

## نرخ سود سیاستی و هدف‌گذاری تورم؛ الزامات و پیش‌شرط‌ها

شیرین صلوی تبار \*

### چکیده

دستیابی به اهداف عملیاتی بانک مرکزی، شرط لازم کنترل نرخ تورم و تحقق رشد پایدار اقتصادی به‌شمار می‌رود، زیرا اجرای کارآمد سیاست پولی کاملاً وابسته به آن است. بر اساس تعریف، یک متغیر در صورتی می‌تواند به‌عنوان هدف عملیاتی بانک مرکزی تعریف شود که اولاً، بانک مرکزی مایل به استفاده از آن برای دستیابی به اهداف نهایی باشد و ثانیاً، توانایی کنترل و هدایت آن را داشته باشد؛ با توجه به این تعریف، نرخ سود سیاستی در بازار بین بانکی می‌تواند به‌عنوان هدف عملیاتی انتخاب شود. با توجه به این ویژگی و نیز اهمیت کنترل نرخ تورم به‌عنوان مهم‌ترین هدف سیاست پولی، در حال حاضر بیشتر بانک‌های مرکزی دنیا، چارچوب هدف‌گذاری تورم را به‌عنوان استراتژی سیاست پولی خود و نرخ سود سیاستی را به‌عنوان هدف عملیاتی انتخاب کرده‌اند. از سال ۱۳۹۹ نیز این رویکرد از سوی بانک مرکزی ایران اتخاذ و به مرحله اجرا درآمد. به‌منظور بررسی این استراتژی، در این پژوهش، ابتدا به ویژگی‌های مربوط به اهداف عملیاتی، ابزارها و راه‌های دستیابی به آن و سپس، به الزامات و پیش‌شرط‌های تحقق موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورم اشاره می‌شود. در پایان، چگونگی تعیین نرخ سود سیاستی و همچنین، اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران بررسی می‌شود. با شناخت این ساز و کار، انتظار می‌رود با توجه به لزوم برقراری پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم، روند تغییر نرخ سود سیاستی به‌گونه‌ای باشد که به تحقق اهداف اقتصاد کلان منجر شود.

واژگان کلیدی: نرخ سود سیاستی، هدف‌گذاری تورم، بانک مرکزی، قاعده تیلور، بازار بین بانکی.

طبقه‌بندی JEL: E31, E43, E52, E58.

## ۱. مقدمه

دستیابی به شرایط پایدار اقتصادی با تعیین اهداف عملیاتی متناسب در بانک مرکزی محقق می‌شود که می‌تواند با تعریف یک لنگر اسمی همراه شود. بر اساس تعریف، لنگر اسمی، محدودیتی بر ارزش پول داخلی است که سطح قیمت را به یک مقدار خاص در یک زمان معین محدود می‌کند. به بیان دیگر، از طریق لنگر اسمی می‌توان با کنترل مستقیم انتظارات مردم، مسیر دستیابی به ثبات قیمت‌ها را هموار کرد. هرچند اجرای سیاست پولی بدون تعریف لنگر اسمی مشخص هم امکان‌پذیر است، ولی با تعریف یک لنگر اسمی مناسب، بر احتمال تحقق اهداف سیاست پولی افزوده می‌شود. در این راستا، بسیاری از بانک‌های مرکزی به تدریج از ابتدای دهه ۱۹۹۰ به سوی سیاست هدف‌گذاری تورم به‌عنوان "چارچوب کارای هدایت سیاست پولی" روی آورده و از تورم هدف به‌عنوان لنگر اسمی استفاده کردند، در نتیجه، نرخ سود سیاستی را به‌عنوان هدف عملیاتی بخش اجرایی سیاست پولی در نظر گرفتند.

به‌طور کلی، اهداف عملیاتی بانک‌های مرکزی را در سه گروه می‌توان طبقه‌بندی کرد.<sup>۲</sup> این هدف می‌تواند مرتبط با ذخایر، نرخ سود کوتاه‌مدت و یا نرخ ارز باشد. گفتنی است که اگر هدف عملیاتی نرخ ارز باشد، بانک مرکزی، نسبت ارزش پول خود را به ارزش خارجی کشوری که سیاست پولی مستقل دارد، ثابت حفظ می‌کنند، ولی چنانچه هدف مقدار ذخایر باشد، می‌توان آن را روی طیف گسترده‌ای از ذخایر تعریف نمود؛ به‌عنوان مثال، هدف عملیاتی بانک مرکزی آمریکا در سال‌های ۱۹۲۰ تا ۱۹۸۳، مقدار کمی ذخایر در نظر گرفته می‌شد. به‌طور کلی، ذخایری که به عنوان هدف مدنظر قرار می‌گیرد، می‌تواند شامل این موارد باشد: پایه پولی (بر اساس تعریف هدف در مکتب پولی)، ذخایر بانک‌ها (برای مثال، هدف بانک مرکزی ژاپن در سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶)، حجم عملیات بازار باز (پیشنهاد فریدمن ۱۹۸۲)، حجم ذخایر وام گرفته‌نشده (هدف فدرال‌رزرو در سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۷۹)، حجم ذخایر اضافی (مازاد ذخایر پس از کسر سپرده قانونی) و حجم ذخایر آزاد (به معنای ذخایر اضافی منهای ذخایری که بانک‌ها وام دریافت کرده‌اند، که این دو مورد پایانی تنها در نظریه‌های فدرال‌رزرو در سال‌های ۱۹۵۴ تا ۱۹۷۰ مطرح شده است) و حجم ذخایر وام گرفته‌شده (هدف عملیاتی که در سال‌های ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۰ توسط

1. Taylor

2. Ulrich Bindseil

فدرال رزرو در نظر گرفته شده است)؛ اما در نهایت بیشتر بانک‌های مرکزی پس از سال ۱۹۹۰، تعیین نرخ سود کوتاه‌مدت را به‌عنوان هدف عملیاتی اصلی معرفی کردند و پس از آن در کشورهای دیگر نیز این هدف به‌طور ضمنی مورد توجه بود.<sup>۱</sup> آنچه در این زمینه باید مورد توجه قرار گیرد، تعیین صحیح هدف عملیاتی (نرخ سود سیاستی) به‌گونه‌ای است که ویژگی‌های مربوطه را برآورده سازد. به بیان دیگر، هدف (یا مجموعه اهداف) عملیاتی اولاً باید به‌صورت کمی (ارائه یک رقم مشخص) به‌طور صریح معرفی شود، همچنین، به‌طور کامل در تسلط و کنترل بانک مرکزی باشد. این هدف باید بی‌درنگ پس از جلسات کمیته سیاست پولی اعلام عمومی شود و به‌روشنی گویای وضعیت سیاست پولی کشور برای همگان باشد، همچنین، به لحاظ اقتصادی باید هم‌راستا با تحقق اهداف نهایی سیاست پولی تعیین شود. افزون بر این موارد، تعیین هدف عملیاتی در واقع راهنمایی‌های لازم و کافی در مسیر اجرایی را به اجراکنندگان سیاست پولی (اداره عملیات بازار باز) نشان می‌دهد. هدف عملیاتی که در این پژوهش بررسی می‌شود، تعیین نرخ سود سیاستی در بازار بین بانکی است.

راه‌های دستیابی به اهداف عملیاتی بانک مرکزی از طریق ابزارهای سیاست پولی مانند عملیات بازار باز،<sup>۲</sup> تسهیلات آماده<sup>۳</sup> و ذخایر قانونی<sup>۴</sup> محقق می‌شود. اهمیت به‌کارگیری ابزارهای سیاست پولی در راستای تحقق وضعیت باثبات اقتصادی در کوتاه‌مدت، ضرورت مطالعه و آگاهی بیشتر در این زمینه را نشان می‌دهد. در اقتصاد ایران هرچند بازار بین بانکی در عمل، از تیرماه ۱۳۸۷ شروع به فعالیت نمود، ولی مجوز اجرای ابزار عملیات بازار باز در سیاست‌گذاری پولی، در مهرماه ۱۳۹۷ از شورای عالی هماهنگی اقتصادی دریافت شد. سپس، دستورالعمل "انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی" در پایان فروردین‌ماه ۱۳۹۸ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و پس از آن، شیوه‌نامه اجرایی عملیات بازار باز در کمیسیون اعتباری بانک مرکزی در پایان خردادماه ۱۳۹۸، تصویب شد. بدین ترتیب با فراهم‌شدن مجوزهای قانونی لازم برای انجام عملیات بازار باز در قالب خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشرشده دولت و وثیقه‌گیری این اوراق در تبادلات با بانک‌ها براساس بند "م"

1. Ulrich Bindseil
2. Open Market Operation
3. Standing Facilities
4. Reserve Requirements

تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور و همچنین، توافق با "شرکت فراپورس ایران" و "شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه"، فصل جدیدی در سیاست‌گذاری پولی کشور را شاهد بودیم. با پیاده‌سازی عملیات بازار باز و هدف‌گذاری میانی نرخ سود بازار بین بانکی به شکل تعیین نرخ سود سیاستی، برقراری دالان نرخ سود (اعتبارگیری در نرخ سقف با وثیقه‌سپاری و سپرده‌گذاری در نرخ کف توسط بانک‌ها)، انجام توافق با خرید (ریپو) و توافق با خرید معکوس (ریپوی معکوس) و پذیرش عاملیت فروش اوراق دولتی در بازار اولیه و اعلام عمومی آن در بیانیه‌ای در تاریخ ۶ خرداد ۱۳۹۹، بانک مرکزی استفاده از سیاست هدف‌گذاری تورم را به‌طور رسمی اعلام و نرخ تورم هدف را ۲۲ درصد تعیین کرد. بدین ترتیب، سیاست‌های پولی در چارچوب هدف‌گذاری تورم و هدایت نرخ سود به سمت نرخ سود سیاستی در بازار بین بانکی به روش‌های مختلف از جمله تعیین و برقراری دالان نرخ سود، افزایش نرخ کف دالان در سه نوبت در سال ۱۳۹۹ از ۱۰ به ۱۲ و سپس، ۱۳ و ۱۴ درصد، برگزاری حراج هفتگی در قالب عملیات بازار باز، حراج‌های کارگزاری بانک مرکزی و توسعه عملیات بازار باز به‌منظور مدیریت نقدینگی و پیگیری برنامه‌های دیگر پولی دنبال شد. گفتنی است که بانک مرکزی در سال ۱۳۹۹، ۴۹ حراج عملیات بازار باز را برگزار کرد و در مجموع، ۱۰۰۵ هزار میلیارد ریال اعتبار در اختیار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی قرار داد، البته شایان ذکر است که مانده توافق با خرید در عملیات بازار باز در پایان اسفندماه سال ۱۳۹۹ صفر است.<sup>۱</sup>

حال که بانک مرکزی ایران اجرای هدف‌گذاری تورم را در پیش گرفته است، ضروری است، تجربه کشورهای دیگر که از دهه ۱۹۹۰ به هدف‌گذاری تورم رو آورده‌اند، مرور شود تا دلایل موفقیت یا شکست آنها در اجرای این سیاست بررسی شده و از تکرار اشتباهات مشابه برای اقتصاد ایران پرهیز شود. به بیان دیگر، از آنجا که بیشتر بانک‌های مرکزی دنیا از طریق هدف‌گذاری تورم و تعیین نرخ سود سیاستی، هدف عملیاتی را به اطلاع اجراکنندگان سیاست پولی می‌رسانند، می‌توان با استفاده از تجربیاتی که در این زمینه وجود دارد، به دنبال پاسخ پرسش‌های این پژوهش مانند چگونگی تعیین نرخ سود سیاستی در بازار بین بانکی و همچنین، چگونگی افزایش احتمال دستیابی به اهداف نهایی اقتصاد کلان مانند

۱. اخبار وبسایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. ( ۱۳۹۹ / ۱۲ / ۲۸ ).

ثبات قیمت و رشد اقتصادی پس از تعیین نرخ سود سیاستی بود. بنابراین، این پژوهش با هدف بررسی دلایل موفقیت هدف‌گذاری تورم در کشورهای دیگر و مرور شرایط اقتصاد ایران و استفاده از داده‌های بانک مرکزی و روش‌های آماری، به دنبال ارائه پیشنهادهایی در جهت افزایش احتمال موفقیت هدف‌گذاری تورم و در نهایت، افزایش اعتبار سیاست‌گذار پولی است.

بدین منظور، این مقاله در هفت بخش تنظیم شده است؛ پس از مقدمه، در بخش ادبیات موضوع به تجربه کشورها در اجرای هدف‌گذاری تورم و مبانی آن پرداخته می‌شود. الزامات و پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم در بخش سوم تشریح شده و چگونگی تعیین نرخ سود سیاستی در بخش چهارم بررسی می‌شود. سپس، ارزیابی نرخ سود با قاعده تیلور و پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم برای اقتصاد ایران در بخش پنجم بررسی شده و پس از آن، کارکرد بازار بین بانکی و نمونه‌هایی از تجربه کشورها در این راستا در بخش ششم تبیین شده است. در نهایت در بخش هفتم نتیجه‌گیری و جمع‌بندی مطالب ارائه خواهد شد.

## ۲. ادبیات موضوع

از ابتدای دهه ۱۹۹۰ بسیاری از کشورهایی که تورم‌های بالا را تجربه کرده بودند، هدف‌گذاری تورم را به‌عنوان چارچوب سیاست پولی خود تعریف کردند، چرا که ثبات قیمت‌ها را پیش‌شرط اساسی رشد اقتصادی پایدار می‌دانستند. در واقع، سیاست‌های دیگری که پیش‌تر به جای هدف‌گذاری تورم در طی زمان استفاده می‌شد، چندان مورد استقبال قرار نگرفت. برای مثال می‌توان به سیاست هدف‌گذاری رشد پول اشاره کرد، یعنی بانک مرکزی هدف مشخصی را برای رشد عرضه پول تعیین می‌کرد، ولی در عمل از محبوبیت چندانی برخوردار نشد، چرا که تجربه کشورها نشان می‌دهد که ارتباط بین رشد پول و تورم، ناپایدار بوده و دستیابی به ثبات قیمت‌ها از طریق هدف‌گذاری رشد پول، غیرقابل اطمینان است. برای مثال اگرچه بانک مرکزی آلمان سال‌ها از سیاست هدف‌گذاری رشد پول استفاده می‌کرد، ولی گاهی به‌عمد هدف رشد پول خود را رها می‌کرد تا به هدف تورمی دست یابد.<sup>۱</sup>

سیاست دیگری که در اقتصادهای کوچک و متوسط آزموده شد، هدف‌گذاری نرخ ارز است، ولی این سیاست به دلایل مختلف مانند افزایش جریان‌های سرمایه بین‌المللی و دشواری محافظت از نرخ‌های ارز ثابت در سوء استفاده‌های سوداگرانه، در تثبیت نرخ تورم کمتر موفق بوده است. همچنین هدف‌گذاری نرخ ارز، احتمال شکنندگی بازار مالی را افزایش می‌دهد، بنابراین، بسیاری از کشورها ترجیح می‌دهند هدف‌گذاری تورم با نرخ‌های ارز انعطاف‌پذیر را دنبال نمایند.

