

# نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های تجاری

حسین قضاوی\*

مقاله حاضر با توجه به بررسی مکانیسم اثرگذاری پولی از دیدگاه کینزین‌ها و پول باوران و نیز دخالت‌دادن مباحث انتظارات عقلایی در تحلیل، نحوه تأثیر سیاست‌های پولی بر اقتصاد ایران را تحلیل می‌کند تا ضمن بررسی نقاط ضعف سیاست‌های پولی تحقق یافته، تدابیر لازم را در زمینه استفاده صحیح از آن در جهت استحکام امنیت ملی ارائه کند. فرضیات عمدتاً به نحوه تأثیر حجم پول بر متغیرهای اقتصادی و پولی در ابعاد بلندمدت و کوتاه مدت مربوط می‌شود. عملکرد نرخ بهره (هزینه استقراض) در ایران به نحو معنی‌داری تثبیت نمی‌شود. ضمن آن‌که درون‌زایی تحولات پولی در ایران تأیید می‌شود. تفکیک آثار قابل انتظار و غیر قابل انتظار رشد پول بهبودی در اثرگذاری پولی فراهم نمی‌کند.

## مقدمه

مقاله حاضر با بررسی مکانیسم اثرگذاری پولی از دیدگاه کینزین‌ها و پول باوران و با استفاده از مباحث انتظارات عقلایی، نحوه تأثیر سیاست‌های پولی را بر اقتصاد ایران تحلیل می‌کند تا ضمن بیان نقاط ضعف سیاست‌های تحقق یافته، تدابیر مناسب در جهت استحکام امنیت ملی ارائه کند. فرضیات عمدتاً به نحوه تأثیر حجم پول بر متغیرهای اقتصادی و پولی در ابعاد بلندمدت و کوتاه‌مدت مربوط می‌شود. در این مقاله، ابتدا به بررسی ماهیت و علل چرخه‌های تجاری و تشخیص آن در اقتصاد ایران پرداخته می‌شود. در گام بعدی چگونگی اثرگذاری پولی مبتنی بر مبانی نظری و با تفکیک ویژگی‌های متمایز دیدگاه‌های پولی و کینزی تشریح و الگوهای نمادین این دو طرز فکر مطرح می‌شود. در مرحله بعدی

- مقاله حاضر برگرفته از پروژه تحقیقی است که با عنوان «نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های تجاری و ارائه راهکار مناسب در راستای استحکام امنیت اقتصادی» در معاونت امور اقتصادی انجام شده است.

\* فوق لیسانس اقتصاد و دکترای مدیریت استراتژیک، مدیرکل دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی، بازرگانی و خدمات معاونت

امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی

عملکرد سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران در قالب ابزار، عوامل مؤثر بر نقدینگی و نیز محدودیت‌های اعمال شده از ناحیه عملکرد مالی دولت بررسی شده است. آن‌گاه بنا بر مبانی نظری اثرگذاری پولی و ماهیت اقتصاد ایران، مدلی به منظور پی‌گیری تأثیرات پولی در زیر بخش‌های اقتصادی طراحی، برآورد و تفسیر شده است بخش آخر نیز به توصیه‌های سیاستی برگرفته از تحقیق اختصاص دارد.

## ۱. چرخه‌های تجاری

### نگاهی به نقش چرخه‌های تجاری در متون اقتصادی

چرخه‌های تجاری، اگر چه از نظر طول زمان و شدت متفاوت‌اند، ولی معمولاً دارای ویژگی‌های مشترکی هستند که به‌طور عمده همان فرایند تغییر متغیرها در ارتباط با یکدیگر (به‌صورت همزمان با وقفه یا پیشرو) است.<sup>۱</sup> علاوه بر این، چرخه تجاری گرچه از حیث دامنه نوسان، وسعت فراگیری اقتصاد و مدت دوام بسیار متنوع است، اما کل اقتصاد کشور را در بر می‌گیرد و گاهی نیز رویکردی بین‌المللی دارد؛ ضمن آن‌که پایدار است و معمولاً چند سال طول می‌کشد. یکی از عدم تعادل‌هایی که علت ایجاد چرخه است، عدم تعادل بین سرمایه‌گذاری و پس‌انداز است (نظریه اتريشی)<sup>۲</sup> (مایرز، ۱۹۱۲؛ هایک ۱۹۳۱؛ ویکسل، ۱۹۳۶) که طبق آن<sup>۳</sup>، افزایش در عرضه وجوه قابل استقراض در هر دو حالت افزایش پس‌انداز و اعتبارات، اثر مشابهی بر نرخ بهره و سرمایه‌گذاری دارد، در حالی که نتیجه نهایی آن متفاوت است. اگر خانوارها با تعویق بخشی از مصرف جاری خود، وجوه قابل استقراض را افزایش دهند، نرخ بهره کاهش می‌یابد و با افزایش سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را به دنبال دارد. اما اگر اعتبارات بانک مرکزی توسعه یابد، گرچه باز هم نرخ بهره کاهش و سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، اما تمایل خانوارها به پس‌انداز در سطح نرخ بهره جدید کاهش می‌یابد و، در نهایت، سرمایه‌گذاری به سطح پس‌انداز خانوارها برگشت پیدا می‌کند.

وقتی هزینه سریع‌تر از قیمت محصولات افزایش یابد، حاشیه سود و انتظارات آتی آن کاهش

1. G. Haberler (1962), *Prosperity and Depression*, Cambridge: Harvard Univ. Press.

2. Austrian Theory of Business Cycles

۳. مسعود نیلی، حسن درگاهی، "تحلیل وضعیت رکودی اقتصاد ایران بر مبنای نظریه‌های چرخه‌های تجاری و ارائه راهکارها"،

نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های ... ۵۹

می‌یابد و باعث رکود در سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود. حالت عکس آن هم وجود دارد (میتچل، ۱۹۱۳) و تصمیمات اقتصادی بر مبنای آینده‌ای نامطمئن شکل می‌گیرد. در مرحله رونق، تشکیل انتظارات همراه با خطای خوشبینی، و در مرحله رکود، همراه با خطای بدبینی است.<sup>۱</sup> مکاتب پول‌باوری و کلاسیک‌های جدید علت اصلی را در مدیریت (یا سوءمدیریت) عرضه پول می‌دانند.<sup>۲</sup> نظریه پولی تعادلی چرخه‌های تجاری در اقتصاد کلاسیک‌های جدید، تغییرات غیرقابل انتظار پول را علت نوسان‌های درآمد و اشتغال بیان می‌کند.<sup>۳</sup> این نظریه بر پایه انتظارات عقلایی در شکل‌گیری تکیه دارد.<sup>۴</sup>

تولید ناخالص داخلی واقعی یکی از مهم‌ترین شاخص‌های فعالیت اقتصادی و نمایه اصلی تحولات چرخه‌های تجاری محسوب می‌شود. این متغیر زمانی از حدود طبیعی خود سریع‌تر و زمانی کندتر رشد می‌کند. سیر حرکت مزبور معمولاً با چهار مرحله مشخص می‌شود که به آن‌ها یک دور تجاری می‌گویند. مراحل مزبور عبارت‌اند از بهبود، رونق، رکود، بحران، (ساموئلسون، هیکس، فیلیپس، کالسکی و کندراتیف در دهه‌های ۱۹۴۰ و ۱۹۵۰)<sup>۵</sup> مهم‌ترین عوامل دیگر نوسان‌های اقتصادی عبارت‌اند از رشد جمعیت، اکتشافات طلا، رویدادهای سیاسی و تکانه‌های نفت. بیشتر تئوری‌ها بر واکنش داخلی به دلیل تکانه‌های خارجی تأکید دارند.

---

1. A.C. Pigou, *Industrial Fluctuation*, London: Macmillan.

2. M. Friedman (1956), "The Quantity Theory of Money: A Restatement", in *Studies in the Quantity Theory of Money* (ed. M. Friedman), Chicago Univ. Press.

3. R.E.Jr. Lucas ([1977] 1981), "Understanding Business Cycles", in *Studies in Business Cycle Theory*, Cambridge: MIT Press, pp.215-39.

4. R.J. Barro (1976), "Rational Expectation and the Role of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 2, pp.1-33, Barro & S. Fisher (1976), "Recent Development in Monetary Theory", *Journal of Monetary Economics*, 2, pp.133-167; Lucas (1972), "Expectation and Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4, pp. 103-124; Lucas (1975), "An Equilibrium Model of Business Cycle", *Journal of Political Economy*, 83, pp. 1113-1114.

5. Palgrave, "Business Cycle Indicators".

## چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران

دوره زمانی ۱۳۵۲ تا ۱۳۷۶، در اقتصاد ایران مبین سه چرخه تجاری است.<sup>۱</sup> چرخه اول (۱۳۵۲ تا ۱۳۶۰) با نقطه اوج ۱۳۵۵، چرخه دوم (۱۳۶۰ تا ۱۳۶۷) با نقطه اوج ۱۳۶۴، و چرخه سوم که از ۱۳۶۸ آغاز شده است<sup>۲</sup> و باید با اتکا به سیاست‌های ضد چرخه‌ای مدیریت مناسب را اعمال کرد. البته در عمل نمودار تغییرات متغیرهای حقیقی، صرفاً تغییرات آن‌ها بر اثر عوامل حقیقی را منعکس نمی‌سازد. بخشی از حرکت این متغیرها بر اثر وجود نوسان‌های زمانی است. بنابراین، برای آن‌که تصویری صحیح از نوسان‌های یک سری زمانی معین به دست آوریم، باید در ابتدا این نوسان‌های روندی را از درون آن حذف کنیم. فیلترهای  $BP^3$ ،  $HP^4$ ، و... از جمله روش‌های روندزدایی خطی تصادفی محسوب می‌شوند.<sup>۵</sup> دیدگاه عمومی این فیلترها، تجزیه یک سری زمانی به یک جزء رشدی و یک جزء سیکلی است. جدول ۱ اطلاعات راجع به دوره‌های رونق و رکود سری مزبور را برای تحولات تولید ناخالص داخلی ارائه می‌دهند. براساس فیلتر  $HP$ ، در دوره زمانی ۱۳۳۸-۷۶ جمعاً ۱۴ نوسان اقتصادی ملاحظه شده است که متوسط هر نوسان  $2/7143$  سال و انحراف استاندارد آن  $0/8254$  سال است. در بیست سال از سنوات مزبور رونق و در هجده سال رکود بر فعالیت‌های اقتصادی حاکم بوده است. به‌طور متوسط طول دوره‌های رونق  $1/4$  سال و طول دوره‌های رکود حدود  $1/3$  سال بوده است. آن‌چه از مجموع این مطالب قابل استنتاج است، برابری نسبی طول دوره‌های رونق و رکود در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۳۸-۷۶ است. البته پس از سال ۱۳۵۸ دوره‌های انبساطی به‌طور متوسط حدود دو برابر دوره‌های انقباضی به‌طول انجامیده‌اند.

## ۲. مبانی نظری تأثیر سیاست‌های پولی در اقتصاد

با توجه به آشنایی با ماهیت چرخه‌های تجاری و روند تحولات کلی اقتصادی ایران، اکنون به این

۱. بانک مرکزی ج.ا.ا، ترازنامه سال‌های مختلف.

