

مدیریت متغیرهای پولی و اعتباری

مصاحبه با دکتر سید احمد رضا جلالی نائینی



نااطمینانی از بحران مالی جهانی با یک شوک منفی اولیه مواجه شد، به همراه آن انقباض پولی و مالی اتفاق افتاد، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در بخش مسکن کاهش یافت. اینها منجر به کاهش رشد تقاضای حقیقی گردید. مسائل جنبی نیز بی‌اثر نبوده است. البته آمار برای برخی از متغیرهای اساسی کلان در یکی دو سال اخیر هنوز منتشر نشده، بنابراین آنچه گفته شد استنباط اینجانب بر اساس شواهد و آمارهای ناقص است.

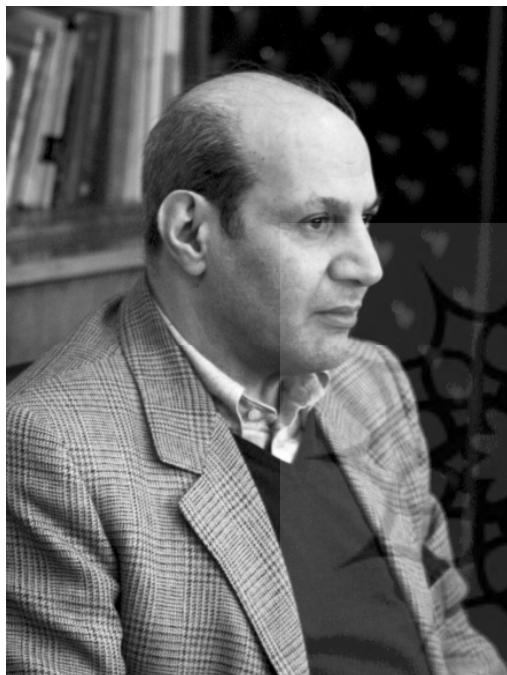
به سیاست پولی انقباضی اشاره کردید. نرخ رشد که در سال ۱۳۸۵، تقریباً ۳۹ درصد بوده، در سال ۱۳۸۷ به ۱۶ درصد رسیده است. با این حال هنوز این نرخ کم نیست. نظر شما در این رابطه چیست؟

سخن شما در مورد حجم پول اسمی صحیح است. اما اگر این نرخ را با

از سال ۱۳۸۷ ظاهراً اقتصاد ایران وارد دوره‌ای از رکود فعالیت‌های اقتصادی شده است. با توجه به امکان ادامه رکود و بروز آثار طرح هدفمندسازی یارانه‌ها (افزایش قیمت‌ها و کاهش تولید)، نظر جنابعالی در رابطه با علل این رکود، روندی که ادامه خواهد داشت و موضع سیاستگذار پولی در مواجهه با این وقایع چیست؟

مهم‌ترین علل افت رشد اقتصادی و تحقق رکود عبارت‌اند از: انقباض مالی و پولی برای کنترل نرخ تورم، نااطمینانی ناشی از بحران اقتصاد جهانی، کاهش قیمت املاک همراه با رکود بخش مسکن و کاهش نرخ ارز واقعی. به این علل اقتصاد وارد دوره‌ای شد که در آن، نرخ رشد اقتصادی به میزانی قابل توجه از متوسط چند سال قبل پایین‌تر رفت. به نظر می‌رسد این اتفاقات به این تواتر رخ داد: اقتصاد به دلیل

مهم‌ترین علل افت رشد اقتصادی و تحقق رکود عبارت‌اند از انقباض مالی و پولی برای کنترل نرخ تورم، نااطمینانی ناشی از بحران اقتصاد جهانی، کاهش قیمت املاک همراه با رکود بخش مسکن و کاهش نرخ ارز واقعی



به طور کلی به دوره‌های طولانی‌تری از اقتصاد نگاه کنیم، چیزی که استنباط می‌شود مرجح بودن تولید و اشتغال در ذهن سیاستگذاران است. بعضاً برای بالابردن نرخ رشد تولید سیاست انبساطی در پیش گرفته می‌شود، اما پس از آنکه تورم بیش از حد انتظار بالا رفت، سیاستگذار، انقباض پولی را در پیش می‌گیرد. این نکته از موضوعاتی است که در رابطه با بحث ناسازگاری بین زمانی سیاست‌ها مطرح می‌شود. چون افراد از این فرایند یاد می‌گیرند معمولاً سیاست‌های انبساطی برای بالابردن تولید منجر به بالارفتن انتظارات تورمی می‌شود بدون آنکه سیاست‌های انبساطی اثر قابل توجهی بر افزایش نرخ رشد تولید داشته باشد. در عمل و تجربه نشان داده شده است که سیاست‌های معتبر و غیرتورمی پولی در شمار کثیری از کشورهای جهان، از جمله کشورهای در حال پیشرفت با رشد (بالای) اقتصادی همبستگی آماری قابل توجهی داشته است.

