوری و سرمایه گذاری را کاهش دهد. استرس یا تنش بدهی و نقدینگی احتمالاً ظرفیت ریسک پذیری بانک ها را کاهش می دهد و آنها را ترغیب می کند تا وام دهی داخلی را کاهش دهند و در نتیجه کاهش رشد اقتصادی را تشدید کنند.

عملکرد بانک ها می تواند به طور قابل توجهی تحت تأثیر افزایش تنش های ژئوپولیتیکی قرار گیرد. افزایش فاصله ژئوپولیتیکی بین یک کشور و متحد مالی آن، می تواند هزینه های تأمین مالی بانک را به طور قابل توجهی افزایش و سودآوری آنها را کاهش دهد؛ علاوه بر این می تواند آنها را ترغیب کند تا قراردادهایی را برای وام دهی وضع کنند.<sup>۲۱، ۲۲</sup> این تأثیرات برای بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه بسیار وسیع تر هستند و بر آسیب پذیری بیشتر و ظرفیت محدود آنها جهت جذب چنین شوکه هایی تأکید می کنند. نتایج پژوهش ها، همچنین رفتار غیرخطی در تأثیر تنش های ژئوپولیتیکی را نشان می دهد، به طوری که در هنگام افزایش تنش ها در رابطه با وام دهندگان خارجی، تأثیر کلی به ویژه برای وام دهی بانک ها بیشتر می شود.<sup>۲۳</sup>

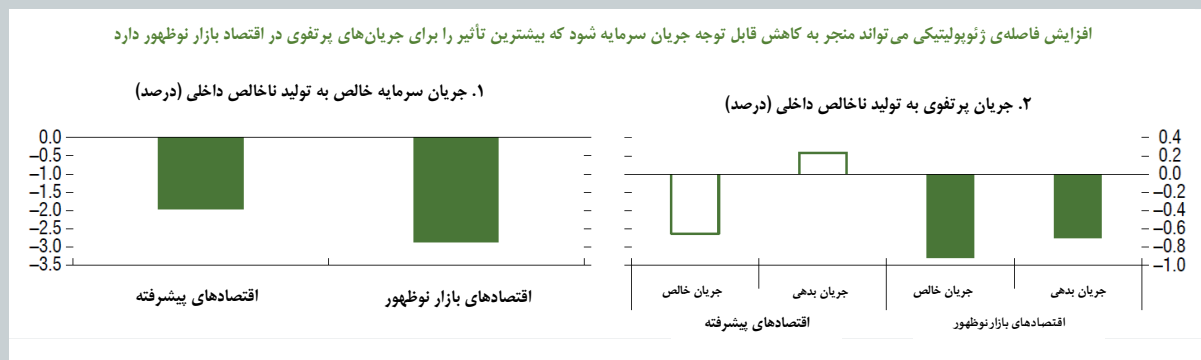
<sup>۲۰</sup> بانک ها در مراکز مالی جهانی جزو منابع مالی واسطه ای بین کشورهای به شمار می روند و در عین حال تحول و پیشرفت را محقق می کنند. این بانک ها می توانند تنها در صورتی در برابر شوکه های ژئوپولیتیکی آسیب پذیر باشند که منابع مالی خود را از کشورهایی افزایش دهند که از نظر ژئوپولیتیکی با آنها فاصله دارند، تا به کشورهایی که تمایل ژئوپولیتیکی بیشتری از خود نشان می دهند، وام عرضه کنند.

<sup>۲۱</sup> این بخش از داده های دقیق بانکی استفاده می کند و رگرسیون بخش ها را در جهت ارزیابی اثر تغییرات در فاصله ژئوپولیتیکی (میانگین وزنی یا اندازه گیری شده) یک کشور در ارتباط با وام دهندگان خارجی بر هزینه های سرمایه گذاری بانکی، سودآوری و رشد واقعی وام استفاده می کند. این داده ها از صورت حساب های مالی بدون پیوست سالیانه، از بیش از ۵ هزار بانک و ۵۲ اقتصاد پیشرفته و بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه گردآوری شده است. رگرسیون ها، مشخصه ها و ویژگی های بانکی، اصول اقتصاد کلان و تأثیرات زمانی را کنترل می کنند. تمامی رگرسیون ها برای رفع نگرانی های بالقوه درون زایی، یک دوره ای زمانی به تأخیر افتاده اند.