افزون بر این، هدف‌گذاری سطح قیمت (هنگامی که تورم در سطوح پایین کنترل شده باشد)، در مراحل بعدی به‌جای هدف‌گذاری تورم پیشنهاد شد که در آن، هدف، تثبیت سطح قیمت‌ها در محدوده سطح تعیین‌شده، تعریف می‌شود.<sup>۱</sup> به بیان دیگر، هدف سطح قیمت‌ها یک مسیر تعیین‌شده با تورم پایدار دو درصد را در برمی‌گیرد که در آن، واریانس سطح قیمت‌ها ثابت و مستقل از افق زمانی است. یک مزیت که هدف‌گذاری سطح قیمت نسبت به هدف‌گذاری تورم دارد، این است که نااطمینانی‌های بلندمدت در مورد سطح قیمت کم می‌شود. مزیت دیگر آن است که اگر سطح قیمت‌ها، پایین سطوح هدف قرار داشته باشد، انتظارات تورمی افزایش می‌یابد و نرخ بهره حقیقی را کاهش می‌دهد، حتی در صورتی که نرخ بهره اسمی بدون تغییر باشد. کاهش نرخ بهره حقیقی با تحریک اقتصاد، سطح قیمت‌ها را به هدف برمی‌گرداند. این مورد به‌ویژه زمانی که اقتصاد در تله نقدینگی قرار داشته باشد، مؤثر عمل می‌کند (تجربه ژاپن).

افزون بر این موارد، از آنجا که بین اجرای سیاست پولی نظیر تغییر نرخ سود سیاستی و تأثیر آن بر متغیرهای هدف، تأخیر زمانی وجود دارد، می‌توان کارایی سیاست پولی را با توجه به پیش‌بینی‌های اقتصادی افزایش داد. بنابراین، در اجرای هدف‌گذاری تورم، پیش‌بینی تورم و پیش‌بینی متغیرهای دیگر اصلی اقتصاد اهمیت بسیاری می‌یابد و می‌توان آن را "هدف‌گذاری پیش‌بینی" تعریف کرد، به‌طوری‌که نرخ سود سیاستی به‌گونه‌ای تنظیم شود که پیش‌بینی متغیرهای اصلی کلان اقتصادی در مسیر نرخ سود سیاستی تعیین‌شده، به تحقق اهداف اقتصاد منجر شود. بنابراین، هدف‌گذاری تورم یک استراتژی سیاست پولی به حساب می‌آید که در آن، نرخ سود سیاستی مطابق با اعلام یک رقم برای هدف تورم تعیین می‌شود. در واقع، سیاست پولی به‌گونه‌ای اجرا می‌شود که نقش مهم به پیش‌بینی‌های تورم داده

می‌شود و اجرای سیاست باید با درجات بالایی از شفافیت و مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی بانک مرکزی همراه باشد.

از سوی دیگر، انتخاب مناسب ابزارهای پولی، اهداف سیاستی، تصمیمات صلاح‌دیدگی، محدودیت‌های سیاست پولی و درصد تحقق اهداف نهایی سیاست پولی بستگی بالایی به وضعیت استقلال بانک مرکزی دارد؛<sup>۱</sup> چرا که همیشه دو تهدید جدی در مسیر تحقق اهداف سیاست پولی وجود دارد؛ یکی، تمایل دولت به تأمین مالی هزینه‌های خود از آسان‌ترین مسیر ممکن است که در واقع خلق پول بوده و دیگری، تصور رایج اشتباهی است که رشد اقتصادی و کاهش بیکاری از طریق کاهش ارزش پول داخل، محقق می‌شوند.

زمانی که استقلال بانک مرکزی بیشتر شده و یا هنگامی که هدف‌گذاری تورم اتخاذ شود، اقتصاد کلان در کوتاه‌مدت می‌تواند به دو طریق تحت تأثیر قرار گیرد؛ نخست آنکه با کاهش انتظارات تورمی، نرخ تورم بدون تغییر نرخ بیکاری کاهش می‌یابد (منحنی فیلیپس کوتاه‌مدت انتقال عمودی به پایین دارد) و دوم آنکه نرخ تورم واقعی بدون تغییر در انتظارات تورمی کاهش می‌یابد، بنابراین، نرخ بیکاری افزایش پیدا کرده و اقتصاد بر روی منحنی فیلیپس کوتاه‌مدت به پایین حرکت می‌کند. به‌طور کلی، فرض می‌شود که اگر بانک مرکزی نرخ‌های بهره را افزایش داده و هیچ علامتی ندهد که قصد کاهش تورم را دارد، این سیاست پولی انقباضی، رکود بخش حقیقی را به همراه دارد. در این شرایط، نرخ بیکاری افزایش یافته و تورم به آهستگی کاهش پیدا می‌کند. بدین‌رو، انتظار می‌رود با تمرکز بر استقلال بانک مرکزی و یا هدف‌گذاری تورم، اعتبار سیاست بانک مرکزی برای کاهش تورم باعث کاهش انتظارات تورمی شده و از شدت رکود جلوگیری نماید.

فرض کنید یک شوک منفی در بخش عرضه اقتصاد اتفاق بیفتد، نرخ تورم افزایش و تولید حقیقی کاهش می‌یابد. چنانچه سیاست بانک مرکزی در واکنش به چنین شرایطی افزایش تقاضای کل باشد، کاهش در تولید کوچکتر می‌شود، اما افزایش بیشتر تورم را به همراه دارد. حال، چنانچه سیاست بانک مرکزی در واکنش به چنین شرایطی کاهش تقاضای کل باشد، هرچند نرخ تورم را کنترل می‌نماید، اما کاهش تولید حقیقی شدیدتر می‌شود. این که در تبادل میان تولید و تورم روی کدام نقطه منحنی

1. Parkin

فیلیپس قرار بگیریم، به واکنش بانک مرکزی بستگی دارد. موقعیت و شکل منحنی فیلیپس به ویژگی‌های اقتصاد نظیر اندازه و تداوم شوک‌های برونزا، درجه انعطاف‌ناپذیری قیمت‌ها و دستمزدها، اعتبار و شفافیت سیاست پولی بستگی دارد. حال، این پرسش مطرح می‌شود که آیا موقعیت منحنی فیلیپس به استقلال بانک مرکزی با تمرکز بر ثبات قیمت‌ها و یا هدف‌گذاری تورم بستگی دارد؟

پیرو این پرسش، چنانچه استقلال بانک مرکزی و هدف‌گذاری تورم، نتایج سیاست پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، باید بتوان این تأثیر را پس از آنکه کشورها، قوانین بانک مرکزی خود را بهبود می‌بخشند و یا هدف‌گذاری تورم را اتخاذ می‌کنند، ملاحظه کرد. به بیان دیگر، با فرض ثبات شرایط دیگر، تأثیری که سیاست پولی بر تورم و بخش واقعی اقتصاد دارد، در دهه ۲۰۰۰ که کشورها رو به سوی هدف‌گذاری تورم آوردند، بی‌گمان باید متفاوت از دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ باشد. مطالعه پارکین<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) در این ارتباط، کشورها را در چهار گروه طبقه‌بندی کرده است؛ گروه نخست شامل کشورهایی می‌شود که بانک مرکزی درجه بالایی از استقلال را دارد؛ گروه دوم کشورهایی را در برمی‌گیرد که سیاست هدف‌گذاری تورم را اتخاذ کرده‌اند، گروه سوم، هر دو ویژگی را هم‌زمان شامل می‌شوند و گروه چهارم (گروه کنترل) این دو ویژگی را ندارند، ولی عضو گروه اقتصادهای پیشرفته قرار می‌گیرند. برای مقایسه تأثیر سیاست پولی بر روند متغیرهای اصلی کلان اقتصادی، می‌توان تغییرات وضعیت اقتصادی این سه گروه را با گروه چهارم مقایسه کرد. برای ۲۶ کشور انتخاب‌شده در این پژوهش، میانگین و انحراف معیار نرخ تورم، رشد اقتصادی، بیکاری و شکاف تولید برای پیش و پس از اجرای هدف‌گذاری تورم و یا اصلاح قوانین در جهت استقلال بانک مرکزی (با وقفه زمانی دو سال) محاسبه شده است. وضعیت اقتصادی گروه چهارم برای هم‌خوانی و مقایسه با دوره پیش و پس از اجرای هدف‌گذاری شکست مختلف در نظر گرفته شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که اجرای هدف‌گذاری تورم حتی کارا تر از مستقل بودن بانک مرکزی عمل می‌کند، چرا که هدف‌گذاری تورم، اعتبار سیاست پولی و شفافیت بانک مرکزی را نیز به همراه دارد. همچنین، صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۰۸، سیاست‌های پولی را که در کنترل انتظارات تورم موفق بودند، مقایسه کرد و به این نتیجه رسید که در



اقتصادهای بازارهای نوظهور، هدف‌گذاری تورم بسیار کارا تر از سیاست‌های دیگر پولی در کنترل انتظارات تورم بوده است.<sup>۱</sup> از موضوع‌های دیگری که در این خصوص اهمیت دارد، چگونگی اجرای هدف‌گذاری تورم و لزوم توجه به پیش‌شرط‌هاست، به‌عنوان مثال، در مطالعه بانک جهانی<sup>۲</sup> که در سال ۲۰۲۰، هدف‌گذاری تورم را در هند بررسی کرده است، نشان می‌دهد که بانک مرکزی هند بهترین نمونه برای توصیف سیاست هدف‌گذاری تورم انعطاف‌پذیر است. به بیان دیگر، با این که شواهد زیادی تأیید می‌کند تعیین هدف تورم، لنگر اسمی بهتری در هدف‌گذاری تورم به‌شمار می‌رود، یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که در موقعیت‌هایی خاص مانند بحران کرونا، هدف‌گذاری تورم باید این اختیار را به بانک‌های مرکزی بدهد که به‌طور موقت سیاست خود را به آینده موکول نمایند، به بیان دیگر، اعتبار سیاست‌گذار پولی در آن موقعیت‌ها می‌تواند واکنش مناسب به بحران‌های اقتصادی باشد. برای مثال، بانک مرکزی هند در هدف‌گذاری تورم نه تنها تورم بلکه شکاف تولید را نیز مورد توجه قرار می‌دهد، به‌طوری که در بحران کرونا، نرخ‌های سیاستی در حمایت از تولید کاهش داشتند. همچنین، مطالعه‌ای<sup>۳</sup> دیگر در سال ۲۰۲۰ لزوم تحقق پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم را بررسی می‌کند. این مطالعه ویژگی اصلی اجرای هدف‌گذاری تورم را در مرحله نخست، اعلام عمومی هدف تورم توسط بانک مرکزی و پای‌بندی به تحقق آن می‌داند که در این مسیر الزامات و پیش‌شرط‌های زیادی در متون تجربی مطرح شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تحقق این پیش‌شرط‌ها پیش از اجرای هدف‌گذاری تورم به اطمینان از نتایج کارای این سیاست در کوتاه‌مدت منجر می‌شود، هرچند کشورهایی که این پیش‌شرط‌ها را پیش از اجرای هدف‌گذاری تورم محقق کرده‌اند، نسبت به کشورهای دیگر که این مسیر را لزوماً پیش از اجرای سیاست طی نکرده‌اند، در بلندمدت مزیتی ندارند.

در اقتصاد ایران هرچند اعلام رسمی هدف‌گذاری تورم توسط بانک مرکزی از سال ۱۳۹۹ انجام شد، ولی می‌توان مطالعات مرتبط با این موضوع را از سال‌ها پیش مشاهده کرد. برای مثال مطالعه درگاهی (۱۳۸۱) در مورد امکان‌پذیری هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران نشان می‌داد که الزامات و

---

1. Svensson

2. Eichengreen

3. Meerza

پیش‌شرط‌های اتخاذ موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران وجود نداشته و تعریف یک مرحله گذار به‌منظور تحقق شرایط و الزامات پیاده‌سازی این سیاست، ضروری بود. همچنین، میرزاحمدی (۱۳۸۷) در پژوهشی با بررسی تجربه برزیل برای اقتصاد ایران نشان داد که می‌توان شرایط لازم برای کنترل هدفمند نرخ‌های تورم در ایران را از طریق اتخاذ ابزارهای لازم پولی و سیاست‌های مالی مکمل آن فراهم کرد و در این زمینه تحقق پیش‌شرط‌هایی نظیر استقلال بانک مرکزی و در پی آن ایجاد اعتماد عمومی نسبت به عملکرد نظام پولی کشور از طریق شفاف‌سازی و ایجاد ثبات و پایداری در سیاست‌های پولی همراه با تعدیل نظام مالی دولت از طریق ایجاد انضباط مالی و اتخاذ سیاست‌های بودجه‌ای مناسب و اجتناب از کسری بودجه از عوامل اصلی موفقیت در کنترل نرخ‌های تورم به‌شمار می‌روند. به همین ترتیب، مطالعه کرمی و همکاران (۱۳۹۴) نیز نشان می‌دهد که پیاده‌سازی هدف‌گذاری تورم مستلزم مجموعه‌ای از اصلاحات سیاست‌گذاری و ساختاری است که در بخش‌های مختلفی از اقتصاد باید به وقوع بپیوندد. در سال‌های اخیر نیز مطالعات زیادی در زمینه ابعاد مختلف هدف‌گذاری تورم انجام شده است که به‌طور نمونه می‌توان به مطالعه یزدانی و محمدی (۱۳۹۸) اشاره کرد که هدف‌گذاری تورم را پیش‌شرط و لازمه اجرای تعدیل و تصحیح نرخ ارز معرفی می‌کند. به بیان دیگر، یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که سیاست هدف‌گذاری تورم می‌تواند در کنترل تورم ناشی از یکسان‌سازی نرخ ارز مؤثر باشد و برای اجرای آن ضروری است. مطالعه اشرفی و همکاران (۱۳۹۷) درباره عوامل مؤثر بر موفقیت هدف‌گذاری تورم در ایران با استفاده از روش مؤلفه اساسی (PCA) نشان می‌دهد که استقلال بانک مرکزی و شفافیت و تعهد به پاسخگویی اثر منفی و معناداری بر شکاف تورم از تورم هدف داشته و حداقل دستمزدهای اسمی، پایه پولی، نرخ ارز و نااطمینانی تورم اثر مثبتی بر شکاف تورم از تورم هدف دارند. مطالعه ابوالحسنی و همکاران (۱۳۹۸) با بررسی اثرات سیاست پولی بهینه با در نظر گرفتن هدف‌گذاری تورم در یک الگوی تعادل عمومی و مطالعه در مورد نقش ابزارهای سیاستی از قبیل نرخ بهره و نرخ ارز بر هدف‌گذاری تورم در قالب مدل کینزین‌های جدید نشان می‌دهد که برای کنترل تورم و دستیابی به تورم هدف، مهم‌ترین عاملی که باید توجه شود، تأثیر رشد حجم پول ناشی از تورم انتظاری است و برای کنترل و مدیریت انتظارات، بانک مرکزی باید اعتبار خود را نزد عموم افزایش دهد. همچنین، از آنجا که مطابق یافته‌های پژوهش، کنترل حجم پول به‌صورت کامل در اختیار بانک مرکزی نیست،

راهکار پیشنهادی این مقاله تعامل بیشتر میان دولت و بانک مرکزی است؛ زیرا هم دولت به منظور سامان‌بخشیدن به کسری بودجه خود نیازمند بانک مرکزی است و هم بانک مرکزی به‌منظور کسب اعتبار در جامعه نیاز به هماهنگ‌شدن با وضعیت مالی دولت را دارد.

