

سیاست پولی در راستای مدیریت اقتصاد کلان

مصاحبه با دکتر فرهاد نیلی



به این دلیل که از شروع هدفمندکردن یارانه‌ها مدت زیادی نمی‌گذرد، ردیابی چگونگی عملکرد و اجرای این طرح از منابع اطلاعاتی، مشکل است. بدیهی است با افزایش قیمت تعدادی از کالاها توسط دولت بایستی افزایش درآمد دولت ظرف این چند ماه خود را در مانده حساب‌های دولت نزد بانک مرکزی و بانک‌ها نشان دهد که در حال حاضر میزان این افزایش مشخص نیست. شاید به این دلیل که این درآمد، هنوز در حساب شرکت‌ها یا در راه است. توجه به این نکته ضروری است که ارقام قبوض برای بنگاه‌ها نسبت به خانوارها قابل ملاحظه‌تر است و قطعاً بنگاه‌ها در پرداخت قبوض مشکل خواهند داشت چون در جریان وجوهشان، چنین درآمدی برای پرداخت قبوض

سال پیش رو دارای ویژگی‌های خاصی است که آن را تا حدودی از سال‌های قبل متمایز می‌کند. اول اینکه انتظار می‌رود در سال ۱۳۹۰، آثار تورمی ناشی از اجرای قانون هدفمندکردن یارانه‌ها بیشتر آشکار شود. دوم، دولت برای این سال، بودجه‌ای به شدت انبساطی را پیش‌بینی کرده است. سوم، شرایط رکودی که از سال ۱۳۸۷ شروع شده است، ظاهراً در این سال هم ادامه می‌یابد. بر این اساس و با توجه به شرایط موجود، تحلیل جناب‌عالی از منشأ رکود چیست و در این شرایط موضع سیاستگذار پولی به‌منظور خروج از رکود و کنترل تورم چگونه باید باشد؟



و بازنده بازی، بنگاه است و به دلیل شفاف نبودن حساب‌های دولت، وضعیت دولت مشخص نیست.

اما در خصوص رکود، با گذشت چند ماه از اجرای طرح هدفمندکردن یارانه‌ها، در رابطه با آثار رکودی یا آثار تورمی اجرای طرح، هیچ قضاوتی فراتر از قضاوت‌های قبلی نمی‌توان انجام داد. تنها اتفاقی که می‌توان روی آن قضاوت کرد این است که بر اساس شواهد و قرائن، به نظر می‌رسد هدف دولت، سوق دادن بنگاه‌ها به سمت منابع بانک‌هاست، نه منابع بودجه‌ای. همچنین نشانی از وجوه اداره‌شده‌ای که قرار بود در اختیار بانک‌ها قرار گیرد، دیده نمی‌شود و اگر چنین باشد، فشار بنگاه‌ها موجب انبساط در منابع بانک‌ها مبتنی بر منابع بانک مرکزی خواهد شد.

بنابراین اجرای طرح هدفمندکردن یارانه‌ها احتمالاً در کوتاه‌مدت، آثار تورمی به همراه ندارد بلکه آثار رکودی آن محتمل‌تر است. بایستی بنگاه‌ها در قراردادهایشان با نیروی کار تجدید نظر کنند یا اینکه حجم تولید را کاهش داده و از موجودی انبار پرداخت کنند که هر یک از این راهکارها افزایش تولیدی به همراه ندارد. یعنی با این سازوکارها افقی برای افزایش تولید و یا حتی حفظ سطح تولید موجود، دیده نمی‌شود. اگر این تحلیل درست باشد، که البته صرفاً بر اساس حدس و گمان است، به نظر می‌رسد، در سال ۱۳۹۰ هم مانند دو سال و نیم قبل، ادامه رکود را شاهد باشیم.

با توجه به روش درپیش گرفته‌شده اجرای قانون هدفمندکردن یارانه‌ها احتمالاً در کوتاه‌مدت، آثار تورمی زیادی به همراه ندارد بلکه آثار رکودی آن محتمل‌تر است

متصور نیست. به نظر می‌رسد فشار این بنگاه‌ها به وزارت صنایع، منجر به درنظرگرفتن یک‌سری خطوط اعتباری انرژی شده است ولی منشأ این خطوط اعتباری نیز هنوز مشخص نشده است.

یکی از مواردی که برای بانک مرکزی، دولت و حتی دانشگاهیان مطرح است، حسابداری نحوه گردش منابع طرح هدفمندکردن یارانه‌ها در سمت درآمدها و نیز هزینه‌هاست. در سمت هزینه‌ها بیان می‌شود که حدود ۹۰ درصد هزینه‌ها به خانوارها پرداخت شده است؛ در حالی که در بودجه ۵۰ درصد اجازه داده شده بود. سهم خانوارها، بنگاه‌ها و دولت در قانون هدفمندکردن یارانه‌ها به ترتیب ۵۰، ۳۰ و ۲۰ درصد است که به دولت تا ۱۰ واحد درصد اجازه جابه‌جایی داده شده است. بنابراین پرداختی به خانوار نباید از ۶۰ درصد فراتر رود و پرداختی به بنگاه نباید از ۲۰ درصد کمتر باشد. تاکنون هیچ سندی در خصوص میزان پرداختی به بنگاه‌ها ارائه نشده است. همچنین وعده‌های بسیاری به بخش تولید داده شده است. بنابراین ممکن است بنگاه‌ها - که به تدریج شوک قیمت را تجربه کرده‌اند و از طرف دیگر درآمدی ندارند که از عهده پرداخت قبوض انرژی برآیند - به سمت تسهیلات بانکی هدایت شوند. این در حالی است که بانک‌ها هم منبع خاصی برای پرداخت این تسهیلات ندارند.

مشاهده ترازنامه بانک‌ها نشان می‌دهد که در روند جذب منابع در بانک‌ها تغییر خاصی ایجاد نشده است و رشد جذب سپرده‌ها کمتر از ۲۵ درصد است. همچنین تمام ابزارهای نوین، ابزارهای جابه‌جایی منابع‌اند، نه ایجاد منبع جدید. برای مثال، انتشار اوراق مشارکت صرفاً ابزاری برای جابه‌جایی منابع است. بنابراین بانک‌ها منبع خاصی برای جبران هزینه‌های تولید ندارند و گویا در کوتاه‌مدت بازنده این بازی، بخش تولید است. به نظر می‌رسد در کوتاه‌مدت یک بازی با جمع صفر شروع شده است که در این بازی یک‌سری از هزینه‌ها افزایش یافته‌اند و درآمد حاصل از آن بین سه گروه دولت، خانوار و بنگاه توزیع شده است. در کوتاه‌مدت، در خوشبینانه‌ترین حالت، این یک بازی با جمع صفر است و در حالت بدبینانه و با درنظرگرفتن ائتلاف، شاید این جمع منفی هم باشد. به نظر می‌رسد در کوتاه‌مدت برنده بازی، خانوار