<sup>۲۲</sup> علاوه بر بالا رفتن هزینه های بهره، کاهش ارزش اوراق قرضه و کیفیت اعتبار پرتفوی ها، می تواند سودآوری بانک ها را تضعیف کند. جداسازی کامل کانال مالی از کانال واقعی (برای مثال، جذب کامل اثرات جانبی تقاضای اعتباری غیرمستقیم) در صورتی امکان پذیر است که داده های دقیق و مفصل بیشتری در دسترس باشد. برای مثال، چنین داده های دقیقی می تواند امکان بهره برداری از تغییرات بانکی داخل کشور را در فواصل ژئوپولیتیکی در ارتباط با وام دهندگان خارجی را فراهم کند.

<sup>۲۳</sup> با در نظر گرفتن تعامل بین میزان فاصله ژئوپولیتیکی (تأخیری) و متغیر ساختگی، مسئله ای غیرخطی بودن به دست می آید، که اگر این فاصله بیشتر از صدک ۷۵ ام توزیع فاصله ژئوپولیتیک برای یک نمونه ای خاص باشد، بنابراین معیار غیرخطی بودن برابر با عدد یک است. ضریب تعامل در رگرسیون برای هزینه سرمایه گذاری بانک ها، زمانی منفی است که معیار و میزان فاصله ژئوپولیتیکی تأخیری را در شروع کار در نظر بگیریم. اما زمانی که معیار فاصله ژئوپولیتیکی همزمان را در نظر می گیریم، این ضریب مثبت است و معناداری آماری دارد.

## شکل ۸. تأثیر تنش های ژئوپولیتیکی بر مجموع جریان یا گردش سرمایه



نتایج پژوهش نشان می دهد که جدای از تأثیر شوک های ژئوپولیتیکی بر بانک هایی که نسبت سرمایه بالایی دارند (یعنی بانک هایی که نسبت سرمایه ی آنها، بالای صدک ۲۵ ام در توزیع سالیانه و خاص کشور است) در مقایسه با سایر بانک ها، این بانک های دیگر هستند که با افزایش بسیار زیادی در هزینه های استقراض، کاهش سود و کاهش وام دهی مواجه هستند (شکل ۹، بخش ۴ تا ۶). این نتایج حاکی از آن است که ایجاد ضربه گیرهای سرمایه بانکی باید به عنوان یک راه موثر برای کاهش انتقال شوک های ژئوپولیتیکی به اقتصاد واقعی (از طریق تأمین اعتبار) در نظر گرفته شوند.

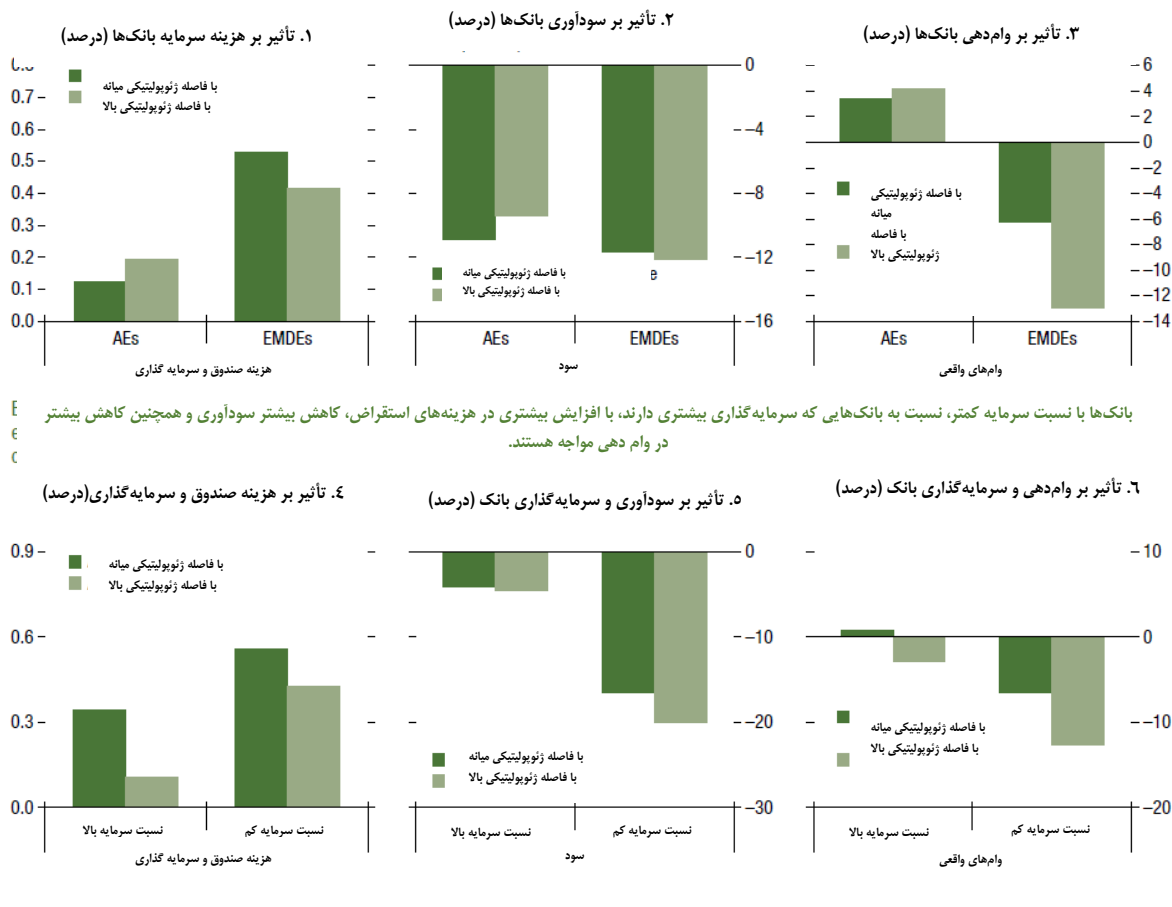
## فروپاشی مالی می تواند نوسانات و بی ثباتی مالی در سطح کلان را تشدید کند