اجازه دهید به موضوع ابزار سیاست‌های پولی بپردازیم. به

قیمت‌ها تعدیل کنید، به این نتیجه می‌رسیم که در سال ۱۳۸۷ حجم حقیقی پول رشدی نداشته است.

آیا به نظر شما ارتباطی میان سیاست‌های پولی و رشد اقتصادی وجود دارد؟ آیا این فرضیه قابل دفاع است؟

به لحاظ تجربی ممکن است سیاست‌های پولی پشتوانه بر تولید اثر کوتاه‌مدت داشته باشند ولی نرخ رشد حجم پول و یا نقدینگی در بلندمدت بر سطح تولید بی‌تأثیر است. البته این بحث نیز مطرح است که تغییر در نرخ رشد پول پس از چند دوره زمانی بر متغیرهای کلان تأثیر می‌گذارد. مضافاً، در کوتاه‌مدت پول و نقدینگی می‌تواند اثرات نامتقارن بر تولید داشته باشد و در اقتصاد ایران شواهدی دال بر این امر وجود دارد. بر این اساس می‌توان کلی‌گویی کرد که اگر معیار انبساطی (انقباضی) بودن را نرخ رشد بالاتر (پایین‌تر) از یک متوسط در نظر بگیریم، سیاست‌های انقباضی در کوتاه‌مدت نسبت به سیاست‌های انبساطی تأثیر بیشتری بر سطح تولید دارند.

در سؤال‌های قبل به روند حجم پول اشاره شد. به نظر شما آیا این اعداد نشان‌دهنده یک سیاست پولی مناسب هستند؟

اصولاً سیاست‌هایی که دارای نوسان زیادی هستند (یکباره انبساطی و پس از آن انقباضی می‌شوند) سیاست‌های مناسبی نیستند و دلالت بر افق کوتاه‌مدت سیاستگذار دارند. اهل فن بر این موضوع اجماع دارند که سیاستگذار باید افق میان‌مدت را (نیز) مد نظر قرار دهد. در دهه ۶۰ میلادی در بسیاری از کشورهای جهان نوسانات در متغیرهای پولی و مالی رخ می‌داد که به سیاست‌های توقف و جهش^۱ معروف‌اند. این رویکرد به سیاستگذاری، باعث ایجاد نوسان‌های زیادی در اقتصاد می‌شود و اهل فن (با فرض محدودبودن شوک‌های عرضه) به این نتیجه رسیدند سیاست پولی باید افق زمانی بلندمدت‌تری را نسبت به بازه‌های یک‌ساله در نظر گیرد. به عبارت دیگر هموارسازی بین زمانی برای کنترل رشد تقاضا و انتظارات تورمی اهمیت دارد.

البته در سال‌های مورد اشاره سؤال شما، کاهش نرخ رشد نقدینگی برای مهار تورم توجیه‌پذیر بود، بحث بر آن است که اولاً در دوره قبل نمی‌بایست رشد نقدینگی به آن مقداری که بود، بالا می‌رفت. ثانیاً، درجه انقباض به چه اندازه باید می‌بود. در اینکه سیاست انقباضی پولی به کاهش نرخ تورم منجر شد شکی نیست، اما هدف سیاستگذار باید ترکیبی از تولید و تورم باشد. درجه اهمیت هر یک از این دو در سیاست‌های بانک مرکزی به رجحان سیاستگذار مربوط می‌شود. اگر



کل می‌شود. در غیر این صورت، با به‌وجود آمدن فشارهای تورمی، بار دیگر سیاست‌های انقباضی در پیش گرفته خواهند شد. مضافاً برخی از مشکلات مانند ناطمینانی و ریسک اقتصادی که می‌تواند اثر منفی بر فعالیت‌های اقتصادی داشته باشد را نمی‌توان با انبساط پولی حل کرد. **به نظر شما با توجه به انبساط مالی موجود، آیا این خطر وجود ندارد که دچار کسری شویم؟ آیا این خطر وجود ندارد که سیاست پولی انبساطی شدیدی اتخاذ شود؟**