از نیمه سال ۱۳۸۷ اقتصاد دچار رکود شد که علت عمده آن مشکل نقدینگی بانک‌ها بود و هیچ بسته سیاستی برای حل مشکل نقدینگی داده نشد

توجه داشته باشید که یکی از محرک‌های اصلی رکود در سال ۱۳۸۷، عدم ایفای تعهدات دولت به پیمانکاران بود. هنگامی که دولت به علت خطر جدی تورم تصمیم به انقباض گرفت، این سیاست انقباضی بر بودجه عمرانی دولت سرشکن شد. این در حالی بود که این کاهش پرداخت‌های عمرانی دولت با تعطیلی پروژه‌های عمرانی دولت مقارن نبود و هیچ پروژه‌ای تعطیل نشد و فقط نسبت تخصیص‌ها تغییر یافت. بنابراین در نتیجه عدم پرداخت مطالبات بانک‌ها از سوی پیمانکاران، بانک‌ها هم نتوانستند تعهدات خود را انجام دهند و این مسأله منجر به ایجاد مطالبات معوق شد.

از سوی دیگر این اتفاق با سیاست‌های انقباضی بانکی در زمینه مسکن مقارن بود. در آن هنگام این تصور اشتباه وجود داشت که وام ساخت مسکن کمک به عرضه و در مقابل، وام خرید مسکن افزایش‌دهنده تقاضا برای مسکن است؛ به همین دلیل، به منظور به تعادل رساندن بازار مسکن، سیاست انقباضی عدم اعطای تسهیلات بابت خرید مسکن و سوق دادن منابع به سمت ساخت اجرا شد. اینها باعث ایجاد رکود از سال ۱۳۸۷ شد.

در کنار محرک اول، آثار تأخیری تحریم محرک دیگری بود که باعث شد گشایش اعتبارها دچار مشکل شود و گردش وجوه بنگاه‌ها، بسیار تحت تأثیر قرار گرفت. مثلاً اگر برای ۱۰ میلیون دلار واردات، قبلاً ۱/۵ میلیون تومان پیش‌پرداخت لازم بود، در حال حاضر ۳ یا ۴ میلیون تومان لازم است. همچنین واردکننده به دلیل تحریم نمی‌تواند محصولات را مستقیماً از تولیدکننده خریداری کند. همه اینها بر گردش وجوه^۱ بنگاه‌ها فشار وارد کرد. به دلیل مقارن شدن با سیاست‌های انقباضی بانک مرکزی، بانک‌ها هم نتوانستند جبران‌کننده این فشار باشند.

بنابراین از نیمه سال ۱۳۸۷ اقتصاد دچار رکود شد که علت عمده آن مشکل نقدینگی بود و هیچ بسته سیاستی برای حل مشکل نقدینگی داده نشد. در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ نیز بسته‌های سیاستی، مشکل نقدینگی را حل نکرد و تنها گشایشی که در بسته سیاستی پیش‌بینی شد، خرید دین بود که می‌توانست کمک زیادی به بنگاه‌ها

کند که آن هم چندان عملیاتی نشد. به عبارتی خرید دین به عنوان یک ابزار در سطح خرده‌فروشی و عمده‌فروشی مطرح شد اما تصور نمی‌کنم عملیاتی شده باشد. بنابراین گردش وجوه بانک‌ها و بنگاه‌ها دچار انقباض شد و هیچ راه‌حلی برای آن ارائه نشد و تنها کمک، خط اعتباری بانک مرکزی برای کارهای مشخصی از جمله مسکن مهر، ایران چک و طرح‌های زودبازده بود که کمکی به حل این مشکلات نکرد.

سیاست‌های انقباضی سال ۱۳۸۷ ضدادواری^۲ بود یعنی در هنگام کاهش تقاضای کل، بودجه انقباضی اتخاذ شد و بانک مرکزی هم سیاست‌های انقباضی در پیش گرفت. در سال ۱۳۸۷ این سیاست‌ها محرک رکود بود و هدفمند کردن پارانه‌ها در سال ۱۳۸۹ نیز این روند را ادامه داد. همچنین بخش مسکن به دلیل ادامه سیاست‌های اعتباری انقباضی بانک مرکزی در رکود ماند.

بنابراین در حال حاضر به نظر می‌رسد تهدید اصلی پیش روی اقتصاد، رکود است. اشتغال یا بیکاری در درجه بعدی و تورم در درجه سوم است. بایستی به این نکته توجه شود که در اقتصاد ما همبستگی زیادی بین رونق و اشتغال، و همچنین رکود و بیکاری وجود ندارد. از آنجا که بخش عمده‌ای از بازار کار ما بخش غیرمنعطف است؛ نه رکود، کاملاً به معنای بیکاری و نه رونق، کاملاً به معنای رشد است. از طرف دیگر به نظر می‌رسد قراردادهای کار، کوتاه‌مدت‌اند و تمدید نمی‌شوند و یا با تحمیل شرایط به نیروی کار تمدید می‌شوند، بنابراین بخش غیرایمن نیروی کار در بخش غیردولتی در قراردادهای کوتاه‌مدت در مقابل شرایط رکودی آسیب‌پذیرترند؛ البته تحریم هم مزید بر علت است.

با این اوصاف، وارد سال ۱۳۹۰ می‌شویم. به دلیل عدم انتشار آمارهای بخش واقعی، فضای روشنی وجود ندارد. حداقل زیان ناشی از عدم انتشار آمارهای بخش واقعی و تولید این است که نااطمینانی ایجاد شده و گمانه‌زنی‌هایی در مورد رشد اقتصادی در دامنه‌های مختلف انجام می‌شود و باعث می‌شود افراد نتوانند انتظاراتشان را به درستی شکل دهند.

از طرف دیگر به نظر می‌رسد نحوه اجرای طرح هدفمند کردن پارانه‌ها، انتظارات تورمی را به خوبی مدیریت کرده و بنگاه‌ها را مجبور کرده این شوک هزینه را به شوک قیمت تبدیل نکنند. یعنی شوک هزینه بنگاه تبدیل به شوک هزینه خانوار نشود. اکنون این سؤال مطرح می‌شود که این روند چقدر می‌تواند ادامه یابد؟ منطق اقتصادی

در حال حاضر به نظر می‌رسد تهدید اصلی پیش روی اقتصاد ایران، رکود است. اشتغال یا بیکاری در درجه بعدی و تورم در درجه سوم است

اجازه نمی‌دهد این روند بیش از ۴ تا ۵ ماه ادامه پیدا کند چون بنگاه‌ها دچار انباشت زیان می‌شوند مگر اینکه این مشکلات به نحوی حل شوند.