فروپاشی مالی جهانی ناشی از تشدید تنش های ژئوپولیتیکی می تواند باعث از دست رفتن مزایای تنوع ریسک بین المللی شود، که کشورها را در برابر شوک های نامطلوب آسیب پذیرتر می کند. با توجه به یکپارچگی مالی، کشورها با حفظ پرتفوی های متنوع بین المللی از دارایی ها و بدهی ها در جهت کمک به هموارسازی مصرف، می توانند آسیب پذیری در برابر شوک های داخلی و خارجی را کاهش دهند. در مقابل، تشدید تنش های ژئوپولیتیکی که منجر به تخصیص مجدد تأمین اعتبار و سرمایه گذاری برون مرزی می شوند، می توانند باعث ارتباطات مالی برون مرزی متمرکز و بیشتری با شرکای مالی شوند و همچنین با محدود کردن فرصت های تقسیم ریسک، آسیب پذیری کشورها در برابر شوک ها را افزایش دهند.<sup>۳۴</sup> بنابراین فروپاشی مالی در بلندمدت می تواند ریسک استرس مالی سیستماتیک را در میان کشورها تشدید کند.

<sup>۳۴</sup> تنوع ریسک ممکن است نه تنها به تمرکز احتمال ریسک بستگی داشته باشد، بلکه ممکن است به همبستگی دارایی های اساسی در پرتفوی بین المللی نسبت به پرتفوی داخلی نیز بستگی داشته باشد. به طور کلی، شواهد تجربی در مورد مزایای تقسیم ریسک ادغام مالی، مبهم و نامشخص است (کوزه، پارساد و ترونس ۲۰۰۷). طبق استدلال کورداسیر، ری و وینانت (۲۰۲۰)، تأثیر ادغام مالی بر رفاه در سرتاسر کشورها، بسته به ویژگی ها و مشخصه های ریسک، یکنواخت نیست. به طور کلی، کشورهایی با میزان بالاتری از عدم اطمینان و قطعیت مواجه هستند (مثل بازارهای نوظهور، احتمالاً سود بیشتری از تقسیم ریسک به دست می آورند).

## شکل ۹. عملکرد بانکها و افزایش تنش های ژئوپولیتیک

پس از افزایش فاصله ژئوپولیتیک با وام دهندگان خارجی، به ویژه در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، بانکها با هزینه های مالی بیشتر و سودآوری کمتری مواجه هستند و در پاسخ، قراردادهای وام برای اقتصاد داخلی منعقد می کنند.