محقق‌شدن درآمدهای دولت به شدت به محقق‌شدن قیمت نفت پیش‌بینی‌شده ارتباط دارد. به عبارت دیگر ریسکی که به آن اشاره دارید به ریسک قیمت‌های نفت بازمی‌گردد. طبق ضوابط موجود بودجه، ۲۰ درصد از درآمدهای نفتی به صندوق توسعه ملی واریز می‌شود و بقیه سهم دولت است. اگر سهم دولت از درآمدها ۸۰ دلار باشد، قیمت نفت به‌طور متوسط باید حدود ۱۰۰ دلار باشد. در این مورد باید یادآور شد که تحولات سیاسی در کشورهایی نظیر بحرین و لیبی قیمت نفت را تحت تأثیر قرار داده و بنابراین محقق‌شدن متوسط قیمت در حد ۱۰۰ دلار به ازای هر بشکه، دور از انتظار نیست. اما بی‌ریسک هم نیست.

در زمینه درآمدهای دولت باید به نکات دیگری نیز توجه کنیم. نرخ ارز از ۹۵۰ ریال نزدیک به ۱۰۵۰ ریال به ازای دلار در نظر گرفته شده، یعنی درآمدهای دولت از این کانال حدود ۱۰ درصد افزایش یافته است. از طرف دیگر، اجرای طرح تحول اقتصادی نیز درآمدهای دولت

نظر شما، با توجه به کنترل بانک مرکزی بر پایه پولی، آیا این متغیر، ابزاری مناسب برای سیاست‌های پولی است؟ البته در این خصوص به ارتباط منفی پایه پولی و حجم پول در سال ۱۳۸۷ نیز اشاره‌ای داشته باشید.

برای اجرای سیاست کمی پولی، کنترل پایه پولی روشی است استاندارد در بانکداری مرکزی، با فرض آنکه بانک مرکزی کنترل کافی بر پایه پولی داشته باشد. چنانچه مستحضرید، سیاست‌های بودجه‌ای (مالی) دولت بر پایه پولی تأثیر قوی دارد و از آنجا که در کشور ما سیاست‌های مالی بر سیاست‌های پولی تفوق دارد، بانک مرکزی برای جبران این اثر کنترل کافی ندارد. کنترل بانک مرکزی بر پایه پولی از کانال خطوط اعتباری بانک‌ها مستقیم‌تر است. در مورد عوامل تأثیرگذار بر پایه پولی، حجم پول و نیز ارتباط میان پایه پولی و حجم پول، به طور خلاصه، چند عامل می‌تواند به صورت همزمان بر حجم پول تأثیر داشته باشد: اثر سیاست مالی، خالص وام‌های بانک مرکزی به بانک‌ها، تقاضای افراد برای وجوه نقد و سپرده، و اینکه بانک‌ها چند درصد از بدهی (سپرده‌های) خودشان را وام می‌دهند. اینها متغیرهایی هستند که بر حجم پول (نقدینگی در گردش) مؤثرند. این عوامل همیشه به طور هم‌جهت حرکت نمی‌کنند. به نظر می‌رسد یک سیاست مشخص در رابطه با رشد پایه پولی و رشد نقدینگی در سال ۱۳۸۷ اجرا شده است.

در سال ۱۳۹۰ بودجه کل حدود ۴۶ درصد رشد دارد. طرح هدفمندی نیز اجرا شده است. در این سال سیاست پولی باید چه ویژگی‌هایی داشته باشد. از میان دو متغیر رکود و تورم، کدام اهمیت دارد؟

اینک (انتهای سال ۱۳۸۹) به نظر می‌رسد نرخ رشد جاری سال ۱۳۸۹ کمتر از نرخ رشد بالقوه اقتصادی است. به عبارت دیگر در فضای رکودی به سر می‌بریم. در این فضا سیاست انبساطی مالی می‌تواند توجیه داشته باشد، اما باید در نظر داشت که وقتی سیاست مالی انبساطی اتخاذ می‌شود و حجم این انبساط قابل توجه است، سیاست پولی نباید انبساطی باشد، زیرا منجر به رشد بیش از حد تقاضای

اصولاً سیاست‌های که دارای نوسان زیاد سیاست‌های مناسبی نیستند و دلالت بر افق کوتاهمدت سیاستگذار دارند

باشد، در بازار پول، اضافه عرضه و در بازارهای دیگر، اضافه تقاضا ایجاد می‌شود و این باعث بالارفتن قیمت‌ها می‌شود و بالتبع تولید ناخالص اسمی بالا می‌رود و نسبت پول به تولید کاهش می‌یابد. اما اگر حجم نقدینگی حقیقی به دلیل افزایش تقاضا برای پول زیاد شود، قضیه‌ای دیگر است و باید علت افزایش تقاضا برای پول را بررسی کرد. بر اساس مطالعات تجربی زیادی که تاکنون انجام شده، یک بردار همگرایی میان حجم واقعی پول و تولید و نرخ ارز و یک معیاری از هزینه پول موجود در اقتصاد ایران قابل شناسایی است. بر این اساس، در مواقعی که نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی به علت اجرای سیاست‌های انبساطی زیاد می‌شود، فشار بر سطح قیمت‌ها افزایش می‌یابد.