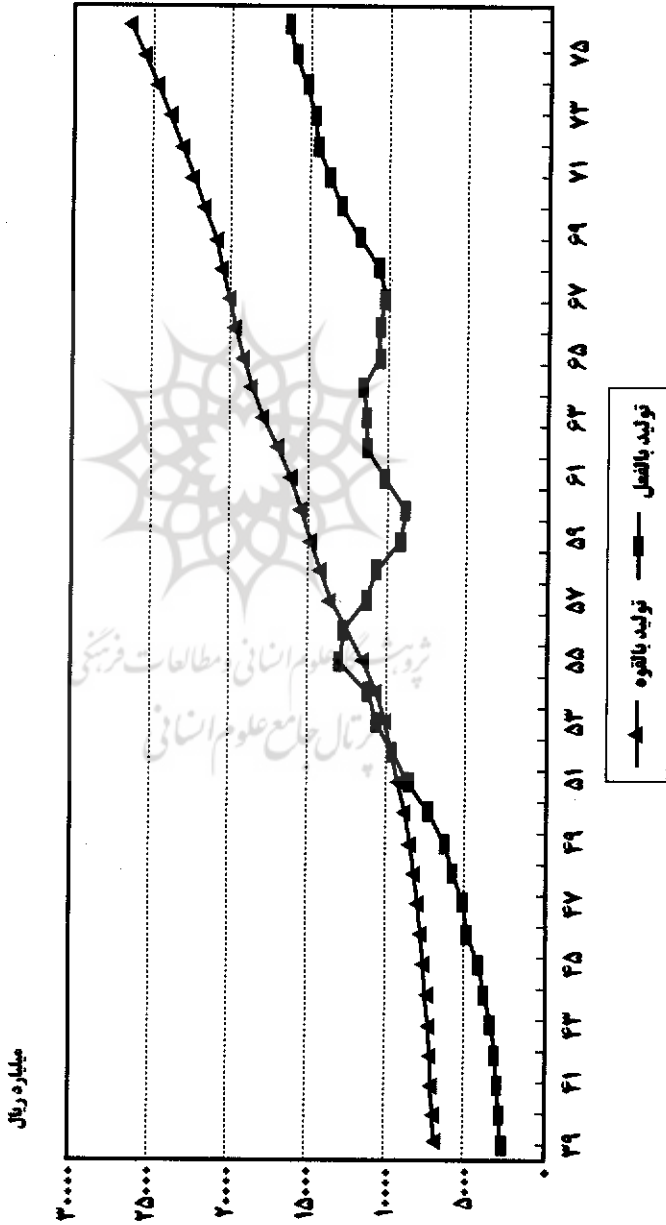
۲. برای ملاحظه مکانیسم محاسبه تولید داخلی بالقوه، نگاه کنید به متن پروژه تحقیقی.

3. band pass filter

4. Hodrick and Prescott filter

۵. برای مطالعه بیشتر، نگاه کنید به غلامرضا مثنوی، "روشی برای تحلیل نوسانات اقتصادی"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد،

نمودار ۱: روند تحول تولید ناخالص داخلی (باقوه و بانقل)



جدول ۱: ادوار تجاری در اقتصاد ایران با استفاده از فیلتر HP

ردیف	دوره	طول دوره	طول دوره انبساطی	طول دوره انقباضی	متوسط دوره*
۱	۱۳۳۸-۴۲	۴	۱	۳	۰/۶۰۹۰
۲	۴۲-۴۴	۲	۱	۱	۰/۱۸۸۰
۳	۴۴-۴۸	۴	۲	۲	۰/۶۰۹۰
۴	۴۸-۵۱	۳	۱	۲	۰/۰۳۰۱
۵	۵۱-۵۳	۲	۱	۱	۰/۱۸۸۰
۶	۵۳-۵۶	۳	۱	۲	۰/۰۳۰۱
۷	۵۶-۵۸	۲	۱	۱	۰/۱۸۸۰
۸	۵۸-۶۱	۳	۲	۱	۰/۰۳۰۱
۹	۶۱-۶۴	۳	۲	۱	۰/۰۳۰۱
۱۰	۶۴-۶۶	۲	۱	۱	۰/۱۸۸۰
۱۱	۶۶-۶۹	۳	۲	۱	۰/۰۳۰۱
۱۲	۶۹-۷۲	۳	۲	۱	۰/۰۳۰۱
۱۳	۷۲-۷۵	۳	۲	۱	۰/۰۳۰۱
۱۴	۷۵-۷۶	۱	۱	-	۱/۰۸۲۷
جمع	۱۳۳۸-۷۶	۳۸	۲۰	۱۸	۳/۲۶۳۴
میانگین		۲/۷۱۴۳	۱/۴۲۸۶	۱/۲۸۵۷	
انحراف معیار		۰/۸۲۵۴	۰/۵۱۳۶	۰/۷۲۶۳	

\* طول دوره منهای متوسط دوره تقسیم بر متوسط دوره.

موضوع می‌پردازیم که در چارچوب دیدگاه‌های نظری، اثرگذاری پولی چه جایگاهی دارد. در این زمینه، ضمن بیان مجاری اثرگذاری پولی، وجوه تمایز فکری دو دیدگاه عمده موجود در این عرصه را بررسی می‌کنیم و در قالب مدل‌های کلانی که هر یک نشان دهنده دیدگاه‌های این دو مکاتب است، به پیش فرض‌ها و چگونگی اثرگذاری پولی بر اقتصاد پی می‌بریم.

### متغیرهای واسطه‌ای فرایند تأثیر سیاست‌های پولی

تغییرات حجم پول بر مخارج کل از طریق متغیرهای واسطه‌ای ثروت، تعادل پرتفولیو (ترکیب دارایی‌های مالی)، اثر قابلیت دستیابی به اعتبارات و انتظارات اعمال می‌شود. منظور از ثروت کل در

اقتصاد، ثروت فیزیکی و خالص تعهدات بانک‌ها به بخش خصوصی است. پزک و سیوینگ معتقدند پول، اعم از داخلی و خارجی، جزء ثروت است.<sup>۱</sup> منظور از پول خارجی پولی است که پشتوانه آن دارایی‌های است که برای افراد جامعه تعهد آور نیست، اما پول داخلی پولی است که پشتوانه‌اش دارایی‌هایی است که به همان اندازه برای افراد داخل اقتصاد تعهد ایجاد می‌کند، نظیر اعتبارات بانکی؛ گرچه گرلی و شاول<sup>۲</sup> افزایش پول داخلی را با توجه به تعهدهایی که ایجاد می‌کند، جزء ثروت خالص نمی‌دانند. تغییر حجم پول از طریق تغییر دادن سود سرمایه و بهره می‌تواند در پرتفولیو تغییر ایجاد کند. افزایش عرضه پول از طریق عملیات بازار باز و خرید اوراق قرضه دولتی از طریق اثر درآمندی و جاننشینی در میزان اعتبارات بانکی اثر دارد. اولاً افزایش ذخایر بانک‌ها در اثر عملیات بازار باز به بانک‌ها امکان می‌دهد تمام دارایی‌های خود، از جمله اعتبارات، را افزایش دهند. در ثانی کاهش منافع حاصل از اوراق قرضه دولتی نسبت به نرخ بهره‌ای که از وام‌گیرندگان دریافت می‌کنند، بانک‌ها را مجبور به جایگزینی اعتبارات به جای اوراق می‌کند که نتیجه این دو افزایش اعتبارات بانکی است که می‌تواند (اگر اعتبارات غیر بانکی کاهش نیابد) به افزایش کل اعتبارات بیانجامد. از آن‌جا که وام‌گیرندگان به منظور ذخیره‌سازی یا خرید دارایی‌های مالی قرض نمی‌گیرند، لذا افزایش اعتبارات<sup>۳</sup> مخارج کل را افزایش خواهد داد. (بانک‌های تجاری، اگر دارایی‌های مالی سود بیشتری نسبت به بهره دریافتی داشته باشد، خود اقدام به این کار می‌کنند نه این که وام بدهند.) به‌طور خلاصه، منظور از اثر دستیابی به اعتبارات عبارت است از درجه‌ای که اعتبارات در نرخ بهره جاری بازار قابلیت دستیابی دارد. تغییر عرضه پول از طریق تغییر در انتظارات (انتظارات قیمتی یا انتظار مربوط به اعتماد مؤسسات) نیز بر مخارج کل مؤثر است.<sup>۳</sup>

## وجوه تمایز فکری کینزین‌ها و پول‌باوران

رهبری گروه پول‌باوران را فریدمن بر عهده دارد. گرچه مسئولیت عمده عقاید آن‌ها توسط برونر

1. Pierce & Shaw, *Monetary Economics. Theories, Evidence and Policy* London: Butter — wood & Co. Publisers, 1974, p.57.

2. Shaw & Gurley "On the Long Run & Short Run Demand for Money", *Journal of Political Economy*, April, 1966.

3. Thomas Simpson, *Money, Banking Fconomic Analysis*, 1981.

شاگرد قبلی او و همکار فعلی او ملتر بر عهده گرفته شده است. اقتصاددانان دیگر این گروه عبارت‌اند از: کگن، پاتینکین، دیوید فاند، شو آرتز، اندرسون، کارلسون و جردن. شاخص‌ترین افراد گروه مالیون عبارت‌اند از: توین، ساموئلسون، مودیگلیانی، اکلی، کلین، تیگن، اسمیت، هلر، اوکان، اکستین، گالبرایت.

موارد اختلاف تأثیرگذاری پولی از نظر کینزین‌ها و پول‌باوران در مواردی از این قبیل خلاصه می‌شود: سیاست مالی در مقابل سیاست پولی، اثرگذاری مستقیم یا غیر مستقیم، رابطه با ثبات و بی‌ثبات، سرعت و میزان عکس‌العمل یک سیاست پولی، لحاظ نکردن نرخ بهره از سوی پول‌باوران، اثرگذاری پول بر مصرف، الگوی ساختاری در مقابل روش تک معادله‌ای، تورم پدیده صرف پولی یا ناشی از فشار تقاضا، اثر بلندمدت پول بر تولید، دستورالعمل در مقابل توصیه، مجموعه‌های پولی در مقابل شرایط بازار پولی به‌عنوان راهنمای سیاستی، نرخ ارز ثابت در مقابل نرخ ارز انعطاف‌پذیر، انتظارات عقلایی، معاوضه میان تورم و بیکاری، برون‌زایی یا درون‌زایی عرضه پول.<sup>۱</sup>

### الگوی FRB-MIT به‌عنوان یک الگوی کینزی

در الگوهای نئوکینزی، ارتباط غیرمستقیم بین پول و تقاضای کل وجود دارد که به شرح نمودار زیر است:

→ ... عملیات بازار باز و خرید اوراق بهادار دولتی توسط بانک مرکزی

→ ... کاهش نرخ بهره → ... افزایش حجم پول → ... افزایش ذخایر بانک‌های تجاری

افزایش GNP → ... افزایش سرمایه‌گذاری

ابزار سیاست‌های پولی به‌کار رفته در این الگو عبارت‌اند از ذخایر قرض نشده (به‌عنوان جانشینی

1. Pierce & Shaw (1978), *Monetary Economics, Evidence & Policy*, Butterwood & Co. Publishers, Ltd., London; Aghevli & Narvekar & Short (1980), "Monetary Policy in Selected Asian Countries", in *Money & Monetary Policy in LDC*, IMF; M. Friedman and A.J. Schwartz, (1963), *A Monetary History of The U.S, 1867-1960*, Princeton Univ. Press; H.P. Minsky (1982), *Can it Happen Again? Essay on Instability and Finance*, New York: M.E. Sharp.



نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های ... ۶۵

برای عملیات بازار باز<sup>۱</sup> و نرخ تنزیل بانک مرکزی. تغییر در سیاست پولی ابتدا بر نرخ‌های کوتاه‌مدت اثر می‌کند و سپس بر نرخ‌های بلندمدت تأثیر می‌گذارد که این نرخ‌های ملی، اثر می‌کند.

## تشریح مدل پولی سنت لوئیس

از نظر پول‌باوران عرضه پول مستقیماً در آمد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، یعنی:

افزایش GNP → ... افزایش تقاضای کل → ... افزایش نرخ‌های بازدهی‌های دارایی‌ها → ... افزایش عرضه پول

الگوی سنت لوئیس معروف‌ترین الگوی طرفداران سیاست پولی است و از دیدگاه کلاسیک‌ها الهام می‌گیرد. اولین بار در اواخر دهه ۱۹۶۰، این الگو را فریدمن و میسمن به‌نحو ساده‌ای ارائه کردند. در مجموع مدل سنت لوئیس را می‌توان به دو صورت ارائه کرد.

