





۵۴

پاسخ آمارها به یک شبهه پولی
**چرا مقایسه حجم فعلی نقدینگی
با سال ۹۶ اشتباه است؟**

۵



**تکانه‌های غیراقتصادی
بازار ارز در کنترل
بانک مرکزی نیست**

پروفسور "مارک سجویک"
استاد دانشگاه آرهوس دانمارک

۱۱



**چرا بانک مرکزی
ذخایر ارز و طلا را افزایش داد؟**

رنجبر فلاح، مدیرعامل پیشین بانک تجارت

۳۶



**مهار انتظارات
کلید کنترل پایدار تورم**

سرگزایی، عضو هیات علمی
دانشگاه علامه طباطبائی

۷



**راه اندازی بازار ارز تجاری
شجاعانه بود**

آقا پورعلیشاهی، مشاور
رئیس جمهور در امور همکاری‌های
اقتصادی

۱۷

**ایجاد بازار ارز تجاری
به مدیریت ارزی کمک می‌کند**

۱۸

**پیش فروش سکه
از جهش نرخ ارز جلوگیری کرد**

۴۲

**شوک منفی تولید
از عوامل اصلی تورم**

۴۴

**ردپای کسری بودجه
در نوسانات نرخ رشد نقدینگی**



**چگونه بانک مرکزی
دارای شهرت و اعتبار
داشته باشیم؟**

فیاضی
عضو هیات علمی مرکز
پژوهش‌های مجلس

۲۰



**دو عامل اصلی
تداوم
انتظارات تورمی**

اسعدی
استاد اقتصاد
دانشگاه گلستان

۲۴



• صاحب امتیاز:

بانک مرکزی (موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز)

• مدیرمسئول و سردبیر:

علی احمد قاسمی

• مشاور سردبیر و ناظر محتوایی:

فاطمه محمدی

• مشاور سردبیر:

سینا احدیان

• همکاران این شماره:

حسین کمال زارع، جواد حیران نیا، حمید کمار
پوریا صادقی، هانیه اسماعیلی، سید مهدی میرحسینی
امیرحسین موسوی، هانیه محمدی، رضا فراهانی
حسین جعفری، نرگس کافی و فاطمه آریانفر

• مدیر اجرایی:

محمود مهدوی

• دبیر سایت:

دنیا نظرسروش

• گرافیکست و طراح جلد:

سید احسان نوری نجفی

• صفحه آرایی:

مهدی بخشی

• عکاس:

مجید سلطانی

• نشانی:

تهران، خیابان شهید بهشتی، خیابان خالد اسلامبولی (وزرا)
نبش خیابان شهید رفیعی (۲۰)، ساختمان مرکز مبادله
ارز و طلای ایران - طبقه ۱۱، موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز

• تلفن تماس:

۰۲۱-۵۲۴۰۵۰۰۰

• کد پستی:

۱۵۱۱۹۱۸۹۲۰

• لیتوگرافی و صحافی:

نگار نقش

• چاپ و توزیع:

احمد شیرازیان



@tazehayeeghtesad

سرمقاله

۴	فراز و نشیب های سیاست گذاری در سال پُر تنش
۵	تکانه های غیراقتصادی بازار ارز در کنترل بانک مرکزی نیست
۷	راه اندازی بازار ارز تجاری شجاعانه بود
۱۱	چرا بانک مرکزی ذخایر ارز و طلا را افزایش داد؟
۱۷	ایجاد بازار ارز تجاری به مدیریت ارزی کمک می کند
۱۸	پیش فروش سکه از جهش نرخ ارز جلوگیری کرد
۲۰	چگونه بانک مرکزی دارای شهرت و اعتبار داشته باشیم؟
۲۴	دو عامل اصلی تداوم انتظارات تورمی
۳۰	توجیه افکار عمومی مدیریت انتظارات را ممکن می کند
۳۶	مهار انتظارات کلید کنترل پایدار تورم
۴۲	شوک منفی تولید از عوامل اصلی تورم
۴۴	رد پای کسری بودجه در نوسانات نرخ رشد نقدینگی
۴۶	تقویت اعتماد عمومی به اقدامات بانک مرکزی
۵۰	مقام پولی به دنبال توسعه ابزارهای نوین مالی
۵۴	چرا مقایسه حجم فعلی نقدینگی با سال ۹۶ اشتباه است؟
۵۸	زنگ رکود اقتصادی آلمان به صدا درآمد!
۶۰	هشدار اقتصاد دانان درباره پذیرش سریع هوش مصنوعی
۶۲	بانک مرکزی اروپا چگونه عمل می کند؟
۶۵	هدف گذاری تورمی در بانک های مرکزی جهان
۶۹	گرایش کشورها به تعیین هدف تورمی تک رقمی
۷۳	سایه بانکداری استرالیایی بر نظام بانکی نیوزیلند

فرازونشیب‌های سیاست‌گذاری در سال پُرتنش

مدیریت انتظارات را دشوارتر کرد. بانک مرکزی در همین راستا با راه‌اندازی بازار ارز تجاری تلاش کرد تا به صورت عملیاتی، زمینه تک‌نرخ شدن ارز و توسعه ابزارهای ارزی را فراهم کند.

یکی دیگر از چالش‌های بانک مرکزی، سیاست کنترل تورم با استفاده از ابزار نرخ سود بانکی است که همواره با حساسیت بالایی روبرو بوده است. بانک مرکزی در شرایطی که باید مانع از جهش تورمی شود، از ابزار افزایش نرخ سود بانکی بهره می‌گیرد اما این سیاست، در صورت طولانی شدن یا عدم همراستایی با سایر سیاست‌های کلان، می‌تواند به رکود اقتصادی یا فشار بر نظام بانکی منجر شود. بنابراین، اتخاذ سیاست نرخ سود در فضایی بینابینی از تورم و رکود، نیازمند موازنه‌ای هوشمندانه بود که بانک مرکزی در این مدت تلاش کرد تا با استفاده از ابزارهای در اختیار خود نظیر عملیات بازار باز و انتشار گواهی‌های سپرده خاص و عام، سیاست‌های بهره‌ای فعال را اتخاذ کند و منفعل نباشد.

با وجود چالش‌ها و سختی‌های بیان شده، برخی اقدامات شاخص بانک مرکزی را می‌توان به عنوان موفقیت‌های سیاست‌گذار پولی و ارزی برشمرد. مقام پولی به منظور تشدید انضباط شبکه بانکی و پویایی سیاست‌های احتیاطی کلان در سال گذشته، اقدامات موثری را انجام داد و تداوم اجرای سیاست کنترل مقداری ترانزاکشن‌ها به بانک‌ها به همراه مهار رشد نقدینگی، نتیجه‌ای نقش فعال بانک مرکزی در بازار پول بوده است.

در مجموع، فرازونشیب‌های امسال بانک مرکزی را می‌توان نتیجه‌ای از ترکیب عوامل داخلی و خارجی دانست، با این حال، گام‌های مناسب بانک مرکزی، تلاش و توان کارشناسی مقام پولی را در مدیریت بحران‌های متعدد اقتصاد ایران نشان داده است. نکته‌ای که نباید فراموش شود، آن است که تداوم اصلاحات ساختاری و انضباط پولی، می‌تواند به مهار پایدار تورم منجر شده و بانک مرکزی باید بتواند در فضای سیاست‌گذاری کلان، جایگاه واقعی و استقلال نسبی خود را حفظ کند.

در سالی که سپری شد، بانک مرکزی با فرازونشیب‌های قابل توجهی مواجه بود که نه تنها چشم‌انداز اقتصاد کلان را تحت تأثیر قرار داد، بلکه رویکرد سیاست‌گذار پولی و ارزی نیز مورد آزمون قرار گرفت. بررسی تحولات یک سال گذشته مستلزم توجه همزمان به سه عرصه است، چالش‌های ساختاری، شوک‌های برون‌زا و موفقیت‌های قابل ملاحظه‌ای که در نتیجه اقدامات شاخص این نهاد، حاصل شده است.

بانک مرکزی در سال جاری با مجموعه‌ای از محدودیت‌های بلندمدت مواجه بود که ریشه در ساختار اقتصاد کلان ایران دارد. نخست، وابستگی بالای بودجه دولت به درآمدهای نفتی است که ضرورت ویژه‌ای برای ایفای نقش فعال بانک مرکزی در بازار ارز ایجاد می‌کند. در این شرایط، بانک مرکزی می‌بایست با در نظر گرفتن مجموعه وسیعی از متغیرها، اقدام به اتخاذ سیاست‌های ارزی پویا کند. تعمیق مرکز مبادله ارز و طلای ایران، یکی از مسیرهای برون‌رفت از چرخه نارسایی‌های ساختاری بازار ارز در کشور بود که با برنامه ریزی‌های عملیاتی بانک مرکزی، به وقوع پیوست.

رشد نقدینگی مازاد بر تولید طی سال‌های گذشته در اقتصاد ایران که اغلب ناشی از کسری بودجه دولت‌ها بوده است، ساختار تداوم تورم را حفظ می‌کند و موجب اختلال در اثرگذاری مستقل سیاست پولی می‌شود. بانک مرکزی در دو سال گذشته تلاش کرد تا با هدف‌گذاری نرخ رشد کل‌های پولی، مهار تورم را دنبال کند و در همین زمینه در پایان سال ۱۴۰۲ موفق شد نرخ رشد نقدینگی را به کانال ۲۴ درصد کاهش دهد و در آستانه پایان سال جاری نیز این متغیر در کانال ۲۷ درصد قرار دارد. توفیق مقام پولی در کنترل رشد نقدینگی، زمینه مقابله با این چالش ساختاری اقتصاد را فراهم می‌کند.

در کنار چالش‌های ساختاری، بانک مرکزی امسال در بخش عملیات اجرایی برخی سیاست‌ها با دشواری‌هایی روبرو بود. یکی از مهم‌ترین آنها، شرایط چندگانه نرخ ارز در بازارهای رسمی و غیررسمی بود که وظیفه سیاست‌گذار ارزی در



مدیریت ارزی در شرایط تنش‌های سیاسی دشوار است

تکانه‌های غیراقتصادی بازار ارز در کنترل بانک مرکزی نیست

- بانک‌های مرکزی معمولاً در بازارها مداخله می‌کنند تا نرخ ارز را تثبیت کنند و به طور روزانه این کار به خوبی انجام می‌شود
- بروز چالش‌ها و مسائل سیاسی، تمامی ارزهای کشورها را تحت تاثیر قرار می‌دهد و این مسئله تنها مربوط به کشورهای خاورمیانه نیست
- عوامل غیراقتصادی مانند تنش‌های سیاسی، بر بازار ارز تاثیر دارند و بانک مرکزی نمی‌تواند آنها را مدیریت کند
- اتکا به دلار باعث می‌شود تا کشورها بیشتر در معرض انواع خاصی از تحریم‌های آمریکا قرار بگیرند

پروفسور "مارک سجویک"

استاد دانشگاه آرهوس دانمارک



باشد، حتی اگر ارزش پول‌شان کاهش یابد. باید گفت که گاهی اوقات کاهش تنش‌ها از نظر اقتصادی خبر بدی است، زیرا کاهش قیمت نفت به تولید لطمه می‌زند، حتی اگر برای مصرف‌کنندگان خوبی باشد. با این حال، در درازمدت، چیزهای دیگر تاثیر بیشتری دارند. در نهایت همه چیز به عرضه و تقاضا بر می‌گردد، هرچند که البته بازارها هرگز کامل نیستند و می‌توان آنها را مدیریت یا در آن دخالت کرد. وقتی تنش‌ها قیمت نفت را بالا می‌برد، نگرانی از کاهش عرضه افزایش می‌یابد.

پروفسور "مارک سجویک"، استاد دانشگاه آرهوس دانمارک در یادداشتی اختصاصی برای هفته‌نامه تازه‌های اقتصاد، نوشت: وجود تنش‌های سیاسی، مانند همه عوامل تضعیف اطمینان، همیشه به آسیب‌های اقتصادی منجر می‌شود. چالش‌ها و بی‌ثباتی‌های سیاسی از جمله مواردی هستند که بر قیمت نفت و همچنین ارزهای ملی کشورها تاثیر منفی زیادی دارند. البته گاهی اوقات این چالش‌ها می‌تواند خبر خوبی به ویژه برای تولیدکنندگان نفت که از قیمت‌های بالاتر نفت سود می‌برند



وجود تنش های
سیاسی
مانند همه
عوامل تضعیف
اطمینان
همیشه به
آسیب های
اقتصادی منجر
می شود

برای کشورها پرهزینه می شود و مدیریت بازار ارز و حفظ ارزش پولی را دشوارتر می کند نیز باید به این نکته اشاره کرد که بحث های زیادی در مورد جایگزینی دلار آمریکا به عنوان استاندارد بین المللی وجود داشته است. افزایش وابستگی به دلار، به طور خاص در مواقع بحران و تنش برای کشورها هزینه به همراه دارد و مدیریت بازار ارز و حفظ ارزش پولی را دشوارتر می کند. از سوی دیگر نیز باید توجه داشت که اتکا به دلار باعث می شود تا کشورها بیشتر در معرض انواع خاصی از تحریم های آمریکا قرار بگیرند و در این خصوص کشور روسیه تجربه دارد.

اینکه ارز دیگری غیر از دلار به عنوان ارز رایج بین المللی باشد منطقاً غیرممکن و محال نیست. دلیل آن این است که دلار آمریکا همیشه ارز استاندارد بین المللی نبوده است. برای چندین دهه، پوند انگلیس واحد پول غالب در عرصه بین المللی بود، تا اینکه به تدریج در نیمه اول قرن بیستم و سپس به طور قطعی پس از پایان جنگ جهانی دوم، دلار آمریکا جایگزین آن شد. با این حال، هنوز نشانه ای از این اتفاق وجود ندارد. در حال حاضر، به رغم تلاش هایی برای دلارزدایی، دلار آمریکا کماکان ارز رایج جهانی است. امروز ارز چین مطمئناً بیشتر از گذشته استفاده می شود، اما تا جایگزینی دلار فاصله زیادی دارد. بانک های مرکزی در سراسر جهان مطمئناً در تلاش برای تنوع بخشیدن به ذخایر ارز خارجی خود هستند، اما چیزی که به نظر می رسد جایگزین دلار می شود، ارز دیگری نیست، بلکه طلا است. اگر فشار شدیدی روی یک ارز وجود داشته باشد، آن ارز در برابر هر چیزی که آزادانه معامله می شود، اعم از دلار، طلا و... سقوط می کند.

بررسی اثر تنش های سیاسی و انتقال فوری آن به بازارهای ارز، مسئله مهمی است که البته پاسخ روشنی به آن وجود ندارد. بانک های مرکزی معمولاً در بازارها مداخله می کنند تا نرخ ارز را تثبیت کنند و به طور روزانه این کار به خوبی انجام می شود. با این حال، زمانی که یک اتفاق واقعاً بزرگ رخ می دهد، هزینه های کنترل نرخ ارز ابتدا افزایش می یابد و سپس ممکن است به سرعت ناپایدار شود. بروز اینگونه مسائل و چالش ها بر روی همه ارزها تأثیر می گذارد، نه فقط ارزهای مربوط به کشورهای خاورمیانه. در سال ۱۹۹۷، دولت انگلیس بیش از ۴ میلیارد دلار هزینه کرد تا پوند را با نرخی که در واقع ناپایدار بود تثبیت کند، قبل از اینکه مجبور به تسلیم شود و از این کار صرف نظر کند.

من فکر می کنم که با بروز تنش های سیاسی، مدیریت بازار ارز برای بانک های مرکزی دشوار می شود و تنظیم نرخ ارز می تواند از دست آنها خارج شود و تشخیص این امر مهم است. البته همه چیز در کنترل بانک مرکزی نیست و عوامل غیراقتصادی مانند تنش های سیاسی، بر بازار ارز تأثیر دارند و بانک مرکزی نمی تواند آنها را مدیریت کند و از کنترل آن خارج می شود. در واقع در اینجا عامل اصلی در تغییر نرخ ارز، تنش های سیاسی است و تا این تنش ها رفع نشود، کنترل نرخ ارز برای بانک مرکزی میسر نیست. معمولاً بانک های مرکزی برای مقابله با چنین تنش هایی اقداماتی انجام می دهند، ولی این اقدامات جنبه موقت دارد و تا تنش ها رفع نشود، نمی توان مدیریت موثری بر بازار ارز داشت.

دربراره اینکه افزایش وابستگی به برخی ارزها مانند دلار، به ویژه در مواقع بحران و تنش ها

معصومه آقاپورعلیشاهی، مشاور رئیس جمهور در امور همکاری های اقتصادی
در گفت و گو با تازه های اقتصاد:

راه اندازی بازار ارز تجاری شجاعانه بود

- تأثیرات تحولات بین المللی و چالش های سیاسی به دلیل وجود تحریم ها و ضعف های زیرساختی داخلی، در اقتصاد ایران شدیدتر است
- بانک مرکزی در یک سال گذشته تلاش کرده تا در مواجهه با تنش های بین المللی، اقتصاد ایران را سرپا نگه دارد
- هر اقدام اصلاحی ممکن است در ابتدا بادشواری هایی همراه باشد و این موضوع در مورد ارز تجاری نیز صادق است
- خوشبختانه بازار ارز به تدریج به تعادل نزدیک می شود و نوسانات شدید قیمتی به حداقل رسیده است
- ما باید این واقعیت را بپذیریم که با محدودیت هایی در دسترسی به منابع، به ویژه در شرایط تحریم ها، مواجه هستیم



راه اندازی بازار
تجاری می تواند
نقش بسیار
مؤثری در ایجاد
ثبات اقتصادی
ایفا کند و در
آینده نیز امکان
تسهیل مبادلات
با بانک های
جهانی را فراهم
خواهد کرد

در شرایطی که جهان با نااطمینانی های سیاسی و بین المللی مواجه است، اقتصاد کشورها به ویژه اقتصاد ایران، تحت تأثیر این تحولات قرار گرفته است. نرخ ارز به عنوان یکی از شاخص های کلان اقتصادی، به شدت تحت تأثیر این نااطمینانی ها و تحریم های بین المللی قرار دارد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی به عنوان نهاد مسئول در مدیریت بازار ارز و سیاست های پولی، نقش محوری در ثبات اقتصادی ایفا می کند. عملکرد بانک مرکزی در کنترل نرخ ارز و مدیریت نقدینگی، همواره مورد بحث و تحلیل کارشناسان اقتصادی بوده است. در گفت و گو با معصومه آقاپورعلیشاهی، مشاور رئیس جمهور در امور همکاری های اقتصادی، به بررسی اقدامات بانک مرکزی در مدیریت بازار ارز، تأثیر راه اندازی مرکز مبادله ارز، دیپلماسی ارزی، وابستگی نظام تأمین مالی به بانک ها و راهکارهای بازگرداندن اعتماد به بورس پرداختیم. وی در این گفت و گو، هماهنگی بین دولت و بانک مرکزی را به عنوان یکی از عوامل کلیدی در موفقیت سیاست های اقتصادی برشمرد. مشروح گفت و گو را در ادامه بخوانید.

ارزیابی شما از عملکرد بانک مرکزی در کنترل و مدیریت بازار ارز چیست؟

یکی از شرایط دشواری که جهان در حال حاضر با آن مواجه است، نااطمینانی های سیاسی و بین المللی است که تأثیر آن به طور مستقیم بر اقتصاد کشورها، از جمله ایران، قابل مشاهده است. در کشور ما، این تأثیرات به ویژه در نرخ ارز به وضوح نمایان می شود. البته این موضوع تنها مختص ایران نیست. تحولات سیاسی، نااطمینانی ها و چالش های جهانی بر اقتصاد تمام کشورها تأثیرگذار است. با این حال، در مورد ایران، این تأثیرات به دلیل وجود تحریم های بین المللی و چالش های زیرساختی داخلی، شدیدتر است. علاوه بر این، ناترازی های اقتصادی و تصویب قوانین و مقرراتی که گاه به صورت شتاب زده وضع می شوند، نیز بر این شرایط دامن می زنند. ترکیب این عوامل باعث ایجاد نوسانات در نرخ ارز می شود که هم برای مسئولان و هم برای مردم ناخوشایند و دردسرساز است.

ما باید این واقعیت را بپذیریم که با محدودیت هایی در دسترسی به منابع، به ویژه در شرایط تحریم ها، مواجه هستیم. دستیابی به منابع در چنین شرایطی، فرآیندی دشوار و پرهزینه است، چرا که دور زدن تحریم ها خود هزینه های سنگینی را به کشور تحمیل می کند. از سوی دیگر، پایین بودن سطح توسعه زیرساخت های کشور نیز بر این مشکلات می افزاید. با این حال، بانک مرکزی در یک سال گذشته تلاش کرده تا در مواجهه با تنش های بین المللی، اقتصاد ایران را سرپا نگه دارد و بازارهای پولی کشور را مدیریت کند. ما از این تلاش ها قدردانی می کنیم، اما باید اذعان داشت که انتظارات مردم فراتر از این اقدامات است. امیدواریم با دستیابی به ثبات اقتصادی، کاهش تحریم ها و تقویت اتحاد بین ملت و دولت، شاهد شکوفایی و ثبات بیشتر در اقتصاد کشور باشیم.

یکی از مهم ترین اقداماتی که بانک مرکزی انجام داد، راه اندازی مرکز مبادله بود که اخیراً بازار ارز تجاری نیز در این مرکز ایجاد شده است. این اقدام چه تأثیری بر وضعیت بازار ارز خواهد داشت؟

در ابتدا باید تبریک گفت که این اقدام شجاعانه را در شرایط دشوار اقتصادی کشور عملی کردند. پیش از این، در بخش ارزهای نیمایی، دستوری و سایر انواع ارزها، شرایط بسیار پیچیده و نامتعادلی حاکم بود که باعث ایجاد تلاطم های گسترده در بازار می شد. این وضعیت ریسک ها را به شدت افزایش می داد و یارانه هایی که در قالب ارز پرداخت می شد، به طور مستقیم به سفره مردم نمی رسید. با راه اندازی بازار ارز تجاری، دلالان و واسطه ها از چرخه بازار حذف شدند. البته هر اقدام اصلاحی ممکن است در ابتدا با دشواری هایی همراه باشد و این موضوع در مورد ارز تجاری نیز صادق است. در برخی موارد شاهد افزایش قیمت ها بودیم، اما خوشبختانه بازار به تدریج به تعادل نزدیک می شود و نوسانات شدید قیمتی به حداقل رسیده است. راه اندازی بازار تجاری می تواند نقش بسیار مؤثری در ایجاد ثبات اقتصادی ایفا کند و در آینده نیز امکان تسهیل مبادلات با بانک های جهانی را فراهم خواهد کرد.

در طول پنج ماه گذشته، از زمان تشکیل

دولت چهاردهم، دو گام اساسی برداشته شده است. گام اول، معرفی ارز تجاری بود که به رفع موانع و حذف دلال‌ها از چرخه بازار ارز کمک کرد. گام دوم، که با هدف ایجاد ثبات اقتصادی و رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) برداشته شد، حرکت به سمت تک‌نرخی کردن ارز است. این اقدام می‌تواند زمینه را برای ایجاد رقابت سالم در بخش تجارت و بازرگانی فراهم کند و به شکل‌گیری یک بازار رقابتی آزاد به معنای واقعی در ایران بینجامد. با حذف انحصار و تک‌نرخ شدن ارز، اقتصاد ایران به سمت رشد واقعی و پایدار حرکت خواهد کرد.