تردیدی وجود ندارد که هدفمند کردن یارانه‌ها با یک مدیریت اجرایی کوتاه‌مدت، شوک انتظارات تورمی را مدیریت کرده و شوکی در جامعه اتفاق نیفتاده است و تبدیل به بحران اجتماعی نشده است. این دستاورد بسیار بزرگی است که نباید ارزش آن کم برآورد شود. اما اینها همگی به ایجاد نااطمینانی و عدم شفافیت در آمارهای کلان تبدیل شده است. با گذشت چند ماه از اجرای طرح و برطرف شدن نگرانی شدید در رابطه با ایجاد بحران اجتماعی، بایستی در حال حاضر به شرایط شفاف‌تری برسیم تا کاملاً روشن و شفاف شود که طرح هدفمند کردن به چه نحو پیش می‌رود.

در پاسخ به این سؤال که در این وضعیت سیاست پولی باید چگونه باشد، می‌توان گفت اگر این تحلیل درست باشد که در سال ۱۳۹۰ هم این رکود ادامه دارد و با توجه به اینکه به نظر نمی‌رسد سیاستی برای خروج از رکود تنظیم شده باشد، از طرف دیگر هم بیشترین ثقل رکود در مشکل نقدینگی بانک‌ها و بنگاه‌هاست، بنابراین اولویت برای بانک مرکزی این است که اعتبارات را بیشتر در دسترس قرار دهد و دسترسی به اعتبارات^۳ باید اولویت بالاتری برای بانک مرکزی باشد. هزینه اعتبارات، اولویت پایین‌تری نسبت به دسترسی به اعتبارات دارد و همان‌طور که در ادبیات رکود، سیاست تسهیل مقداری^۴ مطرح شده است، بایستی برای ما هم اولویت باشد. در این شرایط به نظر نمی‌رسد سیاست اعمال سقف روی کمیّت تسهیلات (سیاست قطره چکانی اعتبارات) و کاهش نرخ سود، بنگاه‌ها را از این شرایط خارج کند.

همان‌طور که بیان شد، مشکل اصلی از سال ۱۳۸۷ مشکل نقدینگی بوده است. از همان سال در حالی که مانده بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در پایه پولی طی دوره افزایش یافته (از سال ۱۳۸۷ نسبت به ۱۳۸۶ تقریباً دو برابر شده است) و این روند ادامه پیدا کرده است، از طرفی هم،

نسبت مصارف به منابع بانک‌ها بیشتر از ۱۰۰ درصد بوده است و بیشتر از خطوط اعتباری بانک مرکزی استفاده شده است. به نظر جنابعالی منشأ تشکیل مانده بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی چه بوده و چه توجیهی برای رشد بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی وجود دارد و چرا این اعتبارات و تسهیلات اعطایی به حل مشکل نقدینگی کمکی نکرده است؟

بازار پول بازاری است که همواره با مازاد تقاضا روبه‌رو بوده است. از آنجا که نرخ سود تعیین شده کمتر از نرخ تعادلی بوده، در بازار پول همواره تقاضا به میزان قابل توجهی بیشتر از عرضه بوده است. از طرفی رکود، تقاضا برای اعتبارات را کاهش می‌دهد، زیرا یکی از علائم مهم رکود، کاهش هزینه‌ها در سطح خانوار و بنگاه‌هاست و در نتیجه تقاضای کل کاهش می‌یابد. اما این کاهش تقاضا به اندازه‌ای نبوده است که تقاضا برای اعتبار نتواند در حد رشد ۲۰ درصدی سالانه را جذب کند. ضمن اینکه مانده حقیقی $(\frac{M}{P})$ در بازار رشد زیادی نکرده است. اگر $(\frac{M}{P})$ را ترسیم کنیم، مشاهده می‌شود که هنوز اثر تورم ۲۸ درصدی سال ۱۳۸۷ و نقدینگی ۱۴ درصدی این سال نشان می‌دهد که در این سال، $(\frac{M}{P})$ ، ۱۴ واحد درصد افت داشته و تصور می‌کنم هنوز افت ۱۴ درصدی سال ۱۳۸۷ جبران نشده است. از سوی دیگر می‌دانیم که همبستگی $(\frac{M}{P})$ و GDP حقیقی بسیار بالاست. بنابراین اگر این گمانه‌زنی درست باشد که $(\frac{M}{P})$ هنوز آن افت شدید را جبران نکرده، که البته بایستی آمارها به‌طور دقیق بررسی شوند، بنابراین نقدینگی واقعی پایین است. حال از کجا متوجه می‌شویم که نقدینگی کم است؟ به دلیل اینکه هیچ ابزاری برای تأمین نقدینگی نداریم. چه ابزاری برای تأمین نقدینگی در اختیار بانک‌هاست؟ غیر از خرید و فروش اوراق مشارکت تقریباً هیچ ابزار دیگری در اختیار بانک‌ها نیست. در کشورهای مختلف، معاملات بازار بین بانکی، گردش نقدینگی را تسهیل می‌کند. در این کشورها اسناد خزانه^۵ قسمتی از بازار بین بانکی را تشکیل می‌دهد. در ایران این اسناد وجود ندارد، همچنین حجم اوراق مشارکت در کشور نیز اندک است بنابراین ابزار مدیریت نقدینگی وجود ندارد.

توجه کنید درباره بازاری صحبت می‌کنیم که بیش از ۲۷۰ میلیارد دلار نقدینگی دارد اما تصور نمی‌کنم کل اوراق نقد بدون ریسک از ۳۰ عدد بیشتر باشد، که از این تعداد ابزار، تعداد اندکی در اختیار بانک‌هاست (کمتر از ۶۰ درصد) و بقیه در اختیار خانوارها می‌باشد.