الف) تک معادله‌ای

● دیدگاه پولی:

$$\Delta PGDP = \alpha + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i \Delta M_{t-i} + \varepsilon_t$$

● دیدگاه مالی:

$$\Delta PGDP = \alpha + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i \Delta G_{t-i} + \varepsilon_t$$

● دیدگاه تلفیقی:

$$\Delta PGDP = \alpha + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i \Delta M_{t-i} + \sum_{i=0}^{\infty} \gamma_i \Delta G_{t-i} + \varepsilon_t$$

که در آن‌ها  $G$  مخارج دولت در اشتغال کامل،  $PGDP$  تولید ناخالص داخلی اسمی، و  $M$  عرضه پول

۱. مؤسسات پولی (در آمریکا) از این‌که با استفاده از ذخایر استقراض شده (از بانک مرکزی) وام پرداخت کنند یا به خرید اوراق بهادار بپردازند، اکراه دارند. به‌منظور نشان دادن تمایل این مؤسسات به وام‌دادن یا خرید اوراق بهادار، ذخایر استقراض شده از کل ذخایر (نزد بانک مرکزی) کسر می‌شود و رقم ذخایر استقراض نشده به‌دست می‌آید. در خصوص مفهوم پایه پولی، زمانی که ذخایر استقراض شده از پایه پولی کسر می‌شود رقم پایه استقراض نشده (*non-borrowed base*) به‌دست می‌آید. به‌نظر می‌رسد پایه استقراض نشده حداکثر قدرت عرضه کردن پول از پایه پولی را نشان می‌دهد.

است.

ب) مدل توسعه یافته سنت لوئیس<sup>۱</sup>:

مدل سنت لوئیس به طریقی که اندرسون و کارلسون آن را تنظیم کرده‌اند<sup>۲</sup>، دارای پنج معادله رفتاری و دو اتحاد است.

$$\Delta PGDP = F(\Delta M_t, \dots, \Delta M_{t-k}, \Delta G_t, \dots, \Delta G_{t-k})$$

$$\Delta P = F(D_t, \dots, D_{t-k}, \Delta P_t^e)$$

$$\Delta P_t^e = F(\Delta P_{t-1}, \dots, \Delta P_{t-k})$$

$$U_t = F(g_t, g_{t-1})$$

$$R_t = F(\Delta M_t, \Delta y_t, \dots, \Delta y_{t-k}, \Delta P_t, \Delta P_t^e)$$

$$D_t = \Delta PGDP_t - (\bar{y}_t - \Delta y_{t-1})$$

$$g_t = [(\bar{y}_t - y_t / \bar{y}_t)] \cdot 100 \Rightarrow \text{شکاف تولید واقعی}$$

$M_t$  عرضه پول،  $G_t$  مخارج دولت در اشتغال کامل،  $y_t$  تولید واقعی،  $\bar{y}_t$  تولید واقعی بالقوه (در سطح اشتغال کامل) طبیعی است، و  $\alpha$  ضریب ثابت است.

### بررسی ابزارهای سیاست‌های پولی

تنظیم سیاست پولی می‌تواند اهداف نهایی سیاست پولی را به اهداف میانی و عملیاتی تبدیل کند. ابزارهای سیاست پولی باید هم انعطاف‌پذیر و هم اثر بخش باشند. انعطاف‌پذیری به این معنی است که هنگام نیاز به‌طور مکرر یا موردی و در ابعاد بزرگ یا کوچک قابل تغییر باشند و بتوان در هر زمان که نیاز است، حتی هم‌زمان با اتخاذ تصمیم، آن را متوقف کرد و ابزار مخالفش را برگزید؛ باید به نحوی تمام عیار و یا در سطحی وسیع به کار گرفته شود؛ استفاده از آن‌ها در حد امکان، و در مقایسه با سایر بانک‌ها و مؤسسات بیشتر در اختیار بانک مرکزی باشد. علاوه بر این، بانک مرکزی شرایط آزادی اتخاذ تصمیم مستقل یا در محدوده عوامل از پیش تعیین شده سیاست پولی را داشته باشد. نیاز به

1. David G. Mayes (1981), *Application of Econometrics*, Prentice Hall, pp.191-196.

2. L.C. Anderson, & K.B. Carleson (1970), "A Monetarist Model for Economic Stabilisation", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Apr. pp. 7-29.

تصمیم‌گیری‌های دولتی یا طرح مباحث سیاسی بر سیاست پولی می‌تواند روند اتخاذ تصمیم را کند کند.

اثربخشی به این معنی است که ابزارهای مورد بحث بتوانند تأثیرات سیاستی و علائم هشدار دهنده را به سرعت در سراسر سیستم مالی و کل اقتصاد انتقال دهند تا بدین ترتیب بانک مرکزی را در رسیدن به اهداف کاربردی (عملیاتی) کمک کنند. ابزارهای اثربخش باید به گونه‌ای طراحی شوند که نه تنها در مسیر عملکرد واسطه‌های مالی اختلال ایجاد نکنند بلکه باعث تخصیص غیربهبینه اعتبارات نشوند. بدین ترتیب، ابزار اثربخش طبیعتاً از رقابت فزاینده و توسعه بازار پول و سرمایه حمایت خواهد کرد. ابزارهای پولی مستقیم (کیفی) وظیفه کنترل مستقیم میزان پول و اعتبار یا سطح نرخ‌های بهره را به صورت اداری بر عهده دارند. ابزارهای غیرمستقیم (کمی) به کنترل نرخ‌های بهره و قدرت جذب و تخصیص بانک‌ها می‌پردازد که این امر اغلب به وسیله اثرگذاری بر شرایط نقدینگی و نرخ‌های بهره صورت می‌گیرد. سپرده قانونی، تسهیلات تنزیل مجدد و عملیات بازار باز، سپرده‌های خاص در بانک مرکزی، عملیات بر سپرده‌های دولت، عملیات بر اوراق بهادار بانک مرکزی و حتی مداخله در بازار ارز، ابزار غیر مستقیم (کمی) هستند. در حقیقت تمام دارایی‌ها و بدهی‌های يك بانک مرکزی به استثنای سکه و اسکناس منتشره به عنوان ابزار غیرمستقیم و بالقوه سیاست پولی تلقی می‌شود. نظر به این که ابزار کمی در مقایسه با ابزار کیفی از کارایی و اثربخشی بیشتری برخوردار است، انتقال به ابزار غیرمستقیم مفید و حتی ضروری است، اما مستلزم تحقق پیش شرط‌هایی است.<sup>۱</sup>

### پیش شرط‌های انتقال از ابزارهای مستقیم به غیرمستقیم

انتقال از ابزارهای مستقیم به غیرمستقیم نیازمند تغییر در چارچوب برنامه‌ریزی و اهداف عملیاتی است. هنگامی که اهداف ابزارهای مستقیم، سطح اقلام وسیع پولی و نرخ‌های بهره است، اهداف عملیاتی ابزارهای غیرمستقیم باید اقلام پولی محدود در ترازنامه بانک مرکزی باشد که باید کنترل شوند. خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، اسکناس و مسکوک در گردش، پایه پولی و حتی ذخایر آزاد بانک‌ها می‌توانند اهداف مقداری به حساب آیند. اهداف مبتنی بر قیمت نیز شامل نرخ تنزیل مجدد یا نرخ مرجع بازار پول هستند. در طول مرحله انتقال، چون پیش‌بینی رفتار بازار به دلیل

1. Carl - Johan Lindgren (1990), "The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy. The Evolving Role of Central Banks", IMF.

افزایش رقابت، تجزیه کمتر بازار و انعطاف پذیری نرخ‌های بهره امکان‌پذیر نیست، لذا توصیه می‌شود برنامه‌ریزی پولی به جای مجموعه‌ای وسیع‌تر، فقط در سطح ترازنامه بانک مرکزی اجرا شود. انتقال مزبور نیازمند ایجاد تغییرات در تواتر برنامه‌ریزی پولی است. برای سیستم وسیعی که تحت کنترل ابزارهای مستقیم است، وجود یک برنامه‌ریزی فصلی در سطح بانک مرکزی یا ترازنامه تلفیقی سیستم بانکی کافی است. به محض این‌که اعلام شوند، دخالت مؤثر بانک مرکزی چندان زیاد نخواهد بود و نقش بانک مرکزی فقط در حد نظارت بدون قدرت عمل باقی نخواهد ماند. استفاده از ابزار غیرمستقیم اداری مثل سپرده قانونی با تغییر اندکی همراه است و کنترل اندکی را از سوی بانک طلب می‌کند. اما استفاده از ابزار مبتنی بر بازار نیازمند تغییرات اساسی در برنامه‌ریزی است، زیرا امر برنامه‌ریزی نیازمند ایجاد یک برنامه کوتاه‌مدت است که بتواند اهداف مداخله‌گرانه ماهانه یا احتمالاً هفتگی بانک مرکزی را امکان‌پذیر سازد.

در این برنامه‌ریزی کوتاه‌مدت، نقل و انتقالات نقدینگی در حساب‌های دولت از اهمیت خاصی برخوردار است. نقل و انتقالات مورد نظر که فراتر از کنترل بانک مرکزی است، می‌توانند در حجم بالا و غیرقابل پیش‌بینی باشند. از این رو ایجاد همکاری نزدیک مرکزی است، می‌توانند در حجم بالا و غیرقابل پیش‌بینی باشند. از این رو ایجاد همکاری نزدیک با خزانه‌داری مورد نیاز است.

به کارگیری ابزار غیرمستقیم نیازمند استفاده از بازار پول بین بانکی فعال است. ایجاد بازارهای ثانویه در سایر کشورها مانند آمریکا و انگلیس مدت زمان زیادی به طول می‌انجامد یا امکان‌پذیر نیست. لذا می‌توان شرایط لازم برای ایجاد بازار بین بانکی را فراهم کرد و شرایط بازار برای ارائه اوراق بهادار را بهبود بخشید. حتی اگر در سایر قسمت‌های نظام، نرخ‌های بهره تحت کنترل باشد، در بازار بین بانکی یا در بازار اوراق بهادار، این کنترل باید برداشته شود.

تأمین مالی دولت باید به سمت بازار و نرخ‌های بازار سوق داده شود. از این رو، دولت باید سیاست مدیریت بدهی داخلی را بهبود بخشد و در جستجوی طراحی ابزارهای مورد قبول بازار باشد.

وجود اطلاعات به‌هنگام و تماس دائم با بازار برای بانک مرکزی ضروری است تا بتوانند از ابزار مبتنی بر بازار و مکانیزم‌های مداخله استفاده کنند. کنترل روزانه نرخ ارز، نرخ بهره و نقدینگی بازار پول می‌تواند نقاط فشار سیستم را آشکار کند و به نیاز آن پاسخ گوید.

برای حضور دائم و مداخله در بازار، تغییر در ساختار اتخاذ تصمیم، سازماندهی، سیستم‌های

اطلاعات و مدیریت منابع انسانی و تکنولوژی بانک مرکزی ضروری است.<sup>۱</sup>

### ۳. بررسی سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران

اکنون و پس از آن‌که دیدگاه‌های نظری را در خصوص نقش سیاست‌های پولی در اقتصاد ملاحظه کردیم، شایسته است تا تحولات مربوط به این سیاست را در قالب ابزار به کار گرفته شده که دلالت بر جنبه‌ی آزادی سیاست‌گذاری دارد یا در قالب سایر عوامل تعیین‌کننده که مشعر به جوانب غیرآزادی تحولات پولی (سیاست پولی تحقق یافته) است، در اقتصاد ایران دنبال کنیم و در پرتو نقاط ضعف موجود در سیاست پولی اتخاذ شده یا تحقق یافته تلاش کنیم تا راه‌های کارآترکردن این سیاست اقتصادی را در ابعاد ساختاری و سازمانی و قانون‌گذاری و تصمیم‌گیری بیابیم. راهکارهایی که اتخاذ سیاست پولی هدفمند در اقتصاد کشور را با هنرمندی و اثر بخشی بیشتری همراه کند تا ثبات اقتصادی و فراهم آمدن بستر امن اقتصادی برای بروز رفتارهای اقتصادی قوی‌تر تحقق یابد.

#### ابزار سیاست‌های پولی در بانکداری بدون ربا

دیدگاه تلفیقی مبتنی بر ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی و ماده ۲۰ قانون بانکداری بدون ربا مبنای ابزار سیاست پولی به شرحی است که در پی می‌آید.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

الف) به منظور جذب سپرده‌ها

• تعیین نوع، میزان، حداقل و حداکثر امتیازات اعطایی به سپرده‌گذاران و تعیین ضوابط تبلیغات برای بانک‌ها در این موارد.

• تعیین انواع و میزان حداقل و حداکثر کارمزد خدمات بانکی (مشروط بر این‌که بیش از هزینه کار انجام شده نباشد) و حق الوکاله به کارگیری سپرده‌های سرمایه‌گذاری که به وسیله بانک‌ها دریافت می‌شود (تخفیف یا معافیت حق الوکاله).