بانکها با نسبت سرمایه کمتر، نسبت به بانکهایی که سرمایه گذاری بیشتری دارند، با افزایش بیشتری در هزینه های استقراض، کاهش بیشتر سودآوری و همچنین کاهش بیشتر در وام دهی مواجه هستند.

منبع: محاسبات کارکنان صندوق بین المللی پول.

نکته: بخش ۱ تا ۳ این شکل، تأثیر متغیرهای خروجی بانک را در زمانی نشان می دهد که یک کشور با افزایش یک انحراف معیار در فاصله ژئوپولیتیک در رابطه با وام دهندگان خارجی مواجه است. متغیرهای خروجی عبارتند از: (۱) کل هزینه های بهره به کل بدهی های داری بهره، (۲) سود عملیاتی به کل دارایی ها، (۳) وام های ناخالص واقعی و قابل توجه (وام های ناخالص به صورت ارزش محلی تقسیم بر شاخص قیمت مصرف کننده داخلی). برای به دست آوردن غیرخطی بودن روابط بین فاصله ژئوپولیتیک و شاخص های عملکرد بانک، رگرسیون هایی شامل یک دوره ای تعاملی از فاصله ژئوپولیتیک با یک متغیر ساختگی زمانی برابر با یک است که فاصله بسیار زیاد باشد (بالای ۷۵ صدک از توزیع فاصله ژئوپولیتیک برای نمونه ای خاص) و زمانی برابر صفر است که فاصله کم باشد. بخش ۴ تا ۶ این شکل نشان می دهد که آیا نتایج براساس نسبت های سرمایه ی بانک متفاوت است و اینکه آیا برای بانکها تنها در بازار نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه تخمین زده می شود یا خیر. «نسبت سرمایه ی بالا» مربوط به بانکهایی می شود که نسبت سهم به دارایی کل بانکها در یک کشور خاص و در یک سال مشخص، بالای ۷۵ صدک است. در ادامه، این مدل شامل مجموعه ای بزرگی از متغیرهای کلان بانکی و کشوری و همچنین تأثیرات ثابت بانکی و سالی است. نمودارهای میله ای، معناداری آماری ۱۰ درصدی یا کمتر را نشان می دهد. AES= اقتصادهای پیشرفته و EMDEs= بازار نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه.

توجه فزاینده به موقعیت های مالی بین المللی، شوک های مالی در سطح کلان خارجی و به خصوص شوکها به بازارهای نوظهور را تقویت می کند. تحلیل های تجربی نشان می دهند که در مواجهه با شوک سیاست پولی خارجی و نامطلوب، جریانها یا گردش های سرمایه خالص به اقتصادهای نوظهور، که دارای موقعیت های مالی بین المللی متمرکز هستند، به طور قابل توجهی

کاهش می یابد (شکل ۱۰، بخش ۱).<sup>۲۵</sup> اما تأثیر شوک سیاست پولی خارجی با شدت مشابه بر بازارهای نوظهور، با احتمال ریسک مالی بین المللی که کمتر متمرکز است، نه از نظر اقتصادی قابل توجه است و نه معناداری آماری دارد (شکل ۱۰، بخش ۲).<sup>۲۶</sup>

### شکل ۱۰. فروپاشی مالی، آسیب پذیری به شوکها را تشدید می کند



منبع: محاسبات کارکنان صندوق بین المللی پول.

نکته: بخش ۱ و ۲ این شکل، واکنش تکانه تجمعی (cumulative impulse response) جریان سرمایه خالص به تولید ناخالص داخلی در شوکهای سیاست پولی خارجی برای کشورهای نشان می دهد که احتمال ریسک با تمرکز بالا و تمرکز پایین دارند. کشورهای که میزان بالاتر (پایین تری) از متوسط شاخص هرفیندال-هیرشمن و بدهی های سرمایه گذاری دارند، به عنوان کشورهای متمرکزتر (کمتر متمرکز) طبقه بندی می شوند. با تغییر در نرخ سیاست پولی از بزرگترین کشور شریک مالی، شوک سیاست پولی خارجی به دست می آید (جایی که در آن شرکای مالی براساس پرتوی خارجی و احتمال ریسک بدهی های سرمایه گذاری مستقیم هستند). خط چین ها فاصله ی اطمینان ۹۵ درصدی را نشان می دهند. بخش ۳ این شکل، تأثیر افزایش در میزان تراکم پرتوی خارجی از صفر (تنوع کاملی) تا یک (تراکم کامل) را نشان می دهد. نمودارهای میله ای معناداری آماری ۱۰ درصدی یا کمتر را نشان می دهند.