دیپلماسی ارزی بانک مرکزی را چگونه ارزیابی می‌کنید و چه تأثیری در تسهیل روند تجارت بازرگانان داشته است؟

در ابتدا باید از همه مسئولان کشور تشکر کنیم که در این شرایط بحرانی، تلاش می‌کنند تا هم امنیت جامعه و هم امنیت اقتصادی را برای مردم ایران حفظ کنند. در مورد اقدامات انجام‌شده در حوزه دیپلماسی ارزی، باید گفت این اقدامات بسیار مثبت و قابل تقدیر هستند. با توجه به محدودیت‌های شدیدی که در ارتباط با بانک‌های جهانی و بازارهای بین‌المللی داریم، این تلاش‌ها نقش مؤثری در بهبود شرایط ایفا می‌کنند. البته شرایط ما عادی نیست و نمی‌توان گفت همه چیز ایده‌آل است، اما با توجه به چالش‌های بین‌المللی و محدودیت‌های بانکی، این اقدامات بسیار مؤثر بوده‌اند و امیدواریم توسعه بیشتری پیدا کنند. به عنوان مثال، در سفر اخیر به مسکو، یکی از موضوعات اصلی مذاکرات، ایجاد شعب بانک‌های روسی در ایران بود. چنین اقداماتی می‌توانند تجارت را تسهیل کنند، حجم مبادلات را افزایش دهند، به رونق صادرات کمک کنند و در نهایت، نرخ تبدیل ارز برای کالاهای اساسی را کاهش دهند. امیدواریم با توسعه این همکاری‌ها، بتوانیم روابط مشابهی با کشورهای همسایه نیز برقرار کنیم. توسعه زیرساخت‌های بانکی برای تحقق این اهداف ضروری است و این اقدامات در شرایط فعلی بهترین گزینه محسوب می‌شوند.

**طبق اظهارات اخیر مقامات
پولی کشور، بیش از ۹۰
درصد نظام تأمین مالی ایران**

بانک‌محور است و وابستگی شدیدی به نظام بانکی وجود دارد. این وضعیت چه آسیب‌هایی می‌تواند به اقتصاد کشور وارد کند و چه راهکارهایی برای کاهش این وابستگی و بهبود شرایط وجود دارد؟

ابتدا باید به این سوال پاسخ دهیم که هدف از تأمین مالی چیست؟ تأمین مالی برای رشد و شکوفایی فرصت‌های تجاری، بازرگانی و تولیدی ضروری است. اما سوال اصلی این است که چگونه می‌توان این فرصت‌ها را به طور مؤثر فراهم کرد؟ یکی از چالش‌های اساسی این است که آیا در شرایط نوسانات اقتصادی، تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی توانسته‌اند از مسیرهای میان‌مدت و بلندمدت برای تأمین مالی استفاده کنند؟ متأسفانه نوسانات نرخ ارز، تورم و بی‌ثباتی‌های اقتصادی باعث شده که نیازهای مالی تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی عمدتاً به سمت بانک‌ها هدایت شود. دلیل این امر نیز سرعت و سهولت دسترسی به منابع بانکی است، چرا که فعالان اقتصادی ترجیح می‌دهند در کوتاه‌ترین زمان ممکن به منابع دسترسی داشته باشند تا بازدهی سرمایه‌گذاری‌شان از نوسانات اقتصادی پیشی بگیرد. برای کاهش این وابستگی، باید به سمت توسعه بازار سرمایه حرکت کنیم. بازار سرمایه نیازمند سرمایه‌گذاری بلندمدت است و ابزارهای متنوعی مانند افزایش سرمایه شرکت‌ها، عرضه اولیه‌ها، شرکت‌های پروژه‌محور و انتشار اوراق بدهی در اختیار دارد. برای تقویت این بازار، باید ابزارهای موجود را فعال‌تر کنیم، پیچیدگی‌های قوانین را کاهش دهیم، شفافیت را افزایش دهیم و بروکراسی را به حداقل برسانیم. در برنامه پنج‌ساله هفتم نیز به این موضوع توجه ویژه‌ای شده است. با این حال، بازار سرمایه نیازمند ثبات و پویایی است. اگر بتوانیم ثبات اقتصادی را ایجاد کنیم، نوسانات ارزی و تورم را کنترل نماییم و بازدهی سرمایه‌گذاری را افزایش دهیم، گام بزرگی در این مسیر برداشته‌ایم. در گام بعدی، باید بازار سرمایه را به گونه‌ای توسعه دهیم که هم عمق داشته باشد و هم پویا باشد. با فراهم کردن این شرایط، بازرگانان، تجار و تولیدکنندگان به طور طبیعی به سمت بازار سرمایه هدایت خواهند شد.

نوسانات نرخ
ارز، تورم و
بی‌ثباتی‌های
اقتصادی
باعث شده که
نیازهای مالی
تولیدکنندگان
و فعالان
اقتصادی
عمدتاً به سمت
بانک‌ها هدایت
شود

با فراهم کردن
پلتفرم‌های
مناسب و
اصلاح قوانین
و مقررات
می‌توانیم
شرایطی
ایجاد کنیم که
سرمایه‌گذاران
خارجی به
راحتی وارد بازار
سرمایه ایران
شوند

دولت و بانک مرکزی چه راهکارهایی می‌توانند ارائه دهند تا اعتماد از دست‌رفته مردم به بورس بازگردد و سرمایه‌های افراد به جای فعالیت‌های سفته‌بازانه یا نگهداری دلار در منازل، به سمت بورس هدایت شود؟

برای بازگرداندن اعتماد مردم به بورس، باید ریسک‌های بازار سرمایه را به حداقل برسانیم. این ریسک‌ها به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم می‌شوند. در بخش ریسک‌های داخلی، اقداماتی مانند اصلاح قوانین و مقررات، افزایش شفافیت عملکرد شرکت‌های بورسی و شفافیت در گزارش‌دهی مالی می‌تواند به بهبود شرایط کمک کند.

این اقدامات باعث می‌شود مردم اطمینان بیشتری به بازار سرمایه پیدا کنند. اما در مورد ریسک‌های خارجی، مانند تحریم‌ها، نااطمینانی‌های بین‌المللی، ریسک‌های سیاسی و بحران‌های جهانی، این عوامل خارج از کنترل بازار سرمایه هستند. در چنین شرایطی، مردم به دنبال نقدشوندگی سریع هستند و این موضوع باعث کاهش رونق بازار سرمایه می‌شود. با این حال، انتظار ما این است که با ایجاد ثبات نسبی در اقتصاد و افزایش اعتماد مردم، بتوانیم سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت را رونق بخشیم. برای تحقق این هدف، باید از ابزارهای متنوع بازار سرمایه بیشتر استفاده کنیم.

به عنوان مثال، می‌توانیم بورس ایده و بورس‌های پروژه‌محور را توسعه دهیم، به شرکت‌های کوچک و متوسط بیشتر توجه کنیم و بادرجه‌بندی شرکت‌ها، شرایطی فراهم کنیم که شرکت‌های کوچک با اطمینان نسبی وارد بازار سرمایه شوند. این اقدامات به عمق بخشی بازار سرمایه کمک می‌کند. یکی دیگر از راهکارهای

کلیدی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی است. با فراهم کردن پلتفرم‌های مناسب و اصلاح قوانین و مقررات، می‌توانیم شرایطی ایجاد کنیم که سرمایه‌گذاران خارجی به راحتی وارد بازار سرمایه ایران شوند. این موضوع می‌تواند خبر خوبی برای رونق بازار سرمایه باشد و با کنترل نظام‌مند این فرآیند، شاهد رشد و پویایی بیشتر در این بازار خواهیم بود. در مجموع، باید بورس را مانند دریایی ببینیم که پس از طوفان، آرامش آن هم فرا می‌رسد و اگر صبور باشیم، آرامش دوباره بازخواهد گشت. تصمیمات باید با آگاهی و دقت گرفته شوند و به یاد داشته باشیم که هر بحرانی موقتی و گذراست. با این نگاه، می‌توانیم منتظر شکوفایی دوباره اقتصاد ایران باشیم.

یکی از سئالی که در دوره‌های گذشته مطرح بود، عدم هماهنگی بین دولت و بانک مرکزی بود برخی سیاست‌ها به صورت متناقض اجرا می‌شدند. اما اکنون به نظر می‌رسد هماهنگی خوبی بین دولت و بانک مرکزی برقرار شده است. تا چه اندازه به تداوم این هماهنگی خوشبین هستید؟

شعار دولت چهاردهم، وفاق و عدالت است. من بارها شاهد بوده‌ام که آقای دکتر پزشکیان، رئیس‌جمهور، شخصاً ریاست جلسات هماهنگی بین دولت و بانک مرکزی را برعهده می‌گیرند. خوشبختانه با تدبیری که در این جلسات به کار گرفته شده، سیاست‌های پولی و مالی تقریباً در یک راستا پیش می‌روند. این هماهنگی می‌تواند نویدبخش نتایج مثبت و درخشان‌تری برای اقتصاد کشور باشد و امیدواریم شاهد تحقق این دستاوردها تا سال ۱۴۰۴ باشیم.



۲ گام ارزی دولت چهاردهم

در دولت چهاردهم دو گام اساسی برداشته شده است. گام اول، معرفی ارز تجاری بود که به رفع موانع و حذف دلالت‌ها از چرخه بازار ارز کمک کرد. گام دوم، که با هدف ایجاد ثبات اقتصادی و رشد تولید ناخالص داخلی برداشته شد، حرکت به سمت تک‌نرخ کردن ارز است.

محمد رضا رنجبر فلاح، مدیرعامل پیشین بانک تجارت
در گفت و گو با تازه های اقتصاد:

چرا بانک مرکزی ذخایر ارز و طلا را افزایش داد؟

- علت اصلی تورم و افزایش نرخ ارز در اقتصاد ایران، عوامل بنیادی و ساختاری است
- مدیریت نرخ ارز در شرایط کنونی اقتصاد ایران، نیازمند توجه همزمان به عوامل اقتصادی و سیاسی است
- هر زمانی که بانک مرکزی توانست به ثبات نسبی در بازار ارز برسد، با شوک های سیاسی مواجه شد
- ذخایر ارزی و طلای بانک مرکزی افزایش یافت تا در شرایط خاص، بازار به ترقابل مدیریت باشد
- بانک مرکزی بازار ارز تجاری را ایجاد کرد تا بتواند در شرایط تورمی و با توجه به نقدینگی بالا، بازار را بهتر مدیریت کند
- تکیه صرف بر سیاست های اقتصاد کینزی کافی نیست و باید به سمت سیاست های مدیریت عرضه حرکت کنیم



اگر بانک مرکزی بخواهد می‌تواند ذخایر خود را به بازار تزریق کند و نرخ ارز را کاهش دهد، اما این کار رانمی‌کند، زیرا حفظ ساختار اقتصادی و جلوگیری از آسیب به تولید اولویت دارد

اتفاقات سیاسی، به ویژه در منطقه خاورمیانه، همواره بر اقتصاد ایران تأثیرگذار بوده‌اند. از تحریم‌های بین‌المللی تا تنش‌های منطقه‌ای، همه و همه باعث شده‌اند که مدیریت نرخ ارز به یکی از پیچیده‌ترین وظایف بانک مرکزی و دولت تبدیل شود. در چنین شرایطی، انتظارات تورمی در جامعه افزایش می‌یابد و تقاضا برای ارز و طلا به عنوان دارایی‌های امن، بالا می‌رود. این افزایش تقاضا، همراه با کاهش عرضه ارز، باعث نوسانات شدید در بازار ارز می‌شود و مدیریت آن را دشوارتر می‌کند. از سوی دیگر، رشد نقدینگی در کشور که ناشی از مکانیسم‌های خلق پول و اعطای تسهیلات بانکی است، به افزایش تورم و کاهش ارزش پول ملی منجر شده است. این پدیده، که با نام تورم ناشی از فشار هزینه شناخته می‌شود، هزینه‌های تولید را افزایش داده و فشار بیشتری بر اقتصاد وارد می‌کند. در چنین شرایطی، بانک مرکزی باید با استفاده از ابزارهای مختلف تلاش کرده تا تعادل را در بازار ارز حفظ کند. با این حال، چالش‌های سیاسی و منطقه‌ای، همراه با تحریم‌های بین‌المللی، باعث شده‌اند که مدیریت نرخ ارز به کاری بسیار پیچیده تبدیل شود. در گفت‌وگو با محمدرضا رنجبر فلاح، مدیرعامل پیشین بانک تجارت به بررسی این چالش‌ها و راهکارهای ممکن برای بهبود مدیریت ارزی کشور می‌پردازیم.

در دو سال گذشته، با چالش‌های سیاسی زیادی در منطقه و داخل کشور مواجه بوده‌ایم. به نظر شما، تا چه اندازه اتفاقات سیاسی بر مدیریت ارزی کشور تأثیرگذار است؟

در بررسی مدیریت نرخ ارز و ارزش پول ملی در شرایط کنونی اقتصاد ایران، عوامل مؤثر را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم کرد: عوامل بنیادی و پایه‌ای اقتصادی و عوامل سیاسی. از منظر اقتصادی، با توجه به حجم نقدینگی موجود در کشور و رشد روزافزون آن که هر روز چند هزار میلیارد تومان به آن افزوده می‌شود، این سوال مطرح می‌شود که منشأ

این نقدینگی چیست؟ افزایش سپرده‌ها در سیستم بانکی لزوماً ناشی از پس‌انداز مردم نیست، چرا که رشد اقتصادی و درآمد ملی در سال‌های اخیر چندان افزایشی نداشته و حتی در برخی سال‌ها منفی بوده است. در چنین شرایط تورمی، چگونه مردم و بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند پس‌انداز بیشتری داشته باشند؟ در واقع، رشد نقدینگی در برخی سال‌ها به ۲۵، ۳۰ یا حتی ۴۰ درصد رسیده است، در حالی که این افزایش ناشی از تولید و ارزش افزوده نیست، بلکه از طریق مکانیسم خلق پول و اعطای تسهیلات بانکی ایجاد می‌شود. این پدیده، که بخشی از آن تحت تأثیر توصیه‌های اقتصاد کینزی قرار دارد، تقاضا را در جامعه تحریک می‌کند، بدون آنکه تولید متناسبی در اقتصاد ایجاد شود. این عدم تعادل بین عرضه و تقاضا، عامل اصلی تورم و کاهش ارزش پول ملی است. افزایش نقدینگی، طبق قانون کمیابی، ارزش پول را کاهش می‌دهد و این کاهش ارزش در نرخ ارز خود را نشان می‌دهد. افزایش نرخ ارز نیز آثار ثانویه‌ای در اقتصاد ایجاد می‌کند. به عنوان مثال، افزایش قیمت کالاهای وارداتی، مواد اولیه، تکنولوژی و ماشین‌آلات وارداتی، منجر به افزایش هزینه‌های تولید و در نتیجه افزایش قیمت کالاهای نهایی می‌شود. این پدیده، که به عنوان تورم ناشی از فشار هزینه (Cost-Push Inflation) شناخته می‌شود، در کنار تورم ناشی از فشار تقاضا، اقتصاد را با چالش‌های بیشتری مواجه می‌کند. علاوه بر این، اگر به چند دهه گذشته نگاه کنیم، شاهد وجود یک تورم ساختاری در اقتصاد ایران هستیم که ریشه در عوامل اقتصادی و سیاست‌های کلان دارد. از منظر اقتصاد سیاسی نیز، تحریم‌ها و محدودیت‌های بین‌المللی تأثیر قابل توجهی بر درآمدهای صادراتی و ارزی کشور داشته‌اند. این تحریم‌ها نه تنها درآمدهای ارزی را کاهش داده‌اند، بلکه با ایجاد تلاطم‌های سیاسی و روانی در جامعه، تقاضای کاذب و سوداگری در بازار ارز را افزایش داده‌اند. این عوامل نیز به نوبه خود بر نرخ ارز تأثیرگذار بوده‌اند. مدیریت نرخ ارز در چنین شرایطی کاری بسیار پیچیده و دشوار است. در برخی موارد، دولت‌ها به سیستم چند نرخ ارز روی می‌آورند و به برخی کالاهای اساسی ارز با نرخ پایین‌تر اختصاص می‌دهند تا فشار تورمی بر مصرف‌کننده کاهش یابد. اما افزایش حجم



این سیاست‌ها می‌تواند منجر به ایجاد رانت و توزیع ناعادلانه منابع شود، به گونه‌ای که این منابع لزوماً به دست مصرف‌کننده واقعی نرسد. این رانت‌ها می‌توانند زمینه‌ساز فساد اقتصادی شوند. بانک مرکزی، به عنوان نهاد مسئول حفظ ارزش پول ملی، در دوره‌های مختلف تلاش کرده است تا با ایجاد تعادل بین نرخ تورم و نرخ ارز، ثبات نسبی در بازار ارز ایجاد کند. یکی از اقدامات بانک مرکزی، کاهش تدریجی تعداد نرخ‌های ارز و حرکت به سمت سیستم یک‌نرخ ارز بوده است. البته، این اقدامات مشروط به توانایی بانک مرکزی در ایجاد ثبات در بازار ارز است. در مجموع، مدیریت نرخ ارز در شرایط کنونی اقتصاد ایران، نیازمند توجه همزمان به عوامل اقتصادی و سیاسی است تا بتوان به ثبات نسبی در این بازار دست یافت. در یک سال گذشته، با توجه به فشارهایی که بر بانک مرکزی وارد شد، به ویژه در مورد تفاوت بین نرخ ارز آزاد و ارز ترجیحی که برای کالاهای خاص اختصاص داده می‌شد، بانک مرکزی تصمیم گرفت تعداد نرخ‌های ارز و فاصله بین آنها را کاهش دهد و از طریق مکانیسم‌های دیگر، بار تورمی را جبران کند. علت اصلی تورم و افزایش نرخ ارز در اقتصاد ایران، عوامل بنیادی و ساختاری است. وقتی کسری بودجه داریم، ممکن است در ظاهر ادعا کنیم که کسری وجود ندارد و درآمدهای دولت در بودجه سنواتی محقق شده است، اما در عمل مشاهده می‌کنیم که دولت از طریق فروش اوراق، منابع جمع‌آوری می‌کند و این منابع صرف جبران عقب‌ماندگی‌ها و کسری‌های بودجه می‌شود. کمبود درآمدهای دولت نسبت به هزینه‌هایش به وضوح قابل مشاهده است. این کسری بودجه از طریق استقراض مستقیم یا غیرمستقیم از بانک مرکزی یا شبکه بانکی تأمین می‌شود. حتی اگر دولت از بانک مرکزی به طور مستقیم استقراض نکند، از طریق شبکه بانکی یا فروش اوراق به صورت غیرمستقیم منابع مورد نیاز خود را تأمین می‌کند. این امر باعث می‌شود منابع کمتری به بخش خصوصی برسد و سرمایه‌گذاری و رشد تولید و اقتصادی با مشکل مواجه شود.

کسری بودجه یکی از عوامل اصلی تورم است. عامل دیگر، تورم ساختاری است که در کشور وجود دارد و بار مالی دولت را افزایش می‌دهد. تورم هم در قیمت تمام‌شده کالاهای آینده و هم در قیمت کالاهای فعلی

تأثیر می‌گذارد. این تورم، همراه با فشارهای ناشی از افزایش نرخ ارز، باعث افزایش قیمت کالاهای تولید داخل می‌شود. این افزایش قیمت هم فشار بر مصرف‌کننده داخلی وارد می‌کند و هم فرصت‌های رقابتی ایران در بازارهای خارجی را کاهش می‌دهد. در چنین شرایطی، تخصیص ارز ارزان قیمت به برخی کالاهای، اگر به دست مصرف‌کننده واقعی نرسد، بی‌معنا خواهد بود. به همین دلیل، بانک مرکزی در چند مقطع تصمیم گرفت بخشی از ارز را با نرخ ثابت تخصیص دهد، بخشی دیگر را با نرخ نیمایی کنترل کند و سهم مدیریت خود را در بازار ارز افزایش دهد. هدف این بود که صادرکنندگان و واردکنندگان در یک بازار منسجم و قابل مدیریت فعالیت کنند.

با این حال، افزایش نقدینگی و فشارهای سیاسی و انتظاری، تقاضای کاذبی برای ارز ایجاد می‌کند که لزوماً برای واردات کالا نیست، بلکه صرفاً برای نگهداری ارز به عنوان یک دارایی امن صورت می‌گیرد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی یا باید از ذخایر ارزی خود استفاده کند تا نرخ ارز را تثبیت کند، یا این ذخایر را برای روزهای بحرانی حفظ کند تا در زمان لازم بتواند بازار را کنترل کند. تا آنجا که اطلاع داریم، بانک مرکزی هم ذخایر ارزی و هم ذخایر طلای خود را افزایش داده تا بتواند در شرایط خاص، بازار را مدیریت کند. اگر بانک مرکزی بخواهد، می‌تواند ذخایر خود را به بازار تزریق کند و نرخ ارز را کاهش دهد، اما این کار را نمی‌کند، زیرا حفظ ساختار اقتصادی و جلوگیری از آسیب به تولید برایش اولویت دارد. به همین دلیل، بانک مرکزی بازار ارز تجاری را ایجاد کرد تا بتواند در شرایط تورمی و با توجه به نقدینگی بالا، بازار را بهتر مدیریت کند.

هر بار که بانک مرکزی توانست به ثبات نسبی در بازار ارز برسد، با شوک‌های سیاسی مواجه شده است. برای مثال، جنگ بین حماس و رژیم صهیونیستی، حملات رژیم صهیونیستی به حزب الله لبنان و تحولات سوریه، همگی عوامل سیاسی بودند که بر بازار ارز و اقتصاد ایران فشار وارد کردند. همچنین، نگرانی‌هایی وجود دارد که تحریم‌ها تشدید شوند و صادرات نفتی و درآمدهای ارزی با مشکل مواجه شوند. مشکلات احتمالی در سیستم حمل و نقل، کشتیرانی و بیمه نیز می‌تواند چالش‌های بیشتری ایجاد کند.

برخی به دنبال یافتن مقصودر میان نهادها هستند، اما این روش کمکی به حل مشکلات نخواهد کرد



بخشی از
مشکلات
تولیدکنندگان
ناشی از کمبود
نقدینگی
است، اما بخش
دیگری به
قوانین پیچیده
و دست‌وپاگیر
مرتبط می‌شود

بنابراین، بانک مرکزی باید برای چنین
رویهایی نیز برنامه‌ریزی و از ذخایر ارزی کشور
محافظت کند.