ب) برای اعطای تسهیلات

1. Carl- Johan Lindgren (1990), "The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy. The Evolving Role of Central Banks", IMF.

- تعیین حداقل و حداکثر میزان اعتبارات در قالب هر یک از عقود اسلامی.
- تعیین رشته‌های مختلف سرمایه‌گذاری و مشارکت در حدود سیاست‌های اقتصادی مصوب و تعیین حداقل نرخ سود احتمالی.
- تعیین حداقل یا حداکثر نسبت سود بانک‌ها.
- تعیین حداقل و حداکثر نسبت سود بانک‌ها در معاملات اقساطی و اجاره به شرط تملیک در تناسب با قیمت تمام شده مورد معامله.

(ج) عملیات بازار باز (بر اساس جایزه یا بدون جایزه و بر اساس مکانیسم قرض‌الحسنه)

(د) نرخ سپرده قانونی

(ه) خرید دین مجدد

(و) ترغیب اخلاقی

(ز) تعیین سهمیه اعتبارات بخشی یا کلی و ترجیحی کردن کارمزد تسهیلات اعطایی بر اساس

یارانه دولتی یا سایر مکانیسم‌ها

## ارزیابی عملکرد سیاست‌های پولی در ایران

### الف) عملکرد نسبت سپرده قانونی

روند تحولات سیاست‌های پولی از منظر نرخ ذخیره قانونی دارای چهار دوره متمایز است: مقطع زمانی ۱۳۴۰ تا ۱۳۴۳ با جهت‌گیری پولی انبساطی؛ مقطع زمانی ۱۳۴۴ تا ۱۳۵۲ با جهت‌گیری پولی انقباضی؛ مقطع زمانی ۱۳۵۳ تا ۱۳۵۹ با جهت‌گیری پولی انبساطی؛ و مقطع زمانی ۱۳۶۰ تا ۱۳۷۵ با جهت‌گیری پولی انقباضی.

اولاً گرچه طی دهه ۱۳۶۰ و نیمه اول دهه ۱۳۷۰ نرخ ذخیره قانونی روند صعودی داشته است (مقطع زمانی چهارم)، اما نظام بانکی با مازاد مواجه بوده است. ثانیاً با توجه به این‌که سهم فعالیت بانک‌های تخصصی در مقایسه با بانک‌های تجاری ناچیز است، عملکرد سیاست پولی و درجه تأثیر آن در بانک‌های تخصصی بازتاب وسیعی در کل اعتبارات و بازار متشکل پولی ندارد. "هدف کلی از افزایش نرخ ذخیره قانونی، محدود کردن جریان تسهیلات اعتباری به بخش خصوصی است، اما به دلیل آن‌که عملاً بانک‌های تجاری، یا به دلایل قانونی و یا بنابر شرایط سیاسی و اقتصادی قادر به استفاده از منابع آزاد خود نبوده‌اند، نرخ ذخیره قانونی ابزار مؤثری در جهت تخصیص اعتبارات تلقی

نمی‌شود.<sup>۱</sup>

### ب) عملکرد نرخ تنزیل مجدد

این ابزار زمانی از کارایی لازم برخوردار است که بانک‌ها با کمبود منابع سپرده‌ای مواجه باشند. قبل از انقلاب، علی‌رغم حجم در خور توجه اعتبارات بانکی، سهم منابع تنزیلی در کل بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی ناچیز بوده است. بر همین اساس، می‌توان گفت این ابزار تیغ برنده‌ای به حساب نمی‌آید. پس از انقلاب نیز به دلیل شبهه ربوی استفاده از آن متروک واقع شد. قابل ذکر است قبل از انقلاب از این ابزار برای بخش‌های گوناگون به صورت ترجیحی استفاده می‌شد.<sup>۲</sup> البته به نظر نمی‌رسد خرید مجدد دین به وسیله بانک مرکزی از موانع شرعی برخوردار باشد، اما تاکنون انجام نشده است. نظر به این‌که از بُعد فقهی معامله دین بلاشکال است و برای اجل نیز به لحاظ شرعی می‌توان سهم مادی قائل شد، لذا این‌که فردی طلب زمان بر خود را به رقم کمتری به بانک‌ها بفروشد و بانک‌ها نیز در صورت کمبود منابع مالی، با فروش بدهی مزبور به بانک مرکزی، مبلغ آن را تأمین مالی کنند، می‌تواند به عنوان یک راهکار برای به جریان انداختن ابزار نرخ تنزیل مجدد (در قالب خرید مجدد دین از سوی بانک مرکزی) مورد بررسی واقع شود.

### ج) عملکرد عملیات بازار باز

گرچه عملیات بازار باز یکی از ابزارهای مهم سیاست پولی در بانکداری متعارف است، اما در ایران قبل از انقلاب مردم رغبتی به آن نداشتند و عامل اصلی که در این میان نقش بازی می‌کرد بانک‌ها و بخش دولتی بود. بعد از انقلاب نیز به دلیل شبهه ربوی استفاده از آن منحصر به بخش دولتی و بسیار کم‌رنگ شد. این موضوع که بانک مرکزی بتواند بدهی‌های متراکم دولتی نزد خود را در قالب اوراق مشارکت به مردم بفروشد یا در هنگام لزوم آن‌ها را خریداری کند، قابل تأمل است و در صورت داشتن صحنه شرعی، و با فرض اندیشیدن راهکار تأمین هزینه‌های آن، بانک مرکزی از این طریق می‌تواند عملیات بازار باز را دامن بزند.

۱. اکبر کیمیجانی، سیاست‌های پولی مناسب در جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی، ص ۱۲.

۲. محمدرضا حاجیان، "بررسی ماهیت سیاست‌های پولی ایران طی سال‌های ۱۳۴۷-۶۴"، ص ۷۳.

### د) عملکرد ابزار کیفی سیاست‌های پولی

با توجه به این‌که بخش اعظم پایه پولی یعنی مطالبات بانک مرکزی از دولت (که تحت تأثیر مصوبات قانونی است) و نیز دارایی‌های خارجی بانک مرکزی (که تحت تأثیر سیاست صادرات نفت دولت، مصوبات اوپک و بازار جهانی نفت است) دو متغیر برون‌زا به حساب می‌آیند و کنترل آن از عهده بانک مرکزی تقریباً ساقط است. بر این اساس، ابزار کیفی سیاست پولی در اقتصاد ایران باید نقش مضاعفی را بر عهده داشته باشد.

از دهه ۱۳۵۰ به این سو، برای اعتبارات بانکی سقف بخشی تعیین شده است و از سال ۱۳۶۰ سقف کلی نیز به کار گرفته شده است. اما این سقف‌ها چه به صورت کلی و چه به صورت بخشی کمتر به‌طور دقیق رعایت شده است و گاه سقف مزبور در هاله‌ای از ابهام به سر می‌برد که این امر استفاده از آن را به عنوان ابزار کنترلی مختل می‌سازد. به عنوان مثال، از سال ۱۳۷۳ که مجدداً سقف اعتباری کلی پس از دو یا سه سال توقف، این بار از سوی مجلس شورای اسلامی، و نه شورای پول و اعتبار، تعیین شد. ملاک رقم مطلق افزایش در تغییر خالص بدهی بخش‌های دولتی، تعاونی و خصوصی است. در حالی که اگر خالص به مفهوم بدهی منهای سپرده در نظر گرفته شود سپرده‌های بخش خصوصی آن قدر زیاده‌تر از بدهی‌های آن است که یک رقم منفی به دست می‌آید و هیچ‌گاه به سقف تعیین شده در قانون بودجه نخواهد رسید.

وجود اختلاف بین رقم‌های مصوب و عملکرد در بخش‌ها به دلیل سودآوری برخی از بخش‌ها و سودآوری کمتر بخش‌های دیگر است که بانک‌ها را وامی‌دارد به برخی از بخش‌ها رغبت بیشتری نشان دهند. علاوه بر این، به قدرت جذب بخش‌ها نیز بستگی دارد. ناچیز بودن نرخ سود مورد انتظار (در مقایسه با نرخ تورم) و گاه نیازهای مالی ناشی از تعدیل نرخ ارز نیز عاملی است که در تجاوز از سقف کلی مصوب مؤثر بوده است.

در مجموع، هماهنگی بین ابزار کمی و کیفی در ارتباط با سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی نسبتاً وجود داشته و عموماً سیاست پولی انقباضی اعمال شده است. اما این سیاست نتوانسته است تعادل میان دو جریان پول و کالا را به نحو مطلوب تأمین کند.

### الگوهای تجربی ارزیابی سیاست‌های کیفی پولی

در زمینه ارزیابی تأثیر سیاست‌های کیفی پولی، می‌توان ارتباط بین تسهیلات اعطایی و سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را مد نظر قرار داد. الگوهای تجربی مطرح شده مبتنی بر "آزمون



نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های ... ۷۳

ایستایی سری‌های زمانی و همگرایی<sup>۱</sup> در صدد است تا از عملکرد نظام بانکی در بخش‌های گوناگون اقتصادی پرده بردارد.

$$IAG = 9.07 + 0.58 dLAG$$

$$(0/16) \quad (5)$$

$$R2 = 0.96 \quad DW = 2 \quad F = 2.0 \quad (1354-1373) \rho = 0.97$$

$$LInd = 113/6 + 0.27 D(LInd)$$

$$(1) \quad (1/8)$$

$$R2 = 0.98 \quad DW = 2 \quad F = 615 \quad (1354-73) \rho = 1/74$$

$$IS = 2452 + 5/7 DLS$$

$$(3) \quad (3/8)$$

$$R2 = 0.68 \quad DW = 1/8 \quad (46-74) \quad MA(1) = 0.82$$

$$PI = -172 + 2/46 DNGL - 5474 d_{11}$$

$$(-1) \quad (33) \quad (-10)$$

$$R2 = 0.98 \quad DW = 1/75 \quad F = 618 \quad (43-74)$$

$$1) GI = 485 + 0.66 DGLB + 0.75 DGLB(-1)$$

$$(2/6) \quad (7) \quad (6)$$

$$R2 = 0.957 \quad DW = 1/64 \quad F = 2.5 \quad (43-74) \quad MA = 0.91$$

$$2) GI = 459 + 0.77 DGLB_s + 0.91 DGLB_s(-1)$$

$$R2 = 0.95 \quad DW = 1/5 \quad F = 16.0 \quad (43-74) \quad MA = 0/9$$

$IAG$  میزان سرمایه‌گذاری جاری در بخش کشاورزی،  $dLAG$  تغییر در مانده اعتبارات بانکی به بخش کشاورزی،  $LInd$  میزان سرمایه‌گذاری جاری در بخش صنایع و معادن،  $D(LInd)$  تغییر

درمانده اعتبارات بانکی به بخش صنایع و معادن،  $IS$  میزان سرمایه‌گذاری در بخش خدمات،  $DL_S$  تغییر در مانده اعتبارات بانکی به بخش خدمات،  $PI$  میزان سرمایه‌گذاری خصوصی جاری،  $DNGL$  تغییر در بدهی بانکی بخش غیردولتی،  $d_p$  معرف سال‌های تعدیل ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۲،  $GI$  سرمایه‌گذاری در بخش دولتی،  $DGLB$  تغییر در بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و  $DGLB_D$  تغییر در بدهی بخش دولتی به نظام بانکی است.

این معادلات گویای آن است که درجهٔ اصابت اعتبارات بانکی به سرمایه‌گذاری در بخش‌های خدمات، کشاورزی و صنایع و معادن به ترتیب  $۵۸/۵/۷$ ،  $۰/۲۷$ ،  $۰$  است. این امر گویای آن است که بخش خصوصی در "خدمات"، از منابع خود بدون اتکا به نظام بانکی بیشتر استفاده می‌کند و، علاوه بر این، اعتبارات سایر بخش‌ها نیز به این بخش سرایت می‌کند. در خصوص بخش صنایع و معادن نیز صرف نظر از تورش موجود در نحوهٔ محاسبهٔ سری زمانی اعتبارات مربوط، گویای این نکته است که بخش قابل ملاحظه‌ای از اعتبارات بانکی در این بخش یا صرف امور جاری می‌شود یا آن که به دیگر بخش‌ها منتقل می‌شود. معادلات مربوط به سرمایه‌گذاری دولتی نیز گویای آن است که دولت در سرمایه‌گذاری‌های خود اولاً در مقایسه با بخش غیردولتی کمتر به اعتبارات بانکی اتکا دارد. دوم آن که بخش بیشتری از اعتبارات در دست بخش دولتی صرف امور غیر سرمایه‌گذاری می‌شود و سوم آن که کارایی اعتبارات سرمایه‌گذاری در بخش غیر دولتی بیشتر از اعتبارات بانکی سرمایه‌گذاری در دست بخش خصوصی است.