صورت نیز این پروژه‌ها تحریک زیادی در تولید به همراه ندارند. بنابراین در سال ۱۳۹۰ بنگاه‌ها همچنان با محدودیت نقدینگی مواجه‌اند. از طرف دیگر رقیبی مثل دولت بودجه انبساطی ۴۶ درصدی را مد نظر قرار داده است. اگر فرض شود که سطح قیمت‌ها افزایش یابد، با توجه به بی‌انضباطی‌های مالی که در گذشته هم وجود داشته، کسری بودجه هم اتفاق بیفتد، برای جبران این کسری عملاً محلی جز سیستم بانکی وجود نخواهد داشت. در چنین شرایطی بانک مرکزی با توجه به پیش‌بینی‌هایش از سال ۱۳۹۰ بایستی چه سیاستی را اتخاذ کند تا این شرایط را به نحوی مدیریت نماید که کشور در سال ۱۳۹۰ حداقل مشکلات را از بُعد تورم و رکود داشته باشد؟

مسئله‌ای که بسیار مهم است این است که به تحلیل درستی از شرایط اقتصاد کلان برسیم. در سال ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ بایستی دغدغه اصلی بانک مرکزی بستن شکاف تولید می‌بود. همچنین به نظر می‌رسد در سال ۱۳۹۰ هم، بستن شکاف تولید دغدغه اصلی بانک مرکزی باشد. طبق آخرین بررسی‌ها، به نظر می‌رسد نرخ رشد بلندمدت GDP واقعی ۳/۵ تا ۴/۵ درصد است. اگر این گمانه درست باشد که از نیمه ۱۳۸۷، نرخ رشد تولید کمتر از نرخ رشد بلندمدت بوده و GDP جاری پایین‌تر از روند بلندمدت تولید قرار گرفته باشد، طبق ادبیات، بستن

هدفمند کردن یارانه‌ها با یک مدیریت اجرایی کوتاه‌مدت، شوک انتظارات تورمی را مدیریت کرده و التهابی از این بابت در جامعه اتفاق نیفتاده است

فرض کنید لیست تعهدات یک بانک در سه ماه آینده به این صورت باشد که مثلاً باید A ریال در فرودین، B ریال در اردیبهشت و C ریال در خرداد پرداخت کند. حال چه ابزاری وجود دارد تا دارایی‌های این بانک بر اساس این رژیم پرداخت توزیع شود؟ تا جایی که به ذهنم می‌رسد، ابزاری به غیر از اوراق مشارکت وجود ندارد. با وجود اینکه در قانون برنامه پنجم، در بازار بین بانکی، خرید دین تصویب شده است، اما هنوز عملیاتی نشده است. در بازار خرده‌فروشی اعتبار، مازاد زیادی وجود داشت که به نظر می‌رسد با رکود، این مازاد تقاضا کم شده است. اما هنوز در بازار اعتبارات ما، عرضه اعتبار تعیین‌کننده میزان اعتبار است نه تقاضا برای اعتبار. از طرفی دیگر، هنوز تقاضا برای تسهیلات در بنگاه‌ها وجود دارد. در رابطه با تسهیلات قرض‌الحسنه، میزان تعهداتی که دولت به بانک‌ها تحمیل کرده ۲/۵ تا ۳ برابر منابعی است که بانک‌ها در اختیار دارند. ضمن اینکه نرخ در بازار رسمی اعتبار در کشور پایین‌تر از نرخ تعادلی است. بنابراین همیشه برای دریافت اعتبارات رجحان وجود دارد.

بنابراین فشار از سمت خرده‌فروشی به بخش اعتباری بانک‌ها منتقل می‌شود و بانک‌ها در قبال منابع جذب‌شده همواره لیست طولی از مصارفی دارند که با توصیه‌های مختلف به آنها رسیده‌اند و منجر به نسبت‌های ۱۱۰ درصدی مصارف به منابع می‌شود. این کسری از دو منبع تغذیه می‌شود: ۱. عدم ایفای تعهدات بانک به بانک مرکزی یا عدم تودیع سپرده قانونی (اضافه برداشت) ۲. خطوط اعتباری بانک مرکزی برای پروژه‌هایی که وجاهت حقوقی دارند مانند مسکن مهر و ایران چک.

آنچه که در آمارهای پایه پولی دیده می‌شود، مجموع این دو می‌باشد خطوط اعتباری و عدم تودیع سپرده قانونی. اگر مسکن مهر نبود، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی خیلی کمتر می‌شد. نگرانی‌ای که در حال حاضر وجود دارد این است که تقاضای بنگاه‌ها، بخصوص بنگاه‌های بزرگی که قدرت سیاسی بیشتری دارند، باعث اعطای خطوط اعتباری بانک مرکزی به پروژه‌های تولیدی‌ای شود که از نظر اقتصادی موجه نیستند بلکه از قدرت فشار بیشتری برخوردارند. در این

بنگاه‌ها در جریان شوک قیمت انرژی کمک کند، آنگاه این بودجه انبساطی می‌تواند به خروج از بحران کمک نماید.

در کنار محرک‌های مالی، مؤلفه اعتباری نیز از اهمیت خاصی برخوردار است. به این دلیل که پرداخت مالی بلاعوض است، بنابراین تحریک به واسطه محرک‌های مالی، بدون بازگشت است و در مقابل، پرداخت اعتباری پرداخت با برگشت می‌باشد. بنابراین بانک مرکزی بایستی مراقب باشد که برای هر خط اعتباری جدید، تضمین‌های لازم اخذ شود و پرداخت اعتبارات کوتاه‌مدت و کمکی حتماً باید به بنگاه‌های با بهره‌وری بالا انجام شود نه بنگاه‌هایی که قدرت بیشتری دارند (البته این تشخیص کار دشواری است).

در صورتی که دولت قیمت انرژی را با همان شتابی که در سال ۱۳۸۹ شروع کرده است بالا ببرد، به احتمال زیاد، در سال ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ یک‌سری برنده و یک‌سری بازنده وجود خواهد داشت. بازنده‌ها آنهایی هستند که نتوانند با این افزایش قیمت انرژی بازارشان را حفظ کنند و بنابراین ورشکسته شده و بازارشان (داخلی و خارجی) را از دست می‌دهند. برنده‌ها آنهایی هستند که بتوانند اقداماتی را در این وضعیت اتخاذ کنند (البته در این شرایط، برای کمک به این بنگاه‌ها ابداع مالی‌ای صورت نگرفته و در این بسته‌های اعمال شده، بسته حمایتی خاصی برای بنگاه‌ها وجود ندارد و دست بنگاه‌ها برای انجام کاری باز نیست).

شاید در این وضعیت برنده اصلی بنگاه‌هایی باشند که سخت‌افزار کمتر و سبک‌تری دارند مانند بخش خدمات، زیرا در بخش صنعت، تغییردادن خط تولید کار دشواری است. در این حالت وزارت صنایع بایستی بسته حمایتی‌اش را برای بخش صنعت به طور مشخص اعلام کند و بیان نماید که چقدر کمک مالی بلاعوض صرفاً از طریق بودجه، چه میزان کمک مالی گردشی از طریق در اختیار گذاشتن وجوه اداره شده نزد بانک‌ها و چه میزان کمک مالی برگشتی از طریق خطوط اعتباری برای بنگاه‌های صنعتی در نظر گرفته است و همچنین بنگاه‌های واجد شرایط چه بنگاه‌هایی هستند.