در مجموع، حال که بانک مرکزی ایران در سال ۱۳۹۹ به‌صورت رسمی اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم را اعلام کرد، ضروری است تا باردیگر به تفاوت‌های متأثر از شرایط مختلف اقتصادی بین اقتصاد ایران و کشورهایی که این سیاست را اتخاذ نموده‌اند، توجه داشت. نگاهی کوتاه بر یافته‌های مطالعات تجربی در بسیاری از کشورهایی که هدف‌گذاری تورم را اجرا کرده‌اند، حاکی از تأیید بهبود وضعیت اقتصادی آن‌هاست. در این راستا، بررسی شرایط اقتصادی کشورهایی که در اجرای هدف‌گذاری تورم موفق بوده‌اند، نشان می‌دهد که پیش از اجرای این سیاست، انتظار می‌رود تا پیش‌شرطها و الزامات مورد نیاز آن محقق شوند. به سخن دیگر، پیش از اعلام عمومی هدف‌گذاری تورم باید توجه داشت که از شروط اولیه و اساسی چارچوب هدف‌گذاری تورم، تعهد بانک مرکزی به تحقق هدف تورم است و لازمه این موضوع، انجام اصلاحاتی است که زمینه سلطه تصمیم‌های دیگر اقتصادی بر سیاست پولی را محدود می‌نماید. بنابراین، پیش‌شرطهای ضروری هدف‌گذاری تورم در بخش‌های بعد به‌طور کامل بررسی می‌شود.

### ۳. الزامات و پیش‌شرطهای هدف‌گذاری تورم

تحقق موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورم، نیازمند سپری‌نمودن مراحل پیاده‌سازی الزامات و پیش‌شرطهای ضروری اجرای این سیاست است. تا زمان نگارش این مقاله، تعداد ۳۵ کشور، هدف‌گذاری تورم را اتخاذ و اجرا کرده‌اند؛ هر چند کاهش تورم به‌واسطه سیاست پولی انقباضی در کوتاه‌مدت، ممکن است رشد تولید و نرخ بیکاری را تحت تأثیر قرار دهد، ولی دستیابی به ثبات قیمت‌ها، منافع بیشتری را در بلندمدت برای اقتصاد به همراه خواهد داشت؛ به‌طوری‌که تاکنون هیچ مدرکی وجود نداشته که کشوری با به‌کارگیری هدف‌گذاری تورم، از نظر رشد، بهره‌وری، اشتغال و یا متغیرهای دیگر اقتصادی متضرر شده باشد. به بیان دیگر، هدف‌گذاری تورم، همواره انعطاف‌پذیر است، بدین معنا که نه تنها هدف تثبیت قیمت‌ها را دنبال می‌نماید، بلکه در تابع زیان بانک مرکزی به ثبات بخش حقیقی اقتصاد نیز توجه دارد.

به سخن دیگر، متغیرهای هدف بانک مرکزی افزون بر تورم می‌توانند شامل رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ ارز و موارد دیگر باشند. می‌توان نمونه اقتصادهایی که سیاست هدف‌گذاری تورم را اتخاذ نموده‌اند، بررسی کرد. برای مثال، نیوزلند تورم‌های بالا و پرنوسان را در دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ تجربه کرد، سپس، با اجرای سیاست پولی انقباضی، تورم تا پایان دهه ۱۹۸۰ در این اقتصاد روند کاهشی پیدا کرد. در واقع، نیوزلند نخستین کشوری بود که سیاست هدف‌گذاری تورم را در دهه ۱۹۹۰ اجرا کرد. پس از نیوزلند، می‌توان نتایج اقتصادی هدف‌گذاری تورم را در بهبود وضعیت اقتصادی کشورهای دیگر پس از تاریخ اجرای این سیاست برای مثال کانادا (۱۹۹۱)، انگلیس (۱۹۹۲)، سوئد (۱۹۹۳)، استرالیا (۱۹۹۳)، چک (۱۹۹۷)، برزیل (۱۹۹۹)، آفریقای جنوبی (۲۰۰۰)، نروژ (۲۰۰۱)، فیلیپین (۲۰۰۲)، ترکیه (۲۰۰۶)، آمریکا (۲۰۱۲)، ژاپن (۲۰۱۳)، روسیه (۲۰۱۴)، اوکراین (۲۰۱۵)، هند (۲۰۱۶) و آرژانتین (۲۰۱۶) مشاهده کرد. نکته مشترک در مطالعات تجربی هدف‌گذاری تورم در اقتصادهای مختلف آن است که هدف‌گذاری تورم با در نظر گرفتن الزامات مورد نیاز آن، به‌صورت موفق عمل نموده است. به‌عنوان مثال، در مطالعه‌ای برای اقتصاد هند<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۹ به پیش‌شرط‌هایی که اقتصادهای بازارهای نوظهور ملزم به اجرا پیش از اتخاذ هدف‌گذاری تورم هستند، اشاره شده و در آن بر پایه نظر میشکین<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، از پنج نقطه ضعف بنیادی برای بازارهای نوظهور نام برده که باید در تصمیم‌های سیاست‌گذاری مدنظر قرار گیرند. از جمله این نقاط ضعف می‌توان ناکارایی در نهادهای مالی تحت نظارت دولت، ضعف در مقررات نظارتی و احتیاطی دولت، اعتبار پایین نهاد پولی، دلاریزه‌شدن اقتصاد و آسیب‌پذیری در برابر توقف جریان‌های سرمایه در اقتصاد را نام برد. مجموعه این عوامل به‌کارگیری هدف‌گذاری تورم در این کشورها را با دشواری مواجه می‌نماید.

به‌طور کلی، پیش‌شرط‌هایی که پیش از اجرای هدف‌گذاری تورم باید محقق شوند، در خصوص ویژگی‌های بالقوه کشورهای در حال توسعه هستند که از هر یک از آنها می‌توان در قالب نوعی سلطه بر نظام پولی نام برد؛ مانند سلطه مالی دولت، سلطه نظام مالی (شامل ریسک‌های نظام مالی ناکارآمد)، سلطه بخش خارجی (شوکه‌های خارجی بزرگی که به اقتصاد وارد می‌شود، مانند نوسانات نرخ ارز) و

۱. Ankita Mishra

۲. Mishkin

سلطه ساختاری (مانند کمبود زیرساخت‌های مناسب). به‌طور خلاصه، الزامات و پیش‌شرط‌های لازم پیش از اجرای هدف‌گذاری تورم در مطالعات مختلف را می‌توان در قالب موارد زیر برشمرد:

- اتخاذ هدف‌گذاری تورم توسط بانک مرکزی به‌صورت صریح و روشن اعلام شود.
- رقم تورم هدف به‌عنوان لنگر اسمی سیاست پولی به‌طور مشخص تعریف شود. در واقع، هدف‌گذاری تورم یک استراتژی سیاست پولی به حساب می‌آید که با تعیین و اعلام یک رقم برای هدف تورم توصیف می‌شود. در بیشتر مواقع این سیاست پولی به‌گونه‌ای اجرا می‌شود که نقش مهم به پیش‌بینی‌های تورم داده می‌شود.
- این هدف نه تنها توسط بانک مرکزی، بلکه توسط دولت نیز همزمان باید تصویب و اعلام شود. پشتیبانی دولت از این هدف، اعتبار اجرای سیاست را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، مواردی که درباره استقلال بانک مرکزی مطرح می‌شود، لزوماً استقلال در هدف را شامل نمی‌شود، به سخن دیگر، پذیرش هدف تورم از سوی دولت به‌صورت رسمی و تعهد به آن در این مسیر، ضروری است؛ چرا که تحقق هدف‌گذاری تورم نیازمند هماهنگی و همکاری بیشتر بین دولت و بانک مرکزی در راستای هدف تعیین‌شده است.
- اصلاحات نهادی در راستای تحقق این هدف، نظیر توجه به استقلال بانک مرکزی به‌ویژه از بُعد مالی و کارکردی<sup>۱</sup> انجام شود. استقلال مالی بانک مرکزی به معنای کنترل کامل بر ساختار ترازنامه خود (ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌ها) است. یک معیار مهم ارزیابی استقلال مالی، بررسی درجه ممنوعیت اعتباردهی مستقیم و غیرمستقیم به دولت است؛ این در حالی است که ساختار بودجه دولت در اقتصاد ایران، استقلال مالی بانک مرکزی را تحت تأثیر قرار داده است. تأمین مالی کسری بودجه به‌واسطه منابع سیستم بانکی و تعیین تکالیف مختلف برای بانک‌ها، توانایی بانک مرکزی در تنظیم ساختار ترازنامه را محدود می‌نماید. بدین منظور باید مسیرهای اثرگذار بر ترازنامه بانک مرکزی به لحاظ قانونی مسدود شود که لازمه آن ارتقای استانداردهای بودجه‌ریزی در دولت و مجلس و نظارت بیشتر بر اجرای آن است. بنابراین، یکی از الزامات موفقیت هدف‌گذاری تورم،

۱. استقلال بانک مرکزی شامل چهار بعد نهادی، کارکردی، پرسنلی و مالی است.

ساماندهی بودجه دولت به‌طور همزمان است. از سوی دیگر، برای تضمین استقلال کارکردی، بانک مرکزی باید بدون مداخله دولت، توانایی تعیین نرخ سود سیاستی و یا مقدار عرضه پول را داشته باشد. ضرورت انجام این اصلاحات در کاهش غلبه سیاست مالی بر سیاست پولی نمایان می‌شود. به‌لحاظ قانونی، در سال‌های گذشته اقداماتی برای افزایش استقلال بانک مرکزی ایران در برنامه‌های توسعه کشور و قانون پولی و بانکی کشور انجام شده است، ولی از آنجا که اصلاحات قانونی نام برده در عمل به کاهش مستمر تورم منجر نشده است، می‌توان نتیجه گرفت که یا این میزان از اصلاحات کافی نبوده و یا نیاز به نظارت جدی‌تری بر اجرای قوانین وجود داشته، چرا که به‌واسطه عواملی نظیر تشدید تحریم‌ها و یا ریسک‌هایی مانند ویروس کرونا که دولت را با محدودیت بیشتر منابع مواجه می‌کند، راه‌های گریز از قوانین نیز به وجود می‌آیند.

• جلسات دوره‌ای برای پاسخگویی بانک مرکزی به عملکرد خود در ثبات قیمت‌ها تعیین شود. این مورد با افزایش شفافیت و بهبود سیاست‌های ارتباطی بانک مرکزی، به عموم مردم اطلاعات مورد نیاز در راستای جهت‌بخشی به انتظارات را ارائه می‌دهد. شفافیت می‌تواند بدین معنا اجرا شود که به‌عنوان مثال، بانک مرکزی گزارشی با محتوای سیاست پولی را به‌طور منظم و قاعده‌مند منتشر کرده و این گزارش باید پیش‌بینی تورم و متغیرهای دیگر اقتصادی، خلاصه‌ای از تحلیل این پیش‌بینی‌ها و انگیزه بانک از تصمیمات سیاستی را شامل شود. تعهد به اطلاع‌رسانی و شفافیت در قالب نگارش چنین گزارشی، در نگاه نخست، حوزه مسئولیت‌های بانک مرکزی در رسیدن به هدف را برای همگان آشکار می‌نماید و پس از آن پاسخگویی بانک مرکزی در قبال دست‌نیافتن به تورم هدف را به همراه می‌آورد. تأکیدی که بر شفافیت می‌شود، ناشی از این دیدگاه است که سیاست پولی به میزان زیادی نقش مدیریت انتظارات را بر عهده دارد. در واقع، سیاست پولی از طریق هدایت انتظارات بخش خصوصی، بخش واقعی اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد و نیز انتظارات بخش خصوصی از تورم از عوامل تأثیرگذار بر تورم فصول آتی به شمار می‌رود. نزدیکی انتظارات تورمی بخش خصوصی به هدف تورم، اعتبار<sup>۱</sup> رژیم هدف‌گذاری تورم را نمایان می‌سازد. چنانچه بانک مرکزی اعتبار لازم را داشته باشد، کنترل تورم با موفقیت بالایی همراه است. در واقع، شفافیت

بالا و انتشار گزارش‌های سیاست پولی متقاعدکننده، به‌منظور کسب اعتبار و حفظ آن ضروری است. از این‌رو، بانک مرکزی که اعتبار بالایی داشته باشد، می‌تواند در هدف‌گذاری تورم انعطاف‌پذیرتر بوده و به تثبیت بخش واقعی اقتصاد نیز کمک کند. از سوی دیگر، اهداف روشن و شفافیت گزارش‌های سیاست پولی، انتظار مردم از پاسخگویی بانک مرکزی در برابر سیاست‌های اتخاذشده را افزایش می‌دهد.

- افزون بر موارد پیش‌گفته که با افزایش اعتبار بانک مرکزی، دستیابی به هدف تورم را امکان‌پذیر می‌نماید، پیش‌شرط‌های مالی و اقتصادی دیگری نیز باید پیش از اجرای هدف‌گذاری تورم، محقق شده باشند. برای مثال، بخش خارجی و بخش مالی اقتصاد باید در شرایط پایداری قرار گرفته باشد تا بانک مرکزی بتواند بر هدف تورم تمرکز نماید، بدون آنکه نگران تضاد آن با اهداف دیگری باشد که از آسیب‌پذیری بانک‌ها یا بخش خارجی حمایت می‌کنند. شوک‌های بزرگ بخش خارجی می‌توانند منشأ بی‌ثباتی در اقتصاد شوند که تحقق هدف تورم را کمرنگ می‌نماید. همچنین، وجود یک نظام مالی باثبات شرط لازم برای اجرای کارا و مستقل سیاست هدف‌گذاری تورم است، اگر نظام مالی در برابر بحران‌ها، آسیب‌پذیر باشد، از کارآیی ابزارهای سیاست پولی کاسته می‌شود. بنابراین، در اجرای موفق هدف‌گذاری تورم، اصلاحات در بخش‌های خارجی و مالی اقتصاد به همان اندازه اصلاح ساختار بودجه دولت اهمیت دارد. افزون بر این، توجه به اصلاحات ساختاری نیز نباید دور از نظر قرار گیرد، مشکلات ساختاری بی‌گمان اقتصاد را در مقابل شوک‌ها آسیب‌پذیر کرده و سمت عرضه اقتصاد را با کاهش مواجه می‌کند.