## تبصره‌های تکلیفی

در خصوص تبصره‌های تکلیفی به‌عنوان يك ابزار غیر کارا در سیاست‌گذاری مستقیم و کیفی باید گفت: وجود این تبصره‌ها ولو به‌صورت جاری، منابع بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بار طرح‌های عمرانی دولت را بر دوش بانک‌ها می‌نهد و با معوق ماندن و دیرکرد یارانه، سود تسهیلات و نرخ سود حداقل، تراز بانک‌ها را با کسری مواجه می‌کند. به‌علاوه، با وکالت در بانکداری بدون ربا در تعارض است. نوعی کسری بودجه پنهان است که به روند رشد نامتناسب نقدینگی و تورم‌زایی کمک می‌کند. با اهداف برنامه‌های توسعه هماهنگ نیستند. به‌طور ۳۵ درصد تسهیلات تکلیفی به بخش غیردولتی داده شده است که در تعارض با اولویت‌های برنامه‌های توسعه است. به تدریج اتکا بودجه دولت به تبصره‌های تکلیفی افزایش یافته و از ۴ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۹ درصد در سال ۱۳۷۵ بالغ شده

نقش سیاست های پولی در تحولات چرخه های ... ۷۵

جدول ۲: بررسی بودجه سالانه دولت و تسهیلات اعتباری تبصره های تکلیفی طی سال های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۵

(به میلیارد ریال)

سال	بودجه سال دولت	مصوبه تسهیلات تبصره های تکلیفی		تسهیلات اعتباری بخش غیردولتی		تسهیلات اعتباری بخش دولتی		تسهیلات اعتباری جاری		تسهیلات اعتباری سرمایه گذاری	
		ارزش	درصد به بودجه	ارزش	سهم از کل	ارزش	درصد به بودجه	ارزش	سهم	ارزش	سهم
۱۳۶۸	۹۸۷۳/۷	۶۹۷	۷/۱۲	۳۸	۲۶۵	۴۳۲	۴/۴	۴۷۵	۶۸/۱۵	۲۲۲	۳۱/۸۵
۱۳۶۹	۱۳۷۲۴/۲۶۵	۷۱۷/۵	۵/۴۵	۵۶	۴۰۰	۳۱۷/۵	۲/۳	۵۵۰	۷۶/۶۵	۱۶۷۵	۲۳/۳۵
۱۳۷۰	۲۰۰۹۷/۳	۱۱۱۰/۵	۵/۵۳	۶۹	۷۶۵	۳۴۵/۵	۱/۷	۷۲۵	۶۵/۳	۳۸۵/۵	۳۴/۷
۱۳۷۱	۲۸۹۱۲/۱	۱۷۷۰/۵	۶/۱۲	۵۰	۸۹۵/۵	۸۷۵	۳	۱۲۴۵	۷۰/۳۲	۵۲۵/۵	۲۹/۸۶
۱۳۷۲	۵۴۳۹۲/۶۴	۵۱۲۷/۱۵	۹/۴۳	۴۱	۲۱۲۵	۳۰۰۲/۱۵	۵/۵	۳۷۵۰	۷۳/۱۴	۱۳۷۷/۱۵	۲۶/۸۶
۱۳۷۳	۶۹۷۷۲/۸	۱۰۱۸۵	۱۴/۶	۳۸	۳۸۵۵	۶۳۳۰	۹	۶۱۷۰	۶۰/۵۸	۴۰۱۵	۳۹/۴۲
۱۳۷۴	۹۶۱۰۱/۲	۱۵۸۰۵	۱۶/۴۵	۳۱	۴۹۸۰	۱۰۸۲۸	۱۱/۳	۹۳۹۷	۵۹/۴۴	۶۴۱۱	۴۰/۵۶
۱۳۷۵	۱۳۷۲۴۲/۶	۱۹۸۲۷	۱۴/۴۶	۳۱	۶۱۵۴	۱۳۶۹۳	۱۰	۱۱۲۴۰	۵۶/۶۳	۸۶۰۷	۴۳/۳۷
جمع	۴۱۲۰۲۶/۶	۵۵۲۵۹/۶۵	۱۳/۴۱	۳۵	۹۲۳۹/۵	۳۵۸۲۳/۱۵	۸/۷	۳۳۵۵۲	۶۰/۷	۲۱۷۱۰/۶۵	۳۹/۳

جدول ۳: مقایسه رشد پایه پولی و ضریب تکاثری با رشد نقدینگی

سال	نرخ رشد پایه پولی $B^0$	نرخ رشد ضریب فزاینده $m^0$	نرخ رشد نقدینگی (برآوردی)	سهم رشد پایه پولی در رشد نقدینگی $\frac{B^0}{M^0/2}$	سهم رشد ضریب تکاثری نقدینگی در رشد نقدینگی $\frac{M^0}{m^0/2}$	نرخ رشد نقدینگی (تحقق یافته)
۱۳۷۰	۱۴/۹۹	۸/۴۱	۲۳/۴	۶۴/۱	۳۵/۹	۲۴/۶
۱۳۷۱	۱۷/۴۵	۶/۸۹	۲۴/۳۴	۷۱/۷	۲۵/۲	۲۵/۳
۱۳۷۲	۲۴/۴۸	۷/۶۶	۳۲/۱۴	۷۶/۲	۲۳/۸	۳۴/۲
۱۳۷۳	۳۲/۹	-۳/۳	۲۹/۶	۱۱۱/۱	-۱۱/۱	۲۸/۵
۱۳۷۴	۴۳/۷	.	۴۳/۷	۱۰۰	.	۳۷/۶
۱۳۷۵	۳۷/۶	-۴/۶۵	۳۲/۹۶	۱۱۴	-۱۴	۳۷
۱۳۷۶	۲۵/۹*	-۸/۵	۱۷/۴	۱۴۸/۸	۴۸/۸	۱۷/۳

توضیح: اختلاف نرخ رشد نقدینگی برآوردی با نرخ رشد نقدینگی تحقق یافته به دلیل اثر متقابل پایه پولی و ضریب فزاینده نقدینگی است که در محاسبه این پیوست نادیده گرفته شده است.

\* برآورد

است. طی این مدت گرچه بودجه دولت ۱۳ برابر شده اما تسهیلات تکلیفی دولتی ۲۴ برابر شده است. قریب ۱ درصد از تسهیلات تکلیفی دولتی به صورت جاری است که غیرمولد و قاعدتاً تورم‌زاست.

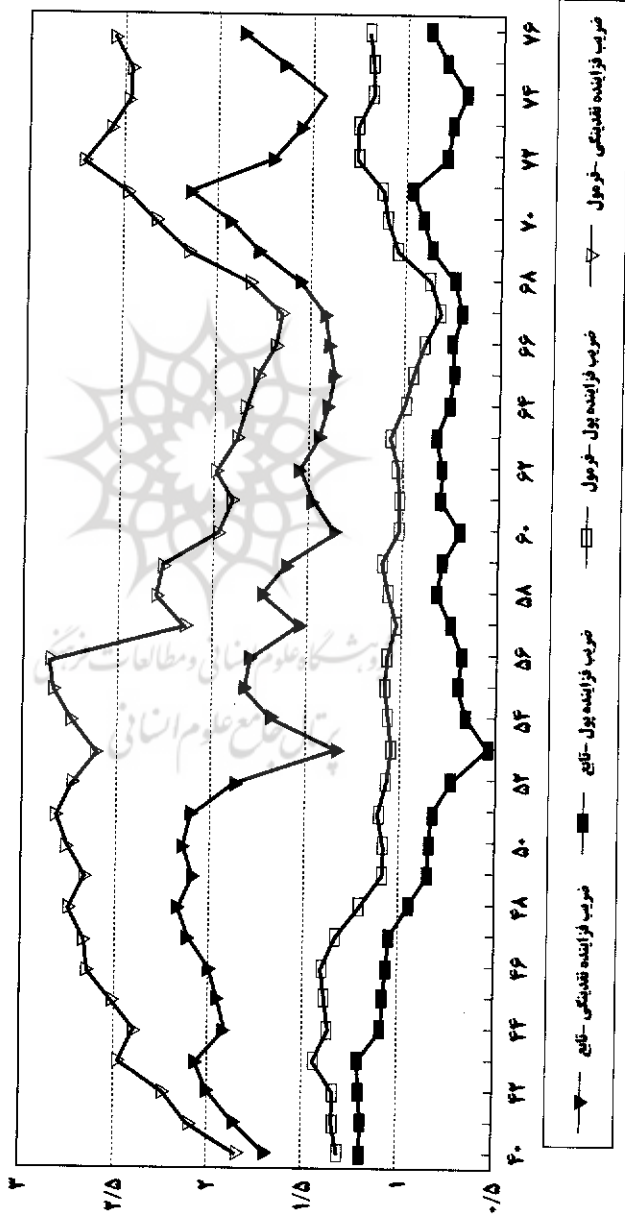
## بررسی آماری پایه پولی

در طول چهار دهه اخیر غالباً رفتار دو متغیر اصلی پایه پولی یعنی دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و خالص بدهی‌ها، بخش دولتی به بانک مرکزی در جهت عکس یکدیگر بوده است. بیشترین سهم در رشد نقدینگی متعلق به پایه پولی بوده است، به طوری که حتی در سال‌های ۷۵-۱۳۷۳ به دلیل اعمال سیاست‌های انقباضی اعتباری، رشد ضریب فزاینده منفی یا صفر بوده و تا حدودی از اثر افزایشی پایه پولی در نقدینگی را کاهش داده است.