در ضمن، در حال حاضر، تحلیلی از بودجه خانوار و روند مصرف بخش خصوصی در سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۸۹ در دسترس نیست. همان‌طور که مستحضربید، مؤلفه اصلی و ماندگار تقاضای کل، مصرف خصوصی است که آمار مربوط به آن مشخص نیست. در سال ۱۳۹۰ بایستی سیاست اعتباری قاعده‌مندی توسط بانک مرکزی اتخاذ شود به نحوی که این قاعده‌مندی روشن باشد. اولاً، بانک مرکزی بایستی به طور

هزینه اعتبارات، اولویت پایین‌تری نسبت به دسترسی به اعتبارات دارد و همان‌طور که در ادبیات رکود، سیاست تسهیل مقداری مطرح شده است، بایستی برای ما هم این امر در اولویت باشد

شکاف تولید یک اولویت برای بانک مرکزی است. نگرانی دوم این است که ممکن است به دلیل اتفاقاتی که افتاده، روند بلندمدت هم کاهش یافته باشد که این قابل تشخیص نیست. یکی از کارهایی که می‌توان با غربال کردن داده‌ها انجام داد این است که تعیین کنیم هنگام کاهش تولید، آیا شکاف تولید بزرگ شده است (یعنی روند بلندمدت سر جای خود باقی مانده) یا روند بلندمدت هم افت پیدا کرده است.

خوشبینانه بایستی بگوییم که روند بلندمدت افت نکرده است، به دلیل اینکه روند بلندمدت را تکنولوژی، بهره‌وری، نهادها و فضای کسب‌وکار تعیین می‌کنند که این موارد تغییر محسوسی نکرده‌اند. (البته شاید به دلیل تحریم، دسترسی ما به تکنولوژی اندکی محدود شده باشد). پس اگر روند بلندمدت افت نکرده باشد، دغدغه اصلی بانک مرکزی بستن شکاف تولید است.

اگر این تحلیل درست باشد، به دو نتیجه می‌رسیم:

- بخشی از کاهش تورم، در سال ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ ناشی از بازشدن و منفی شدن شکاف تولید بوده نه ناشی از سیاست‌های فعال پولی
- اگر بخواهیم شکاف تولید را ببندیم، تورم افزایش می‌یابد. به دلیل اینکه بایستی نقدینگی تزریق شود که با این تزریق نقدینگی تورم افزایش می‌یابد.

در راستای این تحلیل، کم‌شدن یا بسته شدن شکاف تولید در سال ۱۳۹۰ (که البته بسته شدن شکاف تولید در یک سال بعید به نظر می‌رسد) شاید یک اولویت اساسی بانک مرکزی باشد. این نکته قابل توجه است که بانک مرکزی نمی‌تواند به تنهایی شکاف تولید را ببندد و بایستی اهمیت این هدف، مورد اجماع سیاستگذاران قرار گیرد.

دولت حرکتی را شروع کرده که می‌تواند به فال نیک گرفته شود و آن اینکه بودجه ۹۰ یک بودجه انبساطی است و همان‌طور که می‌دانیم در همه بسته‌های خروج از بحران و رکود، محرک‌های مالی^۷ یکی از مؤلفه‌های اصلی است. اگر بودجه ۹۰ به ترغیب خانوارها به خرید تولیدات بنگاه‌های داخلی و نیز حل شدن مشکلات جریان وجوه

برای سیاستگذار پولی اولویت اول، قاعده‌مندی؛ اولویت دوم، سیاست تسهیل مقداری؛ اولویت سوم، کم‌کردن هزینه‌های معاملاتی بین بانک مرکزی و بانک‌ها و همچنین میان بانک‌ها و بنگاه‌ها؛ و اولویت چهارم، واقعی کردن نرخ است

شفاف اعلام کند که به نیاز نقدینگی کدام یک از بانک‌ها پاسخ مثبت خواهد داد و همچنین میزان، نرخ و وثیقه تضمین بازگشت اعتبارات اعطایی به این بانک‌ها چگونه است. ثانیاً، تمام عملیات بانک مرکزی با بانک‌ها بایستی در بازار بین بانکی صورت پذیرد. ثالثاً، بانک‌ها بایستی به طور شفاف اعلام کنند که به کدام بنگاه‌ها تسهیلات اعطا می‌کنند و همچنین میزان و نرخ این تسهیلات به چه صورت است. بنابراین اولویت اول، قاعده‌مندی؛ اولویت دوم، سیاست تسهیل مقداری؛ اولویت سوم، کم‌کردن هزینه‌های معاملاتی بین بانک مرکزی و بانک‌ها و همچنین میان بانک‌ها و بنگاه‌ها؛ و اولویت چهارم، واقعی کردن نرخ است.

با مشاهده آمار رشد نقدینگی و تورم متوجه می‌شویم هنگامی که تورم تا حدی بالا می‌رود که آستانه تحمل جامعه است، سیاستگذار پولی سیاستش را عکس می‌کند، مثلاً در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷، تورم روند افزایشی و رشد نقدینگی روند کاهشی داشته است ولی در سال ۱۳۸۷ روند این دو متغیر عکس شده، به نحوی که گویی سیاستگذار پولی به این موضوع پی برده است که تورم به حد بالایی رسیده و بایستی سیاستش را تغییر دهد. گذشته‌نگری سیاستگذاران پولی باعث می‌شود که همواره سیاست پولی نسبت به تحولات واقعی اقتصاد عقب‌تر باشد. تحلیل جنابعالی از این مسأله چیست؟

همان‌طور که فرمودید، سیاست پولی جاری در ایران گذشته‌نگر است. به عنوان مثال فرض کنید من و شما طنابی را در دست داریم، با حرکت دادن طناب توسط یک فرد، آن سوی طناب با چند ثانیه تأخیر تکان می‌خورد. اگر درک درستی از حرکت طناب داشته باشیم، لزومی ندارد تا فردی که آن سوی طناب است ما را از تکان خوردن طناب مطلع سازد. ترجمه این مثال در ادبیات اقتصادی، همان سازوکار انتقال پولی^۸ است. ادبیات سازوکار انتقال پولی و البته در یک دنیای تصادفی با عدم قطعیت‌هایی که وجود دارد گویای این است که

با حرکت یک سر طناب، انتهای طناب با یک اختلاف زمانی که البته یک متغیر تصادفی است؛ تکان می‌خورد. بنابراین بانک مرکزی که یک سر طناب را تکان می‌دهد، لازم نیست برای اطلاع از تکان خوردن انتهای طناب آمار و اطلاعات جمع‌آوری کند. در این مثال انتهای طناب همان شاخص قیمت مصرف‌کننده^۹ است. بنابراین با وجود مفیدبودن آمار شاخص قیمت مصرف‌کننده، به این دلیل که