در مجموع، بانک مرکزی با تصمیمات
به‌هنگام و گاهی مقطعی سعی می‌کند بازار
ارز را کنترل کند. از سوی دیگر، تلاش می‌شود
عوامل بنیادی مانند رشد سریع نقدینگی تا
حد امکان مهار شود. اگر به دهه ۹۰ نگاه کنیم،
می‌بینیم که به دلیل کاهش فشارهای سیاسی
ناشی از برجام و اجرای سیاست‌های انقباضی
توسط بانک مرکزی و وزارت اقتصاد، نرخ تورم
حتی به سطح تک‌رقمی کاهش یافت. البته،
این کاهش تورم با هزینه‌هایی همراه بود
و رشد اقتصادی کاهش یافت و بسیاری از
بنگاه‌های کوچک با مشکلات جدی مواجه
و حتی تعطیل شدند. بنابراین، ایجاد تعادل
بین نرخ تورم، رشد اقتصادی و نرخ ارز، کاری
بسیار پیچیده و نیازمند برنامه‌ریزی دقیق
است. نباید اهداف بلندمدت را فدای اهداف
کوتاه‌مدت کنیم و از سیاست‌های مقطعی
استفاده نماییم که منافع بلندمدت را به خطر
می‌اندازد. باید تلاش کنیم التهابات سیاسی
و شوک‌های بیرونی که به اقتصاد وارد می‌شود
را کاهش دهیم. مجموعه‌ای از سیاست‌های
اقتصادی، اقتصاد سیاسی و سیاست‌های
کلان باید به طور هماهنگ اجرا شوند تا
اقتصاد کشور به شرایط بهتری دست یابد.

در دهه ۱۹۷۰، آمریکا نیز با مشکلات مشابهی
مواجه بود. همزمان با رکود اقتصادی، تورم
شدیدی نیز در این کشور وجود داشت.
شوک‌های نفتی ناشی از جنگ اعراب و
اسرائیل افزایش شدید قیمت نفت، اقتصاد
آمریکا را تحت تأثیر قرار داد. آمریکا که در
آن زمان واردکننده نفت بود، با چالش‌های
بزرگی روبرو شد. در آن دوره، سیاست‌گذاران
اقتصادی آمریکا نیز با سعی و خطا مواجه

بودند. یک بار نرخ بهره را افزایش می‌دادند
تا تورم را کنترل کنند، اما متوجه می‌شدند که
رشد اقتصادی کاهش یافته و بیکاری افزایش
می‌یابد. سپس نرخ بهره را کاهش می‌دادند
تا چرخ‌های اقتصاد به حرکت درآید، اما تورم
دوباره افزایش می‌یافت. در آن دهه، آمریکا
هم رکود بزرگ و هم تورم شدید را تجربه کرد.
حتی بازار طلا در آمریکا دچار اختلال شد
و دولت مجبور شد برای خانوارهای عادی
محدودیت‌هایی در خرید طلا اعمال کند.
در نهایت، ذخایر طلای آمریکا به حدی
کاهش یافت که این کشور مجبور شد از
پیمان برتون وودز خارج شود و دیگر تعهدی
به مبادله ثابت دلار با طلا نداشته باشد. این
تجربه نشان می‌دهد که مدیریت اقتصاد در
شرایط بحرانی، نیازمند تعادل دقیق بین
سیاست‌های پولی، مالی و اقتصادی است
و هرگونه تصمیم‌گیری شتاب‌زده می‌تواند
عواقب بلندمدت جبران‌ناپذیری به همراه
داشته باشد.

در دهه ۱۹۷۰، اقتصاد آمریکا با شوک‌های
شدیدی مواجه شد، اما برای ایجاد رشد
اقتصادی بدون افزایش تورم، شورایی
تشکیل شد که هم اصلاحات اقتصادی را
در دستور کار قرار داد و هم عوامل مکمل
اقتصاد، مانند کاهش رقابت تسلیحاتی با
اتحاد جماهیر شوروی، را مدنظر قرار داد.
در این راستا، نیکسون، رئیس‌جمهور وقت
آمریکا، جلسات متعددی با رهبران شوروی،
از جمله خروشچف و جانشینان او، برگزار
کرد. همچنین، آمریکا با چین وارد مذاکره شد
تا درهای این کشور را به روی اقتصاد جهانی
باز کند، از نیروی کار ارزان چینی بهره‌برد و با
انتقال سرمایه و فناوری، اقتصاد چین را احیا
کند. در آن زمان، بسیاری نگران بودند که
نزدیکی چین به آمریکا چه تأثیری بر اقتصاد

بـرش



دو راهکار بانک مرکزی در شرایط بحران ارزی

افزایش نقدینگی و فشارهای سیاسی و انتظاری، تقاضای گاذبی برای ارز ایجاد می‌کند
که لزوماً برای واردات کالا نیست، بلکه صرفاً برای نگهداری ارز به عنوان یک دارایی امن
صورت می‌گیرد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی با باید از ذخایر ارزی خود استفاده کند تا
نرخ ارز را تثبیت کند، با این ذخایر را برای روزه‌های بحرانی حفظ کند تا در زمان لازم بتواند
بازار را کنترل کند.

۱۴



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

این کشور خواهد داشت، اما با برنامه ریزی دقیق، چین توانست مسیر توسعه را طی کند. در ابتدا، تصور می شد که اقتصاد چین از این همکاری بهره ای نخواهد برد، اما به مرور، با جذب دانش فنی و سرمایه گذاری شرکت های بزرگ بین المللی، به رشد چشمگیری دست یافت و امروزه به دومین اقتصاد بزرگ جهان تبدیل شده است.

نیکسون اقدامات دیگری نیز انجام داد، از جمله اجرای سیاست "دو ستونه" در خاورمیانه، که ایران و عربستان سعودی را به عنوان دو ستون اصلی امنیت منطقه ای قرار داد. در این چارچوب، بخشی از هزینه های نظامی آمریکا که منجر به کسری بودجه شده بود، به ایران منتقل شد. ایران نیز که پیش از انقلاب به دنبال ایفای نقش ژاندارم منطقه بود، بخش قابل توجهی از درآمدهای نفتی خود را صرف خرید تسلیحات آمریکایی کرد. این سیاست امنیت منطقه ای را تأمین می کرد و در عین حال، منافع آمریکا را نیز حفظ می کرد. همچنین، نیکسون در سایر مناطق، از جمله آمریکای لاتین، اقدامات مشابهی انجام داد که در مجموع به احیای اقتصاد آمریکا کمک کرد. این مجموعه سیاست ها باعث شد که آمریکا از رکود و تورم همزمان در دهه ۱۹۷۰ عبور کرده و رشد اقتصادی قابل توجهی را همراه با کاهش تورم تجربه کند.

اقتصاد ایران امروز تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله مسائل سیاسی، داخلی، بین المللی و اقتصادی قرار دارد. برای حل مشکلات اقتصادی، ضروری است که این عوامل در چارچوب یک برنامه منسجم و منظم قرار گیرند و هماهنگی بین نهادهای اجرایی افزایش یابد. برخی به دنبال یافتن مقصر در میان نهادها هستند اما این روش کمکی به حل مشکلات نخواهد کرد. تنها با هماهنگی و اجرای سیاست های دقیق می توان با کمترین هزینه و بدون درگیری های غیرضروری، اقتصاد کشور را به ثبات رساند. ایران با ناترازی های متعددی از جمله ناترازی در بخش انرژی، فرار سرمایه های انسانی، کسری بودجه دولت و عدم تعادل در بودجه خانوارها مواجه است.

برای حل این مشکلات، نمی توان تنها بر سیاست های کنترل تقاضا تمرکز کرد، بلکه باید به سمت سیاست های تقویت عرضه حرکت کرد. بخشی از مشکلات

تولیدکنندگان ناشی از کمبود نقدینگی است، اما بخش دیگری به قوانین پیچیده و دست و پاگیر مرتبط می شود که فراتر از حوزه اختیارات بانک مرکزی و وزارت اقتصاد و نیازمند همکاری سایر نهادهاست. در حال حاضر، بسیاری از تولیدکنندگان صرفاً برای جلوگیری از تعطیلی، تولید را در نقطه سر به سر حفظ کرده اند، در حالی که با چالش هایی مانند قطعی برق و گاز مواجهند. مشکل اقتصاد ایران از مسیر افزایش تولید و صادرات حل خواهد شد، چرا که این امر به طور خودکار موجب کنترل تورم و کاهش نرخ ارز می شود. اما اگر تولید کاهش یابد و بنگاه های اقتصادی بخواهند سود خود را از طریق افزایش قیمت ها جبران کنند، این صرفاً یک توهم پولی است، زیرا سود از محل تولید حاصل نشده، بلکه از طریق گرانی فروشی ایجاد شده است. بنابراین، به جای تمرکز بر کنترل تقاضا، لازم است که سیاست های اقتصادی به سمت مدیریت عرضه تغییر جهت داده و تولید تقویت شود. در غیر این صورت، فشار اقتصادی بر مردم افزایش خواهد یافت و مشکلات موجود ادامه خواهد داشت.

بانک مرکزی تا چه اندازه توانست از ابزارهای خود برای کنترل ارز و تورم به طور مؤثر استفاده کند و آیا اختیارات آن کافی است؟

در شرایط کنونی، بانک مرکزی از نظر قانونی مشکلی در استفاده از ابزارهای خود ندارد. در قانون جدید اختیارات لازم به بانک مرکزی داده شده، هرچند برخی موانع نیز وجود دارد که در این بحث به آنها نمی پردازیم. حتی در صورت محدودیت، مصوبات سران سه قوه می توانند این اختیارات را فراهم کنند. بانک مرکزی اقدامات جدی ای را در دستور کار قرار داده است، از جمله کاهش رشد نقدینگی که پیش تر به بیش از ۴۰ تا ۴۵ درصد رسیده بود. این اقدامات تا حدی توانسته اند تورم را کنترل کنند، اما هرچه نرخ نقدینگی کاهش می یابد، کنترل آن سخت تر و هزینه های اقتصادی آن بیشتر می شود. این هزینه عمدتاً به فشار بر تولیدکنندگان برمی گردد، چرا که کاهش نقدینگی معمولاً با افزایش نرخ بهره همراه است. یکی از ابزارهای اصلی بانک مرکزی برای کنترل نقدینگی، نرخ بهره بوده است. در حال حاضر، مشکل نظام بانکی این است

اگر سپرده های بلندمدت به گونه ای طراحی شوند که تا مدت معینی قابل برداشت نباشند، اثر ضد تورمی قوی تری خواهند داشت و منابع بانکی نیز قابل برنامه ریزی تر خواهند شد



هرچه نرخ
رشد نقدینگی
کاهش می‌یابد
کنترل آن
سخت‌تر و
هزینه‌های
اقتصادی آن
بیشتر می‌شود

۱۶



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

که سپرده‌گذاری و پرداخت تسهیلات بدون کنترل کافی انجام می‌شود، سپرده‌گذار هر زمان بخواهد می‌تواند پول خود را برداشت کند، در حالی که بانک همان منابع را به عنوان وام پرداخت کرده است. این امر باعث خلق نقدینگی مضاعف و افزایش تورم می‌شود. اما اگر سپرده‌های بلندمدت به گونه‌ای طراحی شوند که تا مدت معینی قابل برداشت نباشند، اثر ضد تورمی قوی‌تری خواهند داشت و منابع بانکی نیز قابل برنامه‌ریزی‌تر خواهند شد. اصلاح سیاست افزایش نرخ بهره باید به گونه‌ای باشد که به تولید آسیب نرساند. علاوه بر آن، نرخ ارز نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. افزایش نرخ ارز، از یکسو اثرات تورمی دارد و قیمت کالاهای وارداتی را بالا می‌برد، اما از سوی دیگر، مشوقی برای صادرات محسوب می‌شود و می‌تواند به تولیدکنندگان کمک کند.

بانک مرکزی تلاش کرده از تمامی ابزارهای خود استفاده کند، اما مشکل اصلی این است که اقتصاد کشور درگیر رکود تورمی است. هر اقدامی برای مهار تورم می‌تواند رکود را تشدید کند و در نتیجه، وزارتخانه‌های تولیدی از آسیب‌های وارده به بخش تولید شکایت دارند. از سوی دیگر، اگر نرخ بهره کاهش یابد تا از تولید حمایت شود، ممکن است نقدینگی به سمت سوداگری و افزایش نرخ ارز حرکت کند. ایجاد تعادل میان این سیاست‌ها بسیار دشوار است و حتی موجب اختلاف میان نهادهای مختلف اقتصادی می‌شود. در اقتصاد، هر سیاستی هزینه‌ای دارد و برای دستیابی به موفقیت سیاسی، باید هزینه‌های اقتصادی پرداخت کرد و برای بهبود اقتصادی، هزینه‌های سیاسی را پذیرفت. همانطور که چین در دهه ۱۹۷۰ وارد اقتصاد جهانی شد و در دهه ۱۹۸۰ توافقات بزرگی را به سرانجام رساند، این اقدامات را با برنامه‌ریزی دقیق و سنجیده انجام داد. اکنون، آمریکا از رشد چین احساس خطر کرده و در تلاش است با ابزارهای سیاسی و اقتصادی آن را مهار کند. حتی در بهترین سناریوهای اقتصادی، توزیع منافع مسئله‌ای کلیدی است. ممکن است در یک همکاری، یک طرف ۸۰ درصد و طرف دیگر ۲۰ درصد از منافع را کسب کند، یا در بهترین حالت، یک توافق ۵۰-۵۰ حاصل شود. مسئله این است که در چه چارچوبی بازی طراحی شده و چگونه نهادهای مختلف، با برنامه‌ریزی

استراتژیک و هماهنگی، می‌توانند بهره‌وری را افزایش داده و از هدررفت منابع و بروز فساد جلوگیری کنند. تنها در اینصورت است که می‌توان هزینه‌های اجتماعی، سیاسی و اقتصادی را به حداقل رساند و به رشد پایدار اقتصادی دست یافت.

چه توصیه‌ای به بانک مرکزی برای اثرگذاری بیشتر سیاست‌های پولی دارید؟

در سیاست‌گذاری اقتصادی، ما اغلب از روش‌های مبتنی بر آزمون و خطا استفاده کرده‌ایم. توصیه من این است که تکیه صرف بر سیاست‌های اقتصاد کینزی کافی نیست. بسیاری از اقتصاددانان ما این الگورا به خوبی آموخته‌اند، اما تکرار مداوم آن مسیر مشخصی را برای اقتصادمان رقم زده که دیگر کارایی لازم را ندارد. اکنون باید به سمت سیاست‌های مدیریت عرضه حرکت کنیم. زمانی که از آزادسازی یا خصوصی‌سازی صحبت می‌کنیم، هدف اصلی آن چیست؟ غیر از این است که باید دست و پای تولیدکنندگان را از قیود و محدودیت‌های غیرضروری آزاد کنیم و به آنها اجازه دهیم در فضای رقابتی تولید بیشتری داشته باشند؛ اما در شرایط فعلی، سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی انگیزه‌ای برای تولید ندارند، چرا که بدون فعالیت تولیدی و تنها از محل نگهداری دارایی‌هایی مانند ارز و املاک، بازدهی کسب می‌کنند. این روند باید تغییر کند. ممکن است کاهش برخی موانع و محدودیت‌ها در کوتاه‌مدت بر درآمدهای دولت یا کنترل‌های نظارتی تأثیر بگذارد، اما در بلندمدت، منافع حاصل از آن، از جمله ایجاد اشتغال و کاهش تبعات منفی بیکاری، بسیار ارزشمندتر خواهد بود. اگر از دیدگاه هزینه-فایده اجتماعی نگاه کنیم، مشخص می‌شود که این سیاست‌ها در مجموع به نفع اقتصاد است. بنابراین، در برخی حوزه‌ها مانند مالیات و تأمین اجتماعی، لازم است انعطاف بیشتری درقبال تولیدکنندگان داشته باشیم تا در بلندمدت شاهد رشد اقتصادی باشیم. به طور خلاصه، باید تغییر مسیر دهیم و کمتر بر سیاست‌های سنتی اقتصاد کینزی تمرکز کنیم و بیشتر بر حل مشکلات واقعی تولیدکنندگان و رفع موانع در بخش عرضه تمرکز داشته باشیم. تنها از این طریق می‌توان جهش چشمگیری در تولید و رونق اقتصادی ایجاد کرد.

ایجاد بازار ارز تجاری به مدیریت ارزی کمک می کند

- محدودیت های اقتصادی و تحریم ها باعث شده تا چالش های سیاسی، اثربخشتی بر ثبات بازار ارز بگذارد
- سامانه ارز توافقی با هدف نزدیک تر کردن نرخ ارز به مکانیزم عرضه و تقاضا طراحی شده و کشورهایی که در مدیریت ارز موفق بوده اند، نیز همین مسیر را طی کرده اند

کریم بیات

عضو هیات علمی دانشگاه تربیت مدرس



در ماه های اخیر، مدیریت بازار ارز با دشواری های متعددی روبه روبرو شده است. یکی از مهم ترین عوامل تأثیرگذار، چالش های سیاسی و منطقه ای است که نه تنها در کشور ما، بلکه در هر کشور دیگری نیز می تواند بر ثبات بازار ارز اثر بگذارد. اما آنچه در کشور ما این اثرگذاری را تشدید می کند، محدودیت های اقتصادی و تحریم هایی است که بر جریان عرضه و تقاضای ارز تأثیر مستقیم دارد. هرگاه چالش های سیاسی بروز کند، جامعه به سمت رفتارهای محافظه کارانه تر حرکت می کند که یکی از این رفتارها افزایش تقاضا برای ارز و طلاست، زیرا مردم نگران کاهش ارزش سرمایه هایشان هستند. این افزایش تقاضا موجب رشد قیمت ارز می شود و در نتیجه، مدیریت بازار ارز دشوارتر می شود. در چنین شرایطی، بانک مرکزی یا باید ارز بیشتری به بازار تزریق کند و یا در تخصیص منابع ارزی محدودش، اولویت بندی های جدیدی اتخاذ کند. از سوی دیگر، برخی واردکنندگان نیز به دلیل پیش بینی افزایش نرخ ارز، از عرضه آن خودداری می کنند و همین مسئله موجب افزایش بیشتر قیمت می شود. یکی از راهکارهایی که برای مدیریت بهتر بازار ارز مطرح شده، استفاده از سامانه ارز توافقی است. این سامانه با هدف نزدیک تر کردن نرخ ارز به مکانیزم عرضه و تقاضا طراحی شده است. در اقتصاد، هرچه به تعادل طبیعی بازار نزدیک تر شویم، نظام ارزی شفاف تر و کارآمدتر خواهد بود. کشورهایی که در مدیریت ارز موفق عمل کرده اند، همین مسیر را طی کرده اند. با این حال، گذار از نظام چندنرخ به نظام تک نرخی نیازمند مدیریت حساب شده است.

تجربه های قبلی نشان داده است که اگر این انتقال بدون آمادگی کافی صورت گیرد، ممکن است مجدداً نرخ های متعدد در بازار ایجاد شود. برای موفقیت در این مسیر، ابتدا باید زیرساخت های لازم از جمله تأمین ذخایر ارزی مناسب و حل و فصل مسائل بین المللی همچون FATF فراهم شود. اگر این موارد رعایت نشود، ممکن است مجدداً شاهد افزایش نرخ ارز و شکل گیری رانت باشیم. برای جلوگیری از این وضعیت، دولت باید برنامه ای داشته باشد تا در صورت افزایش نرخ ارز، بتواند تعادل را به بازار بازگرداند. اگر روند فعلی ادامه یابد، همچنان ممکن است دولت مجبور شود مجدداً نرخ مشخصی را تعیین کند و تفاوت نرخ بازار آزاد با نرخ رسمی افزایش یابد. در صورتی که این تفاوت از حد معقول فراتر رود، انگیزه صادرکنندگان برای عرضه ارز کاهش یافته و واردکنندگان نیز در صف های طولانی برای دریافت ارز از ان تر قرار می گیرند. این روند نه تنها تعادل بازار را برهم می زند، بلکه موجب ایجاد رانت و فساد خواهد شد. اگر بتوانیم سیاست های ارزی را به گونه ای تنظیم کنیم که نرخ ها به تدریج به تعادل برسند و بازار بتواند خود را تنظیم کند، آنگاه می توان گفت که یک تحول مهم در مدیریت ارز کشور رخ داده است. اما در حال حاضر، باتوجه به چالش های موجود، رسیدن به این نقطه چندان آسان نخواهد بود. به طور کلی، سیاست های ارزی نیاز به نظارت دقیق و واکنش سریع دارند. امیدواریم که با اتخاذ تصمیمات صحیح و برنامه ریزی مناسب، بتوانیم به سمت ایجاد یک بازار ارزی شفاف، متعادل و پایدار حرکت کنیم.



پیش فروش سکه از جهش نرخ ارز جلوگیری کرد

- کاهش رشد نقدینگی از ۴۲ درصد به حدود ۲۵ درصد در دو سال اخیر نشان دهنده موفقیت بانک مرکزی در اجرای سیاست های پولی است
- ایجاد مرکز مبادله ارز و طلا به شفافیت بیشتر بازار کمک کرده و معاملات زیرمیزی را کاهش داده است
- افزایش حدود ۱۲ درصدی نرخ ارز در دوره جدید ترامپ در مقایسه با رشد ۶۰۰ درصدی سال ۱۳۹۷، نشان دهنده بهبود نسبی در مدیریت اقتصادی است
- مداخله های کوتاه مدت بانک مرکزی مانند پیش فروش سکه و واردات طلا توانست در مقاطع حساس از افزایش بیش از حد نرخ ارز جلوگیری کند
- بانک مرکزی ایران در سال های اخیر تلاش های قابل توجهی برای کنترل نقدینگی و مدیریت بازار ارز انجام داده است

احمد صالحی

پژوهشگر اقتصادی



اقتصادی، نقدینگی، نرخ بیکاری و تراز تجاری تأکید کرده اند. این شاخص ها به عنوان معیارهایی برای تعیین نرخ تعادلی ارز در نظر گرفته می شوند. با این حال، یکی از عوامل تأثیرگذار که می تواند تمامی این شاخص ها را

در سال های اخیر، حساسیت اقتصاد ایران به اخبار و تحولات سیاسی و اجتماعی افزایش چشمگیری یافته است. اقتصاددانان همواره بر اهمیت فاندamental های اقتصادی مانند شاخص های کلان اقتصادی، نرخ رشد

۱۸



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

کنترل تورم و
ارزش پول ملی
تنها به بانک
مرکزی محدود
نمی‌شود

شفافیت را در بازار ارز افزایش دهد. در این مرکز، خریداران و فروشندگان ارز بدون نیاز به شناخت یکدیگر، می‌توانند به صورت شفاف به مبادله بپردازند. این اقدام باعث کاهش معاملات زیرمیزی و کنترل بهتر نرخ ارز شده است.

با این حال، بانک مرکزی در کوتاه‌مدت با چالش‌های متعددی روبرو است. به دلیل ماهیت سیاسی تکانه‌های اخیر، بانک مرکزی توانایی محدودی در کنترل کامل بازار دارد. در چنین شرایطی، مداخله‌های مستقیم مانند پیش‌فروش سکه و مدیریت واردات طلا، از جمله اقداماتی است که بانک مرکزی می‌تواند انجام دهد. به عنوان مثال، در دوره اخیر، بانک مرکزی با واردات طلا و پیش‌فروش سکه، توانسته است تا حدی از فشار بر بازار ارز بکاهد. این اقدامات اگرچه موقت هستند، اما می‌توانند در کوتاه‌مدت تأثیر مثبتی بر ثبات بازار داشته باشند.