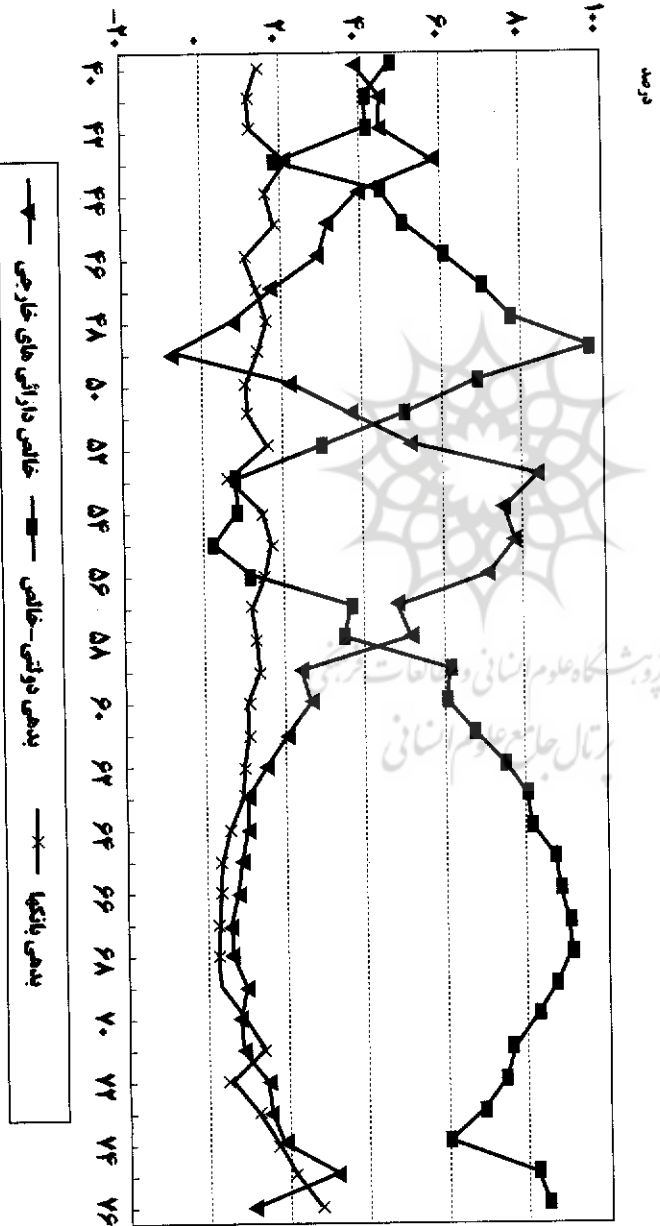
## ضریب تکاثری نقدینگی

ضریب تکاثری نقدینگی (قدرت پول آفرینی بانک‌ها) گرچه در بلندمدت از یک ثبات نسبی برخوردار بوده است بدین معنا که در ۱۳۷۶ به رقمی در حدود رقم ۱۳۵۲ رسیده است، اما در میان مدت روند فزاینده آن غیر قابل انکار است. این متغیر اگرچه در طول دوران جنگ (۶۸-۱۳۶۰) از ۲ کمتر بوده است، اما بعد از اتمام جنگ و شروع برنامه‌های توسعه و بازسازی ارزش آن به شرایط قبل از جنگ تعدیل یافته یا در حال تعدیل است. بنابراین، با توجه تغییر در ضریب تکاثری نقدینگی، ملاحظه می‌شود که بخش اعظم تغییر در حجم نقدینگی در ایران با تغییر در جز دوم نقدینگی یعنی پایه پولی ایجاد شده است. البته گرچه می‌توان گفت که تغییرات این متغیر یک عامل مثبت در کنترل حجم نقدینگی بوده است. به این معنا که در سال‌هایی که دولت به دلایل متعدد از جمله جنگ با کسری بودجه‌ها، متوالی مواجه بوده، به دلیل کاهش ارزش این متغیر کسری‌های دولت (که موجب افزایش پایه پولی می‌شود) با ضریب کمتری در نقدینگی منعکس شده است. اما در عین حال باید دانست تحولات ضریب فزاینده نمایانگر تحولات پولی درونی است. اگر این فرض پذیرفته شود که بخش خصوصی در تخصیص مولد و مؤثر اعتبارات کارا تر عمل می‌کند اگر پذیرفته شود که جهت‌گیری اعتبارات بانک‌ها باید بیشتر به سمت بخش خصوصی باشد، در این صورت باید گفت توجه بیشتر به بخش خصوصی در عرصه اعتبارات بانک‌ها باید بیشتر به سمت بخش خصوصی باشد، در این صورت باید گفت کنترل نقدینگی به عنوان عاملی در جهت کنترل تورم در کشور ضروری است اما بهتر است این کنترل از ناحیه پولی بیرونی (پایه پولی) عملی شود، تا این که به نحوی عمل شود که در شرایط رکود تورمی حاضر، جور سنگینی بدهی دولت به بانک مرکزی را اعتبارات بانکی معطوف به بخش خصوصی تحمل کند.

نمودار ۲: روند ضریب فزاینده نقدینگی و پول از دو طریق



نمودار ۳: سهم اجزای اصلی در منابع پایه پولی بانک مرکزی



## بررسی نظریهٔ مقداری پول

با فرض ثبات تقریبی سرعت گردش پول و تبیین رابطه مبادله به صورت نرخ رشد خواهیم داشت:

$$1) \text{LPGDP} = 2/2 + 0/83 \text{LM2} + 0/17 \text{d}_1 \quad (38-75)$$

$$(19) \quad (62) \quad (2)$$

$$R^2 = 0/99 \quad DW = 1/04 \quad F = 1680 \quad ma = 0/84$$

$$2) \text{LGDP} = 7/6 + 0/178 \text{LM2} + 0/36 \text{d}_1 \quad (42-76)$$

$$(87) \quad (14) \quad (5)$$

$$R^2 = 0/91 \quad DW = 2 \quad F = 102 \quad ma = 0/93$$

طبق معادلهٔ اول، هر يك درصد افزایش در نقدینگی  $0/83$  درصد افزایش در تولید ناخالص داخلی جاری یا مخارج کل پدید می‌آورد. در حالی که در معادلهٔ دوم مقدار کشش کم بوده و هر يك درصد تغییر در حجم نقدینگی تنها  $0/17$  درصد تغییر در تولید واقعی را به دنبال دارد. لذا می‌توان گفت در بلندمدت اثر افزایش حجم پول عمدتاً بر سطح قیمت‌ها اثر می‌گذارد و بر تولید واقعی تأثیر کمتری دارد.

## تحلیل مقایسه‌ای رابطهٔ مبادله

بررسی بیست کشور در حال توسعه و پیشرفته شامل ایران در سال‌های  $1985$ ،  $1990$  و  $1994$  تا  $1996$  و میانگین  $1994$  تا  $1996$  نشان می‌دهد که:

۱. همواره توازن دو طرف رابطهٔ مبادله با اختلاف اندک برقرار است.

۲. در غالب کشورهایی که رتبهٔ بالایی در رشد نقدینگی دارند، سهم رشد قیمت‌ها در حاصل جمع سمت چپ رابطهٔ مبادله  $(M+V)$ ، بالا و نزدیک به يك است که نشانگر تأثیر بیشتر رشد نقدینگی در متغیرهای اسمی (مشخصاً تورم) است؛ بر عکس کشورهایی که رشد نقدینگی آن‌ها کم است.

۳. در مورد ایران در سال‌های مورد بررسی توازن‌های نسبی بدین شرح بین دو طرف اتحاد برقرار

بوده است:

$$(۱۴۸/۸ \approx ۱۴/۷)، (۳۶/۱ \approx ۳۷/۷)، (۳۰/۵ \approx ۳۰/۱)، (۷/۲ \approx ۶/۴)، (۳۱/۳ \approx ۲۸)$$

۴. در مورد ایران تا آن‌جا که به عبارت  $(M+V)$  مربوط می‌شود، سهم رشد قیمت‌ها در مجموع این عبارت، در سال‌های مورد بررسی، به ترتیب عبارت است از:  $۰/۷$  (برای ۱۳۶۴)،  $۰/۶$  (برای ۱۳۶۹)،  $۰/۹$  (برای ۱۳۷۳)،  $۰/۸$  (برای ۱۳۷۴)،  $۰/۸$  (برای ۱۳۷۵)،  $۰/۹$  (برای میانگین سال‌های ۷۳-۱۳۷۴). این پدیده نشان از کشش‌پذیری اندک عرضه کل نسبت به تغییرات قیمت‌ها دارد. چنین وضعیتی القاکننده حالت شبه اشتغال کامل در اقتصاد و وجود تنگناهای اقتصادی و ساختاری است. بر همین اساس است که نمی‌توان منکر شد بخش قابل ملاحظه‌ای از مشکل مربوط به نقدینگی و تورم تنها در گرو برطرف شدن آن تنگناهای اقتصادی و ساختاری است که البته رفع آن‌ها را نمی‌توان با اتخاذ سیاست‌های کوتاه‌مدت مطمح نظر قرار داد.

۵. در عموم کشورهایی که حاصل جمع رابطه  $(M+V)$  در آن‌ها یک رقمی یا منفی است، نرخ افزایش قیمت‌ها هم یک رقمی یا منفی است. بنابراین، از این بُعد نیز می‌توان نتیجه گرفت کنترل نقدینگی به مقدار قابل توجهی از رشد قیمت‌ها را کاهش خواهد داد.

۶. به نظر می‌رسد رشد نقدینگی بالا نمی‌تواند اهرمی برای برطرف ساختن رکود و کساد باشد.

## ۴. مکانیسم اثرگذاری پولی در اقتصاد ایران

### (متدولوژی و تخمین مدل)

تاکنون ضمن بیان تحولات اقتصادی ایران و چگونگی تحقق یا اجرای سیاست‌های پولی در ایران و نیز دریافت ویژگی‌های ابزارهای پولی به کار گرفته شده، روشن شد که سیاست پولی بنا به دلایل وجود مشکلات ساختاری و تبعیت از سیاست مالی توانسته است به صورت کارا در خدمت تحقق اهداف اقتصادی قرار گیرد. عموماً برآیند عملکرد آن به نحوی بوده است که نرخ رشد نقدینگی به مراتب فراتر از حد تناسب با رشد اقتصادی، به ویژه تحت تأثیر عامل پول بیرونی، شکل گرفته است. این امر اقتصاد را با بی‌ثباتی در عرضه قیمت‌های داخلی مواجه کرده است که طبیعتاً این وجه از عدم تعادل داخلی، در نوسان‌های نرخ ارز و عدم تعادل بخش خارجی نیز بی‌تأثیر نیست. کما این‌که مجموعه نوسان‌های اختلال‌زا با ایجاد اختلال در برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به صورت مستقیم و غیرمستقیم بر متغیرهای واقعی به ویژه رشد و نیز بر امنیت تأثیر سوء دارد. نگرش جامع بر تأثیرات کلان تحولات پولی در قالب تدوین یک الگوی کلان امکان‌پذیر است. این الگو که دارای



بخش‌های پولی، مالی، حقیقی و خارجی است، مبتنی بر دیدگاه تلفیقی کینزین‌ها و پول‌باوران طراحی شده است و به صورت تک معادله‌ای در ابعاد زمانی کوتاه‌مدت با تفکیک آثار پولی قابل انتظار و غیر قابل انتظار تخمین زده است.

آنچه در پی می‌آید، مجموعه معادلاتی است که گرچه تک تک و با متدهم‌گرایی تخمین زده شده‌اند، اما یک دید سیستماتیک از اثرگذاری پولی را القا می‌کند. معادلات مطرح شده عموماً مطابق با مبانی نظری موجود یا کارهای تجربی انجام شده شکل گرفته است. البته شایان ذکر است که در ایران، علی‌رغم پایین بودن میل نهایی به پس‌انداز، به علت تنگناها اقتصادی و ریسک سرمایه‌گذاری، تحقق دیدگاه کینزی دشوار است و اقتصاد ایران به علت همین تنگناها با دیدگاه پولی در خصوص اثر جبرانی سیاست مالی انطباق بیشتری دارد؛ همچنان که عرضه پول را می‌توان درون‌زا و عمدتاً براساس تحولات اجزای پایه پولی تحت تأثیر بودجه دولت و بازار نفت در نظر گرفت. درون‌زایی پول بیشتر با دیدگاه کینزی انطباق دارد. اما نباید دوزن‌زایی را به کنترل ناپذیری تفسیر کرد بلکه با اصلاحات ساختاری کنترل نرخ رشد نقدینگی امکان‌پذیر است. به علاوه، معنی‌دار نبودن نرخ بهره را می‌توان براساس این وجه تمایز پولی و کینزی که دیدگاه اول بر مجموعه‌های پولی و دیدگاه دوم بر شرایط پولی تأکید دارد، منطبق با دیدگاه پولی دانست. در مدل طراحی شده، هزینه‌های دولت درون‌زا و حساب سرمایه برون‌زا در نظر گرفته شده و مناسب‌ترین دیدگاه تراز پرداخت‌ها، دیدگاه تلفیقی کشش‌ها و کینزی لحاظ شده است؛ در این مدل  $PGDP$  تولید ناخالص داخلی جاری،  $dM2$  تغییر در نقدینگی اسمی،  $mr$  نرخ بهره بازار غیرمتشکل (هزینه استقراض)،  $M^2$  نرخ رشد نقدینگی اسمی،  $P^e$  نرخ تورم،  $Or$  نرخ بهره بازار متشکل،  $GDP$  تولید ناخالص داخلی واقعی،  $P^e$  نرخ تورم انتظاری مبتنی بر انتظارات تطبیقی با ترکیب  $0.25/0$  برای نرخ تورم فعلی و  $0.75/0$  برای نرخ تورم انتظاری دوره قبل،  $dLER$  تغییر لگاریتم نرخ ارز وزنی،  $GAP$  شکاف تولید،  $LRI$  لگاریتم سرمایه‌گذاری واقعی،  $FRM^2$  رشد قابل انتظار پولی،  $FFRM^2$  رشد غیر قابل انتظار پولی،  $dGD$  تغییر در خالص بدهی دولت به بانک مرکزی،  $BD$  کسری بودجه دولت،  $Lm2$  و  $dLH$  به ترتیب لگاریتم ضریب فزاینده و تغییر در لگاریتم پایه پولی،  $b$  میل نقدینه‌خواهی مردم،  $t$  نسبت سپرده‌های مدت دار به دیداری،  $re$  نرخ ذخایر مازاد و احتیاطی،  $W_p$  نرخ سود وزنی،  $Sr$  نرخ سود کوتاه مدت،  $LNOX$  لگاریتم صادرات واقعی غیرنفتی،  $LREER$  لگاریتم نرخ ارز واقعی،  $LTX$  لگاریتم کل صادرات واقعی، و  $LRM$  لگاریتم واردات واقعی است. یادآوری می‌شود که شاخص‌های ارزبایی مدل، مؤید