- نکته دیگری که باید توجه داشت آن است که نرخ تورم در زمان معرفی هدف‌گذاری تورم نباید بسیار بالا باشد، تا ریسک صدمه به شهرت اعتباری بانک مرکزی را به همراه نداشته باشد. عدد تورم هدف اعلام‌شده برای بیشتر اقتصادهای پیشرفته حدود دو درصد در نظر گرفته می‌شود. این عدد می‌تواند برای شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و یا شاخص قیمت هسته تعیین شود. همچنین، به جای تعیین یک رقم مشخص برای هدف تورم، می‌توان یک دامنه از ارقام نظیر تورم بین یک تا سه درصد و یا یک رقم مشخص با تعیین دامنه مثبت و منفی یک درصد برای تحقق آن در نظر گرفت، البته شیوه‌های مختلف اعلام تورم، در عمل تفاوتی ایجاد نمی‌کند. در این ارتباط،

شایان ذکر است که در مطالعه‌های<sup>۱</sup> در سال ۲۰۱۰، کاربردی بودن قاعده تیلور برای کشورهای که هدف‌گذاری تورم را اتخاذ کرده بودند، بررسی شد. برای این منظور قاعده تیلور برای ۲۲ کشور توسعه‌یافته و یا در حال توسعه، آزمون شد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که استفاده از قاعده تیلور به‌عنوان ابزار سیاستی در هدف‌گذاری تورم برای کشورهای توسعه‌یافته، دستاورد خوبی در ثبات قیمت‌ها و ثبات تولید به‌همراه می‌آورد. هرچند برای کشورهای در حال توسعه که تورم‌های بالا را تجربه کرده‌اند، استفاده از قاعده تیلور به تنهایی، نمی‌تواند در ثبات قیمت‌ها و تولید مؤثر باشد. بنابراین، قاعده تیلور برای اقتصادهایی که تورم‌های پایین و مسیر رشد پایدار را تجربه می‌کنند، بیشترین کارایی را داشته و برای اقتصادهایی که تورم‌های مزمن و بالا دارند، با احتمال بالایی موفقیت همراه نیست.

بنابراین، در مجموع افزایش احتمال موفقیت در هدف‌گذاری تورم تا حد زیادی به ضابطه‌مند نمودن رفتار دولت ارتباط پیدا می‌کند. افزون بر قوانینی که استقلال بانک مرکزی در ابزار سیاستی را کمرنگ می‌کند، موارد دیگری نظیر پولی کردن کسری بودجه، تعیین نرخ ارز بودجه کمتر از نرخ بازار و افزودن به دارایی‌های دولت در ترازنامه بانک مرکزی با عنوان تسعیر نرخ ارز و موارد دیگر نیز تحقق تورم هدف را تضعیف می‌نمایند. به بیان دیگر، نقدینگی در اقتصاد ایران، متغیری درونزا است که مقامات پولی، کنترلی بر آن ندارند، به دیگر سخن کسری بودجه، عامل تعیین‌کننده سیاست‌های پولی شده است و سیاست پولی به‌صورت مستقل تعیین نمی‌شود؛ هرچند با توسعه بازارهای سرمایه در سال‌های اخیر انتظار می‌رود که از بار تسلط مالی بر سیاست‌های پولی کاسته شود. راهکار دیگری که می‌تواند هم‌سو با هدف‌گذاری تورم، اجرا شود، مدیریت نقدینگی است. تعیین هدف سالانه برای رشد نقدینگی که به نوبه خود تحت تأثیر قاعده‌مندی رفتار دولت و نظارت بر رفتار بانک‌هاست، می‌تواند تحقق هدف تورم را تسهیل نماید. از سوی دیگر، سیاست‌های اعتباری و ارزی نیز باید هماهنگ و متناسب با سیاست‌های پولی اتخاذ شوند؛ بدین‌روی، تشکیل کمیته‌ای به منظور هماهنگی سیاست‌های پولی، ارزی و اعتباری می‌تواند راهگشا باشد.



از پیش‌شرط مهم دیگر در هدف‌گذاری تورم آن است که بانک مرکزی اهداف سیاستی دیگر مانند تثبیت نرخ ارز را با قوت دنبال نکند. به بیان دیگر، هنگامی که بانک مرکزی تعهد قوی نسبت به هدف نرخ ارز را پیگیری می‌کند، هدف‌گذاری تورم مفهوم خود را از دست می‌دهد. بنابراین، راهکار پیشنهادی آن است که بانک مرکزی با اعلام تعهد به هدف تورم، حدود مسئولیت خود در حوزه ارزی را مشخص کرده و در نخستین گام با یکسان‌سازی نرخ ارز، زمینه اجرای موفق هدف‌گذاری تورم را مهیا نماید.

در این بخش به الزامات و پیش‌شرط‌های مورد نیاز به منظور تحقق موفق سیاست هدف‌گذاری تورم پرداخته شد؛ در بخش بعد تعیین نرخ سود و پس از آن، کارکرد بازار بین بانکی و ویژگی ابزارهای لازم برای اجرای هدف یادشده بررسی می‌شود تا بتوان با تعیین نرخ سود سیاستی در بازار بین بانکی، زمینه هدایت نرخ بازار به سمت نرخ سیاستی را مهیا نمود. در مجموع، امید است تا با فراهم کردن شرایط مناسب برای افزایش احتمال موفقیت هدف‌گذاری تورم، شاهد تحقق تورم هدف بوده و به دنبال آن زمینه‌های رشد پایدار اقتصادی به وجود آید.

#### ۴. تعیین نرخ سود<sup>۱</sup>

همان‌طور که پیش‌تر بیان شد، بانک‌های مرکزی برای اجرای سیاست‌های پولی، ابزارهایی در اختیار دارند، که از مهم‌ترین آنها، نرخ سود است، چرا که نرخ سود سیاستی تعیین‌کننده مقدار نرخ‌های دیگر سود اقتصاد است و بازارهای مالی دیگر به‌طور دائم نوسانات این نرخ را مبنای تصمیمات خود قرار می‌دهند، همچنین، بانک‌ها بر اساس نرخ‌ی که از بانک مرکزی وام دریافت می‌کنند، به مشتریان خود خدمات مالی را با نرخ‌های سود متفاوت ارائه می‌دهند. به بیان دیگر، بانک‌های مرکزی معمولاً سیاست‌های پولی را با تمرکز بر قیمت‌ها اتخاذ می‌کنند و سه قیمتی که بانک مرکزی بر آن تمرکز دارد، نرخ سود بازار بین بانکی، نرخ سود وام‌گیری بانک‌ها از بانک مرکزی (نرخ تنزیل مجدد) و نرخ سود تخصیص‌یافته به ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی است.

۱. منظور از نرخ سود در این بخش، نرخ سود بسیار کوتاه‌مدت و یا نرخ سیاستی است و مباحث نرخ سود بلندمدت را که توسط بازار تعیین می‌شود، شامل نمی‌شود.

همچنین، باید توجه داشت که نرخ سود هدف در بازار بین بانکی علاوه بر آنکه یک ابزار سیاست پولی برای بخش سیاست‌گذار است، یک هدف عملیاتی برای بخش اجرایی سیاست پولی نیز به‌شمار می‌رود که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود؛ در حالی که نرخ سود تحقق‌یافته در بازار بین بانکی، نرخ‌ی است که بانک‌ها ذخایر خود را به‌صورت بسیار کوتاه‌مدت به هم وام می‌دهند و در بازار تعیین می‌شود و لزوماً تحت کنترل بانک مرکزی نیست. گفتنی‌است که بانک‌های مرکزی می‌توانند از طریق مدیریت نقدینگی و هدایت نرخ سود بازار بین بانکی در محدوده نرخ سیاستی و اثرگذاری بر حجم ذخایر بانک‌ها و حجم و ترکیب ترازنامه آنها، با اثرگذاری بر نرخ‌های سود تسهیلات و سپرده‌ها و میزان تسهیلات‌دهی بانک‌ها بر تحولات بخش واقعی اقتصاد تأثیر معناداری داشته باشند. نکته مهم آن است که به‌جای تعیین دستوری نرخ بازار بین بانکی، بانک‌های مرکزی از طریق تغییر ذخایر بانک‌ها با استفاده از عملیات بازار باز، این نرخ را نزدیک هدف خود تنظیم می‌کنند. بدین ترتیب که بانک مرکزی با خرید یا فروش اوراق منتشرشده دولتی، می‌تواند میزان ذخایر مورد نیاز برای رسیدن به نرخ هدف را افزایش یا کاهش دهد؛ حال، این پرسش مطرح می‌شود که مقامات پولی چگونه تغییرات نرخ سود سیاستی و مقدار آن را تعیین می‌کنند؟

فرض کنیم صبح در وضعیت شروع به کار بازار بین بانکی، بانک مرکزی مقدار عرضه نقدینگی خود (S)، را بر اساس مجموع ذخایر قانونی (RR) و اوراق بهادار (B) تنظیم نماید.

$$S=RR+B \quad (1)$$

ولی در طول روز عوامل غیرقابل پیش‌بینی اتفاق می‌افتند (آن را با d نشان می‌دهیم) که باعث می‌شود یا بانک، ذخایر مازادی کسب کند که در پایان روز آن را با نرخ  $i_D$  نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری نماید و یا نیازمند منابع بانک مرکزی شود که با نرخ  $i_B$  تسهیلات دریافت نماید. با در نظر گرفتن احتمالات مرتبط، نرخ سود بازار بین بانکی به‌صورت زیر تعیین می‌شود:

$$i=p(S \leq RR+B+d) * i_B + p(S > RR+B+d) * i_D \quad (2)$$

$$=i_D + p(S \leq RR+B+d) * (i_B - i_D)$$

با فرض  $S = RR + B$  می‌توانیم عبارت بالا را به شکل زیر بنویسیم:

$$=i_D + p(0 \leq d) * (i_B - i_D) \quad (3)$$

و اگر  $d$  به صورت تصادفی اطراف نقطه صفر توزیع شود، با فرض  $E(d)=0$  داریم:

$$i=i_D+0.5(i_B-i_D)=(i_B+i_D)/2 \quad (۴)$$

اگر فرض کنیم  $d$  توزیع نرمال با میانگین صفر داشته باشد، رابطه بدین صورت نیز نوشته می‌شود:

$$i=i_D+\phi\left(-\frac{S-RR-B}{\sigma_d}\right)*(i_B-i_D) \quad (۵)$$

با استفاده از رابطه بالا می‌توان تأثیر اختلاف میان  $(S)$  و  $(RR+B)$  را بر نرخ سود بین بانکی مشاهده کرد. برخی از پژوهشگران تصور می‌کنند که تغییرات نرخ سود هدف می‌تواند با تغییرات نقدینگی محقق شود، بدین معنا که بانک مرکزی با تغییر  $S$  از طریق مدیریت نقدینگی، سطح نرخ سود هدف را تغییر داده و یا حتی در مباحث نظری می‌توان دامنه دالان نرخ سود را گسترده فرض کرد، ولی آنچه در عمل اجرا می‌شود، وارونه است؛ بدین معنا که بانک مرکزی با تغییر همسان نرخ‌های سود کف و سقف دالان بدون تمرکز بر مدیریت عرضه نقدینگی، تغییر نرخ سود هدف را دنبال می‌کند.

بانک‌های مرکزی معمولاً عرضه‌کنندگان انحصاری پول به نظام مالی اقتصاد هستند، بنابراین، باید نرخ‌های سود را به طریقی تعیین کنند که مقدار عرضه نقدینگی مدیریت شود. نرخ سود از نظر اقتصادی به قیمت پول تعبیر می‌شود و از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار در تعیین نرخ سود، انتظارات تورمی است؛ چرا که پس‌اندازکنندگان یا سرمایه‌گذاران، انتظار دریافت بازدهی از سرمایه خود را دارند. تغییر در پیش‌بینی تورم برای دوره‌های آینده، بر قیمت دارایی‌های مالی و حقیقی در زمان حاضر تأثیرگذار است. به‌عنوان مثال، هر تغییر افزایشی در پیش‌بینی نرخ تورم و یا به عبارت بهتر، هر تغییری در تورم انتظاری برای دوره‌های آینده نیازمند نرخ‌های سود کوتاه‌مدت بالاتر است که بی‌گمان تأثیراتی بر شرایط اقتصاد بر جای خواهد گذاشت. از سوی دیگر، افزایش نرخ بازدهی اوراق بهادار که با کاهش قیمت این اوراق همراه است، تمایل افراد به پس‌انداز و خرید اوراق را افزایش داده و با کاهش تقاضای کل اقتصاد از فشار تورم می‌کاهد. همچنین، نرخ‌های سود بالاتر، هزینه دریافت وام و تأمین مالی در بازارهای مالی را افزایش می‌دهد که به نوبه خود به تعویق در تصمیمات سرمایه‌گذاری و نیز کاهش فشار تورم منجر می‌شود.

افزون‌براین، نرخ‌های سود درجات مختلف ریسک دارایی‌های مالی را نیز نشان می‌دهند. برای مثال، هر چه یک بانک از درجه اعتباری بالاتری برخوردار باشد، میزان سودی که به پس‌اندازها اختصاص می‌دهد، کمتر است یا در مثالی دیگر، دولت‌هایی که مقدار زیادی بدهی دارند، نرخ‌های بالاتری برای

دریافت وام از سازمان‌های بین‌المللی را می‌پذیرند. با این وجود، از آنجا که دولت‌ها حق چاپ اسکناس هنگام سررسید اوراق دولتی را در اختیار دارند، در برخی مواقع، با نرخ‌های سود حقیقی منفی، وام می‌گیرند.

بنابراین تا اینجا، از دو عاملی نام برده شد که تعیین‌کننده میزان تغییرات نرخ سود سیاستی توسط مقامات پولی بانک مرکزی است؛ نخست، انتظارات مردم از تورم دوره‌های آینده و دیگری ریسک‌ها و نااطمینانی‌هایی که اقتصاد با آن مواجه است. در این راستا، بانک‌های مرکزی با خرید و فروش اوراق بهادار دولتی از طریق ابزار عملیات بازار باز، می‌توانند بر افزایش یا کاهش این نرخ تأثیرگذار باشند. در واقع، همان‌طور که پیش‌تر بیان شد، نرخ سود سیاستی را دامنه‌ای در برمی‌گیرد که سقف آن نرخ تنزیل مجدد و کف آن نرخ سود سپرده احتیاطی بانک‌ها نزد بانک مرکزی است و بانک مرکزی با تغییر نرخ سقف و کف دالان نرخ سود، به نظام مالی علامت می‌دهد که نرخ سیاستی در چه جهتی حرکت خواهد کرد. ابزارهای دیگری در این ارتباط که می‌توانند به‌طور مستقیم عرضه نقدینگی در نظام مالی را تحت تأثیر قرار دهند، شامل ذخایر قانونی و تسهیلات آماده بانک مرکزی به بانک‌هاست.

افزون بر انتظارات تورمی و ریسک، عامل دیگری که تعیین‌کننده نرخ سود است، تأثیر سازوکار انتقال پولی به‌ویژه میزان تأثیر کانال نرخ سود بر بازارهای مالی و بخش حقیقی اقتصاد است.<sup>۱</sup> آگاهی از این موضوع به این دلیل اهمیت دارد که تصمیم‌گیران اقتصادی بدانند به‌منظور تغییر در متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، در صورت ثبات شرایط دیگر، چه میزان تغییر در نرخ سود کفایت می‌کند.

در مجموع آنکه مقامات پولی در هر شرایطی سعی می‌کنند تا نرخ‌های سود کوتاه‌مدت را در سطح نرخ طبیعی خود تنظیم کنند، بدین معنا که نرخ‌های سود به میزانی تعیین شود که بتواند از فشارهای تورمی آتی جلوگیری نماید، ولی آنقدر افزایش نیابد که مانعی بر رشد اقتصادی به حساب آید و نیز به افزایش نرخ بیکاری منجر نشود. در این حالت، هدف میانی سیاست پولی را می‌توان ثبات نرخ سود حقیقی تعریف کرد. بدین ترتیب که تغییر در نرخ سود اسمی به میزانی اجرا می‌شود که نرخ سود حقیقی

۱. به‌منظور مطالعه بیشتر در این زمینه می‌توانید به مقالات مرتبط با موضوع سازوکارهای انتقال پولی مراجعه کنید.