باید توجه داشت که کنترل تورم و حفظ ارزش پول ملی تنها به بانک مرکزی محدود نمی‌شود. وزارت اقتصاد و سازمان برنامه و بودجه نیز نقش کلیدی در این زمینه دارند. ناترازی‌های مالی در بخش‌هایی مانند صندوق‌های بیمه‌ای، بودجه دولت و شبکه بانکی، به طور مستقیم بر تورم و ارزش پول ملی تأثیر می‌گذارند. برای مثال، اگر قانون مالیات بر عواید سرمایه (CGT) به درستی اجرا شود، می‌تواند انگیزه‌های وام‌گیری برای فعالیت‌های غیرمولد را کاهش دهد و از ایجاد ناترازی‌های جدید در شبکه بانکی جلوگیری کند.

در مجموع، اگرچه اقتصاد ایران در سال‌های اخیر با چالش‌های متعددی روبرو بوده است، اما بهبود نسبی در برخی شاخص‌های کلان اقتصادی و عملکرد بانک مرکزی در کنترل نقدینگی و مدیریت بازار ارز، نشان‌دهنده پیشرفت‌هایی در مدیریت اقتصادی است. در عین حال، برای دستیابی به ثبات بلندمدت، نیاز به هماهنگی بیشتر بین بانک مرکزی و وزارت اقتصاد و همچنین اجرای سیاست‌های مالی و پولی هماهنگ وجود دارد. در نهایت، رفتار مردم و اعتماد عمومی به مدیریت کلان کشور، همچنان به عنوان یکی از عوامل کلیدی در تعیین جهت‌گیری‌های اقتصادی باقی خواهد ماند.

تحت تأثیر قرار دهد، رفتار توده مردم است. این رفتار نه تنها شامل فعالان اقتصادی، بلکه شامل عموم مردم نیز می‌شود. در واقع، اعتماد عمومی به مدیریت کلان کشور کاهش یافته و این موضوع تأثیر مستقیمی بر بازار ارز و سایر بخش‌های اقتصادی دارد.

در چهار سال گذشته، شاخص‌های اقتصادی ایران بهبود نسبی داشته‌اند. به عنوان مثال، حجم صادرات غیرنفتی به حدود ۵۲ تا ۵۳ میلیارد دلار و با احتساب نفت خام به نزدیک ۸۰ میلیارد دلار رسیده است. نرخ بیکاری نیز به پایین‌ترین سطح خود در دو دهه اخیر رسیده و نرخ تشکیل سرمایه ثابت پس از سال‌های منفی دهه ۹۰، به بالای ۴ درصد افزایش یافته است. همچنین، نرخ رشد اقتصادی در همین دوره بالای ۴ درصد بوده است. با وجود این بهبودها، نرخ ارز در بازار غیررسمی به بیش از ۹۰ هزار تومان رسیده است، در حالی که بر اساس فاندمنتال‌های اقتصادی، نرخ تعادلی ارز باید پایین‌تر از این رقم باشد. این تناقض نشان‌دهنده تأثیر رفتار مردم و انتظارات آنها بر بازار ارز است.

یکی از عوامل کلیدی که بر بازار ارز تأثیر گذاشته، تحولات سیاسی و اجتماعی است. به عنوان مثال، در سال ۱۳۹۷، بر روی کار آمدن دولت ترامپ و تشدید تحریم‌ها، نرخ ارز از ۳۵۰۰ تومان به ۱۸ هزار تومان افزایش یافت، یعنی حدود ۵.۵ برابر. در حالی که در دوره اخیر، با وجود تشدید تحریم‌ها، تنش‌های منطقه‌ای مانند جنگ‌های اخیر در خاورمیانه و ... نرخ ارز تنها از ۸۰ هزار تومان به ۹۰ هزار تومان افزایش یافته است. این افزایش حدود ۱۲ درصدی در مقایسه با رشد ۶۰۰ درصدی سال ۱۳۹۷، نشان‌دهنده بهبود نسبی در مدیریت اقتصادی است.

بانک مرکزی ایران در سال‌های اخیر تلاش‌های قابل توجهی برای کنترل نقدینگی و مدیریت بازار ارز انجام داده است. به عنوان مثال، نرخ رشد نقدینگی که در اسفند ۱۴۰۰ به ۴۲ درصد رسیده بود، در اسفند ۱۴۰۲ به ۲۴ درصد کاهش یافت. این کاهش قابل توجه، نشان‌دهنده موفقیت نسبی بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های پولی است. همچنین، بانک مرکزی با ایجاد مرکز مبادله ارز و طلا، توانسته است تا حدی



اثر بخشی شهرت بر سیاست های پولی

چگونه بانک مرکزی دارای شهرت و اعتبار داشته باشیم؟

- شهرت خوب موجب افزایش حمایت عمومی از استقلال بانک مرکزی خواهد شد و این استقلال برای سیاست پولی موثر حیاتی است
- از اهمیت های شهرت بانک مرکزی آن است که می تواند تصمیمات بلند مدت را در مقابل تصمیمات کوتاه مدت اتخاذ کند
- در صورت وجود سلطه مالی، شهرت و اعتبار بانک مرکزی به طور جدی مخدوش خواهد شد
- ضعف در جایگاه علمی و وزنه سیاسی افرادی که در راس بانک مرکزی قرار می گیرند، می تواند جایگاه و اعتبار بانک مرکزی را زیر سوال ببرد
- تا چند دهه قبل سیاست گذاران پولی علاقه ای به صحبت راجع به بانک مرکزی و سیاست های آن با عامه مردم نداشتند

محمد تقی فیاضی

عضو هیات علمی مرکز پژوهش های مجلس



۲۰



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

اخیراً نشست با عنوان "شهرت و اعتبار بانک مرکزی و نقش آن در اثربخشی سیاست‌های پولی و ارزی" در محل اندیشکده پول و ارز (وابسته به موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز) برگزار شد. در این نشست، محمدتقی فیاضی (عضو هیات علمی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی) به بیان اهمیت و مبانی نظری مفهوم شهرت و اعتبار بانک مرکزی پرداخته و سپس با بررسی عوامل تاثیرگذار بر شهرت و اعتبار بانک مرکزی، به تشریح نحوه اثرگذاری این دو مفهوم بر ثبات اقتصادی پرداخت. نوشتار حاضر، خلاصه‌ای از این نشست است.

تا چند دهه قبل سیاست‌گذاران پولی علاقه‌ای به صحبت راجع به بانک مرکزی و سیاست‌های آن با عامه مردم نداشتند. تصور بر آن بود که مباحث تخصصی، مخاطبان خاص خودش را دارد، اما طی سال‌های اخیر این نگرش و دیدگاه تغییر کرده و به سمت شفافیت و ارتباط‌گیری بانک مرکزی با عاملان اقتصادی پیش رفته است. بنابراین امروزه هسته اصلی سیاست پولی، مدیریت انتظارات جامعه است که در این حوزه بررسی مقوله شهرت و اعتبار مهم قلمداد می‌شود. شهرت نوعی شکل‌گیری فهم عمومی جامعه از یک فرد، نهاد یا یک سازمان است که بر اساس اقدامات، رفتارها و ویژگی‌های گذشته که توسط دیگران ارزیابی شده، شکل می‌گیرد. شهرت نوعی دارایی نامشهود است که بر نحوه درک و تعامل ذی‌نفعان از جمله مشتریان، شرکا و جامعه با واحد تجاری یا نهاد دولتی یا موسسه‌ای که با جامعه ارتباط دارد، اثر می‌گذارد. شهرت می‌تواند مثبت یا منفی باشد، اگر شهرت مثبت باشد باعث تقویت اعتماد، اعتبار و وفاداری جامعه و مشتریان بانک مرکزی می‌شود و اگر شهرت منفی باشد، بین جامعه شک و تردید ایجاد می‌کند و حمایت عاملان اقتصادی از آن نهاد یا سازمان کاهش پیدا خواهد کرد. بنابراین شهرت به صورت یک سازگار علامت‌دهی به بازار عمل کرده و کیفیت مورد انتظار، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نهاد را به ذی‌نفعان منتقل می‌کند و بر موفقیت و ثبات کلی آن نهاد در محیط‌های رقابتی تاثیر خواهد گذاشت، به عبارت دیگر، مدیریت شهرت در حفظ و تقویت روابط ذی‌نفعان بسیار حائز اهمیت است که در ادامه نوشتار به آن بیشتر پرداخته خواهد شد.

اهمیت شهرت بانک مرکزی

اهمیت شهرت بانک مرکزی از زوایای مختلف قابل بررسی است. یکی از مهم‌ترین دلایل اهمیت شهرت بانک مرکزی، اثربخشی آن بر سیاست‌های پولی است که به مواردی همچون باور جامعه به بانک

مرکزی در حفظ تورم پایین و باثبات، هماهنگ کردن انتظارات اشاره دارد. بالعکس زمانی که بانک مرکزی در ایجاد ارتباط با جامعه و عاملان اقتصادی یا اتخاذ تصمیمات غیرمنتظره حاصل خواهد شد و در نتیجه کنترل تورم با چالش مواجه می‌شود. یکی دیگر از دلایل اهمیت شهرت بانک مرکزی حفاظت از پول ملی است. شهرت و اعتبار بانک مرکزی به عنوان نهاد چاپ‌کننده پول، مستلزم محافظت از پول ملی در برابر جعل و حملات سوداگرایانه است. شهرت قوی باعث افزایش اعتماد عمومی به نقش بانک مرکزی به عنوان ارزیاب بی‌طرفانه ریسک و آخرین وام‌دهنده تلقی می‌شود که در طول بحران‌های مالی حیاتی است. در باب اهمیت شهرت بانک مرکزی، مسئله حمایت عمومی از استقلال بانک مرکزی نیز مطرح است. شهرت خوب موجب افزایش حمایت عمومی از استقلال بانک مرکزی خواهد شد و این استقلال برای سیاست پولی موثر حیاتی است، زیرا به بانک اجازه می‌دهد تا به جای تسلیم شدن در برابر فشارهای سیاسی، بر اساس شرایط و مقتضیات اقتصادی تصمیم‌گیری کند.

یکی از دلایل اهمیت شهرت بانک مرکزی آن است که می‌تواند تصمیمات بلندمدت را در مقابل تصمیمات کوتاه‌مدت اتخاذ کند، چرا که ممکن است تصمیمات کوتاه‌مدت همراه با هزینه باشد و نوعی مقاومت در جامعه یا بین سیاست‌گذاران ایجاد کند. مثال بارز آن عملکرد بانک مرکزی اروپا در طول بحران منطقه یورو (اواخر سال ۲۰۰۹ تا اوایل دهه ۲۰۱۰ میلادی) است. در آن دوره کشورهایی که درگیر بحران بودند، تحت تاثیر قرار گرفتند. بانک مرکزی اقدامات بلندمدتی مانند کاهش نرخ بهره به پایین‌ترین حد تاریخی، ارائه عملیات تامین مالی بلندمدت به بانک‌ها و راه‌اندازی برنامه خرید دارایی (تسهیل کمی) برای تزریق نقدینگی به اقتصاد اتخاذ کرد، اما این اقدامات هزینه کوتاه‌مدت مانند هزینه استقراض دولتی، نوسانات بازار و فشار بر بودجه دولت‌ها برای کشورهای بحران‌زده به همراه داشت. مسئله بعدی آن است که شهرت تحت تاثیر میزان درک و اعتماد ذی‌نفعان، سیاست‌ها و عملیات بانک مرکزی است. شفافیت، پاسخگویی به ابهامات جامعه و رفتار مقامات ارشد بانک، عواملی است که تصورات از شهرت بانک مرکزی را شکل خواهند داد.

چالش‌های شهرت و اعتبار بانک مرکزی

چالش‌های در ارتباط با شهرت و اعتبار بانک مرکزی به سلطه مالی، بار بیش از حد نهادی، بی‌ثباتی مالی، بار بیش از حد شخصیتی و عوامل خارجی (فراملی) طبقه‌بندی شده است. اولین چالش، سلطه مالی است که در نتیجه فشار مقامات بودجه بر بانک‌های

شهرت قوی
باعث افزایش
اعتماد عمومی
به نقش بانک
مرکزی به
عنوان ارزیاب
بی‌طرفانه
ریسک و آخرین
وام‌دهنده
تلقی می‌شود
که در طول
بحران‌های
مالی حیاتی
است



اولین چالش
شهرت و اعتبار
بانک مرکزی
سلطه مالی
است که در
نتیجه فشار
مقامات بودجه
بر بانک‌های
مرکزی در جهت
افزایش و تامین
مالی سطوح
بالا تر، بدهی
عمومی ایجاد
خواهد شد

مرکزی در جهت افزایش و تامین مالی سطوح بالاتر، بدهی عمومی ایجاد خواهد شد و استقلال بانک مرکزی را تضعیف خواهد کرد. با تضعیف استقلال بانک مرکزی، نرخ تورم افزایش می‌یابد و اعتماد عمومی به توانایی بانک مرکزی برای حفظ ثبات قیمت‌ها از بین خواهد رفت و همچنین بانک مرکزی از مدیریت انتظارات و اجرای موثر سیاست‌های خود ناتوان خواهد ماند و بین سیاست پولی و مالی نوعی تضاد به وجود خواهد آمد، چون بانک مرکزی به دنبال ثبات قیمت‌ها است و ثبات قیمت‌ها مستلزم برخی سیاست‌ها مانند سیاست انقباضی در حوزه پولی است ولی ممکن است سیاست‌گذار مالی به دنبال تامین مالی کسری بودجه باشد که مستلزم انبساط پولی و استقراض از شبکه بانکی و یا بانک مرکزی است که تضادی به وجود خواهد آورد و در نهایت دستیابی بانک مرکزی به اهدافش، با چالش روبه‌رو خواهد شد.

سازوکار سلطه مالی در ایران

سازوکار سلطه مالی در ایران را در سه حوزه بودجه دولت، هدفمندی یارانه‌ها و شرکت‌های دولتی بررسی می‌کنند. کسری بودجه دولت یا از طریق بانک مرکزی و یا اوراق مالی تامین مالی خواهد شد. تامین مالی از طریق بانک مرکزی مستقیم یا غیرمستقیم اتفاق خواهد افتاد. روش مستقیم آن به خط اعتباری و روش غیرمستقیم هم عمدتاً از طریق ارز در دسترس و یا غیرقابل دسترس دولت امکان پذیر است. زمانی که بخشی از منابع عمومی دولت از طریق فروش نفت تامین مالی شود، کم پیش می‌آید، ارزیابی که در اختیار دارد با مجموع ارزهای سایر بخش‌های اقتصادی مثلاً بخش خصوصی یا بخش‌های غیردولتی با تقاضای بازار برابر باشد. این اتفاق تأثیر خاصی بر پول ملی یا از خارجی نخواهد داشت و اثرات منفی به همراه ندارد. اما اگر دولت ارزی که در اختیار دارد بیش از نیاز بازار باشد، موجب تقویت ارز خارجی و اثرات منفی بر بخش تولید خواهد شد و همچنین نوعی رانت بین افراد خاص توزیع می‌شود. اگر ارزی که در اختیار دارد کمتر از نیاز بازار باشد و براساس آن چیزی که در بودجه معادل ریالی آن پیش‌بینی شده، کفاف منابع ریالی را ندهد، بانک مرکزی مجبور است بخشی از منابع ریالی را خودش تامین کند که باعث افزایش پایه پولی و افزایش نقدینگی و در نهایت تضعیف پول ملی خواهد شد. بدهی شرکت‌های دولتی هم به طور غیرمستقیم به بانک‌های تجاری منتقل می‌شود و بانک‌های تجاری با بانک مرکزی تهاتر می‌کنند و در نهایت پایه پولی افزایش پیدا می‌کند و پول ملی تضعیف می‌شود. این سازوکار سلطه مالی در ایران است، نتیجه‌نهایی سلطه مالی کاهش ارزش پول ملی است که وظیفه تاریخی و انحصاری بانک مرکزی محسوب می‌شود. آمار و ارقام

نرخ ارز در شش سال اخیر (۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰) را اگر مشاهده کنیم، ارزش پول به طور متوسط هر سال ۴۰ درصد کاهش پیدا کرده و طی سال‌های بعد از انقلاب تا سال ۱۳۹۸ هم هر سال به طور متوسط ۲۰ درصد ارزش پول کاهش یافته و از آنجایی که مهم‌ترین رسالت بانک مرکزی حفظ ارزش پول ملی است، در صورت وجود سلطه مالی، شهرت و اعتبار بانک مرکزی به طور جدی مخدوش خواهد شد.

باری‌ش از حد نهادی

یکی دیگر از چالش‌هایی که برای شهرت و اعتبار بانک مرکزی مطرح می‌شود، بار بیش از حد نهادی است. شهرت بانک‌های مرکزی طی دهه‌ها فراز و نشیب داشته است. در دوران اعتدال بزرگ (The Great Moderation) که به فراز تشبیه شده، رشد اقتصادی و اشتغال افزایش و نرخ تورم کاهش یافته بود. در این دوره، استقلال بانک‌های مرکزی عمدتاً در بیشتر کشورها به رسمیت شناخته شده بود، ولی انتظارات بالا و بار بیش از حد مسئولیت‌ها می‌تواند اعتبار بانک‌های مرکزی را تضعیف کند و استقلال آنها را زیر سوال ببرد. از چالش‌هایی که برای شهرت و اعتبار بانک‌های مرکزی در دهه‌های اخیر ایجاد شده می‌توان به همه‌گیری ویروس کووید ۱۹ اشاره کرد که بانک‌های مرکزی مجبور شدند، سیاست‌های به شدت فعالی برای تثبیت وضعیت اقتصادی اعمال کنند، بسیاری از بانک‌های مرکزی تحت فشار دوگانه کنترل تورم و حمایت از رشد اقتصادی قرار گرفتند، سطح بدهی جهانی به دلیل حمایت دولت‌ها از بسیاری از فعالیت‌ها و کسری بودجه افزایش پیدا کرد. از چالش‌های دیگر آن بود که بانک‌های مرکزی به دلیل نقش آنها در تشدید نابرابری‌های درآمدی، مورد انتقاد قرار گرفتند. چون بسته حمایتی ارائه شده توسط بانک‌های مرکزی، به نفع بخش خاصی از جامعه یا درصد کوچکی از جامعه بود و ثروت آنها افزایش پیدا می‌کرد و در نتیجه باعث تشدید نابرابری در اقتصاد و بین عموم جامعه می‌شد و از این نظر مداخلات بانک مرکزی زیر سوال رفته است. از چالش‌های دیگر شهرت و اعتبار بانک مرکزی، ارزهای دیجیتال، تغییرات آب و هوایی و مسائل اقتصادی و نوع مداخلات دولت‌ها است که باید مدیریت مناسبی بر آنها صورت گیرد. یک نمونه کامل از بار بیش از حد نهادی، بانک مرکزی ایران است، چون از طریق قانون وظایف متعددی بر عهده آن قرار دارد. وظایف بانک مرکزی شامل مهار تورم، ثبات و سلامت شبکه بانکی و سایر اشخاص تحت نظارت، حمایت از رشد اقتصادی، اشتغال و کمک به حفظ و ارتقای ارزش پول ملی است. در کنار آن وظایف دیگری همچون جبران کسری بودجه دولت و ناترازی منابع بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و غیردولتی

و تامین مالی طرح‌های عمرانی بانک مرکزی را نیز بر عهده دارد.

بی‌ثباتی مالی

چالش بعدی بی‌ثباتی مالی است. در نظام مالی کارآمد بانک مرکزی نقش چندانی ندارد، در صورتی که اگر ناکارآمد باشد، نظام مالی از بانک مرکزی انتظار دارد که دخالت کند. این دخالت نیز عمدتاً ناشی از فشارهای سیاسی از جانب دولت، مجلس و ذی‌نفعان دیگر است. اجبار بانک مرکزی به مداخله در بازارهای مالی نوعی بار بیش از حد نهادی است که در مبحث قبل هم به آن اشاره شد. سوالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که بی‌ثباتی مالی چه تبعاتی برای شهرت و اعتبار بانک مرکزی به همراه خواهد داشت؟ در صورتی که بی‌ثباتی مالی ایجاد شده باشد، فعالیت‌های بانک‌های زیانده چه در بخش دولتی و چه غیردولتی برای شهرت و اعتبار بانک مرکزی یک بازی دوسر باخت خواهد بود. چون اگر فعالیت‌های آن ادامه پیدا کند، پایه پولی افزایش خواهد یافت و پول ملی تضعیف می‌شود و اگر تعطیل شوند بر همه بانک‌ها تأثیر می‌گذارد، چون اعتقاد جامعه بر آن است که مشکل برای کل سیستم بانکی است و کلیت نظام بانکداری زیر سوال می‌رود، بنابراین چه فعالیت بانک‌های زیانده ادامه پیدا کند چه به تعطیلی بکشد، در هر حال باعث از دست رفتن شهرت و اعتبار بانک مرکزی خواهد شد.

بار بیش از حد شخصیتی

بار بیش از حد شخصیتی هم یکی دیگر از چالش‌های پیش‌روی بانک‌های مرکزی است و نوع خاصی از انتظارات بالا و مربوط به افرادی است که در راس بانک مرکزی قرار می‌گیرند. این افراد معمولاً چهره‌های برجسته ملی یا بین‌المللی هستند، نمونه بارز آن، آلن گرینسپن، رئیس فدرال رزرو است که نزدیک ۲۰ سال رئیس فدرال رزرو آمریکا بوده است. شهرت شخصی هم می‌تواند نوسان داشته باشد، آلن گرینسپن موقعی که برکنار شد، اقتصاد آمریکا دچار یکسری مشکلات شده بود، با اینکه در دوره‌ای که تصدی فدرال رزرو را برعهده داشت، عملکرد درخشانی داشت. عکس آن هم در ایران صادق است. بنابراین، ضعف در جایگاه علمی و وزنه سیاسی افرادی که در راس بانک مرکزی قرار می‌گیرند، می‌تواند جایگاه و اعتبار بانک مرکزی را زیر سوال ببرد.

عوامل خارجی (فراملی)

آخرین چالشی که بانک‌های مرکزی با آن مواجه هستند، عوامل خارجی و فراملی است. در میان عوامل خارجی، تحریم‌های بین‌المللی بیشترین تأثیر را بر شهرت و اعتبار بانک مرکزی داشته است.