اثر نقدینگی بر تولیدات جاری در بلندمدت حدود چهار برابر کوتاه مدت است و نرخ بهره رفتار معنی‌داری را ارائه نمی‌کند. نرخ تورم انتظاری اثر تعیین‌کننده‌ای بر نرخ تورم جاری دارد و این اثر در کوتاه‌مدت حدود برابر بلندمدت است. یک درصد رشد اقتصادی می‌تواند حدود  $0/35$  واحد از نرخ تورم بکاهد. گرچه به لحاظ نظری سطح قیمت نوسان نرخ ارز را نشان می‌دهد، اما در پرتو واکنش انفعالی حجم پول نسبت به نوسان فزاینده نرخ ارز، یک دور باطل حادث می‌شود که در این چارچوب نرخ ارز اثر قابل ملاحظه‌ای بر تورم دارد. به طوری که یک واحد تغییر در نرخ رشد بین  $4/6$  تا  $8$  واحد نرخ تورم را افزایش می‌دهد. جزء قابل انتظار رشد پولی ( $FRM^2$ ) ضرایب معنی‌داری را برای سه دوره از خود نشان می‌دهد و مجموعاً  $0/09$  واحد موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. از طرفی جزء غیر قابل انتظار نیز که از تفاضل ارقام واقعی نرخ رشد واقعی پولی و جزء قابل انتظار به دست می‌آید، در دو دوره ضرایب معنی‌داری دارد که جمعاً معادل  $0/08$  واحد است. بر این اساس، می‌توان گفت اثر نرخ رشد پولی بر رشد اقتصادی در اقتصاد ایران ناچیز است، اما همین اثر ناچیز را نمی‌توان به صورت متمایز به یکی از دو جزء قابل انتظار یا غیر قابل انتظار افزایش پولی منتسب دانست، بلکه هر دو جزء از تأثیر مشابهی برخوردارند. البته مدت زمانی که طول می‌کشد تا تأثیرات جزء غیر قابل انتظار از بین برود کوتاه‌تر است و از دو دوره تجاوز نمی‌کند. اما دیگری قدری بیشتر طول می‌کشد. افراد و بنگاه‌ها در ابتدا پیش‌بینی صحیحی ندارند، اما در مدتی کوتاه پیش‌بینی خود را تعدیل می‌کنند و در نتیجه تأثیرات جزء قابل انتظار هم بی‌معنی خواهد شد. در واقع، این عکس‌العمل‌ها بستگی تامی به ساختار اطلاعاتی کشورها دارد.

اثر پایه پولی بر نقدینگی در بلندمدت  $0/52$  درصد و دو برابر اثر ضریب فزاینده ( $0/21$  درصد) است، اما در کوتاه‌مدت اثرگذاری این دو جزء معکوس است و این ضریب فزاینده است که تأثیر بیشتری ( $0/57$  درصد) دارد و بر پایه  $0/33$  درصد اثر دارد. معادله ضریب فزاینده، رفتار آن را تحت تأثیر سه متغیر رفتاری  $z$ ،  $b$  و  $z$  بررسی می‌کند. در کوتاه مدت اثر میل نقدینه خواهی بر عکس دو متغیر رفتاری دیگر افزایش می‌یابد. در بُعد بلندمدت داریم:  $0/1$ ،  $0/34$  و  $0/16$ ، در حالی که در کوتاه‌مدت این ارقام به  $0/1$ ،  $0/24$  و  $0/20$  تغییر می‌یابد. اثر  $b$  در کوتاه‌مدت بیشتر است. هر یک درصد افزایش در نرخ ارز وزنی جاری،  $0/12$  و هر یک واحد افزایش در نرخ سود وزنی  $0/03$  واحد نرخ ذخایر مازاد و احتیاطی را کاهش می‌دهد. هر یک واحد افزایش در نرخ سود سپرده‌های کوتاه مدت  $0/36$  واحد  $z$  را افزایش می‌دهد و کشش  $z$  نسبت به نرخ سود  $0/19$  است. یک درصد افزایش در تولید واقعی،  $0/35$  درصد میل نقدینه خواهی مردم را کاهش می‌دهد، در

حالی که کشش  $b$  نسبت به نرخ ارز  $۰/۳۹$  - است. در کوتاه‌مدت نیز این ارقام  $۰/۹۹$  - و  $۰/۴۳$  - افزایش می‌یابد. بر اساس شرط مارشال - لرنر، هرگاه حاصل جمع قدر مطلق کشش‌های صادرات واقعی و واردات واقعی نسبت به نرخ ارز واقعی بزرگ‌تر از یک باشد، کاهش ارزش پول ملی می‌تواند منجر به بهبود تراز تجاری اسمی (حاصل تفریق صادرات کالاها و خدمات اسمی از واردات کالاها و خدمات اسمی) شود. حاصل جمع کشش‌های واردات و کل صادرات واقعی عددی کوچک‌تر از یک را به دست می‌دهد ( $۰/۸۱ = ۰/۶۶ + ۰/۱۵$ ) و بر این اساس نمی‌توان این‌گونه ارزیابی کرد که شرط مارشال - لرنر در مورد اقتصاد ایران در طول دوره  $۱۳۴۲-۷۴$  صادق باشد و عمل کاهش ارزش پول ملی یا افزایش ارزش پول ملی تأثیر معنی‌داری بر تراز تجاری اسمی نمی‌گذارد. حاصل جمع قدر مطلق کشش‌های واردات واقعی و صادرات غیر نفتی واقعی باز بزرگ‌تر از یک نیست. بنابراین، در مجموع باید گفت اثر تغییر نرخ بر تراز تجاری اسمی مثبت نخواهد بود و اگر هم باشد جنبه موقتی دارد و از طریق فشارهای تورمی حاصل از کاهش ارزش پول ملی سریعاً از بین خواهد رفت.

## ۵. توصیه‌های سیاستی

۱. مزایای مترتب بر ابزار غیرمستقیم پولی مستلزم لزوم سعی در انتقال از ابزارهای مستقیم به غیرمستقیم است، اما این وضعیت تنها با تحقق پیش شرط‌های آن امکان‌پذیر است.
۲. تعیین مستمر سقف کلی اعتبارات در شرایط مازاد منابع، و برداشتن ناگهانی آن می‌تواند قدرت پول آفرینی بانک‌ها را شدیداً افزایش دهد. بر این اساس، اتخاذ ابزارهای کارای پولی ضروری است.
۳. تداخل وظایف بانک‌های تجاری و تخصصی، تفاوت عملکردی این دو را به حد ناچیزی رسانده و تضعیف کارایی نظام بانکی در تخصیص منابع از این طریق قابلیت بررسی دارد؛ ضمن آن‌که سهم فعالیت بانک‌های تخصصی در مقایسه با بانک‌های تجاری ناچیز است و باید از وجوه اداره شده تخصصی از طریق بودجه‌های عمرانی (مشابه برنامه‌های عمرانی قبل از انقلاب)، نقش بانک‌های عمرانی را ارتقا داد و هزینه‌های عمرانی دولت را به نحو مؤثرتری به انجام رساند.
۴. براساس بندج ماده ۲۲ قانون پولی و بانکی مصوب ۱۳۳۹ دولت موظف بود قبل از تقدیم لایحه وام به مجلسین نظر صریح شورای پول و اعتبار را ضمیمه کند که این بند در قانون ۱۳۵۱ به شکل "اظهار نظر نسبت به لوایح ارجاعی از سوی دولت به شورا" تغییر کرد. احیای ضابطه قبلی جزء اصلاحات سازمانی در راستای تفکیک سیاست پولی از سیاست مالی به شمار می‌رود.
۵. شایسته است راهکارهای اجرایی مناسبی برای بهره‌مندی از مکانیسم خرید دین مجدد به منظور

استحکام ساختار نرخ هزینه دریافت وجوه سرمایه‌ای و کاراتر کردن بازار پول متشکل مورد بهره‌برداری جدی قرار گیرد.

۶. گرچه عملیات بازار باز یکی از ابزارهای مهم سیاست پولی در بانکداری متعارف است، اما در ایران قبل از انقلاب مردم رغبتی به آن نداشتند. بعد از انقلاب هم به دلیل شبهه ربوی استفاده از آن منحصر به بخش دولتی و بسیار کم‌رنگ شد. در شرایط فعلی اتخاذ راهکارهایی برای فروش "بدهی‌های دولتی به بانک مرکزی" به مردم و از این طریق فعال کردن عملیات بازار باز قابلیت بررسی دارد؛ ضمن آن‌که بررسی چگونگی استفاده از ابزار عملیات شبه بازار باز نیز توصیه می‌شود.

۷. در ۱۳۷۲، همزمان با یکسان‌سازی نرخ ارز و انجام سایر آزادسازی‌ها، سیاست پولی انبساطی اعمال شده است، طوری که افزایش مانده تسهیلات به بخش غیردولتی با  $30/5$  درصد افزایش (در مقایسه با ۲۹ درصد سال قبل) همراه بوده است. این به معنای عدم هماهنگی سیاست‌های پولی با سیاست‌های ارزی است. در چنین شرایطی هماهنگی سیاست پولی با سیاست ارزی به معنای حرکت در جهت عکس یکدیگر است. بدیهی است سیاست کاهش ارزش پول در صورتی می‌تواند اثر مثبت داشته باشد که سیاست پولی با آن هماهنگ باشد و در صورتی که کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها ایجاد می‌شود، که این عارضه در سطح خرد مصداق دارد، باید از ناحیه تحمق سایر ابعاد بازارهای مالی یا گسترش پول درونی به ازاء تضییق دامنه پول بیرونی جبران شود.

۸. شایسته است در قالب یک طرح تحقیقی بانک مرکزی بتواند پوشش و انطباق در طبقه‌بندی بخشی اعتبارات و سرمایه‌گذاری بخشی را فراهم کند.

۹. نحوه توزیع تسهیلات در قالب عقود متوازن نیست. مساقات و مزارعه عملاً کاربرد ندارد. تجدید نظر در نقش و فلسفه وجودی عقود در زمینه تخصیص بهتر منابع ضروری است.

۱۰. در طول سال‌های اخیر، مهم‌ترین ابزار کنترل نقدینگی به‌عنوان یک هدف میانی، کنترل اعتبارات بانکی بوده و پایه پولی که تأثیر و سهم بیشتری در نقدینگی داشته معمولاً غیر قابل کنترل یا کمتر قابل کنترل بوده است. به نظر می‌رسد که با انتخاب هر دو جزء تشکیل دهنده نقدینگی به‌عنوان هدف‌گذاری میانی سعی شود که بر پایه پولی خصوصاً دو جزء خالص بدهی دولت و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی کنترل بیشتری به‌عمل آید. همچنین، در خصوص کنترل حجم اعتبارات، کاهش سهم بخش دولتی از میزان سقف افزایش مانده تسهیلات و اختصاص سهم بیشتر به بخش‌های خصوصی و تعاونی توصیه می‌شود (افزایش سهم بخش دولتی از فشار سیاست‌های انقباضی).

۱۱. ادغام و یکپارچه کردن دو قانون پولی بانکی می‌تواند در شفافیت و انسجام ضوابط بخش

پولی و بانکی مؤثر باشد.

۱۲. شفافیت و اعتماد برانگیزی بیشتر سیاست‌های پولی اقتضای آن دارد که شورای پول و اعتبار موظف باشد در زمینه علت و نحوه تعیین نرخ‌های سود علی الحساب، اعمال سیاست‌های اعتباری هر سال، اهداف میانی پولی در نظر گرفته شده از جانب شورا و مانند آن همراه با مصوبات، مستندات و دلایل به‌طور رسمی و به شکل گزارش‌های دوره‌ای منتشر کند.