CPI حال به هیچ وجه راهنمای مناسبی برای سیاستگذاران پولی نیست، بانک‌های مرکزی «پیش‌بینی CPI»^{۱۰} را مورد توجه قرار می‌دهند. توجه به این نکته ضروری است که بایستی پیش‌بینی تورم بلافاصله بعد از تکان دادن طناب توسط بانک مرکزی بازنگری شود. گذشته‌نگر بودن سیاستگذار پولی باعث هم‌جهتی سیاست پولی با ادوار تجاری^{۱۱} می‌شود به نحوی که در شرایط رکودی، سیاست پولی رکود را تشدید می‌کند. سیاستگذار پولی به دلیل مزیت اطلاعاتی که دارد، می‌تواند ضدادواری عمل نماید. بنابراین، هر قدر هم که به استقلال اندک بانک مرکزی قائل باشیم، اما می‌دانیم که این نهاد، از نظر اشراف اطلاعاتی با هیچ نهاد دیگری در کشور قابل مقایسه نیست و قادر است تمامی تحولاتی که منجر به تغییر در پایه پولی می‌شوند را دنبال کند و هیچ تغییری در پایه پولی بدون اطلاع بانک مرکزی ایجاد نمی‌شود. صرف‌نظر از اینکه بانک مرکزی چقدر روی ترازنامه خود اشراف عملیاتی داشته باشد، اشراف اطلاعاتی‌اش کامل است. اگر بانک مرکزی تحلیل درستی از سیکل داشته باشد، به منظور بستن شکاف تولید بایستی ضدادواری عمل کند. همان‌طور که استحضار دارید، از نظر اقتصادی، سیاست ضدادواری، یک کالای عمومی محسوب می‌شود، به این دلیل که کسی مایل به فراهم کردن آن نیست در حالی که منافع آن به همه می‌رسد. عمل ضدادواری مصداق عمل جمعی^{۱۲} است که از وظایف بانک مرکزی به حساب می‌آید.

بنابراین بانک مرکزی بایستی دو عمل را انجام دهد:

- به صورت فصلی شکاف تولید را دنبال کند.
- هدفش بستن شکاف تولید باشد و تغییر در پایه پولی را به عنوان ابزار مورد استفاده قرار دهد. کاملاً قابل درک است که بخشی از پایه پولی از اختیار بانک مرکزی خارج است (مانند خالص بدهی دولت به بانک مرکزی و بخش قابل ملاحظه‌ای از خالص دارایی‌های خارجی) ولی بخشی از پایه پولی (مجموع اعتبارات بانک مرکزی به بانک‌ها) در اختیار بانک مرکزی است که می‌تواند ضدادواری عمل کند. بنابراین مجموع خالص دارایی

ضریب فزاینده یک متغیر با لختی بسیار زیاد و تا حدی قابل پیش‌بینی است. در سال ۱۳۸۷ ضریب فزاینده یک جهش داشت که کل این جهش ۹ ماه طول کشید و تمام شد. شوکی که اتفاق افتاد به دلیل خارج کردن چک پول‌ها بود که باعث تغییر در نگهداری اسکناس و مسکوک شد. توجه کنید که از سه متغیر اثرگذار بر ضریب فزاینده پولی، جزء اسکناس و مسکوک در دست اشخاص متغیری رفتاری و پیش‌بینی‌پذیر است. جزء سپرده قانونی کاملاً سیاستی است و جزء سوم، که ذخایر اضافی بانک‌هاست، سیاستی و مدیریتی می‌باشد. بنابراین ضریب را می‌توان به طور کامل فیلتر کرد و با کنار گذاشتن تغییرات کوتاه‌مدت آن، این متغیر کاملاً پیش‌بینی‌پذیر است. بنابراین بر اساس تصمیمات شورای پول و اعتبار راجع به سپرده قانونی و رفتار بانک‌ها در رابطه با نگهداری ذخایر اضافی می‌توان ضریب فزاینده را پیش‌بینی کرد. در صورت پیش‌بینی ضریب، هر شوک پایه پولی با یک فرایند تکاثری به شوک نقدینگی تبدیل می‌شود و شوک نقدینگی با سازوکارهای انتقال، منجر به تغییر سطح عمومی قیمت‌ها خواهد شد. این بحث را با بیان یک نکته دیگر تمام می‌کنم: در حال حاضر تجربیات جهانی نشان داده است که شاخص قیمت مصرف‌کننده به تنهایی نمی‌تواند راهنمای عمل خوبی برای بانک مرکزی باشد و بانک مرکزی بایستی سبد شاخص قیمت خود را وسیع‌تر کند و علاوه بر شاخص قیمت مصرف‌کننده حتماً به شاخص قیمت تولیدکننده هم توجه نماید. همچنین علاوه بر دو شاخص فوق بایستی سبدهای شاخص قیمت دارایی‌ها نظیر طلا، ارز، مسکن و بورس را نیز مدنظر قرار دهد. در مواردی که شاخص دارایی‌ها بالا رفته است در حالی که شاخص قیمت مصرف‌کننده افزایش نیافته، بانک مرکزی بایستی عکس‌العمل نشان دهد. لختی شاخص قیمت مصرف‌کننده قابل ملاحظه است. علی‌الخصوص با روشی که CPI در کشور محاسبه و منتشر می‌شود، هر شوک قیمت ۱/۲ شاخص قیمت مصرف‌کننده را تشکیل می‌دهد و ۱/۲ این شاخص را تحولات گذشته تشکیل می‌دهد. همچنین در CPI محتوای اطلاعات تحولات ماه گذشته بسیار بیشتر از تحولات ۱۱ ماه قبل است. البته به منظور انتشار رسمی، ایرادی بر این روش وارد نیست ولی بانک مرکزی بایستی تحولات همان ماه را مورد توجه قرار دهد.

در رابطه با بحث پایه پولی که فرمودید، ترکیب پایه پولی نیز اهمیت خاصی دارد. اگر دولت با یک بودجه انبساطی (چه از طریق بدهی به بانک مرکزی و چه از طریق

گذشته‌نگر بودن سیاستگذار پولی باعث هم‌جهتی سیاست پولی با ادوار تجاری می‌شود به نحوی که در شرایط رکودی، سیاست پولی رکود را تشدید می‌کند. سیاستگذار پولی به دلیل مزیت اطلاعاتی که دارد، می‌تواند ضداداری عمل نماید

خارجی بانک مرکزی و خالص بدهی دولت به بانک مرکزی، جزء داده‌شده است^{۱۳} و در اختیار سیاستگذار پولی نیست ولی دو جزء خالص سایر و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در اختیار سیاستگذار پولی می‌باشد.