در مجموع، کاهش تنوع موقعیت های مالی بین المللی با نوسانات یا بی ثباتی بیشتر در گردش سرمایه همراه است. به طور کلی، کشورهایی که دارای موقعیت های مالی برون مرزی متمرکزتری هستند، با نوسان یا بی ثباتی بیشتری از گردش سرمایه خالص به تولید ناخالص داخلی همراه هستند (شکل ۱۰، بخش ۳). مشخصاً تغییر حالت از تنوع کامل (یا به عبارت دیگر، اگر یک کشور احتمال ریسک مالی برابر با تمام کشورهای جهان داشته باشد) به سمت تراکم و تمرکز شدیدتر (یا به عبارت دیگر، اگر کشوری تنها دارای یک شریک و متحد باشد)، به این معناست که ۵.۵ درصد افزایش در نوسان یا بی ثباتی گردش سرمایه خالص به تولید ناخالص داخلی وجود دارد. این تأثیر برای اقتصادهای نوظهور نسبت به اقتصادهای پیشرفته، چشمگیرتر بوده

<sup>۲۵</sup> در این مورد، کشورهایی که از شاخص هرفیندال-هیرشمن، دارای سهم بالاتر از میانگین و بدهی های سرمایه گذاری مستقیم هستند، به صورت متمرکز طبقه بندی می شوند. این یافته ها از تحلیل پیش بینی داخلی نمونه ای از اقتصادهای پیشرفته و اقتصادهای بازار نوظهور، بین سه ماهه ی اول سال ۲۰۰۰ و سه ماهه ی چهارم سال ۲۰۲۱ به دست آمده است، در حالیکه سایر عوامل خارجی مرتبط و مشخصه های اقتصاد کلان و ساختاری کنترل شده اند.

<sup>۲۶</sup> تأثیر شوک سیاست پولی خارجی برای اقتصادهای پیشرفته، قوی و قابل اتکا نیست که دلیل آن شاید سطح بالاتر توسعه مالی باشد که به آنها اجازه می دهد تا در برابر چنین شوک هایی بهتر عمل کنند.



## معاونت بررسی های اقتصادی اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

و حاکی از آن است که اقتصادهای پیشرفته ظرفیت کمتری دارند تا شوکها را جذب کنند. در واقع، این تأثیر برای کشورهای قابل توجه است که سهم اندکی از ذخایر بین‌المللی دارند و تایید می‌کند که در پشتیبانی و حمایت کشورها در برابر نوسانات مالی کلان، ذخایر نقش مهمی دارند.

کاهش رفاه ناشی از کاهش فرصت‌های تنوع ریسک، می‌تواند حتی در اقتصادهای پیشرفته، قابل توجه باشد. تحلیل سناریو براساس مدل‌سازی ساده برای اقتصاد گروه G7 نشان می‌دهد که نوسانات متغیر مالی کلان، از جمله جریان خروجی، مصرف، سود شرکتی، و تقسیم سهام و اوراق قرضه می‌توانند در برخی از کشورهایی که تحت فروپاشی مالی هستند، به طور قابل توجهی افزایش یابد، که این امر نشان‌دهنده از دست رفتن قابل توجه مزایای تنوع است.

در این گزارش نشان داده شد که افزایش تنش های ژئوپولیتیکی از طریق تخصیص مجدد سرمایه برون مرزی و تغییر یا بازگشت ناگهانی جریان سرمایه بین المللی، می تواند به فروپاشی مالی منجر شود. فروپاشی مالی ناشی از تنش های ژئوپولیتیکی می تواند با اثرات بالقوه نامطلوب بر فعالیت اقتصادی، هزینه های تأمین مالی بانک ها را افزایش و سودآوری آنها را کاهش دهد و همچنین آنها را به عقد قرارداد تسهیلات ترغیب کند. اقتصادهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور بیشتر از اقتصادهای پیشرفته، در معرض شوک های ژئوپولیتیکی نامطلوب قرار دارند. با این حال، کشورها می توانند با در اختیار داشتن ذخایر بین المللی کافی و توسعه ی مالی، این ریسک ها را کاهش دهند. به علاوه، بانک ها نیز می توانند با نگاه داشتن ضربه گیرهای سرمایه، به کاهش این ریسک ها کمک کنند. همچنین این تجزیه و تحلیل نشان می دهد که اگر تنش های ژئوپولیتیکی ادامه یابد، هزینه های بلندمدت مرتبط با کاهش تنوع ریسک برون مرزی به شکل جریان یا گردش سرمایه و نوسانات مالی در سطح کلان، می تواند قابل توجه و چشمگیر باشد. برای کاهش ریسک های ثبات مالی در سطح کلان ناشی از تنش های ژئوپولیتیکی فزاینده، سیاست گذاران باید انجام مراحل زیر را مدنظر قرار دهند:

#### • تقویت نظارت مالی

ناظران، قانون گذاران و موسسات مالی باید از ریسک های ثبات مالی ناشی از افزایش بالقوه و احتمالی تنش های ژئوپولیتیک آگاه باشند و در جهت شناسایی، اندازه گیری، مدیریت و کاهش این ریسک ها، منابع مالی را اختصاص دهند. شوک های ژئوپولیتیکی غیر منتظره، اما محتمل می توانند بر موسسات مالی که آمادگی کافی برای جذب ضرر را ندارند، تأثیر منفی و نامطلوب بگذارند. از این رو، مدیریت ریسک و آمادگی مناسب از اهمیت بالایی برخوردار است. درک و نظارت بهتر تعاملات بین ریسک های ژئوپولیتیکی و اعتبارات «قدیمی»، نرخ بهره، بازار، نقدینگی و ریسک های عملیاتی می توانند به جلوگیری از عواقب احتمالی و بی ثبات کننده رویدادهای ژئوپولیتیکی کمک کند.<sup>۳۷</sup> به منظور توسعه دستورالعمل های قابل اجرا برای ناظران، یک رویکرد سیستماتیک تر برای ارزیابی و اندازه گیری انتقال شوک ژئوپولیتیکی به موسسات مالی مورد نیاز است. ریسک های ژئوپولیتیکی و سازوکارهای انتقال آنها می توانند در چارچوب آزمون استرس و تحلیل سناریو به کار گرفته شوند، تا در مباحث بین ناظران و موسسات مالی (از جمله فرآیند داخلی برآورد کفایت سرمایه) در جهت ایجاد ضربه گیرهای کافی، مهم و تأثیرگذار باشد.

<sup>۳۷</sup> فارغ از بانک های قدیمی نظارت شده تا موسسات مالی غیربانکی کمتر نظارت شده و دارایی های کریپتو، محدودیت های شدید مالی ممکن است در کشورهای محدود شده و تحت کنترل باعث تغییر جریان سرمایه شود. برای رسیدگی به این ریسک، ناظران و قانون گذاران باید برای موسسات مالی غیر بانکی، توسعه ی چارچوب نظارتی جهانی را مدنظر قرار داده و تسریع کنند. برای بحث بیشتر به فصل ۲ مراجعه کنید.

## • ایجاد ضربه گیرهای کافی و چترهای حمایتی (Safety Nets)

در پاسخ به افزایش ریسک ژئوپولیتیکی، اقتصادهای متکی به تأمین مالی خارجی باید میزان کافی ذخایر بین المللی و همچنین ضربه گیرهای سرمایه و نقدینگی در موسسات مالی را تضمین کنند. کشورهایی که در معرض ریسک ژئوپولیتیکی بیشتری قرار دارند، باید به فکر ایجاد ضربه گیرهای قوی تر از ذخایر بین المللی باشند تا پیامدهای نامطلوب مالی در سطح کلان در جابجایی ناگهانی سرمایه برون مرزی را کاهش دهند.<sup>۲۸</sup>

در خصوص ضربه گیرهای سرمایه و نقدینگی موسسات مالی، انتقال شوک های ژئوپولیتیکی (اگر مادی باشند) باید در تعیین اندازه گیری میزان اعتبار، نرخ بهره، بازار، نقدینگی و ریسک های عملیاتی در نظر گرفته شود. این ضربه گیرها باید در برابر زیان های حداکثری، قابل قبول و مرتبط با تحقق ریسک، سنجیده شوند و از سرمایه محافظت کنند. سیاست گذاران باید آمادگی خود در مواجهه با بحران ها و همچنین چارچوب های مدیریتی خود را تقویت نموده تا با بی ثباتی مالی ناشی از تشدید تنش های ژئوپولیتیکی، مقابله کنند. به علاوه، در جهت مدیریت موثر و مهار بحران های مالی بین المللی، بایستی همکاری بین مقامات دولتی مختلف ادامه یابد. این امر، برای مثال از طریق توسعه سازوکارهای موثر موسسات مالی اتفاق می افتد که در حوزه های قضایی متعدد فعالیت می کنند.