تحریم‌های بین‌المللی هم از منظر کشورهای تحریم‌کننده و هم از منظر کشورهای تحریم‌شونده قابل ارزیابی است. به طور مثال، وظیفه بانک مرکزی اروپا حفظ ثبات قیمت در سراسر منطقه یورو است، اما دخالت بانک مرکزی اروپا در تحریم مالی روسیه نگرانی‌هایی را در مورد استقلال و اثربخشی نهاد در دستیابی به هدف اصلی خود ایجاد کرد. تأثیرگذارترین اقدامات بانک مرکزی اروپا هم مسدود کردن ذخایر خارجی بانک مرکزی روسیه بود، بنابراین مشارکت بانک مرکزی در تحریم‌ها نشان دهنده سیاسی شدن عملیات این نهاد و تضعیف بالقوه اعتماد عمومی به توانایی آن برای مدیریت موثر سیاست‌های پولی است، در نتیجه می‌تواند بی‌ثباتی سیستم‌های مالی و تشدید فشارهای تورمی را به همراه داشته باشد، ضمن اینکه یک سری فشارهای دیگر از جمله اختلالات زنجیره تامین و نوسانات قیمت کالا را ایجاد خواهد کرد. کشورهای تحریم شده همچون ایران، روسیه، ونزوئلا تحت تأثیر این اقدامات قرار گرفتند. در ایران به طور مشخص اگر سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز را قبل و بعد از تشدید تحریم‌ها و خروج آمریکا از برجام در سال ۱۳۹۷ بررسی کنیم، مشاهده می‌کنیم از ابتدای انقلاب تا سال ۱۳۹۷ نرخ تورم سالانه به طور متوسط ۱۹ درصد افزایش پیدا می‌کرد، اما بعد از خروج آمریکا از برجام تا سال ۱۴۰۳ متوسط نرخ تورم سالانه با افزایش ۴۱ درصدی روبه‌رو بوده، که این تأثیر تحریم‌ها بر پول ملی بوده است. همچنین، قیمت دلار از ابتدای انقلاب تا ابتدای سال ۱۳۹۷ به طور متوسط حدود ۱۸ درصد افزایش پیدا کرد، اما بعد از تشدید تحریم‌ها و بعد از خروج آمریکا از برجام از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ به طور متوسط ۵۵ درصد در سال افزایش یافته است، بنابراین مهم‌ترین تأثیری که تحریم‌های کشورهای تحریم‌شونده مانند ایران داشته تضعیف پول ملی بوده است.

پیشنهاد

با توجه به مطالب ارائه شده و چالش‌هایی که در مقوله شهرت و اعتبار، بانک مرکزی با آن روبرو است، ایجاد اعتبار برای بانک مرکزی مستلزم آن است که بانک مرکزی بروظیفه اصلی خود که کنترل تورم یا حفظ ارزش پول ملی است تمرکز کند. شرط لازم یا پیش‌زمینه برای کنترل تورم یا حفظ ارزش پول ملی ممانعت از پولی شدن کسری بودجه و یا ممانعت از سلطه مالی است. بنابراین با این پیش‌نیاز بانک مرکزی باید هدف گذاری تورم، کنترل انتظارات تورمی و ایجاد انضباط مالی در شبکه بانکی را در پیش بگیرد و دنبال نماید. زمانی که بانک مرکزی به مهم‌ترین وظیفه خود یعنی حفظ ارزش پول ملی دست یابد، می‌تواند در بقیه حوزه‌ها از جمله بی‌ثباتی مالی یا دستیابی به رشد اقتصادی مداخله کند.

در صورتی
که بی‌ثباتی
مالی ایجاد
شده باشد
فعالیت‌های
بانک‌های
زیان‌ده چه در
بخش دولتی و
چه غیردولتی
برای شهرت
و اعتبار بانک
مرکزی یک بازی
دوسر باخت
خواهد بود



مرضیه اسعدی، استاد اقتصاد دانشگاه گلستان در گفت‌وگو با تازه‌های اقتصاد:

دو عامل اصلی تداوم انتظارات تورمی

- عوامل و رویدادهای سیاسی، تنش‌های منطقه‌ای و تحریم‌ها، عامل اصلی تداوم انتظارات تورمی است
- اعتبار بانک مرکزی و سیاست‌گذاری‌های آن یکی از مهم‌ترین عوامل موفقیت برنامه‌های ضد تورمی، از جمله هدف‌گیری تورم است
- هنگامی که اعتبار بانک مرکزی بالا باشد، نیازی به سیاست‌های انقباضی شدید برای کنترل تورم نیست
- تضعیف ارزش پول ملی، آسیب جدی است که در شرایط لطمه به اعتبار بانک مرکزی اتفاق می‌افتد
- مسائل سیاسی و چالش‌های منطقه‌ای می‌توانند برنامه‌های کنترل تورم بانک مرکزی را با دشواری‌های جدی مواجه کنند



۲۴



اقتصاد تازه‌ها

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

تورم یکی از چالش‌های عمده اقتصاد ایران است که سال‌هاست بر زندگی مردم و فعالیت‌های اقتصادی سایه افکنده است. یکی از عوامل کلیدی که برنامه‌های ضد تورمی بانک مرکزی را با مشکل مواجه می‌کند، وجود انتظارات منفی در جامعه نسبت به افزایش قیمت‌ها در آینده است. این انتظارات تورمی نه تنها باعث تشدید نااطمینانی اقتصادی می‌شود، بلکه به رفتارهایی مانند ذخیره‌سازی کالاها و افزایش تقاضا دامن می‌زند که خود فشار بیشتری بر قیمت‌ها وارد می‌کند. در این گفت‌وگو، مرضیه اسعدی، استاد اقتصاد دانشگاه گلستان، به بررسی ریشه‌های این مشکل و راهکارهای ممکن برای مدیریت انتظارات تورمی و کنترل تورم در ایران، تحقق ثبات اقتصادی، کاهش تورم، تأثیر تحریم‌ها بر اقتصاد و غیره می‌پردازد.

از عمده مشکلات اقتصاد ایران که باعث می‌شود تا برنامه‌های ضد تورمی بانک مرکزی با شکست مواجه شود، وجود انتظارات منفی در جامعه نسبت به قیمت‌ها در آینده است. در این زمینه چه راهکاری باید برای حل مسئله در نظر گرفته می‌شود؟

ابتدا لازم است انتظارات تورمی را تعریف کنیم. انتظارات تورمی به معنای پیش‌بینی مردم و فعالان اقتصادی از روند فرآینده و مداوم قیمت‌هاست که منجر به تشدید بدبینی به عملکرد اقتصاد کلان (انتظارات منفی) شده و می‌تواند به افزایش تقاضا، ذخیره‌سازی کالاها و فشار بیشتر بر قیمت‌ها منجر شود. به دلیل اینکه مجموعه‌ای از عوامل انتظارات تورمی را شکل داده و آن را تشدید می‌کند، بنابراین راهکاری یکتا برای حل مسئله وجود ندارد و باید مجموعه‌ای از ابزارهای سیاستی در مدیریت اقتصاد کلان شامل پولی، مالی و ارزی را برای مهار کردن انتظارات تورمی و به اصطلاح لنگر کردن انتظارات تورمی جامعه به کار بست.

با ابزارهای در اختیار مقام پولی بحث را آغاز می‌کنیم. مهم‌ترین ابزار که در اختیار مقام پولی است ایجاد و افزایش اعتماد عمومی به بانک مرکزی و موثر بودن سیاست‌های پولی است. اعتمادسازی یا اصلاحاً *credibility* یکی از موثرترین و کم‌هزینه‌ترین ابزارهای در اختیار در سیستم بانکداری مدرن است. افزایش اعتماد عمومی نیز عمده‌تاً به دو روش تأمین می‌شود. اول: شفافیت

و پاسخگویی که زمانی حاصل می‌شود که بانک مرکزی با شفافیت بیشتر در مورد اهداف و اقدامات خود اطلاع‌رسانی کند. انتشار گزارش‌های منظم درباره تحولات اقتصادی و تورم نیز می‌تواند از طریق کاهش عدم اطمینان به *credibility* بانک مرکزی کمک کند. دوم: استقلال بانک مرکزی از فشارهای سیاسی و بودجه‌ای دولت که می‌تواند اعتماد عمومی به توانایی این نهاد در کنترل تورم را افزایش دهد.

ابزار دومی که در اختیار مقام پولی است، هدف‌گذاری تورم (*Inflation Targeting*) است که به شکل تعیین نرخ تورم هدف توسط بانک مرکزی در یک نرخ تورم هدف مشخص (مثلاً ۱۰ درصد و یا کمتر) انجام می‌شود و بانک مرکزی تمام سیاست‌های خود را برای دستیابی به این هدف هماهنگ می‌کند. استفاده از این ابزار پیچیدگی‌های زیادی دارد و در شرایطی توصیه می‌شود که عوامل اقتصادی و داخلی در شکل‌گیری تورم نقش مسلط (*dominant effect*) داشته باشند و بنابراین اصلاً تورم سیاست اقتصادی‌پذیر (*economic-based policy*) باشد. در شرایط کنونی اقتصاد ایران که وزن عوامل و رویدادهای سیاسی، تنش‌های منطقه‌ای و تحریم‌ها عامل اصلی تداوم انتظارات تورمی است، استفاده از این ابزار نه تنها موثر نیست، بلکه مضر بوده و به اعتمادسازی بانک مرکزی نیز لطمه وارد می‌کند.

ابزار سوم در اختیار مقام پولی کنترل نقدینگی و پایه پولی است که با دو ابزار امکان‌پذیر است. اول: مدیریت رشد نقدینگی است. رشد سریع نقدینگی که هم علت و هم معلول تورم است، یکی از دلایل تاریخی تداوم تورم در ایران است. مهم‌ترین نقش بانک مرکزی در استفاده از این ابزار به ایجاد هماهنگی (*coordination*) با دولت بستگی دارد که با همکاری (*cooperation*) از طریق کاهش کسری بودجه و کنترل منابع رشد نقدینگی، این عامل را مدیریت کنند. دوم: اصلاح نظام بانکی است که از طریق کاهش بدهی‌های معوق بانکی و جلوگیری از خلق پول خارج از کنترل بانک مرکزی امکان‌پذیر است.

در خصوص ابزارهای در اختیار مقام مالی، مهم‌ترین ابزار بودجه سالانه دولت است. دولت با ایجاد انضباط مالی (*fiscal discipline*) می‌تواند اولاً کسری بودجه را کاهش دهد و ثانیاً از تبدیل کسری بودجه سالانه (*Annual budget deficit*) به کسری بودجه ساختاری (*Structural budget deficit*) جلوگیری کند. به این منظور دولت باید با کاهش هزینه‌های

لطمه به اعتبار سیاست‌گذار پولی می‌تواند به تشدید انتظارات تورمی، کاهش اثربخشی سیاست‌ها و افزایش نااطمینانی اقتصادی منجر شود



سیاست‌های پولی، به ویژه در بلندمدت تنها در صورتی مؤثر هستند که مردم به تعهد بانک مرکزی به اهداف اعلام شده (مانند نرخ تورم هدف) باور داشته باشند

۲۶



● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

غیرضروری و افزایش درآمدهای پایدار، از فشار بر بانک مرکزی برای چاپ پول بکاهد. ابزارهای دیگر در اختیار دولت شامل سیاست‌گذاری‌های تعرفه‌ای، حمایتی و ترجیحی با هدف ارتقای تولید و تقویت سمت عرضه اقتصاد است. در این راستا دولت با حمایت از تولید داخلی از طریق افزایش عرضه کالاها و خدمات، نقش مؤثری در کاهش فشار تورمی ناشی از کمبود عرضه ایفا می‌کند. این امر نیازمند سیاست‌گذاری برای بهبود فضای کسب و کار، کاهش هزینه‌های تولید و رفع موانع تجاری است. از سوی دیگر، دولت با مدیریت واردات و تامین واردات کالاهای اساسی در زمان کمبود عرضه داخلی، می‌تواند به کاهش فشار تورمی کمک کند.

سومین ابزار مرتبط با تعامل و همکاری میان بانک مرکزی و دولت است با دو هدف: ثبات نرخ ارز و همساز کردن سیاست‌های پولی و مالی. در خصوص هدف ثبات نرخ ارز، مدیریت بازار ارز باید به گونه‌ای انجام شود که نوسانات نرخ ارز، به عنوان یکی از عوامل اصلی ایجاد انتظارات تورمی در ایران، به کمترین میزان خود کاهش یابد. این سیاست به پیش‌بینی پذیر شدن اقتصاد ایران کمک کرده و تداوم آن نه تنها مدیریت انتظارات تورمی را انجام خواهد داد، بلکه به بهبود فضای کسب و کار هم منجر خواهد شد. برای تامین این هدف اگرچه تعامل میان دولت و بانک مرکزی ضروری است، اما نقش عمده بر عهده بانک مرکزی است به گونه‌ای که بانک مرکزی با مدیریت صحیح ذخایر ارزی و جلوگیری از شوک‌های ارزی، ثبات را در این بازار ایجاد کند. همچنین، شفافیت در سیاست‌های ارزی از طریق اعلام سیاست‌های ارزی شفاف و قابل پیش‌بینی می‌تواند به کاهش انتظارات تورمی کمک کند. در خصوص همساز کردن و هماهنگی بین سیاست‌های پولی و مالی، باید توجه داشت که سیاست‌های پولی و مالی باید همسو و مکمل یکدیگر در تامین هدف کاهش انتظارات تورمی باشند و خنثی‌کننده یکدیگر. برای مثال، اگر بانک مرکزی سیاست انقباضی را در پیش بگیرد، دولت نباید با افزایش هزینه‌ها یا تشدید کسری بودجه، این سیاست را خنثی کند.

چهارمین ابزار که در حقیقت نقش مکمل و برجسته برای اثربخشی ابزارهای فوق‌الذکر است، وظیفه و نقش حکمرانی در آموزش و فرهنگ‌سازی اقتصادی جامعه است که از طریق آگاهی‌بخشی و تعامل با جامعه، به عنوان بازیگران کلیدی اقتصادی است. در حقیقت با آموزش عمومی درباره علل تورم و نقش سیاست‌های پولی، می‌توان انتظارات تورمی را تعدیل کرده و مسیر هماهنگی سیاست‌ها با

واقعیت‌های اقتصادی از طریق تعامل با جامعه با دقت بیشتری پیموده خواهد شد.

ناچه میزان به اعتبار سیاست‌گذاری‌ها در زمینه افزایش اعتماد مردم به برنامه‌های ضدتورمی از جمله هدف‌گذاری‌های تورمی معتقد هستید؟ لطمه به اعتبار بانک مرکزی چه تبعاتی در اقتصاد خواهد داشت؟

اعتبار بانک مرکزی و سیاست‌گذاری‌های آن یکی از مهم‌ترین عوامل موفقیت برنامه‌های ضدتورمی، از جمله هدف‌گیری تورم، است. لطمه به این اعتبار می‌تواند به تشدید انتظارات تورمی، کاهش اثربخشی سیاست‌ها و افزایش نااطمینانی اقتصادی منجر شود. بنابراین، حفظ و افزایش اعتبار بانک مرکزی از طریق شفافیت، استقلال و اجرای موفقیت‌آمیز سیاست‌ها باید در اولویت قرار گیرد.

اگر مردم و فعالان اقتصادی به توانایی بانک مرکزی در کنترل تورم اعتماد داشته باشند، انتظارات تورمی تعدیل می‌شود و فشار تورمی کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر اعتبار بانک مرکزی زیر سؤال باشد، حتی سیاست‌های درست نیز ممکن است بی‌اثر شوند، زیرا مردم انتظار دارند تورم ادامه یابد و رفتارهای اقتصادی خود (مانند افزایش تقاضا یا ذخیره‌سازی کالاها) را بر این اساس تنظیم می‌کنند.

از سوی دیگر، سیاست‌های پولی، به ویژه در بلندمدت، تنها در صورتی مؤثر هستند که مردم به تعهد بانک مرکزی به اهداف اعلام شده (مانند نرخ تورم هدف) باور داشته باشند. برای مثال، در کشورهایی که بانک مرکزی از اعتبار بالایی برخوردار است (مانند بانک مرکزی اروپا یا فدرال رزرو)، تغییرات نرخ بهره به سرعت بر انتظارات تورمی و رفتارهای اقتصادی تأثیر می‌گذارد.

بنابراین هنگامی که اعتبار بانک مرکزی بالا باشد، نیازی به سیاست‌های انقباضی شدید برای کنترل تورم نیست. این امر از بروز رکود اقتصادی یا بیکاری گسترده جلوگیری می‌کند. در مقابل، در صورت عدم اعتبار، بانک مرکزی مجبور به اتخاذ سیاست‌های سخت‌گیرانه‌تری می‌شود که می‌تواند به رشد اقتصادی لطمه بزند.

در خصوص تبعات لطمه به اعتبار بانک مرکزی، می‌توان به تشدید انتظارات تورمی اشاره کرد که هرگونه افزایش قیمت‌ها (حتی موقت) می‌تواند منجر به انتظارات تورمی فزاینده شده و این امر باعث می‌شود تورم به یک پدیده خود تقویت‌کننده تبدیل شود. همچنین در صورت از دست رفتن

اعتبار، سیاست‌های پولی (مانند تغییر نرخ بهره یا کنترل نقدینگی) تأثیر کمتری خواهند داشت، زیرا مردم و بازارها به تعهد بانک مرکزی به اهداف خود باور ندارند. مهم‌تر از همه اینکه لطمه به اعتبار بانک مرکزی باعث افزایش ناطمینانی در اقتصاد می‌شود. این ناطمینانی می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه و افت رشد اقتصادی منجر شود.

تضعیف ارزش پول ملی نیز آسیب جدی دیگری است که در شرایط لطمه به اعتبار بانک مرکزی اتفاق می‌افتد. این امر می‌تواند به افزایش نرخ ارز و تشدید تورم وارداتی منجر شود. همچنین در شرایطی که اعتبار بانک مرکزی پایین باشد، مردم ترجیح می‌دهند دارایی‌های خود را به جای پول ملی، به شکل ارزهای خارجی، طلا، یا سایر دارایی‌های ایمن نگهداری کنند. این امر باعث کاهش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد می‌شود. در نهایت نیز باید توجه داشت که در صورت کاهش اعتبار بانک مرکزی، نرخ بهره واقعی افزایش می‌یابد، زیرا سرمایه‌گذاران برای جبران ریسک تورم، خواستار بازدهی بالاتری هستند. این امر هزینه‌های استقرار، هم برای بخش خصوصی و هم دولت را افزایش می‌دهد و می‌تواند به کسری بودجه بیشتر در سطح کلان منجر شود.

وجود مسائل سیاسی و چالش‌های منطقه‌ای چقدر به برنامه‌های کنترل تورم بانک مرکزی ضربه خواهد زد؟ بانک مرکزی در این شرایط چگونه باید سیاست‌گذاری انجام دهد؟

مسائل سیاسی و چالش‌های منطقه‌ای می‌توانند برنامه‌های کنترل تورم بانک مرکزی را با دشواری‌های جدی مواجه کنند. این عوامل خارجی اغلب خارج از کنترل بانک مرکزی هستند، اما می‌توانند به طور مستقیم و غیرمستقیم بر ثبات اقتصادی، انتظارات تورمی و توانایی بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های مؤثر تأثیر بگذارند. مهم‌ترین کانال‌های اثرگذاری مسائل سیاسی و چالش‌های منطقه‌ای بر برنامه‌های کنترل تورم بانک مرکزی شامل ناطمینانی و بی‌ثباتی، تضعیف ارزش پول ملی، اختلال در عرضه کالا، فشار بر بودجه نظامی، سیاسی و اجتماعی دولت و تشدید انتظارات تورمی است.

مسائل سیاسی (مانند تحریم‌ها، تغییرات دولت، یا تنش‌های داخلی) و چالش‌های منطقه‌ای (مانند جنگ یا بحران‌های همسایگان) می‌توانند ناطمینانی اقتصادی را افزایش دهند. این

نااطمینانی باعث کاهش سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه و افزایش تقاضا برای دارایی‌های ایمن (مانند ارزهای خارجی یا طلا) می‌شود که به نوبه خود بر تورم تأثیر می‌گذارد. همچنین در شرایط بی‌ثباتی سیاسی یا منطقه‌ای، ارزش پول ملی ممکن است کاهش یابد. این امر به افزایش قیمت کالاهای وارداتی و تشدید تورم وارداتی منجر می‌شود. از سوی دیگر، چالش‌های منطقه‌ای (مانند جنگ یا تحریم‌ها) می‌توانند زنجیره تأمین کالاها را مختل کنند و باعث کمبود عرضه و افزایش قیمت‌ها شوند. مهم‌تر از همه اینکه، در شرایط بحران‌های سیاسی یا منطقه‌ای، دولت ممکن است مجبور به افزایش هزینه‌های نظامی شود. این امر می‌تواند به کسری بودجه بیشتر و فشار بر بانک مرکزی برای چاپ پول منجر شود. در نهایت بی‌ثباتی سیاسی و منطقه‌ای می‌تواند انتظارات تورمی را افزایش دهد، زیرا مردم و فعالان اقتصادی پیش‌بینی می‌کنند که قیمت‌ها در آینده افزایش خواهد یافت. این انتظارات می‌تواند به رفتارهای تورمی (مانند ذخیره‌سازی کالاها) دامن بزند.

با این حال، بانک مرکزی می‌تواند با تقویت اعتبار خود، مدیریت نقدینگی از طریق ابزارهای عملیات بازار باز، ثبات نرخ ارز با استفاده از مداخلات ضروری مبتنی بر ذخایر و استفاده از رژیم ارزی شناور مدیریت شده (Managed Float)، هماهنگی با دولت با هدف جلوگیری از افزایش کسری بودجه و فشار بر سیاست‌های پولی و حمایت از تولید داخلی با پیش‌بینی پذیر کردن فضای کسب و کار، اثرات این چالش‌ها را کاهش دهد. همچنین در شرایط بی‌ثباتی، شفافیت، انعطاف‌پذیری و پاسخگویی بانک مرکزی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است تا بتواند اعتماد عمومی را حفظ و برنامه‌های ضد تورمی را با موفقیت اجرا و انتظارات تورمی را مدیریت کند. در نهایت نیز در شرایط بحرانی، بانک مرکزی ممکن است نیاز به استفاده از ابزارهای غیرمتعارف (مانند تسهیلات ویژه برای بخش‌های خاص یا خرید دارایی‌ها) داشته باشد. این ابزارها باید با دقت و به صورت موقت استفاده شوند تا اثرات جانبی منفی به حداقل برسد.