در سطح توافق‌شده ثابت بماند. البته نباید از نظر دور داشت که تنظیم نرخ سود به‌صورت کاملاً مکانیکی بسیار دشوار است.

### ۵. بررسی و تحلیل قاعده تیلور

هرچند تعیین نرخ سود سیاستی در اختیار تصمیم‌گیرندگان بانک مرکزی قرار دارد، ولی قاعده‌ای در سال ۱۹۹۳ توسط تیلور مطرح شد که می‌توان مقادیر تعیین‌شده نرخ سود را در طی زمان ارزیابی کرد. در ادامه، ویژگی‌های مرتبط با قاعده تیلور به شکل رابطه زیر، بررسی می‌شود:

$$i = r^* + \pi + 0.5 * (\pi - \pi^*) + 0.5 * (y - y^*) \quad (۶)$$

$$i = (r^* - 0.5 * \pi^*) + 1.5 * \pi + 0.5 * GAP_y$$

که در آن،  $i$  نرخ سود اسمی،  $r^*$  نرخ سود حقیقی تعادلی،  $(\pi - \pi^*)$  اختلاف تورم تحقق‌یافته از تورم هدف و  $(y - y^*)$  شکاف تولید (GAP) را نشان می‌دهد. چهار ویژگی مورد توجه در قاعده تیلور در رابطه بالا بررسی می‌شود؛ مورد نخست، ضریب تورم است که در قاعده کلی برابر با  $1/5$  در نظر گرفته می‌شود، بدین معنا که انتظار می‌رود ضریب تورم به‌طور معناداری بزرگتر از یک باشد. مورد دوم، ضریب شکاف تولید برابر با  $0/5$  است، بدین ترتیب، نرخ بهره با افزایش شکاف تولید، بالا می‌رود. به‌بیان دیگر، ضریب شکاف تولید باید بزرگتر از صفر و کوچکتر از یک و به‌طور معناداری متفاوت از این دو عدد باشد. ویژگی اول و دوم در قاعده تیلور هم‌راستا<sup>۱</sup> هستند، بدین معنا که نرخ بهره با کاهش تورم یا شکاف تولید، کاهش می‌یابد. تحقق این دو فرض، نوسانات چرخه‌های تجاری را به سمت پایداری می‌کشاند.

مورد سوم، برابری تورم هدف برابر با ۲ درصد است. این هدف تورم به‌صورت ضمنی یا صریح توسط بسیاری از بانک‌های مرکزی پذیرفته شده است. برای مثال، فدرال‌رزرو از ژانویه ۲۰۱۲، این هدف را به‌صورت صریح اعلام کرده است. مورد چهارم، ثابت در نظر گرفتن نرخ بهره حقیقی تعادلی برابر با ۲ درصد است. از آنجا که نه هدف تورم و نه نرخ بهره حقیقی برآورد نمی‌شوند، موارد سوم و چهارم تفسیر آماری ندارند.

بیشتر پژوهش‌های انجام‌شده که با مطالعه تیلور (۱۹۹۹) شروع‌شده، روی ویژگی اول قاعده تیلور متمرکز شده و به این نتیجه رسیده‌اند که این عامل در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ محقق‌شده، اما در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰، چنین نبوده است. اهمیت ویژگی دوم در رکودهای اقتصادی خود را نشان می‌دهد. برای مثال، یلن<sup>۱</sup> پیشنهاد تغییر قاعده تیلور با در نظر گرفتن ضریب ۱ به جای ۰/۵ برای شکاف تولید را می‌دهد. در مقایسه با قاعده اصلی تیلور، قاعده تغییر یافته، نرخ‌های سیاستی بسیار پایین حتی منفی را در سال ۲۰۰۹ به دست می‌دهد که توجیهی برای سیاست‌های تسهیل مقداری به‌شمار می‌رفت. ویژگی سوم که تورم هدف ۲ درصد باشد، پس از رکود بزرگ مورد تردید قرار گرفت؛ برای مثال، ویلیامز<sup>۲</sup> در این خصوص بحث می‌کند که تورم هدف ۲ درصدی ممکن است مانع کافی برای حد پایین صفر نرخ بهره فراهم نکند. در مورد ویژگی چهارم می‌توان به مطالعه وودفورد<sup>۳</sup> اشاره کرد که برای مثال نرخ بهره تعادلی حقیقی را که در طی زمان متغیر باشد، برای سیاست پولی بهینه می‌داند. همچنین، سامرز<sup>۴</sup> از هدایت سیاست پولی بر اساس نرخ بهره تعادلی حقیقی که صفر یا حتی منفی باشد، پشتیبانی کرده است.<sup>۵</sup>

نوسانات قاعده تیلور از تفاوت میان نرخ واقعی سیاستی با نرخ بهره هدف مبتنی بر قاعده تیلور، محاسبه می‌شود و این امکان را فراهم می‌آورد که بین تصمیمات مبتنی بر قاعده و سیاست‌های صلاح‌دیدگی تمایز قائل شویم.

چنانچه  $r^*$  ثابت نبوده و در طی زمان تغییر کند، به اصطلاح قاعده تیلور متغیر طی زمان را خواهیم داشت. از آنجا که نرخ بهره حقیقی غیرقابل مشاهده است، توافق عمومی برای چگونگی اندازه‌گیری آن وجود ندارد. تیلور در سال ۱۹۹۳، عدد ۲ درصد را انتخاب کرد و در واقع، این رقم را برابر برآورد روند رشد GDP حقیقی در سال‌های ۱۹۸۴:۱ تا ۱۹۹۲:۳ که برابر ۲/۲ درصد بود، فرض کرد. بنابراین، با

1. Yellen. (2012).

2. Wiliams. (2009).

3. Woodford. (2003).

4. Summers. (2013& 2014).

5. Nikolsko-Rzhevskyy

فرض در نظر گرفتن نرخ بهره حقیقی و تورم هدف برابر ۲ درصد، قاعده تیلور را می‌توان به صورت زیر تعریف کرد:

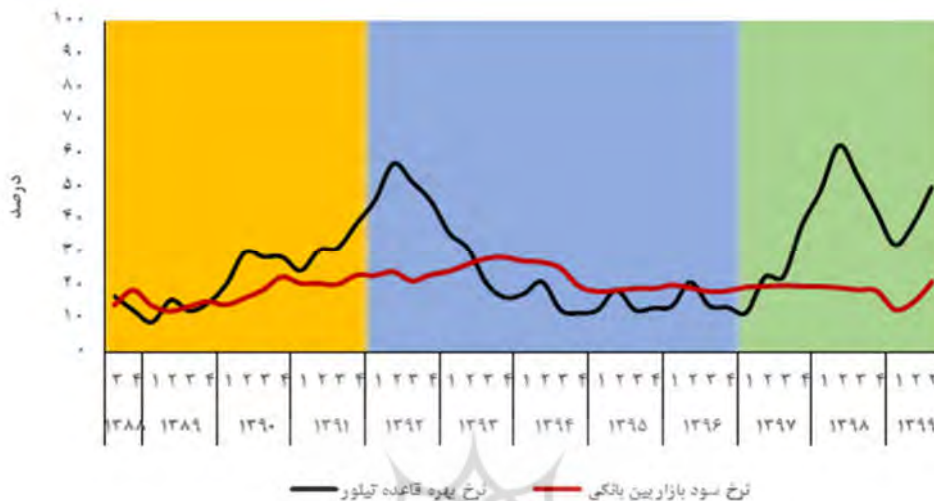
$$i = (r^* - 1.0) + 1.5 * \pi + 0.5 * GAP_y \quad (۷)$$

پس از مرور کوتاه بر قاعده تیلور و ویژگی‌های مرتبط با آن، در ادامه این بخش با استفاده از داده‌های اقتصاد ایران، برقراری قاعده تیلور بررسی می‌شود. نرخ بهره قاعده تیلور را می‌توان برای اقتصاد ایران با محاسبه شکاف تولید و همچنین، تفاوت تورم تحقق‌یافته از هدف تورم اعلام‌شده و با فرض در نظر گرفتن روند رشد بلندمدت اقتصاد<sup>۱</sup> جایگزین نرخ بهره تعادلی حقیقی محاسبه کرد. بدین منظور، ارقام متغیرهایی مانند رشد متوسط دوازده‌ماهه شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی، تولید ناخالص داخلی حقیقی و نرخ سود موزون بازار بین بانکی به صورت فصلی از داده‌های بانک مرکزی و از فصل اول سال ۱۳۷۳ گردآوری شده‌اند. همچنین، نرخ تورم هدف در بودجه دولت به عنوان نرخ هدف تورم در رابطه زیر در نظر گرفته شده است. در این رابطه، GAP شکاف تولید،  $\pi$  تورم،  $\pi^*$  تورم هدف،  $i^*$  نرخ بهره اسمی تعادلی بلندمدت و  $i$  نرخ بهره به دست آمده از قاعده تیلور است. حال، چنانچه متغیرهای تعریف‌شده را در سمت راست رابطه بالا جایگذاری کنیم، نرخ بهره قاعده تیلور متغیر طی زمان (بدین معنا که  $r^*$  در طی زمان تغییر کند و ثابت نباشد) به دست می‌آید. سری زمانی حاصل از رابطه پیش‌گفته را می‌توان با سری زمانی فصلی نرخ سود موزون بازار بین بانکی مقایسه کرد.

$$i = (i^* - \pi - 0.5 * \pi^*) + 1.5 * \pi + 0.5 * GAP_y \quad (۸)$$

$$i = i^* + 0.5 * (\pi - \pi^*) + 0.5 * GAP_y$$

۱. مطابق با فرض تیلور در سال ۱۹۹۳ که نرخ بهره حقیقی را در قاعده تیلور برابر برآورد روند رشد GDP حقیقی در نظر گرفته بود.

شکل ۱. مقایسه نرخ سود موزون بازار بین بانکی و نرخ بهره قاعده تیلور<sup>۱</sup>

مأخذ: یافته‌های پژوهش و بانک مرکزی ج.ا.

همچنین، در رابطه بالا برای محاسبه شکاف تولید، ابتدا روند تولید ناخالص داخلی حقیقی با استفاده از فیلتر هودریک پرسکات محاسبه شده و سپس، درصد اختلاف بین تولید حقیقی و تولید بالقوه به‌عنوان شکاف تولید تعریف شده است. افزون بر این، به‌منظور محاسبه نرخ سود حقیقی، یک روش، محاسبه تفاوت میان نرخ سود سپرده‌های بانکی و تورم نقطه‌به نقطه است، هر چند در این مطالعه از روند رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی به‌عنوان نرخ بهره حقیقی مطابق با فرض تیلور (۱۹۹۳) استفاده شده است. شکل ۱، از فصل سوم سال ۱۳۸۸ در دوره‌های مختلف ریاست بانک مرکزی، شامل دوره ریاست آقای بهمنی تا سال ۱۳۹۲، آقای سیف تا سال ۱۳۹۷ و آقای همتی از سال ۱۳۹۷ بر بانک مرکزی ترسیم شده است. اکنون فرض کنیم می‌خواهیم در روش دیگری ضرایب رابطه تیلور را با استفاده از داده‌های موجود اقتصاد ایران، برآورد کنیم. در این حالت، به‌جای محاسبه نرخ بهره قاعده تیلور، نرخ سود موزون بازار بین بانکی را در سمت چپ الگو قرار می‌دهیم و هدف، برآورد ضرایب متغیرها با استفاده از روش‌های

۱. ارقام نرخ سود موزون بازار بین بانکی از فصل سوم سال ۱۳۸۸ وجود دارد.

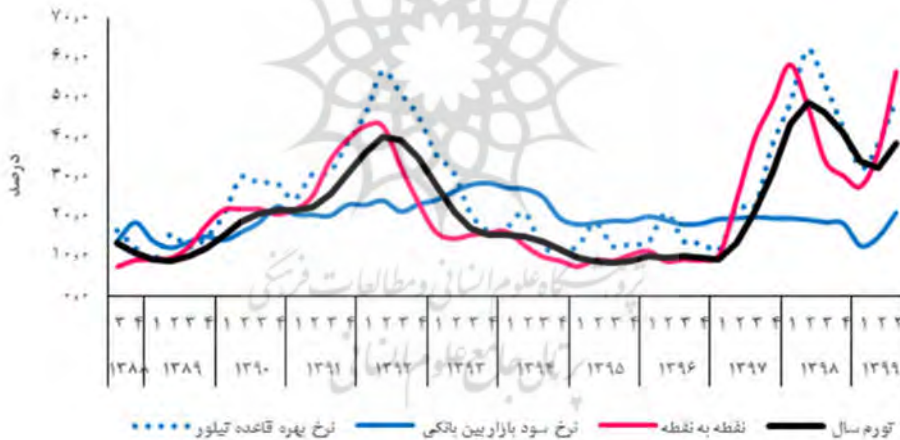


اقتصادسنجی است. همچنین، از آنجا که نرخ سود در الگو وارد شده است، فرض می‌شود نرخ بهره اسمی تعادلی در هر دوره با نرخ بهره دوره قبل ( $i_{t-1}$ ) برابر است. نتیجه به صورت زیر به دست می‌آید:

$$i_t = 0.973 * i_{t-1} + 0.057 * (\pi - \pi^*) + 0.076 * GAP_t \quad (9)$$

در این رابطه ضریب  $i_{t-1}$  معنادار بوده و حاکی از آن است که نرخ سود در هر دوره چسبندگی بالایی با مقدار آن در دوره‌های پیشین دارد. ضرایب دیگر رابطه در سطح یک درصد معنادار بوده، ولی همان‌طور که ملاحظه می‌شود، با ویژگی‌های ذکر شده قاعده تیلور مطابقت ندارند. گفتنی است که نرخ سود در بازار بین بانکی همواره به صورت دستوری و با چسبندگی بالایی نسبت به میزان نرخ در دوره‌های پیشین تعیین شده، هر چند در برنامه‌های توسعه کشور، هدف تورم اعلام می‌شده است، ولی سیاست پولی از قاعده خاصی مانند هدف‌گذاری تورم در سال‌های پیشین پیروی نمی‌کرده است.

شکل ۲. مقایسه نرخ‌های تورم و نرخ سود بازار بین بانکی



مأخذ: یافته‌های پژوهش و بانک مرکزی ج.ا.