۱۳. شورای پول و اعتبار (۶۲/۱/۱۴) مقرر کرد که از ابتدای ۱۳۶۲ بانک مرکزی ۲ درصد کارمزد بدهی‌های دولت را اخذ نکند. استدلال آن بود که دولت قادر به بازپرداخت بدهی‌های خود نیست، لذا محاسبه کارمزد و سود در واقع به حساب درآمد بانک مرکزی گذاشته می‌شود و مشمول ۷۵٪ مالیات می‌شود. حال آن‌که به واقع درآمدی برای بانک احراز نشده است. این امر به کمتر از حد جلوه‌دادن بار بدهی‌های دولتی می‌انجامد.

۱۴. در خصوص کاراتر کردن سیاست پولی، با اتکا به روند خصوصی‌سازی، پیشنهاد می‌شود سالانه به میزان ۱۰٪ از میزان تسهیلات تکلیفی کاسته گردد.

۱۵. برآوردهای کمی در خصوص درجه اصابت اعتبارات بانکی در نظام برنامه‌ریزی فعلی پولی در حد مطلوب نیست. شاید ایجاد مؤسسات اعتباری موضوعی به‌عنوان واسطه‌های مالی تخصصی بتواند یکی از راهکارهای تخصیص بهتر منابع باشد. مزایای واسطه مالی عموماً در میعان سپرده، ریسک ناچیز، امکان وام بلندمدت، کاهش هزینه استقراض یا وام‌دهی و نیز افزایش بازده سپرده نهفته است که این مزایا با تخصصی‌تر شدن واسطه‌ای مالی و ایجاد رقابت بیشتر، بهتر تحقق می‌پذیرد. البته نظارت بانک مرکزی بر فعالیت تمام مؤسسات مالی (دولتی و خصوصی) به منظور کنترل و هدایت بخش پولی اقتصاد ضروری است.

۱۶. بانک مرکزی وقتی از کنترل مطلوب پایه پولی عاجز مانده است (پول خارجی)، به کنترل ضریب فزاینده (پول داخلی) روی آورده است و لذا روند ضریب در بلندمدت با ثبات است و لو آن‌که در سال‌های اخیر روند فزاینده یافته است. باید دانست در شرایط رکود تورمی، کنترل پول خارجی ضروری است اما افزایش پول داخلی به‌صورت اعطای اعتبار به بخش‌های مولد مفید است.

۱۷. برآورد رابطه مبادله در خصوص ایران گویای آن است که هر یک درصد افزایش در نقدینگی به ۰/۸۳ درصد افزایش مخارج کل منجر می‌شود، و هر یک درصد افزایش در نقدینگی تنها ۰/۱۷ درصد در درآمد ملی واقعی مؤثر است. لذا سیاست پولی انبساطی نمی‌تواند رشدزا تلقی شود، اما در جهت انقباضی با رعایت ظرافت مندرج در بند ۱۶ و عدم تضییق هر چه بیشتر بخش

خصوصی و ضریب فزاینده، برای تورم‌زدایی قابل توصیه است.

مأخذ:

الف) فارسی

افکاری، احمد علی، "بررسی علل تورم در برنامه پنج ساله اول ایران"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران. بانک مرکزی، "ترازنامه بانک مرکزی"، سال‌های مختلف.

بانک مرکزی، "بررسی تحولات اقتصادی کشور بعد از انقلاب، دی ۱۳۶۰.

پرتوی اسکویی، مصطفی، "کنترل حجم پول و تأثیر آن در تورم و نقش عملیات بازار باز در سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۵۰"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران.

تقوی، محمد، "تورم ده ساله اخیر ایران، علل آن و اقدامات دولت"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران. تونوچیان، بیژن (۱۳۷۵)، "اقتصاد پول و بانکداری".

جعفرزاده قدیمی، محمدرضا (۱۳۷۰)، "بررسی اثرات سیاست‌های پولی و مالی روی رشد اقتصادی در چارچوب مدل سنت لوئیس"، دانشگاه شهید بهشتی.

جلالی نائینی، سید احمد رضا (۱۳۷۶)، "بررسی روند تورم، سیاست‌های پولی، ارزی و اعتباری"، اقتصاد ایران، مؤسسه عالی پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه.

جهانی، پروانه، "برآورد تورم بر اساس معادلات همزمان"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه شهید بهشتی.

حاجیان، محمدرضا، "بررسی ماهیت سیاست‌های پولی ایران طی سال‌های ۱۳۴۷-۶۴".

خیابانی، ناصر، "بررسی نااطمینانی تورمی و تورم ایران"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران.

دادگر، یدالله، "ماهیت و چارچوب سیاست پولی و ابزارهای آن در نظام بانکداری اسلامی"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران.

دانه کار، معصومه، "مفاهیم انتظارات و بررسی آثار رشد پولی قابل انتظار و غیرقابل انتظار بر محصول کل برای سال‌های ۱۳۵۰ تا ۱۳۶۹"، پایان نامه فوق لیسانس، دانشگاه علامه طباطبائی.

داودی، پرویز (۱۳۷۶)، "سیاست‌های تثبیت اقتصادی و برآورد مدل پویای تورم در ایران"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال پنجم، شماره ۱، بهار.

دلقدنی، ابوالفضل، "مکانیزم انتقال اثر حجم پول بر سطح قیمت‌ها و متغیرهای واقعی اقتصاد ایران"، پایان نامه دکتری،

دانشگاه آزاد.

راجلی، حسین، "علل افزایش حجم پول و نقدینگی در اقتصاد ایران و طرق کنترل آن برای سال‌های ۱۳۴۷ تا ۱۳۶۷"، پایان‌نامه فوق لیسانس، دانشگاه علامه طباطبائی.

روشن روان، فریدون، "اثرات کاهش ارزش پول بر واردات و GDP"، پایان‌نامه فوق لیسانس، دانشگاه علامه طباطبائی.

سالواتوره، دومینیک، "تئوری و مسائل اقتصاد بین‌الملل"، ترجمه هدایت ایران پرور و حسن گلریز، ص. ۳۱۱.

شجری، هوشنگ (۱۳۵۱)، بانک مرکزی و تجربیات پولی ایران، اسفند.

ضیائی، منوچهر، "مجموعه قوانین پولی و بانکی و سایر قوانین مربوط از سال ۱۲۸۵ تا ۱۳۷۰".

طباطبائی، رؤیا، "بررسی تورم در ایران به روش معادلات همزمان با تأکید بر انتظارات تورمی"، پایان‌نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران.

عیسی‌زاده سعید، "بررسی تجربی ارتباط بین رشد اقتصادی، سیاست‌های اقتصاد کلان در ایران"، پایان‌نامه فوق لیسانس، دانشگاه تهران.

قضاوی، حسین، "ارزیابی صادرات واقعی در سال ۱۳۷۳"، گزارش تدوین شده در دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی، بازرگانی و خدمات، وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۴.

قضاوی، حسین و پروانه جهانی، "برآورد مدل تورم در ایران"، معاونت امور اقتصادی، وزارت امور اقتصادی و دارایی.

(ب) انگلیسی

Aghevli & Cyrus Sassanpour, "Macroeconomic Models For Adjustment in Developing Countries", IMF, pp.86-102.

Aghevli & Khan (1980), "Credit Policy and the BOP in the Money and Monetary Policy in Less Developed Countries", IMF, edited by Warren Coats & Deena R. Khatkate, pp.685.

Aghevli & Khan (1977), "The Monetary Approach to Balance at Payments Determination. An Empirical Test", in *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, IMF, Ch. II.



- Aghevli & Khan (1977), "The Monetary Approach to the BOP", Washington DC: IMF.
- Aghevli & Khan, Narveor, Short, " Monetary Policy in Selected Countries".
- Alesina, Alberto (1997), "The Political Economy of High and Low Growth," Paper Presented at The Annual World Bank Conference on Development Economics, April 30 and May 1 (Washington: World Bank).
- Anderson, Leonel & Keith Carleson (1970), " A Monetarist Model for Economic Stabilisation", Review: FRB of St. Louis (Apr.)
- Aron, Janine (1997), " Political and Social Institutions: A Review of Growth Evidence (With an Africa Focus)" (Unpublished: Oxford: Oxford University)
- Bartoli, Gloria (1988), "Fiscal Expansion & External Current Account Balance", IMF, W.P., P.10
- Barro & S. Fisher, (1976), "Recent Development in Monetary Theory", *Journal of Monetary Economics*, 2, 133-167.
- Barro, R. (1977), "A Theory of Monopolistic Price Adjustment", *Review of Economic Studies*, 34, pp. 17-26.
- Barro, R.J. (1976), "Rational Expectation and the Role of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 2, 1-133,
- Barro, R.J. (1991), "New Classical Macroeconomics (NCM)", *Applied Economics*.
- Barro, R.J. (1996), " Democracy and Growth", *Journal of Economic Growth*, Vol. 1 (March), pp. 1-27.
- Barro, R.J. and Xavier Sala-i-Martin (1995), " Economic Growth", New York: Mac Graw Hill.
- Bartoli, G., "Fiscal Expansion & Current Account Imbalances", in *Fiscal Policy, Stabilization and Growth in Developing Countries*, ed. by M. I. Blejer and k. Young Chu, Chap. 8, IMF.
- Camdessus, Michel (1996), "Integrating Africa More Fully into the Global

- Economy," Statement at the Euro - African Convention, Bordeaux, France, May.
- Chow, G.(1966),"on the Long - Run & Short Run Demand for Money", *Journal of Political Economy*, April.
- Dhonte, Pierre and Ishan Kapur(1997),"Towards A Market Economy: Structures of Governance", IMF, WP, 97/11.
- Friedman, M.(1956),"A Theoretical Framework of Monetary Analysis", *Journal of Political Economy*, N.78, March/April, pp. 193-238.
- Friedman, M. and A.J Schwartz,(1963), *A Monetary History of the U.s*, 1867-1960, Princeton Univ. Press.
- Friedman, M. (1956),"The Quantity Theory of Money: A Restatement", in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. by , M. Friedman, Chicago Univ. Press.
- Haberler, G.(1962), *Prosperity and Depression*, Cambridge: Harvard Univ. Press.
- IMF, *Economic Outlook* (1996), The Rise and Fall of Inflation", Washington Dc., October.
- Keefer, Philip and Stephen Knack (1995) ,"The Effects of Institutions on Public Investment," Preliminary Version, December.
- Keefer, Philip and Stephen Knack (1996)," Why Don't Poor Countries Catch Up? A Cross - National Test of an Institutional Explanation", July.
- Carleson, Keith M. and Scott E. Hein (1993),"Four Econometric Models and Monetary Policy: The longer -Run View", frb of St. Louis, Jan.
- Khan, Mohsin,"The Determination at the Balance at Payments and Income in Developing Countries"(1997), in *The Monetary Approach to the Balances Payment*, IMF, Ch.10.
- Khan, Mohsin (1977)," The Monetary Approach to the Balance of Payments,

نقش سیاست‌های پولی در تحولات چرخه‌های ... ۹۱

Determination", IMF.

Lindgren, Carl-Johan, "The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy. The Evolving Role of Central Banks", IMF.

Lucas (1972), "Expectation and Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.

Lucas (1975), "An Equilibrium Model of Business Cycle", *Journal of Political Economy*, 83, 1113-1144.

Lucas, R.E. Jr. ([1977] 1981), "Understanding Business Cycles", in *Studies in Business Cycle Theory*, Cambridge: MIT Press, 215-39.

Lucas, Robert & Thomas Sargent (1981), "Rational Expectations & Econometric Practice", p. 587.

Pierce & Shaw (1978), *Monetary Economics Evidence & Policy*, London: Butterwood & Co. Publishers, Ltd.

Pierce & Shaw (1974), *Monetary Economics Theories, Evidence & Policy*, Crane, Russak & Company Inc.

Pigou, A.C. (1927), *Industrial Fluctuation*, London: Macmillan.

منتشر شد

# طرح یک الگوی کلان سنجی هویا برای سیاست‌گذاری در اقتصاد ایران



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

وزارت امور اقتصادی و دارائی  
معاونت امور اقتصادی