اگر حجم پول نسبت به تولید در سطح مناسبی باشد، آنگاه نباید نگران رشد نقدینگی باشیم. آیا شاخصی وجود دارد که نشان دهد آیا این نسبت، مناسب است یا خیر؟

شاخص مورد نظر تقاضا برای پول است. بانک مرکزی باید مرتباً این شاخص را تخمین بزند و بررسی کند که آیا با مقداری که عرضه می‌کند هم‌خوانی دارد یا خیر. اگر این تابع ثابت داشته باشد، شاخص مناسبی برای ارزیابی مقدار حجم پول است. تابعی که تخمین زده شده است نشان می‌دهد که تقاضا برای M1 نسبتاً ثابت بوده است. به نظر می‌رسد که نسبت M2 به M1 طی چند سال گذشته افزایش داشته است. باید بررسی کرد که چه متغیرهایی (نرخ سود سپرده و یا دیگر عوامل) باعث افزایش این فاصله شده است. به هر حال بر اساس M1 و بردار تقاضا برای پول شاخصی وجود دارد که درجه تورمی بودن سیاست‌ها را ارزیابی کنیم.

در ایران سیاست پولی به شدت از دو متغیر نرخ ارز و فروش نفت خام متأثر است. اگر بخواهیم یک سیاست قاعده‌مند معرفی کنیم، پیشنهاد شما چیست؟

در نظریه‌های متعارف سیاست‌گذاری پولی، سیاستگذار پولی تابع زیان اجتماعی را به ازای تفاوت نرخ تورم از نرخ هدف‌گذاری شده و همچنین مقدار تولید از تولید بالقوه تعریف می‌کند و تلاش می‌کند تابع مذکور را کمینه کند. سیاستگذار پولی در این فرایند کمینه‌کردن تابع زیان اجتماعی، نرخ‌های سود بانکی یا نرخ رشد حجم پول را برای مقابله با شوک‌های پیش‌بینی‌شده تعدیل می‌کند. بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته یا در حال توسعه مثلاً ترکیه و مالزی این چارچوب سیاست‌گذاری را اختیار کرده‌اند. در ایران نیز مطالعاتی در

اگر سیاست پولی به سیاست‌های مالی و شبه‌مالی وابسته شود و سیاست مالی انبساطی باشد، آنگاه اقتصاد، سازوکار تصحیح‌کننده برای کنترل تورم را از دست می‌دهد، چه در میان‌مدت و چه در بلندمدت



را افزایش داده است. اینجانب اطلاعی ندارم که عملکرد فروش نفت و گازوئیل و ... ظرف این چند ماه نسبت به ماه‌های مشابه سال‌های گذشته چقدر رشد داشته و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در سال گذشته چه مقدار بوده تا تخمین دقیقی داشته باشم، ولی آنچه انتظار می‌رود آن است که درآمد دولت از بابت افزایش قیمت حامل‌های انرژی افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. از طرف دیگر پرداخت‌های نقدی نیز مقادیر بسیار قابل توجهی هستند.

در حال حاضر خطوط اعتباری بانک مرکزی در حال گسترش است. مثلاً در طرح مهر، هفت هزار میلیارد تومان خط اعتباری، بانک مرکزی در اختیار بانک مسکن گذاشته شده است. اگر طول عمر یک سیاست پولی به ده تا پانزده سال افزایش یابد، آنگاه چه آینده‌ای می‌توان برای آن متصور بود؟

اگر سیاست پولی به سیاست‌های مالی و شبه‌مالی وابسته شود و سیاست مالی انبساطی باشد، آنگاه اقتصاد، سازوکار تصحیح‌کننده برای کنترل تورم را از دست می‌دهد، چه در میان‌مدت و چه در بلندمدت (۱۵ سال).