بنابراین به نظر می‌رسد متغیر پیشروای که بانک مرکزی می‌تواند مورد توجه قرار دهد، پیش‌بینی تورم است. بانک مرکزی بایستی بر اساس شکاف تولید، پویایی تورم را پیش‌بینی کند و جزء قابل کنترل پایه پولی را در راستای پیش‌بینی تورم تغییر دهد. متأسفانه در این رابطه شاید در بانک مرکزی اجماعی وجود نداشته باشد که بانک مرکزی بایستی هم انبساطی و هم انقباضی عمل کند. در حال حاضر سیاست انبساطی مورد نیاز است. سیاست انبساطی به شرطی که موارد زیر رعایت شوند، سیاست بدی نیست:

- تسهیلات بلاعوض نباشند؛
- کاملاً قاعده‌مند و روشن باشد؛
- نرخ با توجه به سیکل تعیین شود.

خوشبختانه در این زمینه هیچ مشکل مقرراتی‌ای وجود ندارد و قانون بانکداری بدون ربا به هیچ وجه اختیارات بانک مرکزی را برای این نوع سیاستگذاری‌ها محدود نمی‌کند. دیگر نرخ خرده‌فروشی در اولویت نیست. اگر بانک مرکزی این را در اولویت قرار دهد که بازار عمده‌فروشی پول، که همان بازار بین بانکی است، را شکل دهد و یک قاعده عمل را در بازار تعیین کند، بخشی از این مشکلات حل می‌شود و یا حداقل صورت مسأله‌ها روشن می‌شود.

در رابطه با پایه پولی و نقدینگی شاهدیم که در هنگام افزایش رشد پایه پولی، رشد نقدینگی کاهش یافته است. در این حالت، گویی ضریب فزاینده پولی که تسریع‌کننده پایه پولی است، خلاف جهت آن حرکت کرده و گردش پایه پولی کاهش یافته است. توجیه عدم همسویی رشد پایه پولی و رشد نقدینگی چیست و تحلیل جناب‌عالی از این موضوع چه می‌باشد؟

در حال حاضر تجربیات جهانی نشان داده است که شاخص قیمت مصرف‌کننده به تنهایی نمی‌تواند راهنمای عمل خوبی برای بانک مرکزی باشد و بانک مرکزی بایستی سبد شاخص قیمت خود را وسیع‌تر کند

دارایی‌های خارجی بانک مرکزی باعث افزایش پایه پولی شود و بانک مرکزی هم بخواهد از طریق بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، پایه پولی را افزایش دهد، در سال آینده، با این بودجه قطعاً افزایش بدهی دولت و دارایی خارجی را خواهیم داشت. در این حالت آیا بایستی بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی تا حدودی آزاد شود یا خیر؟

بانک مرکزی هر سال تغییرات تحمیل‌شده بر پایه پولی را از لایحه بودجه آن سال استخراج می‌کند و از این طریق جزء داده‌شده پایه پولی به دست می‌آید. از طرف دیگر بایستی نرخ رشد پایه پولی که برای اقتصاد ما مناسب است تعیین شود. استخراج این نرخ امری بسیار ضروری است. با در نظر گرفتن شکاف تولید و فاصله تورم از تورم هدف، تغییرات مطلوب در پایه پولی به دست می‌آید. اگر این تغییرات کمتر از تغییراتی است که بودجه به پایه پولی تحمیل کرده است، سیاست مناسب، سیاست انقباضی است و بالعکس. مثلاً بایستی تعیین شود که ۳۵ درصد رشد بودجه به چه میزان باعث انبساط پایه پولی خواهد شد، همچنین بایستی تعیین شود که انبساط پایه پولی مورد نیاز برای بستن شکاف تولید و نزدیک کردن تورم به تورم هدف چه میزان است و با توجه به این دو رقم، سیاست پولی مناسب اتخاذ شود.

تقریباً ثابت شده است که انبساط‌های پولی قادرند در کوتاه‌مدت، تولید را تحریک کنند در حالی که در بلندمدت اثری بر بخش واقعی اقتصاد نداشته و تنها اثرات تورمی را به دنبال خواهند داشت. یک دید کوتاه‌مدت بر این سیاستی که فرمودید غالب است. از طرف دیگر، علی‌رغم ایجاد شوک تولید، خطر تورم ساختاری را نیز به ارمغان خواهد آورد. آیا زبان این سیاست بیشتر از منفعت کوتاه‌مدت آن نیست؟

اقتصاد ما نیکوکنیزی است و بنابراین در کوتاه‌مدت، به دلیل چسبندگی قیمت، شوک تقاضا منجر به شوک تولید می‌شود. اما در بلندمدت بر تولید بی‌اثر است. سیاست پولی یک سیاست کوتاه‌مدت است و همان‌طور که قبلاً هم گفته شد، برگشت‌پذیری اعتبارات بایستی حتماً

لحاظ شود و با ملاحظه بسته‌شدن شکاف تولید بایستی سریعاً سیاست را تغییر داد. بنابراین در حال حاضر بایستی مشکل نقدینگی به طور کوتاه‌مدت حل شود. خوشبختانه با نهایی‌شدن مقررات ریپو^{۱۴}، بانک مرکزی می‌تواند، متناسب با این مقررات، تسهیلات اعطایی‌اش به بانک‌ها را برگشت‌پذیر نماید. همچنین بانک مرکزی سامانه‌ای به نام تابا^{۱۵} را ایجاد کرده است که در این سامانه، تمام اوراق بهادار کشور، الکترونیک می‌شود؛ به این صورت که اگر به بانکی A ریال تسهیلات کوتاه‌مدت داده شود، به اندازه $A(1 + \alpha)$ اوراق بهادار آن بانک در سامانه به عنوان تضمین ضبط می‌شود و در صورت خوش‌حسابی، این اوراق بلافاصله عودت داده می‌شوند. مقررات ریپو و سامانه تابا در کنار هم، زیرساخت‌های لازم برای یک سیاست پولی هدفمند را فراهم می‌کنند.

بنابراین کاملاً درست است که این سیاست یک سیاست کوتاه‌مدت است ولی تا زمانی که این سیاست جزئی از یک بسته سیاستی نباشد عملی نیست. این بسته سیاستی، بسته خروج از رکود است. هیچ کشوری از رکود بیرون نرفته است مگر اینکه ابتدا وضعیت رکود را پذیرفته باشد و به عبارتی به وجود رکود اقرار کرده باشد. بایستی توجه داشته باشیم که رکود یک بیماری برای اقتصاد تلقی نمی‌شود بلکه رکود جزء جدایی‌ناپذیر اقتصاد است.