در شکل ۲، تورم نقطه به نقطه (هر فصل نسبت به فصل مشابه سال پیش) و تورم سال برای هر فصل (متوسط شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی برای هر چهار فصل منتهی به فصل یاد شده نسبت به دوره مشابه سال پیش) و همچنین، نرخ‌های سود بازار بین بانکی و قاعده تیلور مشاهده

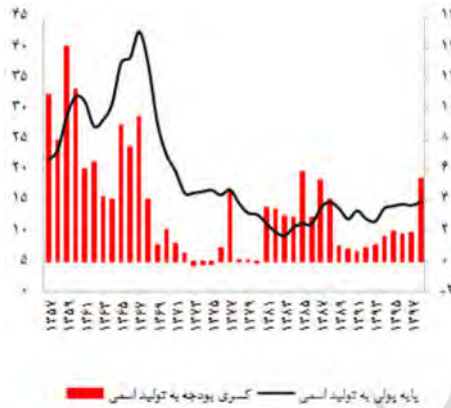
می‌شوند. این نمودار نیز نشان می‌دهد که نرخ سود بازار بین بانکی صرفاً دستوری و با چسبندگی به مقدار دوره‌های پیشین آن تعیین شده و به صورت ابزار سیاست پولی برای کاهش تورم استفاده نشده است؛ به بیان دیگر، در سال‌های گذشته نرخ سود هدف برای این بازار تعیین نشده است که نرخ بازار به سمت آن هدایت شود. بنابراین، همان‌طور که در شکل نیز ملاحظه می‌شود، می‌توان از قاعده تیلور برای تعیین نرخ سود هدف بهره گرفت و با استفاده از ابزار سیاست پولی (نرخ سود)، به هدف کنترل تورم دست یافت.

حال، این پرسش مطرح می‌شود که آیا تعیین نرخ سود با استفاده از قاعده تیلور به‌عنوان ابزار سیاست پولی و یا هدف عملیاتی برای بخش اجرایی، به دستیابی به ثبات قیمت‌ها و تولید منجر می‌شود؟ بی‌گمان پاسخ این پرسش منفی است، چرا که احتمال دستیابی به اهداف نهایی اقتصاد همان‌طور که در بخش‌های پیشین اشاره شد، نیازمند تحقق الزامات و پیش شرط‌های مرتبط است که در ادامه در مورد اقتصاد ایران بررسی می‌شوند.

تجربه کشورها نشان می‌دهد که اقتصادهایی که تورم‌های مزمن و بالا را تجربه می‌کنند، نظیر اقتصاد ایران، نمی‌توانند در اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم موفق باشند. بالابودن تورم می‌تواند در ارتباط با ویژگی‌های بالقوه اقتصاد نظیر کمبود زیرساخت‌های مناسب، سلطه مالی دولت بر بخش پولی، مشکلات نظام مالی ناکارآمد و یا شوک‌های خارجی باشد که به اقتصاد وارد می‌شود.

نمودارهای این بخش اهمیت ثبات بازار ارز، اصلاح ساختار بودجه و مدیریت نقدینگی را به‌عنوان چند پیش شرط مهم پیش از اتخاذ هدف‌گذاری تورم نشان می‌دهند. محقق‌نشدن این پیش شرط‌ها، از احتمال تحقق هدف تورم می‌کاهد و هنگامی که بانک مرکزی قادر به دستیابی به اهداف تعیین‌شده خود نباشد، از اعتبار سیاست‌گذار پولی در اقتصاد کاسته می‌شود.

شکل ۴. مقایسه نسبت کسری بودجه و پایه پولی به تولید جاری در سال‌های ۹۸-۱۳۵۷



مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا.

شکل ۳. تورم نقطه به نقطه شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی و رشد حجم پول

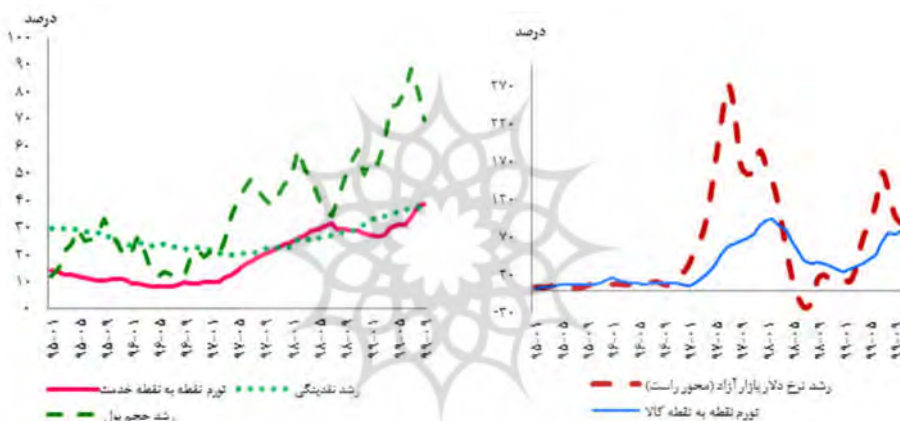


مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا.

رشد بالای متغیرهای پولی به عنوان مهم‌ترین عامل ایجاد تورم در اقتصاد ایران همواره مطرح بوده است، بنابراین مدیریت نقدینگی از الزامات هدف‌گذاری تورم به‌شمار می‌رود. هرچند در راستای مدیریت کارایی نقدینگی، فاز اول برنامه اصلاح نظام بانکی از سال‌های ۹۶-۱۳۹۵ شروع شد و تاکنون بانک مرکزی اقدامات مهمی را در این ارتباط به انجام رسانده است، لیکن بخشی از مدیریت نقدینگی به فرآیند بودجه‌ریزی و روش‌های تامین مالی کسری بودجه ارتباط می‌یابد. سلطه سیاست‌های مالی بر تصمیمات پولی که دستیابی به اهداف تورمی را ناممکن می‌سازد، نباید از نظر دور پنداشت. مروری بر تحولات پایه پولی نشان می‌دهد که همواره به نوعی تحت تأثیر تصمیمات بودجه دولت بوده است. برای مثال استقراض دولت و شرکت‌های دولتی از بانک مرکزی، فروش درآمدهای ارزی دولت به بانک مرکزی، تحمیل تسهیلات تکلیفی به بانک‌ها و در نتیجه اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی، از عواملی به‌شمار می‌روند که منجر به افزایش پایه پولی به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به‌واسطه رفتار بودجه‌ای دولت در دهه‌های اخیر بوده‌اند. از سوی دیگر همان‌طور که در شکل ۵ مشاهده می‌شود، نااطمینانی‌های وارده بر اقتصاد و به تبع آن نوسانات و افزایش شدید نرخ ارز (دلار) از عوامل مهم تأثیرگذار بر تورم شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی به‌ویژه تورم گروه کالاها بوده است. بنابراین، همچنان که افزایش رشد کل‌های پولی

به افزایش تورم در گروه‌های اصلی کالا و خدمت شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی منجر می‌شود، بی‌ثباتی بازار ارز نیز به واسطه تأثیر مستقیم بر تورم گروه کالاها و همچنین، افزایش انتظارات تورمی دوره‌های آینده، به تشدید نرخ تورم منتج می‌شود. بدین‌روی، پیشنهاد می‌شود پیش از اعلام هدف‌گذاری تورم، از سلطه بخش خارجی اقتصاد بر سیاست‌های پولی کاسته شود که می‌توان آن را با بهبود روابط سیاسی و تجاری و به دنبال آن با برقراری ثبات در بازار ارز دنبال کرد.

شکل ۵. رشد دلار و تورم نقطه به نقطه گروه کالا شکل ۶. رشد کل‌های پولی و تورم گروه خدمت



مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا

مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا

در مجموع هنگامی که بانک مرکزی، اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم را در دستور کار خود قرار می‌دهد و هدف تورم را نیز اعلام می‌نماید، توجه به حفظ اعتبار سیاست‌گذار پولی بیش از پیش اهمیت می‌یابد. چراکه اگر سیاست‌گذار پولی از درجه اعتباری قابل قبولی برخوردار باشد، انتظارات تورمی را می‌تواند به خوبی کنترل و مدیریت نماید و احتمال تحقق هدف تورم را افزایش دهد. بنابراین به منظور حفظ اعتبار سیاست‌گذار پولی باید پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم طوری محقق شده باشند که تورم تحقق یافته از هدف تورم اعلام شده بانک مرکزی، فاصله نگیرد. در نهایت آنکه با رعایت الزامات و پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم، ضمن آشنایی با کارکرد بازار بین بانکی و استقلال در به‌کارگیری

ابزارهای سیاست‌گذاری پولی، این امکان فراهم می‌گردد تا نرخ سود سیاستی به عنوان هدف عملیاتی برای اجراکنندگان عملیات بازار باز، به درستی تعیین گردد. تعیین میزان صحیح نرخ سود سیاستی در صورتی که کانال نرخ سود در مکانیزم انتقال پولی، عملکرد کارایی داشته باشد، در نهایت منجر به دستیابی به اهداف نهایی اقتصاد کلان نظیر ثبات قیمت‌ها و رشد پایدار خواهد شد.

## ۶. کارکرد بازار بین بانکی

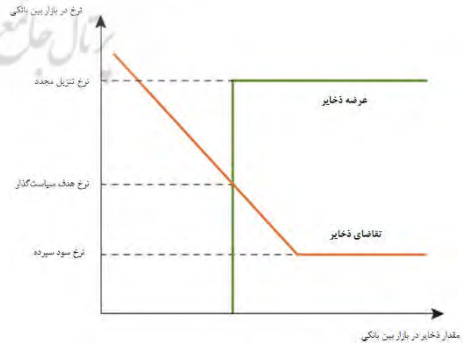
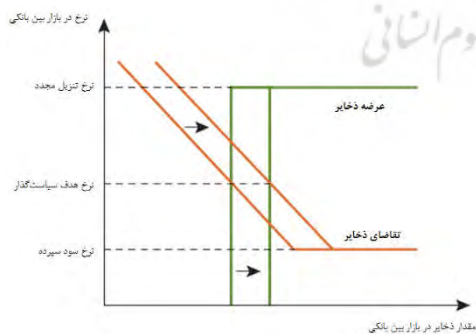
شناخت درست کارکرد بازار بین بانکی و پس از آن ایجاد یک بازار منسجم، گام نخست در استفاده از عملیات بازار باز است. همان‌طور که می‌دانیم، انواع مختلفی از نرخ‌های بهره با توجه به نوع دارایی یا وام می‌تواند در هر اقتصادی وجود داشته باشد، اما از آنجا که دارایی‌های مختلف جانشین‌های نزدیک یکدیگر به‌شمار می‌روند، نرخ‌های بهره مربوط به آنها معمولاً به‌طور هم‌جهت افزایش یا کاهش خواهند یافت. به بیان دیگر، تعیین هدف برای نرخ سود در بازار بین بانکی از ابزارهای اولیه سیاست پولی به‌شمار می‌رود، چرا که بازارهای مالی دیگر به‌طور دائم نوسانات این نرخ را مبنای تصمیمات خود قرار می‌دهند. سه ویژگی مطلوب یک ابزار سیاستی را می‌توان چنین برشمرد که اول به‌راحتی توسط همه قابل مشاهده باشد، دوم قابل کنترل باشد و به‌سرعت بتوان آن را تغییر داد و سوم آن که با اهداف سیاست‌گذاران ارتباط تنگاتنگ داشته باشد.<sup>۱</sup>

نرخ بهره متناسب با کوتاه‌ترین دوره قرض‌گیری یا قرض‌دهی، نرخ بهره یک‌شبه نامیده می‌شود که در بازار بین بانکی میان بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری رایج است. به‌بیان دیگر، بانک‌هایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند، مشکل خود را از طریق وام‌های به‌اصطلاح یک‌شبه در بازار بین بانکی از بانک‌هایی که مازاد منابع دارند، برطرف می‌نمایند. بانک مرکزی نیز می‌تواند با تأثیر و کنترل بر نرخ‌های یک‌شبه در این بازار، دیگر نرخ‌های بهره اقتصاد را به‌طور هم‌راستا تحت تأثیر قرار داده و بدین ترتیب کل اقتصاد را تحت تأثیر تصمیمات پولی خود نماید. هنگامی که بانک مرکزی هدف خود را برای این نرخ تعیین می‌کند، در واقع، دو نرخ دیگر را نیز تنظیم می‌کند. یک نرخ بالاتر از هدف که نرخ وام‌دهی به بانک‌ها نامیده می‌شود و یک نرخ پایین‌تر از هدف که نرخ سپرده‌گذاری بانک‌ها نزد بانک مرکزی نامیده می‌شود.

بدین ترتیب، بانک مرکزی با تعیین نرخ هدف و تعیین دو نرخ بالا و پایین آن (تعیین دامنه‌ای که نرخ هدف را در برمی‌گیرد)، می‌تواند نرخ‌های یک‌شبه تحقق‌یافته در بازار بین بانکی را کنترل کند. به بیان دیگر، بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز، این نرخ را در یک دامنه‌ای که سقف آن نرخ تنزیل مجدد و کف آن نرخ سود سپرده احتیاطی بانک‌ها نزد بانک مرکزی است، حفظ می‌کند؛ زیرا چنانچه نرخ بازار بین بانکی از نرخ تنزیل مجدد بالاتر باشد، بانک‌ها ترجیح می‌دهند از بانک مرکزی اعتبارات دریافت کنند. از سوی دیگر، چنانچه نرخ بازار بین بانکی کمتر از سود سپرده احتیاطی باشد، بانک‌ها ترجیح می‌دهند به جای وام‌دهی، ذخایر مازاد خود را نزد بانک مرکزی نگهداری کنند. بنابراین، بانک مرکزی سعی می‌کند دامنه این نرخ را به‌ویژه زمانی که نوسانات بازار زیاد است، نزدیک نرخ هدف خود قرار دهد. باید توجه داشت که به‌جای تعیین دستوری نرخ بازار بین بانکی، بانک‌های مرکزی از طریق تغییر ذخایر بانک‌ها با استفاده از عملیات بازار باز، این نرخ را نزدیک هدف خود تنظیم می‌کنند. بدین ترتیب که بانک مرکزی با خرید یا فروش اوراق، می‌تواند میزان ذخایر مورد نیاز برای رسیدن به نرخ هدف را افزایش یا کاهش دهد.

شکل ۷، عرضه و تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی را با یک نمودار ساده نشان می‌دهد. منحنی تقاضای ذخایر در این بازار شیب منفی داشته که نشان می‌دهد با افزایش نرخ بازار، نگهداری ذخایر هزینه بیشتری در بر دارد. از سوی دیگر، وقتی نرخ بازار کاهش یافته و پایین‌تر از نرخ سود سپرده احتیاطی می‌رود، بانک‌ها تمایل دارند هر مقدار از این ذخایر را نگهداری کنند و منحنی تقاضا به‌صورت افقی

شکل ۷. عرضه و تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی



تبدیل خواهد شد. منحنی عرضه بازار بین بانکی به شکل عمودی ترسیم می‌شود، زیرا سیاست‌گذاران می‌توانند مقدار مورد تقاضا برای ذخایر را در نرخ هدف در ابتدای هر روز برآورد کرده و سپس، مقدار ذخایر آن روز را عرضه کنند. این منحنی تا زمانی عمودی خواهد بود که نرخ بازار به نرخ تنزیل مجدد برسد و اگر بالاتر از آن برود، بانک‌ها به جای تأمین مالی از طریق بازار، از بانک مرکزی اضافه برداشت خواهند داشت و منحنی افقی می‌شود. افزایش منحنی تقاضای ذخایر به سمت راست، منحنی عرضه را نیز به موقعیت جدیدی در سمت راست منتقل می‌کند تا نرخ بازار در مقدار هدف باقی بماند. برای اینکه بانک مرکزی نرخ بازار را در نزدیک نرخ هدف قرار دهد از طریق خرید و فروش در عملیات بازار باز، عرضه ذخایر را تحت تأثیر قرار می‌دهد (شکل ۸).