آیا شما تناسب میان حجم نقدینگی و تولید برای اقتصاد ایران را مناسب می‌دانید؟ آیا نسبت خوبی است؟

اگر از منظر عرضه نگاه کنیم و نسبت مورد نظر بیشتر از مقدار بهینه

معنا ندارد. از طرف دیگر در نرخ تورم فوق‌الذکر لازم نیست که هر سال نرخ ارز را مثلاً ۱۰ درصد تعدیل کنیم، ۲ تا ۳ درصد تعدیل کافی است. اما با نرخ تورم در سطح ۲۰ درصد، نرخ سود بانکی یک رقمی و نیز نرخ تعدیل ارز به مقدار ۲ تا ۳ درصد در سال قابل استمرار نیست. به عنوان نتیجه‌گیری بفرمایید که اگر کنترل متغیرهای سیاستی به عهده جنابعالی بود، چه سیاستی را مد نظر قرار می‌دادید؟

اگر کنترل متغیرها به عهده من بود، هدف من، کنترل نرخ تورم قرار می‌گرفت. نرخ تورم لزوماً نباید به صفر برسد، دلیلی ندارد و توجیهی هم در حال حاضر برای آن نیست. در دوره‌ای سه تا چهارساله می‌توان آن را به حدود ۵ تا ۶ درصد رساند. برای کاهش نرخ تورم، انضباط پولی و مالی لازم است. درمان‌های مقطعی چاره‌ساز نیست و فرموله کردن یک بسته جامع سیاستی با افق میان‌مدت یک قدم اساسی در این راستا می‌باشد.

با تشکر از فرصتی که در اختیار ما قرار دادید.

پی‌نوشت:

I-Stop & Go

رابطه با چگونگی هدف‌گذاری انجام شده است. در حال حاضر رویکرد غالب در سیاست‌گذاری پولی، ادغام روش فوق‌الذکر با سیاست‌های احتیاطی کلان است که ادبیات جدید و نسبتاً مفصلی است.

بخشی از سیاست پولی ما به نرخ ارز بازمی‌گردد. دولت تمایلی به پرکردن شکاف موجود ندارد. کانال‌های دسترسی نیز با محدودیت‌هایی مواجه‌اند و این احتمال وجود دارد که این کانال‌ها مسدود شوند. از طرف دیگر، به علت جنبه‌های استراتژیک، حداکثرشدن ذخایر اهمیت زیادی دارد. در خصوص نرخ ارز چه سیاستی باید پیش رو گرفته شود؟

تغییر نرخ ارز اثرات مختلفی بر اقتصاد برجای می‌گذارد. در کوتاه‌مدت افزایش نرخ ارز موجب بالا رفتن قیمت کالاهای وارداتی و نیز انتظارات تورمی می‌شود و می‌تواند به بالا بردن هزینه‌های سرمایه‌گذاری بینجامد. از طرف دیگر، نرخ ارز قدرت رقابت محصولات را تحت تأثیر قرار می‌دهد و منجر به تهدید تولیدات داخلی شود. سیاست مالی، سیاست پولی و نرخ ارز یک مجموعه سیاستی‌اند و باید آنها را در قالب یک سیستم بررسی کرد. به نظر اینجانب می‌توان نرخ ارز را نیز داخل یک تابع ضرر اجتماعی ادغام کرد و با توجه به اولویت‌های سیاستگذار برای نرخ ارزی متناسب با اهداف کلان و با توجه به سیاست مالی و پولی حل کرد. در حال حاضر به نظر می‌رسد سیاستگذاران تمایلی به افزایش قابل ملاحظه نرخ ارز ندارند. غالباً سیاست‌های کاهش ارزش پول ملی در شرایطی توفیق داشته‌اند که با سیاست‌های مالی و پولی مناسبی همراه بوده‌اند. افزایش نرخ ارز اسمی همراه با سیاست‌های انبساطی مالی و پولی در میان‌مدت، منجر به ایجاد مزیت رقابتی نمی‌شود. به نظر اینجانب تعدیل نرخ ارز به سطح تعادلی باید در قالب یک بسته انضباطی مالی و پولی انجام شود. در فضایی که انتظارات تورمی و نرخ تورم پایین، است تعدیل نرخ ارز اثرات منفی کم‌تری به همراه دارد.

نظر شما در رابطه با نرخ سود بانکی چیست؟

من موافق نرخ سود بانکی بالا نیستم. نرخ سود بانکی بالا بیانگر وجود گرفتاری و مشکل در اقتصاد است. به نظر من راهی که بتوان با آن هم عدم تعادل ارزی و هم مسأله نامتعادل بودن نرخ‌ها در بازار پول را درست کنیم، کنترل انتظارات تورمی و نرخ تورم است. اگر سیاست استراتژیک ما بر این مبنا باشد، تعدیل دو نرخ دیگر نیز قابل انجام و با هزینه کم است. نرخ سود بانکی ۲۰ درصد با نرخ تورم ۵ یا ۶ درصد