اقتصاد ایران چند دهه است که درگیر تورم شده و اکنون نتوانسته از این وضعیت خارج شود، برخی دلایل از جمله نفعی بودن اقتصاد، کسری بودجه و بی‌انضباطی مالی دولت‌ها در این زمینه مطرح می‌شود، چه راهکاری در این خصوص پیشنهاد می‌کنید؟

مسئله تورم مزمن در اقتصاد ایران به یکی از

در شرایط بحرانی، بانک مرکزی ممکن است نیاز به استفاده از ابزارهای غیرمتعارف (مانند تسهیلات ویژه برای بخش‌های خاص یا خرید دارایی‌ها) داشته باشد



زمانی که سیاست‌های اقتصادی هماهنگ نباشند و هر بخش به صورت جداگانه و بدون توجه به تأثیرات متقابل عمل کند، نتیجه معمولاً تشدید مشکلات اقتصادی از جمله تورم است

چالش‌های ساختاری اقتصاد کشور تبدیل شده است. دلایل اصلی این تورم مزمن را می‌توان در عوامل ساختاری، سیاست‌های نادرست و چالش‌های نهادی جست‌وجو کرد. از مهم‌ترین عوامل ساختاری توضیح تورم در ایران می‌توان به عامل وابستگی به درآمدهای نفتی اشاره کرد. این مسئله سبب شده که نوسانات قیمت نفت و تحریم‌های بین‌المللی، درآمدهای دولت را ناپایدار کند. در دوره‌های کاهش درآمد نفتی، دولت برای جبران کسری بودجه به بانک مرکزی متوسل شده و این امر به افزایش نقدینگی و تورم منجر شده است. همچنین کسری بودجه ساختاری ناشی از هزینه‌های بالا (مانند یارانه‌ها، هزینه‌های جاری، و پروژه‌های عمرانی) و درآمدهای ناکافی که به طور تناوبی دولت‌ها با آن در طول سالیان مواجه بوده‌اند، سبب استمرار استقراض از بانک مرکزی یا انتشار اوراق بدهی شده است که هر دو به افزایش نقدینگی و تورم دامن می‌زنند. بی‌انضباطی مالی دولت‌ها نیز به شکل افزایش هزینه‌های غیرضروری، اجرای پروژه‌های پرهزینه بدون توجیه اقتصادی و عدم اصلاح موثر و غیرتورمی نظام یارانه‌ها نیز تورم مزمن را تعمیق کرده است که در بخش سیاست‌های نادرست قابل بحث است. رشد سریع نقدینگی ناشی از استقراض دولت از بانک مرکزی، خلق پول توسط بانک‌ها و عدم کنترل مؤثر بر نظام بانکی نیز به تشدید تورم منجر شده است. دو عامل ضعف تولید داخلی و نوسانات نرخ ارز نیز در چرخه مزمن شدن تورم اقتصاد ایران هم نقش علت و هم معلول را ایفا می‌کنند. بخش تولیدی ایران به دلیل مشکلات ساختاری (مانند فضای نامناسب کسب‌وکار، تحریم‌ها و کمبود سرمایه‌گذاری) نتوانسته است رشد کافی داشته باشد. این امر باعث شده است عرضه کالاها و خدمات پاسخگوی تقاضا نباشد و فشار تورمی افزایش یابد. از سوی دیگر نرخ ارز در ایران به دلیل تحریم‌ها، کاهش درآمدهای نفتی و ناطمینانی‌های سیاسی نوسانات شدیدی داشته است.

برای کنترل این تورم، نیاز به یک رویکرد جامع و هماهنگ بین دولت، بانک مرکزی و سایر نهادهای حکمرانی اقتصادی است. اصلاح نظام بودجه‌ریزی، کاهش وابستگی به نفت، کنترل نقدینگی، تقویت تولید داخلی و ثبات نرخ ارز از جمله راهکارهای کلیدی هستند. علاوه بر این، شفافیت، استقلال بانک مرکزی و آموزش عمومی نیز نقش مهمی در موفقیت این برنامه‌ها ایفا می‌کنند.

جزیره‌ای عمل کردن سیاست‌ها در بخش تجاری، پولی و مالی تا چه میزان به ادامه روند تورم در اقتصاد منجر می‌شود؟

جزیره‌ای عمل کردن سیاست‌ها در بخش‌های تجاری، پولی و مالی یکی از دلایل مهم تداوم تورم در اقتصاد است. زمانی که سیاست‌های اقتصادی هماهنگ نباشند و هر بخش به صورت جداگانه و بدون توجه به تأثیرات متقابل عمل کند، نتیجه معمولاً تشدید مشکلات اقتصادی از جمله تورم است. تناقض بین این سیاست‌ها می‌تواند به تشدید تورم، افزایش ناطمینانی و تضعیف اعتبار سیاست‌گذاری‌ها منجر شود. برای مثال بانک مرکزی ممکن است برای کنترل تورم، سیاست‌های انقباضی (مانند افزایش نرخ بهره و یا کاهش نقدینگی) را در پیش بگیرد. به طور همزمان دولت ممکن است با افزایش هزینه‌ها یا کاهش مالیات‌ها، سیاست مالی انبساطی را اجرا کند. این تناقض باعث می‌شود اثرات سیاست پولی خنثی شود و تورم ادامه یابد. همچنین اگر سیاست‌های تجاری (مانند تعرفه‌ها، سهمیه‌ها، یا محدودیت‌های وارداتی) بدون هماهنگی با سیاست‌های پولی و مالی اجرا شوند، ممکن است به کاهش عرضه کالاها و افزایش قیمت‌ها منجر شوند. برای مثال، محدودیت‌های وارداتی می‌تواند کمبود کالاها را تشدید کند و فشار تورمی ایجاد کنند. نکته مهم این است که اگر سیاست‌های پولی و مالی در تناقض با یکدیگر عمل می‌کنند، اعتبار هر دو سیاست زیر سؤال می‌رود. این امر باعث می‌شود انتظارات تورمی افزایش یابد و کنترل تورم دشوارتر شود. عدم هماهنگی بین سیاست‌ها همچنین می‌تواند به تخصیص ناکارآمد منابع منجر شود. برای مثال، اگر دولت پروژه‌های پرهزینه را بدون توجه به محدودیت‌های پولی اجرا کند، ممکن است منابع به بخش‌های غیرمولد تخصیص یابد و فشار تورمی افزایش یابد. در نهایت زمانی که سیاست‌ها هماهنگ نباشند، ناطمینانی در اقتصاد افزایش می‌یابد. این ناطمینانی می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه و افزایش تقاضا برای دارایی‌های ایمن (مانند ارزهای خارجی یا طلا) منجر شود که همه این‌ها به تورم دامن می‌زنند. بنابراین برای کنترل تورم، نیاز به هماهنگی بین سیاست‌های پولی، مالی و تجاری است. این هماهنگی می‌تواند از طریق شفافیت، تقویت نهادهای هماهنگ‌کننده و هدف‌گیری تورم محقق شود. بدون این هماهنگی، کنترل تورم در بلندمدت دشوار خواهد بود.

در برخی کشورها هدف‌گذاری‌های تورمی توانسته



اقتصادها را پس از یک دوره‌ای از تورم بالا نجات دهد و برنامه‌ها براساس آن هدف‌گذاری ترسیم و عملیاتی شده است. آیا در ایران چنین امکانی وجود دارد؟

هدف‌گذاری تورم یکی از موفق‌ترین چارچوب‌های سیاست‌گذاری پولی در جهان بوده است و کشورهای زیادی (مانند نیوزیلند، کانادا، بریتانیا و سوئد) توانسته‌اند با استفاده از این رویکرد، تورم بالا را کنترل کرده و ثبات قیمتی را به اقتصاد خود بازگردانند. با این حال، اجرای موفقیت‌آمیز هدف‌گیری تورم در ایران مستلزم وجود پیش‌شرط‌ها و اصلاحات ساختاری است. مهم‌ترین پیش‌شرط‌های لازم برای موفقیت در هدف‌گذاری تورم عبارتند از: یکم) استقلال بانک مرکزی: بانک مرکزی باید از فشارهای سیاسی و بودجه‌ای دولت مستقل باشد تا بتواند سیاست‌های پولی را بدون دخالت اجرا کند. در ایران، بانک مرکزی به دلیل وابستگی به دولت و نیاز به تأمین کسری بودجه، از استقلال کافی برخوردار نیست. دوم) شفافیت و پاسخگویی: بانک مرکزی باید اهداف تورمی خود را به طور شفاف اعلام کند و به طور منظم گزارش‌هایی درباره تحولات اقتصادی و عملکرد خود ارائه دهد. این شفافیت به ایجاد اعتماد عمومی کمک می‌کند. سوم) انضباط مالی دولت: دولت باید از انضباط مالی لازم برخوردار باشد تا فشار بر بانک مرکزی برای چاپ پول کاهش یابد. در ایران، کسری بودجه مزمن و وابستگی به درآمدهای نفتی این انضباط را تضعیف کرده است. چهارم) ثبات نرخ ارز: نوسانات شدید نرخ ارز می‌تواند به تورم وارداتی دامن بزند و کنترل تورم را دشوار کند. در ایران، نرخ ارز به دلیل تحریم‌ها و نااطمینانی‌های سیاسی نوسانات زیادی دارد. پنجم) تقویت تولید داخلی: افزایش عرضه کالاها و خدمات برای کنترل تورم ضروری است. در ایران، بخش تولیدی به دلیل مشکلات ساختاری (مانند فضای نامناسب کسب‌وکار و تحریم‌ها) نتوانسته است رشد کافی داشته باشد. ششم) مدیریت انتظارات تورمی: بانک مرکزی باید بتواند انتظارات تورمی را مدیریت کند. این امر مستلزم اعتبار و شفافیت بانک مرکزی است. هفتم) پیش‌بینی پذیرکردن فضای تصمیم‌گیری سیاسی و اقتصادی: تحریم‌ها، نوسانات نرخ ارز و بی‌ثباتی سیاسی باعث افزایش نااطمینانی و تشدید انتظارات تورمی شده‌اند که فضای تصمیم‌گیری و تصمیم‌سازی را با بی‌ثباتی و نااطمینانی همراه کرده است. هشتم) تقویت نهادهای اقتصادی: فساد مالی، ناکارآمدی نظام مالیاتی و عدم شفافیت در سیاست‌گذاری‌ها

از جمله مشکلات نهادی هستند که مانع اثربخشی برنامه‌های کنترل و هدف‌گذاری تورم هستند.

تحریم‌ها تا چه میزان بر نرخ‌های تورم بالا در اقتصاد ایران دامن می‌زنند؟ در صورت رفع تحریم، آیا نرخ تورم در ایران کاهش خواهد یافت؟

تحریم‌ها یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر نرخ تورم در اقتصاد ایران هستند. این تحریم‌ها به طور مستقیم و غیرمستقیم بر جنبه‌های مختلف اقتصادی تأثیر می‌گذارد و به تشدید تورم دامن می‌زنند. اولین و مهم‌ترین اثر تحریم‌ها، کاهش درآمدهای ارزی ایران شامل درآمدهای نفتی و غیرنفتی است. این کاهش درآمدها به کاهش ذخایر ارزی بانک مرکزی و فشار بر نرخ ارز منجر شده و افزایش نرخ ارز به نوبه خود باعث افزایش قیمت کالاهای وارداتی و مواد اولیه می‌شود که به تورم وارداتی دامن می‌زند. تحریم‌ها همچنین سبب اختلال در تجارت بین‌المللی شده و دسترسی ایران به بازارهای بین‌المللی را محدود و باعث کاهش واردات کالاهای و مواد اولیه شده است. این امر به کمبود عرضه و افزایش قیمت‌ها منجر شده است از سوی دیگر، تحریم‌ها باعث کاهش سرمایه‌گذاری خارجی شده که این امر به کاهش تولید داخلی و افزایش فشار تورمی منجر شده است. افزایش نااطمینانی اقتصادی از دیگر آثار تحریم‌هاست که باعث افزایش نااطمینانی در اقتصاد شده و این نااطمینانی به کاهش سرمایه‌گذاری داخلی، فرار سرمایه و افزایش تقاضا برای دارایی‌های ایمن (مانند ارزهای خارجی یا طلا) منجر می‌شود که آثار تورمی شدید دارند. همچنین تحریم‌ها نقش موثری در افزایش هزینه‌های مبادلاتی (مانند هزینه‌های حمل‌ونقل و بیمه) داشته که این افزایش هزینه‌ها به افزایش قیمت کالاهای و خدمات منجر می‌شود. در نهایت تحریم‌ها دسترسی ایران به سیستم بانکی بین‌المللی را محدود می‌کنند و باعث افزایش هزینه‌های نقل و انتقال ارز می‌شوند. این امر به افزایش نرخ ارز و تورم وارداتی دامن می‌زند. باید توجه داشت که اگر چه رفع تحریم‌ها می‌تواند به کاهش تورم کمک کند، اما این کاهش به طور خودکار و کامل اتفاق نمی‌افتد. برای دستیابی به کاهش پایدار تورم، نیاز به اصلاحات ساختاری و نهادی عمیق است. این اصلاحات باید شامل کاهش وابستگی به نفت، کنترل نقدینگی، تقویت تولید داخلی و بهبود نهادهای اقتصادی باشد. بدون این اصلاحات، حتی در صورت رفع تحریم‌ها، کنترل تورم در بلندمدت دشوار خواهد بود.

بانک مرکزی
باید از فشارهای
سیاسی و
بودجه‌ای
دولت مستقل
باشد تا بتواند
سیاست‌های
پولی را بدون
دخالت اجرا
کند



هدف گذاری تورمی، اقدامی نوین در سیاست گذاری

توجیه افکار عمومی مدیریت انتظارات را ممکن می کند

- اعتبار با میزان توانایی بانک مرکزی در تثبیت انتظارات تورمی، مرتبط است
- انتظارات تورمی و نرخ تورم در ایران تابع قیمت ارز بوده که تا حدی در کنترل است
- مردم در قضاوت خود درباره حسن شهرت و اعتبار، بسیار به ارز اهمیت می دهند که از چالش های جدی در ایران است
- بانک مرکزی توسعه گرا که با وضعیت اقتصاد ایران تناسب بیشتری دارد، چارچوبی است که حساسیت کمتری نسبت به شهرت و اعتبار آن وجود دارد
- حسن شهرت و باورپذیری، یا به عبارتی شهرت و اعتبار، پدیده ای نواست که به تعهد به تعقیب قواعد و اهداف سیاستی دقیق و شفاف اشاره دارد
- سیاست هدف گذاری تورمی به عنوان چارچوب اصلی و نوین سیاست گذاری (بهترین رویه ممکن) شناخته می شود

حسین درودیان

مدرس دانشگاه



و مبانی نظری مفهوم شهرت و اعتبار بانک مرکزی پرداخته و سپس با بررسی عوامل تاثیرگذار بر شهرت و اعتبار بانک مرکزی، به تشریح نحوه اثرگذاری این دو مفهوم بر ثبات اقتصادی پرداخت. نوشتار حاضر، خلاصه ای از این نشست است.

اخیراً نشست با عنوان "شهرت و اعتبار بانک مرکزی و نقش آن در اثربخشی سیاست های پولی و ارزی"، در محل اندیشکده پول و ارز (وابسته به موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز) برگزار شد. در این نشست، حسین درودیان، مدرس دانشگاه به بیان اهمیت

۳۰



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

حُسن شهرت و باورپذیری یا به عبارتی شهرت و اعتبار، پدیده‌ای نو است که به تعهد به تعقیب قواعد و اهداف سیاستی دقیق و شفاف اشاره دارد. در چنین حالتی اظهارات سیاست‌گذار قابل باور است، حتی اگر هیچ قانونی انگیزه تخلف از آن را مقید نکرده باشد. همچنین در وضعیتی که شهرت و اعتبار بانک مرکزی معنی داشته باشد، باور مردم به آن است که کاری که بانک مرکزی می‌گوید را انجام خواهد داد. مفهوم شهرت و اعتبار در برابر ناسازگاری زمانی قرار می‌گیرد، ناسازگاری زمانی به منظور آن است که در زمان‌های مختلف در خصوص یک موضوع، قضاوت فرد متفاوت باشد. از سوی دیگر، اعتبار به سابقه سیاست‌گذاری و رفتار نهاد سیاست‌گذار بستگی دارد. اعتبار به روش غیرخطی تکامل می‌یابد، به آرامی و با زحمت به دست می‌آید، اما در یک لحظه مستعد از بین رفتن است. هر چقدر باورپذیری نسبت به سیاست و سیاست‌گذار بیشتر باشد، طبعاً افراد انطباق خود را با آن سیاست بیشتر خواهند کرد و در این صورت هزینه‌های تعدیل یا گذار به سمت تعادل جدید کمتر خواهد شد و کارایی مکانیزم انتقال بهبود پیدا می‌کند. گرایش عمومی به سمت آن است که حُسن شهرت و اعتبار بر هزینه‌های سیاست‌گذاری و منافع سیاست‌گذار تأثیر داشته باشد، گرچه طبق گفته رومر، شواهد کمی وجود دارد که کاهش تورم به شهرت و اعتبار بانک مرکزی بسیار حساس باشد، ولی باور عمومی اینطور نیست.

اهمیت پیدا کردن موضوع شهرت و اعتبار با تمرکز هرچه بیشتر بر مسئله تورم به سیاست‌گذاری اقتصادی و سیاست‌گذاری پولی ارتباط دارد. همچنین انتظارات تورمی به نوبه خود به ارزیابی عمومی از اعتبار سیاست‌گذاران پولی بستگی دارد. آغاز هدف‌گذاری تورمی به ابتدای دهه ۱۹۹۰ میلادی برمی‌گردد. در این تفسیر می‌توان بیان کرد، اهمیت حُسن شهرت و اعتبار از زمانی مطرح شده است که هدف‌گذاری تورمی چارچوب اصلی سیاست‌گذاری پولی و در معنی عام‌تر چارچوب اصلی سیاست‌گذاری اقتصادی شده است. در ادبیات امروزی سیاست پولی، اعتبار بانک مرکزی تابعی از عملکرد تورمی است. در ادامه نوشتار بیشتر با مقوله هدف‌گذاری تورمی آشنا خواهیم شد.

هدف‌گذاری تورمی، چارچوب سیاست مدرن پولی

سیاست هدف‌گذاری تورمی به عنوان چارچوب

اصلی و نوین سیاست‌گذاری (بهترین رویه ممکن) شناخته می‌شود، این سیاست سه عنصر اصلی دارد که شامل مواردی همچون هدف‌گذاری تورم پایین، بانک مرکزی مستقل و دستکاری نرخ بهره است که به عنوان ضلع سوم مطرح است. هدف نهایی بانک مرکزی، تورم پایین و در حالت ایده‌آل ثبات قیمتی است. دستکاری نرخ بهره ابزار بانک مرکزی برای تحقق آن هدف است و استقلال بانک مرکزی هم زمینه و بستر لازم برای تحقق آن هدف را فراهم می‌کند.

نظام جامع هدف‌گذاری تورم چند جزء اساسی دارد که شامل موارد زیر است:

۱. فقدان لنگر اسمی دیگری غیر از نرخ بهره: بانک مرکزی و نظام حکمرانی باید تمرکز خود را بر کنترل یک متغیر اسمی یعنی نرخ بهره قرار دهد. تعقیب اهدافی بر نرخ ارز یا کنترل حساب سرمایه با این هدف منافات دارد. بحث اصلی سیاست پولی و بانک مرکزی است که باید تمرکز خود را بر کنترل یک متغیر اسمی که نرخ بهره است، قرار بدهد و متغیرهایی مثل نرخ ارز و حساب سرمایه به تدریج در حاشیه قرار گیرد و از محل دغدغه و محور توجه سیاست‌گذار خارج شود.

۲. عدم سلطه مالی دولت: مقید بودن بانک مرکزی به تأمین مالی دولت به منزله خارج شدن متغیرهای تحت سیاست‌گذاری از کنترل آن است. استقراض دولت از بانک مرکزی و تزریق منابع استقراض شده به اقتصاد، کنترل نرخ بهره را از اختیار بانک مرکزی خارج و آن را تابع تمایلات دولت می‌سازد.

۳. شفافیت و پاسخگویی سیاستی: بانک مرکزی هدف تورمی خود را به صورت روشن اعلام کرده و برنامه تورمی خود را به اطلاع عمومی می‌رساند. هدف اعلامی می‌تواند یک عدد مشخص یا بازه‌ای محدود باشد که برای دوره زمانی معینی اعلام می‌شود. شفافیت سیاستی و اعلام عمومی تورم هدف، بانک مرکزی را در موقعیت پاسخگویی قرار داده و بانک مرکزی را به تحقق هدف ثبات قیمتی تحت هر شرایطی متعهد می‌سازد. اعلام رسمی تورم هدف، توفیق بانک مرکزی در تحقق هدف اعلامی را از سوی عموم قابل راستی‌آزمایی قرار می‌دهد. این کار برای تعدیل انتظارات قیمتی بخش خصوصی و کاهش هزینه‌های تعدیل نیز مفید و موثر است.

۴. استقلال یا خودمختاری: استقلال یا خودمختاری بانک مرکزی وجوه مختلفی دارد و از جنبه‌های مختلف طبقه‌بندی شده است،

اینکه مقامات
بانک مرکزی
را دولتمردان
یا سیاسیون
تعیین می‌کنند
دلالت بر آن
ندارد که از
حکومت و
دولت مستقل
نباشد



ارتباط با
افکار عمومی از
آن جهت مهم
قلمداد می شود
که جامعه را
جهت اجرای
سیاست ها
متقاعد می کند
و بر انتظارات
آنها اثر می گذارد

طبق این تعریف استقلال بر سه نوع استقلال
سیاستی، استقلال پرسنلی و استقلال مالی
دسته بندی می شود.
استقلال سیاستی به معنی آن است که بانک
مرکزی در سیاست های خود از جمله اهداف
و ابزارها آزادی عمل داشته باشد و زیر فشار
سیاسیون قرار نگیرد. استقلال پرسنلی به گاهش
مداخله دولتمردان در گزینش و از آن مهم تر به
برکناری مقامات بانک مرکزی اشاره دارد. علت
برکناری مقامات پولی به جرم، سوء رفتار جدی
و عدم صلاحیت محدود می شود، به نحوی که
برکناری ناشی از ناخرسندی از سیاست های
بانک مرکزی ممکن نباشد. استقلال مالی در
معنای پُرکاربرد آن به منزله محدودیت توان
دولت در استقراض از بانک مرکزی برای تامین
مالی مخارج عمومی است. در معنای وسیع تر،
استقلال مالی صرفاً محدود به استقراض دولت
از بانک مرکزی برای تامین مالی بودجه نبوده و
سایر انواع الزامات انبساطی وضع شده توسط
دولت را نیز در برمی گیرد.

از نگاه دیگر استقلال بانک مرکزی به استقلال
سیاسی و استقلال عملیاتی تفکیک می شود.
استقلال سیاسی میزان تاثیرپذیری بانک
مرکزی از مقامات سیاسی است که شامل عزل
و نصب رئیس کل است و هر چقدر طولانی تر
باشد، استقلال بیشتر خواهد بود. اینکه بانک
مرکزی اهداف خود را آزادانه تعیین کند و اینکه
به دنبال چه هدفی خواهد رفت و چه کار خواهد
کرد استقلال سیاسی است. استقلال عملیاتی
به معنی آن است که چقدر ابزارها به صورت
خود انتخابی، اتخاذ می شوند. صرف نظر از اینکه
هدف را چه کسی تعیین کرده، ممکن است
شرایطی وجود داشته باشد که بانک مرکزی به
لحاظ سیاسی مستقل نباشد، یا عزل و نصب
توسط دولت انجام شود یا اهداف را دولت تعیین
کند. مثل اینکه تورم تنها هدف باشد یا اهداف
دیگری باشد، اگر تورم هدف است بازه آن را
دولت تعیین کند، اما به بانک مرکزی آزادی عمل
دهد که چطور اهداف را دنبال کند. تمایز روشنی
بین استقلال سیاسی و استقلال عملیاتی بانک
مرکزی وجود دارد. در اینجا سوالی که مطرح
می شود آن است که آیا تفکیک استقلال بانک
مرکزی از دولت و حکومت و جاست دارد؟

برخی کارشناسان اشاره می کنند که استقلال
بانک مرکزی استقلال از حکومت نیست،
استقلال از دولت مستقر است. این دوگانه
چطور معنی می یابد؟ یک حاکمیت و یک دولت
مطرح است، کل حکومت اعم از دستگاه

قضایی، قاضی، دادگاه و مجلس است،
اما دولت به معنی قوه مجریه است. اینکه
کارشناسان اشاره می کنند استقلال از دولت
است ولی استقلال از حکومت نیست، شاید
منظورشان آن است که انتخاب مقامات بانک
مرکزی به چه صورت است؟ اگر چنین باشد باز
هم به آن مقصود نیست که از حکومت مستقل
نیست، بلکه از حکومت مستقل است. بانک
مرکزی مستقل از دولت و حکومت به معنی آن
است که حتی اگر به نحوی افراد حکومت آن
شخص را انتخاب می کنند، هیچ کدام از آنها بر
آن فرد نفوذی ندارند. هنراستقلال بانک مرکزی
آن است که به شکلی افراد در آن سمت قرار
بگیرند که فقط انتصاب آن با آنها باشد، برداشتن
و نفوذ و تعیین تکلیف، معنی نداشته باشد.
لذا اینکه مقامات بانک مرکزی را دولتمردان یا
سیاسیون تعیین می کنند، لالت بر آن ندارد که
از حکومت و دولت مستقل نباشد.