در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته به دلیل وجود بازارهای ثانویه منسجم اوراق بهادار دولتی، عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق دولتی در بازار ثانویه انجام می‌شود. از سوی دیگر، در کشورهای کمتر توسعه‌یافته یا کشورهایی که بازارهای ساختاریافته ثانویه برای اوراق بهادار ندارند، عملیات بازار باز از طریق انتشار اوراق توسط بانک مرکزی انجام می‌گیرد. اوراقی که از طریق عملیات بازار باز از سوی بانک مرکزی خرید و فروش می‌شوند، باید کمترین میزان ریسک را داشته باشند، زیرا از یک سوی، در ترازنامه بانک مرکزی و در سمت دارایی‌ها قرار گرفته و نباید بانک با مخاطره روبه‌رو شود و از سوی دیگر، در بازار پول با ماهیت کوتاه‌مدت و ریسک پایین مبادله می‌شوند. ویژگی دیگر این اوراق، درجه بالای نقدشوندگی است، به طوری که بتوان آن را جانشین نزدیک پول در نظر گرفت. همچنین، از آنجا که این اوراق ماهیتی نزدیک به پول باید داشته باشند، سررسیدهای کوتاه‌مدت و یا در نهایت یک‌ساله دارند. افزون بر این ویژگی‌های اصلی، ویژگی‌های دیگری نیز در بعضی مقالات برای اوراق در نظر گرفته شده است که از آن جمله می‌توان به داشتن نرخ بهره مشخص، قابلیت بلوکه‌نمودن منابع و قابلیت وثیقه‌گذاری توسط بانک‌ها در مقابل دریافت وام از یکدیگر در بازار بین بانکی اشاره کرد.<sup>۱</sup>

۱. برای مطالعه بیشتر می‌توان به مقاله میثمی حسین و کامران ندری (۱۳۹۴) مراجعه کرد.

در این راستا، از ابزارهای رایج بازار پول که در بازار بین بانکی کشورها مورد دادوستد قرار می‌گیرد می‌توان به اوراق خزانه، گواهی سپرده، خرید و فروش وجوه فدرال،<sup>۱</sup> توافق بازخرید،<sup>۲</sup> سپرده یک‌شبه،<sup>۳</sup> و اسناد تجاری اشاره کرد؛ همچنین، از ابزارهای کوتاه‌مدت قابل معامله در بازارهای بین بانکی اسلامی می‌توان سپرده‌گذاری بانک‌ها نزد یکدیگر، گواهی سپرده، اسناد خزانه، اوراق صکوک دولتی شامل صکوک مرابحه، صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک، صکوک استصناع، خرید و فروش اوراق تجاری بانک‌ها که مبتنی بر دین هستند، حواله بانکی ودیعه، پذیرش بانکی،<sup>۴</sup> توافق بازخرید و موارد دیگر را نام برد.<sup>۵</sup> در ادامه، تجربه بانک مرکزی آمریکا و بانک مرکزی اروپا در استفاده از ابزارهای سیاست پولی شامل نرخ‌های بهره، عملیات بازار باز و ذخایر قانونی به‌طور خلاصه، مرور می‌شود. هیأت‌مدیره بانک مرکزی آمریکا (فدرال‌رزرو)، مسئولیت اجرای ابزارهای نرخ تنزیل مجدد<sup>۶</sup> و ذخیره قانونی را بر عهده داشته و کمیته بازار باز<sup>۷</sup> تصمیمات مرتبط با عملیات بازار باز را اتخاذ می‌کند. با استفاده از این ابزارها و تأثیر آنها بر عرضه و تقاضای سپرده‌های بانک‌ها و مؤسسات، می‌توان نرخ وجوه فدرال (نرخ بهره سیاستی) را تغییر داد. نرخ بهره فدرال، نرخ است که در آن مؤسسات سپرده‌گذار به مؤسسات دیگر وام‌های کوتاه‌مدت (یک‌شبه) می‌دهند. تغییر در این نرخ می‌تواند نقطه شروع تغییرات در نرخ‌های دیگر بهره

#### 1. Federal Funds

#### 2. Repurchase Agreement

#### 3. Overnight Deposit

#### 4. Bankers' Acceptance

۵. نظریه و حقیقی. (۱۳۹۲).

#### 6. Discount Lending

۷. کمیته بازار باز فدرال شامل دوازده عضو بوده که هفت عضو آن از اعضای هیأت‌مدیره بانک هستند؛ یک عضو، رئیس کل بانک مرکزی است و چهار عضو باقی‌مانده از بین رؤسای بانک‌های مرکزی برای دوره یکساله به تناوب انتخاب می‌شوند. این چهار جایگاه از بین چهار گروه از بانک‌ها انتخاب می‌شوند. «بوستون، فیلادلفیا و ریچموند»، «کلیولند و شیکاگو»، «آتلانتا، سنت لوئیس و دالاس» و «مینیاپولیس، کانزاس سیتی و سان فرانسیسکو». بقیه رؤسای بانک‌های مرکزی که حق رأی ندارند در جلسات کمیته و در بحث‌ها مشارکت داشته و در ارزیابی شرایط اقتصاد و تصمیمات سیاستی اظهار نظر می‌کنند. کمیته بازار باز فدرال در هر سال، هشت جلسه از پیش تعیین‌شده برگزار می‌کند. تعداد جلسات می‌تواند بسته به نیاز افزوده شود. کمیته بازار باز متعهد به انجام وظایف محوله از سوی کنگره در راستای ایجاد حداکثر اشتغال، تثبیت قیمت‌ها و تعدیل نرخ‌های بهره بلندمدت است. کمیته بازار باز، تصمیمات سیاست پولی خود را به‌طور شفاف به اطلاع عموم می‌رساند. این شفافیت، ناطمینانی را در اقتصاد و بازارهای مالی کاهش و تأثیرگذاری سیاست‌های پولی را افزایش می‌دهد.



کوتاه‌مدت، نرخ‌های ارز، نرخ‌های بهره بلندمدت، حجم پول و اعتبارات و در نهایت، تغییر در متغیرهای کلان اقتصادی نظیر بیکاری، رشد اقتصادی و قیمت کالاها و خدمات شود. تجربه بانک مرکزی آمریکا نشان می‌دهد که گاهی نرخ وام‌گیری بانک‌ها از بانک مرکزی، حتی پایین‌تر از نرخ هدف بازار بین بانکی بوده است، ولی با وجود آنکه دریافت وام از بانک مرکزی ارزان‌تر از دریافت وام از بانک‌های دیگر بوده است، هیچ بانکی تمایل به دریافت وام از فدرال رزرو نداشته و بانک‌ها به دنبال منابع دیگر تأمین مالی بوده‌اند؛ چرا که بانک‌هایی که معمولاً از بانک مرکزی اضافه برداشت داشته باشند، موفق به دریافت وام از بانک‌های دیگر در آینده از بازار بین بانکی نمی‌شوند. برای همین بانک‌ها، نرخ‌های بالاتر بازار را به نرخ وام‌گیری بانک مرکزی ترجیح داده و فقط بانک‌هایی که موفق به دریافت وام در بازار نمی‌شوند رو به سوی فدرال رزرو می‌آورند.

مطالعه شیوه تأثیر نرخ تنزیل مجدد بر حفظ ثبات نرخ‌های بهره در اقتصاد آمریکا با جزئیات بیشتر نشان می‌دهد که به‌عنوان مثال، فدرال رزرو سه گونه وام به بانک‌ها ارائه می‌دهد<sup>۱</sup> که شامل اعتبار اولیه،<sup>۲</sup> اعتبار ثانویه<sup>۳</sup> و اعتبار فصلی<sup>۴</sup> است. اعتبار اولیه، وام‌های بسیار کوتاه‌مدت معمولاً یک‌شبه را در برمی‌گیرد و بانک‌ها و مؤسسات در مقابل دریافت این وام‌ها، متعهد به تعیین وثیقه می‌شوند. نرخ بهره این وام‌ها بالای نرخ هدف فدرال قرار گرفته و نرخ تنزیل اولیه نامیده می‌شود. بانک‌هایی که مشمول شرایط دریافت این نوع از وام‌ها شوند و بتوانند نرخ جریمه آن را پرداخت کنند، این امکان را خواهند داشت که از این وام به دفعات استفاده کنند. این وام‌ها برای مواقعی طراحی شده‌اند که سیستم بانکی با کمبود عرضه ذخایر در مقابل تقاضای بازار مواجه می‌شود.

دسته دوم وام‌ها به بانک‌ها یا مؤسساتی پرداخت می‌شود که مشمول شرایط دریافت اعتبار اولیه نیستند، در واقع، این بانک‌ها یا مؤسسات با مشکل مالی جدی مواجه شده‌اند. نرخ تنزیل ثانویه بالاتر از نرخ تنزیل اولیه است. به بیان دیگر، بانک‌هایی از این وام استفاده می‌کنند که دچار کمبود موقتی ذخایر خود شده و نمی‌توانند این کمبود را از هیچ بانک دیگری تأمین مالی نمایند و مجبور به پرداخت نرخ

---

1. Stephen G. Cecchetti

2. Primary Credit

3. Secondary Credit

4. Seasonal Credit

بالاتری می‌شوند. دریافت این وام‌ها، علامتی است که بانک یا مؤسسه مورد نظر با مشکل جدی مالی و بلندمدت‌تری روبه‌رو شده است.

دسته سوم، شامل اعتبارات فصلی است که توسط بانک‌های کشاورزی کوچک برای مدیریت چرخه‌های طبیعی وام‌ها و سپرده‌های کشاورزان استفاده می‌شود. از آنجا که این بانک‌های کوچک دسترسی محدودی به بازارهای مالی دارند، فدرال‌رزرو با نرخ بهره برابر بازار، کمبود نقدینگی آنها را تأمین مالی می‌نماید.

افزون بر ابزار نرخ بهره، ابزار پولی دیگری که در آمریکا استفاده می‌شود، نرخ ذخیره قانونی است. هدف از ابزار ذخیره قانونی در طی سال‌ها به تدریج تغییر کرد؛ اگر چه در ابتدا ذخایر قانونی برای اطمینان سپرده‌گذاران از بازگشت پول خود در هنگام نیاز ایجاد شد، اما پس از پیدایش بیمه سپرده، هدف ذخایر قانونی تغییر کرد و از آن به‌عنوان ابزاری برای تثبیت ذخایر و نگهداری نرخ بازار در نزدیکی نرخ هدف استفاده می‌شود که البته نسبت به ابزارهای دیگر چندان مؤثر نیست، بنابراین، از آن به‌عنوان یک ابزار پولی مستقیم استفاده نمی‌شود. دلیل آن با توجه به مثال زیر روشن می‌شود. پس از بحران بزرگ، بانک‌های آمریکا شروع به انباشت ذخایر اضافی خود کردند؛ به‌طوری‌که با شروع سال ۱۹۳۶، کمتر از نیمی از ذخایر نگهداری‌شده در سیستم بانکی، ذخایر قانونی بود و بقیه به‌عنوان ذخایر اضافی نگهداری می‌شد. در این شرایط، فدرال‌رزرو بابت حجم بالای ذخایر اضافی که قابلیت گسترش وام‌ها و سپرده‌ها و در نهایت تبدیل به تورم را داشت، نگران بود. از این‌رو تصمیم‌جدیدی برای افزایش ذخایر قانونی گرفت. اگر چه در ابتدا حجم ذخایر اضافی بانک‌ها کم شد، اما تمایل بانک‌ها به نگهداری ذخایر اضافی برای کاهش احتمال ورشکستگی باعث می‌شد تا بار دیگر به انباشت ذخایر اضافی تا سطوح پیش از تغییر نرخ ذخیره قانونی پردازند. پیامدهای این تصمیم برای اقتصاد فاجعه‌بار بود؛ زیرا در حالی که پایه پولی به‌نسبت با ثبات بود، تغییر ضریب فزاینده، به کاهش حجم پول و نقدینگی منجر می‌شد. سرانجام، کاهش حجم کل‌های پولی باعث شد تا یک سال پس از اجرای این سیاست، تولید ناخالص داخلی بیشتر از ۱۰ درصد کاهش یابد. بدین دلیل استفاده از نرخ ذخیره قانونی به‌عنوان یک ابزار مستقیم پولی رایج نیست.

بانک مرکزی اروپا نیز از ابزارهای پولی مانند نرخ هدف بهره یک‌شبهه در بازار بین بانکی، نرخ تنزیل، سود سپرده احتیاطی بانک‌ها نزد بانک مرکزی و نرخ ذخیره قانونی نظیر فدرال رزرو استفاده می‌کند، هرچند در جزئیات تفاوت ناچیزی دارند. تمام سیاست‌های بانک مرکزی اروپا در بانک‌های کشورهای حوزه یورو به‌طور همزمان اجرا می‌شود، بنابراین، تأثیر اجرای سیاست محسوس است.

در حالی که بانک مرکزی اروپا عملیات خرید اوراق بهادار را انجام می‌دهد، ذخایر سیستم بانکی اروپا را در درجه نخست از طریق اعطای وام در برابر وثیقه فراهم می‌کند که عملیات تأمین مالی مجدد<sup>۱</sup> نامیده می‌شود. برای مثال، عملیات تأمین مالی مجدد می‌تواند یک توافق بازخرید<sup>۲</sup> دو هفته‌ای باشد که در آن بانک مرکزی اروپا از طریق بانک‌های مرکزی کشورهای عضو، حجم ذخایر بانک‌ها را در مقابل دریافت اوراق بهادار آنها افزایش داده و پس از گذشت دو هفته، عکس معامله یادشده انجام می‌شود. ابزار سیاستی معمول بانک مرکزی اروپا، کمترین نرخ بهره‌ای است که برای عملیات تأمین مالی مجدد تعیین می‌شود.<sup>۳</sup> پس از سال ۲۰۰۷، بانک مرکزی اروپا ذخایر را از طریق عملیات تأمین مالی مجدد با سررسید طولانی‌تر به‌طور مثال، سه ماه فراهم می‌کند. همچنین، برای ثبات مالی بانک‌ها از پایان سال ۲۰۱۱، سررسید این وام‌ها به زمان طولانی‌تر مثلاً سه سال تبدیل شد.

تسهیلات اعتبارات حدی<sup>۴</sup> بانک مرکزی اروپا را می‌توان برابر با تسهیلات اعتبار اولیه بانک مرکزی آمریکا دانست. بانک مرکزی اروپا از طریق این تسهیلات، وام‌های یک‌شبهه با نرخ بالاتر از نرخ هدف عملیات تأمین مالی مجدد (ریفایننس) در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهد. تفاوت بین این دو نرخ توسط هیأت‌مدیره بانک مرکزی تعیین می‌شود. بانک‌های تجاری معمولاً زمانی از این وام‌ها استفاده می‌کنند که کمبود نقدینگی خود را نتوانند از روش‌های ارزان‌تر در بازار بین بانکی تأمین کنند.<sup>۵</sup>

به‌طور مشابه، بانک‌های اروپایی که در پایان روز کاری، مازاد منابع داشته باشند، می‌توانند در بازه زمانی یک‌شبهه نزد بانک مرکزی با نرخ بسیار پایین‌تر از نرخ هدف تأمین مالی مجدد، سپرده‌گذاری

1. Refinancing Operation

2. Repurchase Agreements (repo)

3. Minimum Bid Rate

4. Marginal Lending Facility

۵. شباهت میان روش بانک مرکزی اروپا که بر اساس بانک مرکزی آلمان تنظیم‌شده با روش فدرال رزرو از آنجا ناشی می‌شود که این مدل‌ها مطابق با روش تنزیل فدرال رزرو در سال ۲۰۰۲، باز طراحی شده‌اند.