ریسک تغییر یا بازگشت جریان سرمایه که ناشی از تنش های ژئوپولیتیکی است، تقاضا برای چترهای حمایتی مالی جهانی را افزایش خواهد داد. توافقنامه های همکاری متقابل بین کشورها از طریق چترهای حمایتی، مبادلات ارزی، یا مکانیزم های مالی، می تواند به کشورهای کوچک تر و ضعیف تر کمک کند تا شوک های اقلیمی (آب و هوایی) را تحمل کنند.<sup>۲۹</sup> در جهت کاهش ریسک های ناشی از فروپاشی مالی، صندوق بین المللی پول از طریق تسهیلات مالی، و به ویژه ابزارهای وام دهی به درخواست کشورهای عضو خود می تواند نقش مهمی را ایفا کند. به علاوه، از طریق توصیه های سیاست گذاری و توسعه ظرفیت، صندوق بین المللی پول می تواند به کشورها در ایجاد انعطاف پذیری و مقابله با شوک های ژئوپولیتیکی کمک کند.

## • تقویت همکاری های بین المللی

در مواجهه با ریسک های ژئوپولیتیکی، تلاش نهادهای قانون گذار بین المللی و تعیین استاندارد بایستی ادامه پیدا کند تا در راستای جلوگیری از افزایش فروپاشی مالی، همسویی در مقررات و استانداردهای مالی توسعه یابد. در مواردی که کشورها اقدامات یک جانبه را انتخاب می کنند، بسته های حمایتی می توانند به محدود کردن سرریزهای برون مرزی کمک نمایند. برای مثال، تعمیق و گسترش همکاری های بین المللی در جهت بهبود پرداخت های برون مرزی و توسعه

<sup>۲۸</sup> امکان بلوکه کردن دارایی های ذخیره توسط کشورهای صادرکننده ذخایر در مواجهه با تنش های ژئوپولیتیکی می تواند بر تصمیمات مدیریتی ذخیره ی کشورها نسبت به کشورهای هم تراز از نظر ژئوپولیتیکی، تأثیر بگذارد، و یا منجر به پرتفوی های ذخیره متنوع شود که این پرتفوی بیشتر به طلا اختصاص می یابد و تقاضا برای منابع چتر حمایتی مالی جهانی را افزایش می دهد (آی آر و دیگران ۲۰۲۳؛ ارسلانلپ، ایچگرین و سیمپسون - بل ۲۰۲۳).

<sup>۲۹</sup> این احتمال وجود دارد که سازوکارهای کمک متقابل، تحت تأثیر تنش های ژئوپولیتیک قرار گیرند و تنها در اختیار کشورهایی باشد که روابط استراتژیکی نزدیکی باهم دارند.



## معاونت بررسی های اقتصادی اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

چارچوب بین‌المللی جهت افزایش تطبیق سیستم‌های پرداخت، می‌تواند به کاهش اختلالات در خدمات پرداخت برون‌مرزی ناشی از تنش‌های ژئوپولیتیکی کمک کند.

اعمال محدودیت‌های مالی به دلایل امنیت ملی می‌تواند پیامدهای ناخواسته‌ای برای ثبات مالی در سطح کلان جهان داشته باشد. اگرچه اعمال محدودیت‌های مالی ممکن است نگرانی‌های امنیت ملی را برطرف کند، اما سیاست‌گذاران باید از خطرات بالقوه و احتمالی ثبات مالی در سطح کلان جهانی ناشی از افزایش فروپاشی مالی، تورم بالا، رشد اقتصادی پایین و سرایت مالی، آگاه باشند. بنابراین، سیاست‌گذاران از طریق دیپلماسی و مذاکرات، باید حداکثر تلاش خود را جهت حل مناقشات سیاسی به کار بگیرند تا از تشدید تنش‌های ژئوپولیتیکی و تضعیف روابط اقتصادی و مالی جهان جلوگیری شود.