انتظارات و هدف گذاری تورمی

چارچوب سیاست هدف گذاری تورم، مدل
نسبتاً ساده ای دارد که دو عامل هدف تورمی
و انتظارات از تورم در آن لحاظ می شود. هدف
تورمی را بانک مرکزی تعیین می کند و انتظارات
از تورم از بخش خصوصی نشأت می گیرد. هدف
سیاست پولی، رفع شکاف بین تورم موجود و
تورم هدف در نقطه ای از آینده است. تورم معلول
دو عامل است، یکی شکاف تولید یا فاصله
نرخ بیکاری با نرخ بیکاری طبیعی که تابع نرخ
بهره حقیقی است، هر چقدر نرخ بهره حقیقی
کمتر باشد، شکاف تولید کمتر خواهد بود. یک
ابزار صلاحیددی به نام نرخ بهره اسمی وجود
دارد که در اختیار بانک مرکزی مستقل است،
صلاحیددی به معنی آن است که کمیته سیاست
پولی تصمیم می گیرد که آن را مورد تغییر قرار
بدهد یا خیر؟ بانک مرکزی مستقل آن ابزار را در
اختیار دارد، آن را به کار می گیرد تا شکاف بین
تورم موجود و تورم هدف را در یک نقطه از آینده
گاهش دهد یا صفر کند. هدف بانک مرکزی
کنترل نرخ بهره برای تنظیم تقاضای کل و تاثیر
بر انتظارات تورمی بخش خصوصی متناسب با
تورم هدف است. عامل دوم انتظارات تورمی
بخش خصوصی است که ابزار نرخ بهره به کار
گرفته می شود تا بر انتظارات تورمی مسلط شود
و تقاضای کل را بتواند متناسب با هدف تورمی
تنظیم کند. علاوه بر تنظیم نرخ بهره، ارتباط با
افکار عمومی در هدف گذاری تورم مهم است، با
این هدف که بر انتظارات قیمتی بخش خصوصی



اگر تورم از آن
حد آستانه فراتر
برود، بر رشد
اقتصادی اثر
منفی خواهد
گذاشت، ولی
اگر زیر حد
آستانه باشد اثر
منفی معناداری
نخواهد داشت



کتاب ماهیت پول به اشکال مختلف استدلال شده که پول یک نهاد تاسیسی یا قوام بخش در اقتصاد است. در این چارچوب گفته می‌شود نگرش تهدیدی به پول به این معنی است که پول ظرفیتی جز ظرفیت تخریب ندارد و باید برای مهار این ظرفیت تخریب جلوی آسیب آن گرفته شود، آسیب‌های آن رشد بیش از اندازه تورم است. به همین جهت تنها سیاست باید کنترل تورم باشد و اگر تورم کنترل شود، اقتصاد در مسیر رشد قرار خواهد گرفت. در خصوص ناسازگاری زمانی دو تعبیر وجود دارد، تفسیر اول بیان می‌کند نهاد دولت به عنوان مجموعه‌ای از اشخاص سوء استفاده‌گر، عوام‌گرا و کوتاه‌نگر که به دنبال برخورداری از فواید کوتاه‌مدت ولو به قیمت زیان‌های آتی هستند. در تفسیر دوم دولت نمی‌داند واقعا اقتصاد چگونه کار می‌کند، یا به دلیل نزدیک‌بینی وزن بیشتری به دستاوردهای نزدیک می‌دهد. در ادامه بالگوی دیگری تحت عنوان بانک مرکزی توسعه‌گرا و ارتباط آن با هدف‌گذاری تورم آشنا خواهیم شد.

بانک مرکزی توسعه‌گرا

الگوی دیگری تحت عنوان بانک مرکزی توسعه‌گرا مطرح است. در بانک مرکزی توسعه‌گرا تمرکز صرف بر هدف تورم وجود ندارد. ابزارهای بانک مرکزی توسعه‌گرا فراتر از دستکاری نرخ بهره است. در باب صنعتی شدن مسئله نرخ ارز موضوعیت دارد، پول ملی قوی برای کشوری که در سیرگذار صنعتی شدن است یک آفت و ضعف محسوب می‌شود، به همین خاطر اگر بانک مرکزی مطرح باشد که

اثر گذاشته و سیاست‌های اقتصاد کلان را با جلب اعتماد بخش خصوصی، باورپذیری کند. نحوه شکل‌گیری انتظارات تورمی موضوعی محوری در بحث اعتبار بانک مرکزی است. قدرت کانال انتظارات سیاست پولی به نحوه دقیق شکل‌گیری انتظارات بسیار حساس است. اعتبار با میزان توانایی بانک مرکزی در تثبیت انتظارات تورمی مرتبط است. ذهنیت غالب آن است که تورم معلول تقاضا است. علاوه بر این، ارتباط با افکار عمومی از آن جهت مهم قلمداد می‌شود که جامعه را جهت اجرای سیاست‌ها متقاعد می‌کند و بر انتظارات آنها اثر می‌گذارد و در نتیجه انتظارات قیمتی مورد تعدیل قرار می‌گیرد.

مبانی فکری پشتیبان هدف‌گذاری تورمی

چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورم، دارای مبانی فکری است که بهتر است به آن پرداخته شود. اصل مبانی فکری نظریه اقتصاد متعارف به جدایی بخش پولی از بخش واقعی اشاره دارد. طبق این مبانی نظری پول خنثی است، چون بخش واقعی رشد اقتصادی تابع امکان‌های فنی و عوامل فیزیکی و عینی و ترجیحات است. رشد اقتصادی عملکرد بخش واقعی تابع نیروهای واقعی حاکم بر اقتصاد است. خنثی بودن پول به این موضوع اشاره دارد که پول امکان‌های واقعی را تغییر نمی‌دهد، لذا پول در بلندمدت خنثی است و در این چارچوب پول دارای یک جایگاه قوام بخش نیست. در نظریه نهادها گفته می‌شود نهاد، متشکل از قواعد قوام بخش (تاسیسی) و نظام بخش (تنظیمی) است. در



در بانک مرکزی
توسعه‌گرا
تمرکز صرف
بر هدف تورم
وجود ندارد
وابزارهای
بانک مرکزی
توسعه‌گرافراتر
از دستکاری
نرخ بهره است

دغدغه صنعتی شدن را داشته باشد نمی‌تواند نسبت به سطح نرخ ارز واقعی و وضعیت ثبات آن بی‌تفاوت باشد. زمانی که صنعتی شدن موضوعیت ندارد، دغدغه نرخ ارز طبعا کمتر می‌شود، ولی برای کشوری که بحث صنعتی شدن در آن مطرح است حتما موضوع مهم آن است که رقیب خارجی آن چه کسی است که با چه قیمتی روبه‌رو خواهد شد، لذا سیاست‌های تعرفه‌ای و حمایتی و سیاست ارزی در آن شرایط مطرح خواهد شد. در معنی کلان در این نگاه تثبیت ذیل توسعه قرار می‌گیرد، برعکس نگاه قبلی که توسعه، خروجی تثبیت بود، اینجا دغدغه اصلی آن است که اگر بتوانید بخش پولی را بخش واقعی منطبق و همسو کنید، اگر بخش مالی در خدمت بخش واقعی باشد آن اقتصاد در بلندمدت با ثبات‌تر خواهد شد، چون آنچه بی‌ثباتی به وجود می‌آورد واگرایی بین بخش مالی و بخش واقعی است و دغدغه بانک مرکزی توسعه‌گرا رفع این واگرایی و ایجاد همگرایی بین بخش پولی و بخش واقعی است. اگر آن هدف محقق شود به ثبات و تثبیت در اقتصاد کمک می‌کند، اینجا ثبات به عنوان خروجی توسعه تلقی می‌شود. بانک مرکزی هم باید ذیل سیاست کلی توسعه‌ای کشور قرار داشته باشد، ذیل حاکمیت و گفتار و رویکرد اصلی حاکم بر حاکمیت قرار گیرد ولی در عین حال ممکن است به لحاظ عملیاتی به آن استقلال‌هایی داده شود که در چارچوب جایگاهی که برای آن تعریف شده، اختیار داشته باشد.

بنیان‌های بانکداری مرکزی توسعه‌گرا

بنیان‌های فکری و تئوریک بانک مرکزی توسعه‌گرا ارتباط مستقیمی به رابطه بین پول و بخش واقعی اقتصاد دارد. در نگاه‌های غیرمتعارف یا دگراندیش در خنثی بودن پول یا جدایذیری بخش پولی یا واقعی اشکال و انتقاد وجود دارد، به آن معنی که در پول ظرفیت‌های

توسعه‌ای وجود دارد. پول قدرتی است که کارآفرین را قادر می‌کند، عوامل تولید را به کار بگیرد و با هم ترکیب و محصولی را تولید کند. این نقش و کارکرد پول با کارکرد پول به عنوان اینکه قدرت خرید ایجاد شود و تقاضا برای کالا افزایش یابد، اثرات متمایزی با هم دارد، در حالی که در صورت‌بندی اقتصاد متعارف بین این دو پول صرف‌نظر از اینکه چه مصرفی پیدا کند، پول خنثی است. در حالی که در آن ادبیات پول با توجه به کیفیت استفاده از آن اگر بتواند به مثابه یک نهاد در تولید ظرفیت هماهنگی عوامل تولید را بالا ببرد، اثر واقعی ماندگار بر بخش واقعی دارد. این جنبه نظری است و جنبه تجربی به دولت‌های توسعه‌گرا اشاره دارد. مهم‌ترین جنبه آن تجربی است. برخی کشورها این سیاست‌ها را اجرا کردند، از لحاظ تجربی، در دولت‌های توسعه‌گرا باید مواردی همچون محوریت بانک مرکزی در سیاست‌های توسعه‌ای، مطالعات در زمینه ارتباط تورم پایین و عملکرد اقتصادی و اثر آستانه‌ای تورم بر رشد اقتصادی در نظر گرفته شود. همچنین، ادبیاتی هم وجود دارد که به ارتباط تورم و رشد اقتصادی اشاره دارد. در این صورت مسئله‌ای مطرح می‌شود تحت عنوان اینکه آیا تورم هر چه کمتر، بهتر خواهد بود؟ این ادبیات بیان می‌کند در اینجا حد آستانه موضوعیت دارد، اگر تورم از آن حد آستانه فراتر برود بر رشد اقتصادی اثر منفی می‌گذارد، ولی اگر زیر حد آستانه باشد، اثر منفی معناداری نخواهد داشت.

بانک مرکزی توسعه‌گرا و شهرت و اعتبار

دلالیت بانک مرکزی توسعه‌گرا بر شهرت و اعتبار آن است که مسئله شهرت و اعتبار در بانکداری مرکزی نسبت به بانکداری مرکزی جاری و هدف‌گذاری تورمی کمتر موضوعیت دارد. نیاز به متقاعدسازی کمتری وجود دارد، هدف از صرفا تورم فراتر رفته و ابزارها متنوع



چارچوب سیاست هدف‌گذاری تورم

چارچوب سیاست هدف‌گذاری تورم، مدل نسبتاً ساده‌ای دارد که دو عامل هدف‌تورمی و انتظارات از تورم در آن لحاظ می‌شود. هدف‌تورمی را بانک مرکزی تعیین می‌کند و انتظارات از تورم از بخش خصوصی نشأت می‌گیرد. هدف سیاست پولی، رفع شکاف بین تورم موجود و تورم هدف در نقطه‌ای از آینده است.

ناسازگاری
زمانی به منظور
آن است که
در زمان های
مختلف در
خصوص یک
موضوع
قضاوت فرد
متفاوت باشد

می دهند که البته از چالش های جدی در ایران است. برای کشورهایی که مصدر و خاستگاه نظریه ها و سیاست ها بودند (مشخصاً ایالات متحده و انگلیس) و کشورهایی با ارز جهان روا، مسائل ارزی به معنی اینکه برای بانک مرکزی اهمیت دارد، برای آنها موضوعیت نخواهد داشت. ابزارهای پولی تاثیر نسبی بر تورم کشور دارد. در حالی که در کشورهای پیشرفته ابزار پولی تاثیر بسیار بیشتری بر تورم دارد. در ایران تا حدی ابزارهای پولی بر تورم تاثیر دارد، مثال بارز را در این چند ساله مشاهده می کنید که رشد نقدینگی به میزان معناداری پایین تر از نرخ تورم قرار دارد. در چنین شرایطی برای تحقق اهداف تورمی خود در ابتدا باید به سراغ تغییرات شدید پولی رفت، که چه در کمیت پول، چه در نرخ بهره عوارض قابل توجهی را ایجاد خواهد کرد.

توصیه های سیاستی مرتبط با شهرت و اعتبار

از توصیه های سیاستی مرتبط با شهرت و اعتبار بانک مرکزی می توان به پرهیز از احیای شهرت و اعتبار به عنوان هدف (ناتوانی از تنظیم دقیق نظریه وضعیت ارزی، تحریمی، ناترازی مالی و بانکی، فرار سرمایه) اشاره کرد. به دلیل مجموع عواملی که اشاره شد در موقعیتی قرار نداریم که امکان تنظیم دقیق به ویژه در زمینه تورم وجود داشته باشد. همچنین باید اتخاذ یک چارچوب سیاستی کمتر حساس به شهرت و اعتبار (و از قضا متناسب با مقتضیات) مد نظر قرار گیرد و البته باید چارچوب سیاستی ایران کمتر به شهرت و اعتبار حساس باشد، بانک مرکزی توسعه گرا که با وضعیت اقتصاد ایران تناسب بیشتری دارد، چارچوبی است که حساسیت کمتری نسبت به شهرت و اعتبار دارد. یکی از عوامل موثر بر حسن شهرت و اعتبار بانک مرکزی شکاف بین نرخ ارز رسمی و نرخ ارز بازار آزاد است، به همین جهت باید از به رسمیت نشناختن نرخ ارز بازار (شکاف نرخ رسمی و بازار به مثابه عامل موثر بر کاهش شهرت و اعتبار) اجتناب کرد، همچنین باید از تثبیت و ماندگاری نرخ ارز اجتناب کرد و اجازه تعدیل قیمت نرخ ارز رسمی را متناسب با تورم در نظر گرفت، منتها حدود رشد آن جایی است که حسن شهرت و اعتبار بانک مرکزی می تواند موضوعیت پیدا کند. تعیین و تنظیم حدود رشد نرخ ارز در حاشیه ای قرار بگیرد و از آن حاشیه فراتر نباشد. این مسئله هم به عنوان شروع بهبود حسن شهرت و اعتبار و هم به عنوان مسئله ای که برای اقتصاد ایران اهمیت بیشتری دارد، می تواند هدف اصلی این موضوع تلقی شود.

شده است، به طور مثال، ابزار کنترل های اعتباری که یکی از ابزارهای مهم در بانک مرکزی توسعه گرا است بر جریان های مالی و جریان اعتبارات حساسیت دارد. عملکرد بانک مرکزی توسعه گرا به حسن شهرت و اعتبار حساسیت پایین تری دارد. به طور مثال، وقتی می گوئید جریان های مالی و اعتباری به کدام سمت است و می خواهید بر جریان های مالی و به سمت اهداف خاص، بنگاه های خاص و پروژه های خاص تاثیر بگذارید، اینجا مسئله متعادل سازی عموم مطرح نیست و اهمیت ندارد عموم مردم را متقاعد کنید، در مورد اعتبار و تا جایی که بانک ها موضوعیت دارند، کاملاً مسئله اصلی یک طبقه برگزیده مدیران بانکی هستند. کما اینکه در ادبیات دولت های توسعه گرا مشاهده می کنید، همیشه چالشی که وجود دارد و جنبه حساسی که سیاست گذاری داشته نوع ارتباط بین دولت و بانک های تجاری بوده که دولت از آنها به عنوان یک ابزار در جهت سیاست های توسعه ای خود استفاده کند.

یک وجه دیگر نرخ ارز است، بانک مرکزی توسعه گرا در چارچوب هدف صنعتی شدن مسئله نرخ ارز مهم قلمداد می شود، به این معنی که نرخ ارز حقیقی در محدوده ای باشد که پول ملی تقویت نشود و قدرت رقابت از بین نرود. از نظر درجه و اندازه، نرخ ارز حقیقی عدد معقولی باشد که پول ملی تقویت شده نباشد و با ثبات باشد و بانک مرکزی بتواند آن سطح را حفظ کند. در آن سطح متعادل سازی عمومی و بحث تورم کمتر مطرح است، این موضوع زمانی برای افکار عمومی و متعادل سازی عمومی چالش ایجاد می کند که در راستای تقویت پول ملی باشد. اگر بیان کنید می خواهید پول ملی را تقویت کنید، به معنی اینکه نرخ ارز فعلی را کاهش دهید، باورپذیری آن سخت خواهد بود.

دلالت های شهرت و اعتبار برای ایران

چند واقعیت در مورد اقتصاد ایران وجود دارد که مرتبط به حسن شهرت و اعتبار است. اولین مورد به پیشرانی قیمت ارز در تورم ایران و تابعیت آن از عوامل گوناگون (در مقایسه با تابعیت قوی تورم از پول و نرخ بهره و کنترل پذیری آنها) اشاره دارد. سطح قیمت های کشور گره خوردگی بالایی با قیمت ارز دارد و نرخ ارز از عوامل گوناگونی تاثیر می پذیرد. در ایران انتظارات تورمی و نرخ تورم تابع قیمت ارز است و قیمت ارز تا حدی در کنترل است. مورد دوم، مردم در قضاوت خود درباره حسن شهرت و اعتبار بسیار به ارز اهمیت

اثر انتظارات تورمی بر شبکه بانکی

مهار انتظارات کلید کنترل پایدار تورم

- تحقیقات نشان می‌دهد که از سال ۱۳۹۷ به بعد، اثر انتظارات تورمی بر تغییرات قیمت‌ها بیشتر شده است
- از مهم‌ترین آثار تغییرات انتظارات تورمی در شبکه بانکی افزایش سهم سپرده‌های کوتاه مدت و جایگزینی بازارهای موازی به عنوان محلی برای سرمایه‌گذاری است
- افزایش سهم سپرده‌های کوتاه مدت و افول جذابیت بازار پول می‌تواند موجب بروز قابل توجه ریسک نقدینگی برای بانک‌ها باشد
- با افزایش سهم سپرده‌های بدون سررسید، مدیریت دارایی-بدهی‌های بانکی نیز با دشواری همراه خواهد بود
- مدیریت انتظارات و لنگر کردن آن به یک شاخص اسمی می‌تواند از گسترش و سرایت بحران تا حد زیادی جلوگیری کند
- انتظارات تورمی به طور کامل متأثر از شکل‌گیری اطلاعات منفی و یا مثبت در خصوص تحریم‌ها خواهد بود

مصطفی سرگلزایی

عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی



۳۶



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

انتظارات تورمی را می‌توان یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر شکل‌گیری و گسترش تورم در ساختار اقتصاد کلان کشور دانست که کنترل آن نه تنها می‌تواند به کنترل و مهار تورم بینجامد، بلکه در شرایط بحرانی می‌تواند تا حد زیادی از ناپایداری اقتصاد کلان و اختلالات نظام مالی و پولی کشور بکاهد. به عبارت دیگر انتظارات افراد، درباره رفتارهای آتی متغیرهای اقتصادی، نقش مؤثری بر عملکرد آن متغیرهایی می‌تواند داشته باشد، بنابراین مطالعه چگونگی شکل‌گیری عوامل اقتصادی دارای اهمیت ویژه‌ای است.

در وضعیت فعلی کشور که نقدینگی رشد قابل توجهی دارد و رکود نیز در اقتصاد تا حد زیادی حکمفرما است، اختلالات و تکانه‌های ناگهانی چه از بیرون و چه از درون جامعه و یا سازمان‌های اقتصادی و یا مؤسسات پولی و مالی می‌تواند انباره نقدینگی موجود را به سمت بخش‌های غیرمولد و سفته‌بازی سرازیر کرده و اثرات زیانباری را بر اقتصاد وارد کند. تأثیر این نوع اختلالات و تکانه‌ها با وجود تأثیرات روانی و علائمی که برای شکل‌دهی انتظارات در ذهن عوامل اقتصادی ارسال می‌کند، می‌تواند شدت بسیار بیشتری یابد. مشکین (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای با عنوان "درس‌هایی از بحران مالی برای سیاست‌گذاری پولی"، بر این نکته تأکید می‌کند که مدیریت انتظارات و لنگر کردن آن به یک شاخص اسمی می‌تواند از گسترش و سرایت بحران تا حد زیادی جلوگیری کند.

در اقتصاد ایران با توجه به وجود شیوه‌های مختلف تأمین مالی غیررسمی و پیشرفت بازارهای مالی طی چند سال گذشته، نظام بانکی همچنان نقش برجسته‌ای در تأمین مالی ایفاء کرده و سپرده‌گذاران نیز به طور عمده به سپرده‌گذاری بانکی و ابزارهای موجود در بازار پول نظیر اوراق مشارکت متکی هستند. بدین ترتیب تصمیمات سرمایه‌گذاری بنگاه‌های دولتی و خصوصی و تصمیمات مصرفی خانوارها با نحوه فعالیت سیستم بانکی ارتباط نزدیکی دارد. به عبارت دیگر، با توجه به نقش با اهمیت نظام و شبکه بانکی در اقتصاد کشور، در صورت بروز شوک‌های مختلف در جامعه، چگونگی مقابله با این شوک‌ها از سوی سیستم بانکی بسیار با اهمیت

است. بر این اساس، در صورتی که شوک‌ها از سوی شبکه بانکی با واکنش مناسبی روبرو نشود، می‌تواند از طریق خود شبکه بانکی به صورت غیرمستقیم آثار شدیدی در سطح جامعه و متغیرهای اقتصادی داشته باشد.