کنند. حاشیه سود بین این دو نرخ نیز توسط هیأت‌مدیره بانک مرکزی اروپا تعیین می‌شود. اگر چه ممکن است سپرده هر بانک مبلغ ناچیزی باشد، اما مجموع این سپرده‌ها مبلغ چشمگیری می‌شود، زیرا شامل ذخایر مازاد کل بانک‌های حوزه یورو می‌شود.

مروری بر تاریخچه بازار بین بانکی و ابزارهای سیاست پولی در اقتصاد ایران نشان می‌دهد که مطابق با دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین بانکی مصوبه یک هزار و صد و سومین جلسه شورای پول و اعتبار مورخ ۱۳۸۳/۱۰/۲۷، معاملات مجاز در این بازار شامل تودیع وجوه به صورت سپرده، خرید و فروش دین، اوراق مشارکت و گواهی سپرده (عام، خاص، ویژه) و سایر معاملات با موافقت بانک مرکزی بود. در مورد وجوه سپرده‌گذاری شده، مدت متعارف سپرده‌ها، کوتاه‌مدت و از یک شب تا یک سال متغیر می‌شد. همچنین این سپرده‌ها، مشمول پرداخت سپرده قانونی نشده و نرخ در معاملات مطابق با دستورالعمل اجرایی، طبق توافق طرفین تعیین شده و مابه‌التفاوت نرخ‌های سود علی‌الحساب و قطعی پس از پایان سال مالی تسویه می‌شد. در این دستورالعمل اجرایی، مشارکت‌کنندگان در بازار بین بانکی می‌توانستند اوراق مشارکت خود و یا موجودی گواهی سپرده بانک‌های دیگر را معامله نمایند و مبلغ هر معامله نباید کمتر از ۱۰ میلیارد ریال می‌شد.

در سال ۱۳۹۳ نرخ سود موزون بازار بین بانکی به حدود ۲۷ درصد رسید و زمینه‌ای فراهم شد تا در تاریخ هشتم اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۴ و در راستای ساماندهی رابطه بانک‌ها با بانک مرکزی و تعیین تکلیف بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، شورای پول و اعتبار در یک‌هزار و یکصد و نود و هشتمین جلسه خود مقرر نماید که بانک مرکزی از طریق اعطای خطوط اعتباری به بانک‌ها و سپرده‌گذاری در بازار بین بانکی در نرخ‌هایی متناسب با سقف تعیین شده، در جهت کاهش تنگنای اعتباری بازار پول و ایجاد تعادل در نرخ سود، اقدام نماید. همچنین، به موجب مفاد تبصره ذیل ماده ۳ سیاست‌های پولی و اعتباری مصوب شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی اضافه برداشت ناشی از تسهیلات تکلیفی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (در پایان سال ۱۳۹۳) را به خطوط اعتباری تبدیل نماید و نرخ سود اعتبار پیش‌گفته برابر متوسط نرخ سود تسهیلات تکلیفی یادشده باشد.

بدین ترتیب، پس از مصوبه شورای پول و اعتبار در اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۴، بخش عمده‌ای از اضافه برداشت بانک‌ها به خطوط اعتباری اعتبار در حساب جاری با نرخ ۱۸ درصد تبدیل شد که بانک‌ها

می‌توانستند در زمان بلندمدت‌تری تسویه کنند. اقدام دیگر بانک مرکزی در راستای کاهش نرخ سود بازار، سپرده‌گذاری در بازار بین بانکی بود. افزون بر این، ابزار پولی دیگری که بانک مرکزی استفاده کرد، کاهش نرخ سپرده قانونی بانک‌ها از ۱۳ درصد به دامنه متغیر از ۱۰ تا ۱۳ درصد بود. بدین ترتیب، با کاهش نسبت سپرده قانونی به ۱۰ درصد، از میزان بدهکاری بانک‌ها کاسته شد و بر مانده مثبت بانک‌هایی که بدهکار نبودند، افزوده شد.

بانک مرکزی در سال ۱۳۹۶ نیز به‌منظور کاهش نرخ بازار بین بانکی، افزون بر تداوم سیاست‌های پیشین نظیر تبدیل اضافه برداشت به خطوط اعتباری اعتبار در حساب جاری و سپرده‌گذاری در بازار بین بانکی، اقدام به سپرده‌گذاری غیرمستقیم یا ضمنی از طریق بانک‌های عامل در بازار بین بانکی نمود. در سال ۱۳۹۷، پس از بررسی مقدمات لازم به‌منظور استفاده از ابزار عملیات بازار باز در سیاست‌گذاری پولی، مجوز اجرای آن از شورای عالی هماهنگی اقتصادی در مهرماه همان سال دریافت شد. سپس، دستورالعمل "انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی" در پایان فروردین‌ماه ۱۳۹۸ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و پس از آن، شیوه‌نامه اجرایی عملیات بازار باز در کمیسیون اعتباری بانک مرکزی در خردادماه ۱۳۹۸ تصویب شد. بدین ترتیب، با فراهم شدن مجوزهای قانونی لازم برای انجام عملیات بازار باز در قالب خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشرشده دولت و وثیقه‌گیری این اوراق در تبادلات با بانک‌ها براساس بند "م" تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور و همچنین، توافق با "شرکت فرابورس ایران" و "شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه"، گام‌های مهمی برای اجرایی‌شدن عملیات بازار باز برداشته شد. ابزارهای استفاده‌شده در این دستورالعمل شامل توافق بازخرید، توافق بازخرید معکوس، معاوضه ارزی و خرید یا فروش قطعی می‌شود. همچنین، سپرده‌گذاری نیز در قالب عقد ودیعه و ابزار توافق بازخرید معکوس انجام می‌شود.

در مجموع آنکه هر چند بانک مرکزی ایران اقداماتی را در راستای هدایت نرخ سود در بازار بین بانکی انجام داده است، ولی با اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم و تعیین نرخ تورم هدف، در مرحله بعد می‌توان از طریق محاسبه شکاف تورم و تولید تحقق‌یافته از مقادیر هدف آنها، به رقم نرخ سود متناسب برای تحقق اهداف نهایی اقتصاد، دست یافت. سپس، بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز و استفاده از ابزارهای سیاست پولی که در اختیار دارد، می‌تواند نرخ‌های سود در اقتصاد را در جهت عدد

محاسبه‌شده، حرکت دهد. البته نباید فراموش کرد که کارکرد درست سازوکار انتقال پولی نیز اهمیت دارد.

## ۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اجرای عملیات بازار باز نیازمند ابزارهای مالی و بازارهای ثانویه منسجم است که امکان قرض‌دهی یا قرض‌گیری کوتاه‌مدت (برای مثال یک‌شبهه) بین بانک مرکزی و بانک‌ها را به‌وجود آورد. وجود این ابزارها در بازار بین بانکی فرصتی فراهم می‌آورد تا بانک‌ها بتوانند کمبود بسیار کوتاه‌مدت نقدینگی خود را از طریق بانک مرکزی برطرف کرده و یا در صورتی که با مازاد منابع مواجه شدند، بتوانند آن را نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند. از سوی دیگر، کارکرد بهتر ابزارهای سیاست پولی در کاهش نوسانات اقتصادی و دستیابی به اهداف نهایی اقتصاد کلان، مستلزم پای‌بندی بانک مرکزی به اهداف عملیاتی تعریف‌شده، است. به بیان دیگر، دستیابی به نرخ تورم هدف و به‌همراه آن رشد اقتصادی پایدار، جز با تعهد به تحقق اهداف عملیاتی بانک مرکزی شدنی نیست. در این راستا، بیشتر بانک‌های مرکزی از طریق هدف‌گذاری تورم و تعیین نرخ سود سیاستی، هدف عملیاتی خود را به اطلاع عموم می‌رسانند، ولی تعهد به این هدف و افزایش احتمال موفقیت آن و در نتیجه، حفظ اعتبار سیاست‌گذار پولی، نیازمند برقراری الزامات و پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم در اقتصاد است. در مورد اقتصاد ایران، بانک مرکزی در سال ۱۳۹۹، استفاده از سیاست هدف‌گذاری تورم را به‌طور رسمی اعلام و نرخ تورم هدف را ۲۲ درصد تعیین کرد. هر چند مروری کوتاه بر وضعیت اقتصاد ایران نشان می‌دهد که در حال حاضر الزامات هدف‌گذاری تورم به‌طور کامل تحقق نیافته و نیاز است تا هم‌راستا با پای‌بندی بانک مرکزی و دولت به هدف تورم اعلام‌شده، در جهت تحقق پیش‌شرط‌های لازم نیز اقدامات فوری انجام شود؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود با بازنگری وضعیت موجود و کنترل رشد کل‌های پولی، زمینه تحقق الزامات دیگر را نیز مهیا کرد تا گامی مؤثر در جهت اجرای موفق هدف‌گذاری تورم و حفظ اعتبار سیاست‌گذار پولی برداشته شود. به بیان دیگر، چنانچه پیش‌شرط‌های لازم هم‌راستا با تعریف هدف تورم محقق نشود، هدف‌گذاری تورم به نتیجه مورد نظر نخواهد رسید.

## منابع

- ابوالحسنی، اصغر؛ شایگانی، بیتا؛ موسوی جهرمی، یگانه و زندیان، زهرا. (۱۳۹۸). هدف‌گذاری تورم سیاست‌گذار پولی با لحاظ انتظارات تورمی ناهمگن در رفتار کارگزاران اقتصادی. دوفصلنامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، سال ششم، شماره ۱، بهار و تابستان ۱۳۹۸، شماره پیاپی ۱۱، صص ۳۰۱-۳۳۰.
- اشرفی، یکتا؛ بالونژاد نوری، روزبه و جهانگرد، فاطمه. (۱۳۹۷). تحلیل تجربی عوامل مؤثر بر موفقیت هدف‌گذاری تورم در ایران: با تأکید بر شفافیت و پاسخ‌گویی بانک مرکزی. پژوهشنامه اقتصاد کلان، دوره سیزدهم، شماره ۲۶، نیمه دوم ۱۳۹۷.
- درگاهی، حسن و آتشک، احمد. (۱۳۸۱). هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران: پیش‌شرطها و تبیین ابزارهای سیاستی. مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۶۰، بهار و تابستان ۸۱، صص ۱۴۷-۱۱۹.
- زارعی، ژاله. (۱۳۹۴). قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی. گزارشات پژوهشی پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شهریورماه ۱۳۹۴، MBRI-PN-94010.
- کرمی، هومن؛ بیات، سعید و بهادر، علی. (۱۳۹۴). الزامات سیاست‌گذاری چارچوب هدف‌گذاری تورم در ایران: کاربرد مدل خودرگرسیون برداری ساختاری. فصلنامه علمی پژوهشی برنامه‌ریزی و بودجه، سال بیستم، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۴، صص ۵۳-۳۱.
- میرزامحمدی، سعید. (۱۳۸۷). هدف‌گذاری تورمی، چارچوب نظری و درس‌هایی از تجربه موفق برزیل. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال شانزدهم، شماره ۴۶، تابستان ۱۳۸۷، صص ۱۰۱-۱۱۹.
- میثمی، حسین و ندری، کامران. (۱۳۹۴). عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی. دو فصلنامه علمی- پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال پنجم، شماره اول (پیاپی ۹)، پاییز و زمستان ۱۳۹۴، صص ۱۱۹-۱۵۴.
- میثمی، حسین و ندری، کامران. (۱۳۹۴). طراحی انواع صکوک دولت و بانک مرکزی به منظور عملیات بازار باز: چارچوبی نوین برای توسعه بازار پول در کشور. فصلنامه روند، سال بیست و سوم، شماره ۷۴، تابستان ۱۳۹۵، صص ۱۳-۴۲.

- نظریور، محمدنقی و حقیقی، میثم. (۱۳۹۲). نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، زمستان ۱۳۹۲، صص ۵۹-۸۴.

- یزدانی، مهدی و محمدی، مهناز. (۱۳۹۸). نقش هدف‌گذاری تورم در سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز: رویکرد تفاوت در تفاوت‌ها. فصلنامه پژوهش‌های پولی و بانکی، سال دوازدهم، شماره ۴۲، زمستان ۱۳۹۸، صص ۷۲۱-۷۴۴.

- Ali Meerza Syed Imran. (2020). Do Preconditions of Inflation Targeting Framework matter? International Journal of Economics and Finance, Vol 12, no. 5, 2020. Published by Canadian center of science and education.

- Bindseil Ulrich. (2014). Monetary Policy Operations and the Financial System. OXFORD University Press, ISBN 978-0-19-871690-7.

- Caglayan Ebru and Melek Astar. (2010). Taylor rule: Is It an Applicable Guide for Inflation Targeting Countries? Journal of Money, Investment and Banking, ISSN 1450-288X issue 18 (2010).

- Cecchetti Stephen G. and Kermit L. Schoenholtz. (2014). Money, Banking, and Financial Markets. fourth Edition Book Published by McGraw-Hill Education, ISBN 978-0-07-802174-9.

- Eichengreen Barry, Poonam Gupta and Rishabh Choudhary. (2020). Inflation targeting in India: an interim assessment. World Bank Group, Macroeconomics, trade and investment global practice, October 2020. Policy research working paper 9422.

- Harvey Campbell and Roger D. Huang. (2001). The Impact of Federal Reserve Bank's Open Market Operations. Journal of Financial Markets, 2002, v5(2, Apr), pp. 223-257.

- Judd John P. and Glenn D. Rudebusch. (1998). Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997. FRBSF Economic Review 1998, number 3.

- Kirchner Robert and Dzmityr Kruk. (2007). Adopting Inflation Targeting: Overview of Economic Preconditions and Institutional Requirements. German Economic Team in Belarus (GET), PP/06/07.



- Mishra Ankita and Vinod Mishra. (2009). Pre-conditions for Inflation Targeting in an Emerging Economy: The Case of India. Department of Economics, Monash University.
- Nikolsko-Rzhevskyy Alex, David H.Papell and Ruxandra Prodan. (2014). The Taylor principles. SSRN.
- Parkin, Michael. (2013). The Effects of Central Bank Independence and Inflation Targeting on Macroeconomic Performance: Evidence from Natural Experiments. The Rimini Centre for Economic Analysis (RCEA), Working paper, pp. 11-14.
- Patterson Ben and Kristina Lygnerud. (1999). The Determination of Interest Rates. Working Paper Published by European Parliament, ECON 116 EN, 11-1999.
- Svensson, Lars E. O. (2010). Inflation Targeting. National Bureau of Economic Research, Working Paper 16654.
- Taylor John B. (2019). Inflation Targeting in high Inflation Emerging Economies: Lessons About Rules and Instruments. Journal of Applied Economics, Vol 22, no. 1, P. 103-116. ISSN: 1514-0326.