شکی نیست که ثبات نرخ اسمی ارز، رکود را تشدید می‌کند و در این حالت واردات دائماً جانشین تولید می‌شود. بنابراین تقاضا برای تولید داخلی کاهش می‌یابد. این کاهش تقاضا به علت ارزان بودن تولیدات مشابه خارجی نسبت به تولیدات داخلی اتفاق می‌افتد. به همین دلیل بایستی اصلاحاتی در سیاست تجاری کشور، که یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های سیاست ارزی است، صورت پذیرد. بنابراین بایستی برای سال ۱۳۹۰ یک بسته سیاستی تعریف شود که خط اول آن خروج از رکود و بستن شکاف تولید باشد.

همان‌طور که فرمودید در حال حاضر در شرایط رکودی قرار داریم. از طرف دیگر نرخ ارز واقعی در دهه گذشته، با توجه به ثبات نرخ اسمی ارز، روند نزولی داشته است. همچنین با اجرای قانون هدفمند کردن یارانه‌ها، وضعیت رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخل به مراتب بدتر هم خواهد شد. با توجه به این مسائل، به نظر جنابعالی رژیم ارزی مناسب برای سال ۱۳۹۰ چیست؟

در وهله اول بایستی انتظارات خود را از کاهش تورم تعدیل نماییم.

داریم بایستی نرخ ارز را افزایش دهیم بلکه به طور تاریخی یک صرفه قیمتی به واردات داده شده است و بایستی این صرفه قیمتی را کاهش داد. از طرف دیگر، به دلیل اینکه تورم جهانی ۲ تا ۴ درصد است، بنابراین نگرانی از جهت تورم وارداتی وجود ندارد. اگر اولویت ما خروج از رکود و بستن شکاف تولید در سال ۱۳۹۰ و احتمالاً ۱۳۹۱ باشد، نیازمند یک سری مؤلفه هستیم که یکی از این مؤلفه‌ها افزایش تقاضا برای تولید داخلی است.

به منظور افزایش تقاضا برای تولیدات داخلی دو راه وجود دارد:

۱. سیاست درآمدی: با اعمال این سیاست (مانند کمک دولت و امکان خرید قسطی) خانوارها به خرید کالاها رومی‌آورند.
۲. سیاست قیمتی: بایستی صرفه قیمتی از واردات گرفته شود. در سال ۱۳۹۰ بایستی واردات، حداقل به همان قیمت سال ۱۳۸۹ عرضه شوند و همان صرفه قیمتی را داشته باشند. ضمن اینکه بایستی معافیت مالیاتی فراگیر به بنگاه‌ها بخشی از بسته سیاستی خروج از رکود باشد. بنابراین با توجه به اینکه در حال حاضر تمامی فشارها به ترازنامه بنگاه‌ها وارد شده است، در سال ۱۳۹۰ بایستی تدابیری اندیشیده شود که وضعیت بنگاه‌های اقتصادی بهبود یابد.

با تشکر از وقتی که در اختیار ما گذاشتید.

پی‌نوشت‌ها:

- 1- Cash Flow
- 2- Countercyclical
- 3- Access to Credit
- 4- Quantitative Easing
- 5- Treasury Bill
- 6- Output Gap
- 7- Fiscal Stimulus
- 8- Monetary Transmission Mechanism
- 9- Consumer Price Index (CPI)
- 10- Forecasted CPI
- 11- Proccyclical
- 12- Collective Action
- 13- Given
- 14- Repo

۱۵- تسویه اوراق بهادار الکترونیکی (تابا).

- 16- Producer Price Index (PPI)
- 17- Leontief Production Function

در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ سیاست پولی فعالی جهت کاهش تورم اتخاذ نشد بلکه کاهش تقاضا و رکود دلیل عمده کاهش تورم بوده است. همان‌طور که کاهش تورم در دهه‌های ۱۳۸۰ و ۱۳۹۰ در اقتصاد جهانی عمدتاً به دلیل افزایش بهره‌وری چین و هند و تولیدات ارزان قیمت آنها بود و همچنین فرایند جهانی شدن که باعث شد بخش عمده‌ای از بازارهای آمریکا و اروپا توسط کالاهای ارزان قیمت چینی پوشش داده شوند.

در حالی که قیمت سبد انرژی ۶ تا ۷ برابر افزایش یافته است، مؤلفه سهم انرژی در بودجه خانوار در CPI سال ۱۳۸۳ حدود ۳ درصد و در CPI کنونی ۵ تا ۶ درصد است در حالی که این سهم در شاخص قیمت تولیدکننده^{۱۶} بسیار بیشتر خواهد شد. همچنین با توجه به اینکه تابع تولید ما نسبت به انرژی لئونتیف^{۱۷} است، برای انرژی جانشینی وجود ندارد. البته با بهبود تکنولوژی، امکان جانشینی انرژی وجود دارد که این نیز در کوتاه‌مدت میسر نمی‌باشد.

این عمل دولت قابل تقدیر است که اجازه نداده مرحله اول افزایش قیمت‌ها به افزایش دوباره‌ای در قیمت‌ها تبدیل شود. در حال حاضر بایستی به طور تدریجی به بنگاه‌ها اجازه افزایش قیمت محصول داده شود. در این صورت CPI هم تدریجاً افزایش خواهد یافت و احتمالاً به سطح ۲۰ تا ۲۵ درصد خواهد رسید. همچنین بایستی رشد تولید ناخالص داخلی ما به ۴ تا ۵ درصد برسد. با توجه به افزایش قیمت انرژی، ترکیب تورم ۲۵ درصد و رشد اقتصادی ۵ درصد برای آینده نزدیک ترکیب مناسبی برای اقتصاد می‌باشد. با برطرف کردن ناکارایی در بخش بنگاه‌ها می‌توان تورم را به تدریج از ۲۵ درصد کاهش داد. اگر چنین باشد، سیاست افزایش نرخ اسمی ارز، سیاست قابل توصیه‌ای است البته به شرطی که این سیاست ارزی در داخل یک سیاست تجاری دیده شود نه اینکه صرفاً به عنوان افزایش درآمد دولت تلقی گردد. متأسفانه در ایران سیاست ارزی رابطه‌ای با سیاست تجاری ندارد. رژیم تجاری خاصی در ایران موجود نیست، تنها سیاست تجاری در ایران تعیین متوسط نرخ تعرفه‌هاست. در رژیم تجاری منعطف ناظر بر حمایت از تولید، قطعاً افزایش نرخ اسمی ارز توصیه می‌شود.

به این ترتیب آیا دچار ماریج افزایش نرخ ارز و افزایش تورم نخواهیم شد؟ به عبارت دیگر اگر با افزایش یک متغیر، متغیر اسمی دیگری مثل نرخ ارز یا نرخ دستمزدها افزایش یابد، آیا قطع این سیر ماریج الزامی نیست؟

نرخ دستمزد متفاوت از نرخ ارز است. منظور این نبود که چون تورم