انتظارات تورمی و عوامل مؤثر بر آن

انتظارات تورمی به پیش‌بینی نرخ افزایش قیمت‌ها در آینده اشاره دارد. همانطور که اشاره شد انتظارات از اهمیت بالایی برخوردار هستند، زیرا بر تصمیمات اقتصادی اثرگذار هستند. زمانی که افراد تورم بالاتری را انتظار داشته باشند، رفتار قیمت‌گذاری و هزینه‌کردن خود را متناسب با این پیش‌بینی و انتظارات، تغییر و تطبیق خواهند داد. شایان ذکر است که انتظارات تورمی درست و واقعی، می‌تواند به رشد متعادل اقتصادی نیز کمک کند. فرآیند تولید اطلاعات، متأثر از ساختارهای اقتصادی و سیاسی موجود و تغییرات احتمالی در آنها است. بنابراین عوامل مؤثر بر انتظارات تورمی را می‌توان در قالب دو دسته عوامل اقتصادی و تحولات سیاسی بیان کرد.

عوامل اقتصادی

به اعتقاد کینز آنچه باعث عدم تعادل اقتصاد کلان و تأثیر بر تقاضای مؤثر می‌شود، ناطمینانی از اطلاعاتی است که ساختارهای اقتصادی ایجاد می‌کنند. ناطمینانی از دو طریق افزایش انتظارات بازدهی نهایی سرمایه‌گذاران و افزایش تقاضای احتیاطی پول (تغییرات در نقدینگی)، باعث کاهش تقاضا برای سرمایه‌گذاری در تولید و بروز رکود در اقتصاد می‌شود. بر این اساس، اگر تقاضا برای مصرف‌کننده نتواند منجر به جبران کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری شود، رکود ایجاد شده منجر به رکود تورمی می‌شود (اسنودان و وین، ۲۰۰۵).

با این حال، بر اساس جمیع دیدگاه‌های بررسی شده در خصوص تأثیر عوامل اقتصادی بر انتظارات تورمی، تغییرات در نقدینگی به عنوان مهم‌ترین عامل، مورد توجه و تأکید بوده است. به عبارت دیگر، جمیع دیدگاه‌های حال حاضر در دنیا دلالت بر آن دارند که اعمال سیاست پولی خصوصاً تغییرات قابل توجه در نقدینگی به صورت مستقیم و غیرمستقیم، به عنوان یک عامل اقتصادی کلیدی، نقش مؤثری در شکل‌گیری انتظارات تورمی در اقتصاد یک کشور دارد.

تغییرات
قابل توجه در
نقدینگی به
صورت مستقیم
و غیرمستقیم
به عنوان یک
عامل اقتصادی
کلیدی، نقش
مؤثری در
شکل‌گیری
انتظارات تورمی
دارد



یافته‌های
پژوهش نشان
می‌دهد که
اعتبار سیاست
پولی، تأثیر
معناداری بر
کاهش انتظارات
تورمی داشته
و به تقویت
اهداف تورم
به عنوان لنگر
انتظارات تورمی
کمک می‌کند

تحولات سیاسی

تحولات سیاسی در دو قالب می‌تواند بر انتظارات تورمی اثر بگذارد. یکی در نحوه ارتباط و تعامل با دنیای خارج است که از آن به عنوان انتظارات تعارضی نام برده می‌شود و دیگری تغییرات سیاسی در داخل یک کشور مانند تغییر دولت، به دلیل فرآیند انتخاباتی است. در ادبیات اقتصاد متعارف فرض بر آن است که رفتارهای اقتصادی مصرف‌کننده و تولیدکننده و دولت‌ها، مبتنی بر آرامش و عدم تعارض و خشونت است. در صورتی که شواهد موجود در جوامع انسانی دلالت برخلاف آن دارد. تحریم‌ها، جنگ‌ها و تهدیدها از بزرگ‌ترین شواهدی هستند که در این زمینه وجود دارند. یکی از شرایط نقض‌کننده آرامش در رفتارهای اقتصادی، موضوع تحریم است که در جامعه امروزی به عنوان یک سیاست خارجی پُراهمیت جایگزین جنگ شده است. موضوعی که در سال‌های اخیر به طور قابل توجهی بر اقتصاد ایران تأثیرگذار بوده است.

از منظر روش‌شناسی، تحریم‌های اقتصادی در چهار الگودسته‌بندی می‌شوند:

- الگوی اول، رویکرد اقتصاد خُرد است که با تحلیل اثرات تحریم بر توابع عرضه و تقاضا و تغییرات در رفاه، اثرات تحریم را تحلیل می‌کند.
- الگوی دوم، رویکرد الگوهای تجارت بین‌الملل مانند استفاده از الگوهای جاذبه و منحنی پیشنهاد تجارت است.
- الگوی سوم، بر نظریه انتخاب عمومی استوار است. در این الگو، به تحلیل اثرات رانت‌جویی ناشی از گروه‌های ذی‌نفع در سیاست‌گذاری تحریم پرداخته می‌شود.
- الگوی چهارم، نسبت به الگوهای دیگر از کارایی بیشتری برخوردار است و امکان تحلیل نحوه تعامل میان دو کشور و تغییرات آن را فراهم می‌کند. این الگوها، مبتنی بر الگوهای نظریه بازی است که به تحلیل رفتار استراتژیک دو کشور طرف تحریم و اهداف آن در کنار هم می‌پردازد.

انتظارات تعارضی، یکی از مدل‌های مبتنی بر الگوی چهارم است. به عنوان مثال، اگر بنگاه‌های اقتصادی براساس شواهد و اطلاعات متوجه شوند که در آینده امکان تشدید تحریم‌ها وجود دارند، اقدام به رفتارهای پیش‌گیرانه می‌کنند. به عبارت دیگر، مصرف‌کنندگان بر اساس انتظارات

شکل گرفته ناشی از اطلاعات به دست آمده، ممکن است اقدام به ذخیره کالایی خاص و یا سرمایه‌گذاران در سمت تقاضای خود، تغییراتی را اعمال کنند. از اینرو، می‌توان گفت که الگوی انتظارات تعارضی، نوعی الگوی انتظارات آینده‌نگر است که با توجه به نحوه تعاملات کشور هدف و کشور تحریم‌کننده، به سرعت قابل تغییر است. بر این اساس، انتظارات تورمی به طور کامل متأثر از شکل‌گیری اطلاعات منفی و یا مثبت در خصوص تحریم‌ها خواهد بود.

تغییر دولت

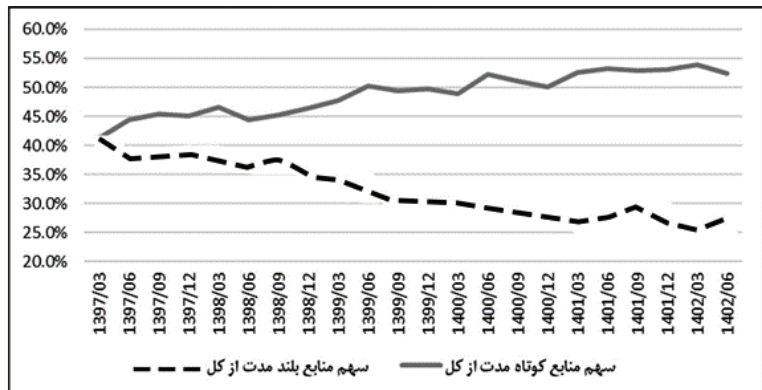
تغییر در دولت از طریق انتخابات، دربردارنده اثرات اقتصادی است که قبل از انتخابات بروز می‌کند. ریسک سرمایه‌گذاری بنگاه اقتصادی، به دلیل نامشخص بودن نتایج انتخابات، در زمان‌های نزدیک به آن بالا می‌رود و تقاضا برای سرمایه‌گذاری در اقتصاد کاهش می‌یابد. اگر گروهی از بنگاه‌های اقتصادی، انتخاب یک داوطلب را باعث افزایش هزینه‌های تولید و تورم در اقتصاد بدانند و شانس بیشتری برای انتخاب او برآورد کنند، انتظارات تورمی ناشی از این گروه از بنگاه‌ها افزایش می‌یابد. در عین حال، اگر گروه دیگری انتخاب داوطلب مذکور را باعث کاهش هزینه‌های تولید و کاهش تورم و قیمت‌ها بدانند، انتظارات تورمی این گروه کاهش می‌یابد. بر این اساس، انتظارات تورمی جامعه، میانگین وزنی انتظارات دو گروه مذکور خواهد بود. در واقع، آنچه باعث شکل‌گیری انتظارات تورمی جامعه می‌شود، احتمال موفقیت یک داوطلب و استنباط میانگین وزنی جامعه یا طرفداران آن داوطلب نسبت به عملکردهای اقتصادی او است.

مرور مطالعات انتظارات تورمی با تأکید بر

نقش پول و بانک

گولر (۲۰۲۱)، در مقاله‌ای به بررسی تأثیرات اعتبار سیاست‌های پولی بر انتظارات تورمی پرداخته است. وی برای این منظور، با استفاده از روش‌های رگرسیونی به بررسی داده‌های شش اقتصاد نوظهور (ترکیه، برزیل، جمهوری چک، شیلی، لهستان و آفریقای جنوبی) پرداخته است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که اعتبار سیاست پولی تأثیر معناداری بر کاهش انتظارات تورمی داشته و به تقویت اهداف تورم به عنوان لنگر انتظارات تورمی کمک می‌کند.





مؤثر بر شکل‌گیری انتظارات تورمی ناشی از تحولات سیاسی و تغییرات نقدینگی پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نقدینگی نقش با اهمیتی در شکل‌گیری انتظارات تورمی دارد و اگر نقدینگی به دلایل مختلف در اقتصاد ایران افزایش یابد، افزایش انتظارات تورمی بسیار محتمل است. همچنین در این مقاله مشخص شده که تحولات سیاسی و برجام نیز بر انتظارات تورمی جامعه اثرگذار است و در صورت برداشت تحریم‌ها و خوش‌بینی نسبت به مذاکرات، انتظارات تورمی کاهش می‌یابد. آزادی و همکاری (۱۳۹۶) به بررسی سرعت درآمدی پول و سرعت نقدینگی در اقتصاد ایران پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان داد سرعت گردش پول و نقدینگی متأثر از نرخ سود سپرده‌ها و تولید ناخالص ملی (GNP) حقیقی بوده و حالت ثبات ندارد. همچنین این دو متغیر رابطه مثبتی با تورم انتظاری ندارند.

تأثیر انتظارات تورمی بر بازارهای مختلف با تأکید بر شبکه بانکی

انتظارات تورمی دارای نقش کلیدی در متغیرهای اقتصادی جامعه بوده و به عنوان یک شاخص کلیدی، اهمیت بالایی دارد. از آنجایی که شبکه بانکی در اقتصاد ایران از اهمیت به‌سزایی برخوردار است، لذا بررسی ارتباط میان انتظارات تورمی و شبکه بانکی می‌تواند حاوی نکات جالب توجهی باشد که در ادامه به آن خواهیم پرداخت.

در نمودار (۱) سهم منابع بلندمدت و کوتاه‌مدت از کل منابع، برای ۱۱ بانک تجاری به صورت فصلی مورد بررسی قرار گرفته است.

مونترز و فریرا (۲۰۲۰) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر شهرت بانک مرکزی و مقامات آن و سیاست‌های پولی بر ترس از شناوری می‌پردازند. مفهوم ترس از شناور شدن به کشورهایی مربوط می‌شود که راهبر ترس از شناور شدن را برای بازار ارز انتخاب می‌کنند و انتظارات تورمی همیشه ترس از این دارد که نرخ ارز دوباره به حالت شناوری بازگردد. آنها بر اساس این استدلال که اعتبار سیاست پولی می‌تواند ترس از شناور شدن را کاهش دهد، این فرضیه را برای مجموعه‌ای از ۷۴ کشور تحلیل کرده‌اند. بر اساس روش داده‌های پانل که در نمونه‌های مختلف اعمال شده است، مهم‌ترین نتیجه این مقاله آن است که اعتبار سیاست پولی قادر به کاهش ترس از شناور شدن است. با این حال، این اثر پس از بحران ضعیف‌تر است.

سروش (۱۳۹۸) عوامل مؤثر بر تغییرات کوتاه‌مدت و بلندمدت سرعت گردش پول در ایران را بررسی کرده است. در این تحقیق برآورد تابع سرعت گردش پول در بلندمدت و کوتاه‌مدت از دیدگاه پول‌گرایان با اعمال تعدیلاتی که با اقتصاد ایران همخوانی داشته باشد پرداخته شده و جهت نیل به این هدف، تکنیک همگرایی جوهانسون-جوسیلیوس مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد سرعت گردش پول بانرخ تورم انتظاری، نرخ ارز در بازار موازی، نرخ سود سپرده‌های بانکی، حجم مبادلات، قیمت سکه طلا و نسبت حجم پول به نقدینگی همگرا است، اما با وجود رابطه تعادلی بلندمدت، حرکت به سمت تعادل به گندی صورت می‌گیرد. صمدی (۱۳۹۶)، در مقاله‌ای به تحلیل عوامل



جدول ۱

مانده سپرده‌های شبکه بانکی به
تفکیک نوع سپرده
(هزار میلیارد ریال)

سال	دیداری	سرمایه‌گذاری بلندمدت	سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت	قرض الحسنه پس‌انداز	سایر سپرده‌ها
۱۳۹۷	۲۳۰۴	۸۷۹۷	۵۸۴۹	۱۰۲۶	۳۰۴
۱۳۹۸	۳۶۶۲	۱۱۴۸۷	۷۰۸۱	۱۴۴۸	۴۳۲
۱۳۹۹	۶۱۷۴	۱۴۷۹۵	۱۰۱۴۹	۲۲۶۸	۶۳۹
۱۴۰۰	۹۰۰۱	۲۰۳۵۴	۱۳۶۳۴	۳۲۶۱	۱۲۰۷
۱۴۰۱	۱۵۰۷۰	۲۴۰۲۱	۱۵۹۳۱	۵۴۹۷	۱۶۲۹

دوره مورد بررسی از ابتدای سال ۱۳۹۷ است که همزمان با خروج آمریکا از برجام و اعمال تحریم‌های جدید است. به عبارت دیگر در این دوره با توجه به افزایش نرخ تورم که پیش‌تر به آن اشاره شد، انتظارات تورمی در سطح جامعه صعودی بوده است.

همانطور که مشخص است، تغییرات در انتظارات تورمی منجر به تغییر رفتار سپرده‌گذاران شده است، به طوری که سهم سپرده‌های بلندمدت از ۴۱/۵ درصد به ۲۷/۲ درصد کاهش داشته است و همچنین سهم سپرده‌های کوتاه‌مدت (سپرده‌های جاری، پس‌انداز و کوتاه‌مدت) از کل منابع صعودی بوده و از ۴۱ درصد به ۵۲/۵ درصد رسیده است. به عبارت دیگر، تغییر قابل توجه در ترکیب منابع شبکه بانکی اتفاق افتاده است. همانطور که از نمودار (۱) مشخص است، در حالی که منابع کوتاه‌مدت و بلندمدت سهم یکسانی از کل منابع داشته‌اند (هر کدام در حدود ۴۲ درصد)، در طی ۵ سال شکافی بیش از ۲۵ درصد پیدا کرده‌اند.

همچنین در جدول (۱) مانده سپرده‌ها در پایان دوره از ابتدای سال ۱۳۹۷ برای کل شبکه بانکی مورد توجه قرار گرفته است.

نمودار (۲)، نرخ رشد مانده سپرده‌های شبکه بانکی را به تفکیک نوع سپرده به صورت سالانه نشان می‌دهد. در تأیید نمودارها و تحلیل‌های پیشین، همان‌طور که مشخص است، نرخ رشد سپرده‌های دیداری و پس‌انداز در دوره مورد بررسی که انتظارات تورمی همواره در سطحی بالا قرار داشته‌اند، بسیار بالاتر از سپرده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت بوده است. این بالاتر بودن نرخ رشد منجر به افزایش سهم این دست سپرده‌های بدون سررسید در شبکه بانکی شده است.

نمودار (۳) از منظر دیگری نیز می‌تواند مورد تحلیل و بررسی قرار گیرد. افزایش سهم

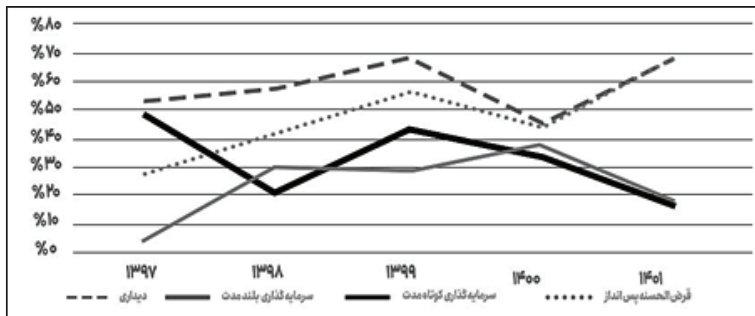
سپرده‌های کوتاه‌مدت و بدون سررسید در شبکه بانکی، می‌تواند نشان‌دهنده کاهش جذابیت بازار پول در اقتصاد ایران برای سرمایه‌گذاران باشد. به عبارت دیگر، با پیشی گرفتن اختلاف رقم انتظارات تورمی افراد جامعه و تورم واقعی از بازدهی سپرده‌های بانکی، افراد ترجیح می‌دهند که بازارهای دیگر و رقیب شبکه بانکی (نرخ ارز، خودرو، سرمایه، مسکن و طلا و...) را به عنوان بازار هدف انتخاب کنند و این موضوع باعث می‌شود که سهم سپرده‌های بلندمدت به طور قابل توجهی کاهش یابد. به بیان دیگر، با افزایش تورم و انتظارات تورمی، منفی بودن نرخ بهره حقیقی شبکه بانکی به حدی زیاد شده که حتی برخی از افراد ریسک‌گریز نیز با هدف حفظ قدرت خرید پول، اقدام به سرمایه‌گذاری در بازارهای موازی می‌کنند و این مهم منجر به جابجایی سهم سپرده‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت در شبکه بانکی می‌شود.

همانطور که اشاره شد، یکی از مهم‌ترین آثار تغییرات انتظارات تورمی طی سال‌های مورد بررسی در شبکه بانکی، افزایش سهم سپرده‌های کوتاه‌مدت و بدون سررسید از کل سپرده‌های شبکه بانکی و همچنین جایگزینی بازارهای موازی به عنوان محلی برای سرمایه‌گذاری بوده است. این موضوع در صورت عدم مدیریت صحیح از سوی شبکه بانکی، می‌تواند موجب بروز قابل توجه ریسک نقدینگی برای بانک‌ها باشد. این موضوع از عدم تطابق سررسید دارایی و بدهی‌های بانک‌ها حاصل خواهد شد. با افزایش سهم سپرده‌های بدون سررسید، مدیریت دارایی-بدهی‌های بانکی نیز با دشواری همراه خواهد بود. زیرا از یکسو تسهیلات به طور معمول به صورت مدت‌دار اعطا می‌شوند، در حالی که بخشی از این تسهیلات، خود از محل سپرده‌های بدون

۴۰



• شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ •



سررسید تأمین خواهند شد. در این بخش آثار منفی و مثبت احتمالی مورد بررسی قرار گرفته است.

آثار منفی:

۱. افزایش ریسک نقدینگی
۲. بروز مشکلات تأمین مالی
۳. احتمال افزایش پایه پولی در نتیجه اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی
۴. افزایش جذابیت بازارهای موازی در قیاس با شبکه بانکی به عنوان سرمایه‌گذاری
۵. تغییر رفتار سپرده‌گذاران در بلندمدت و افزایش سفته‌بازی

آثار مثبت:

۱. کاهش قیمت تمام شده پول
۲. امکان افزایش سودآوری
۳. افزایش تراکنش‌ها و رشد درآمدهای کارمزدی
۴. بهبود حاشیه نرخ بهره‌ای (کاهش هزینه‌های بهره‌ای و افزایش درآمدهای بهره‌ای)

جمع‌بندی

در این نوشتار، نقش انتظارات در شکل‌گیری رفتار اقتصادی جامعه مورد بررسی قرار گرفته و مشخص شد در برخی مقاطع زمانی، خصوصاً از سال ۱۳۹۷ به بعد، اثر انتظارات تورمی بر تغییرات قیمت‌ها بیشتر شده است. از اینرو کنترل انتظارات تورمی از طرف بانک مرکزی یک عامل مهم و کلیدی در کنترل تورم خواهد بود. مدیریت انتظارات از طریق بیان شفاف سیاست‌ها و پایبندی به وعده‌های اعلام شده از طرف بانک مرکزی صورت می‌گیرد. همچنین در کنار چگونگی شکل‌گیری انتظارات، سنجش درست انتظارات تورمی نیز برای بانک مرکزی بسیار مهم خواهد بود. چرا

که سنجش درست انتظارات یک عامل کلیدی در سیاست‌گذاری درست برای مدیریت این مقوله است.

طبق آنچه در این نوشتار گفته شد، از سال ۱۳۹۷ سهم پول از نقدینگی به عنوان شاخص داغ بودن پول، افزایش یافته که نشان می‌دهد افراد به دنبال حفظ ارزش دارایی خود بوده‌اند. در بازه ۱۳۹۷ به بعد، تغییرات در انتظارات تورمی منجر به تغییر رفتار سپرده‌گذاران شده است، به طوری که سهم سپرده‌های بلندمدت از ۴۱/۵ درصد به ۲۷/۲ درصد کاهش یافته و سهم سپرده‌های کوتاه‌مدت (سپرده‌های جاری، پس‌انداز و کوتاه‌مدت) از کل منابع صعودی شده و از ۴۱ درصد به ۵۲/۵ درصد رسیده است. این موارد که نشان دهنده تغییر قابل توجه در ترکیب منابع شبکه بانکی است، از تورم انتظاری و تغییر رفتار عاملان اقتصادی تأثیرپذیرفته است.

در بخش سیستم بانکی نیز مشاهده شد، طی سال‌های گذشته، سهم سپرده‌گذاری (سرمایه‌گذاری) بلندمدت از سپرده‌های بانکی کاهش یافته و سپرده‌های دیداری و قرض‌الحسنه افزایش یافته است. به بیان دیگر، با افزایش تورم و انتظارات تورمی، منفی بودن نرخ بهره حقیقی شبکه بانکی به حدی زیاد شده که حتی برخی از افراد ریسک‌گریز نیز با هدف حفظ قدرت خرید پول، اقدام به سرمایه‌گذاری در بازارهای موازی می‌کنند و این مهم منجر به جابجایی سهم سپرده‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت در شبکه بانکی می‌شود. از اینرو می‌توان نقش انتظارات و تورم انتظاری در رفتار سپرده‌گذاران بانکی را به خوبی مشاهده کرد. این روند می‌تواند در آینده نیز شرایط را برای بروز رفتارهای هیجانی در سایر بازارها مهیا سازد.

شوک منفی تولید از عوامل اصلی تورم

- شوک‌های منفی به تولید، از عوامل اساسی ایجاد تورم در اقتصاد ایران است
- رشد شدید دستمزدها بدون افزایش تولید، یکی از اصلی‌ترین دلایل تورم مزمن محسوب می‌شود
- سیاست‌گذاران به جای افزایش دستمزدها به عنوان راه‌حلی کوتاه‌مدت باید بر افزایش تولید و رفع موانع موجود در مسیر رشد اقتصادی تمرکز کنند

شهرام معینی

استاد اقتصاد دانشگاه اصفهان



۴۲



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

دنبال نخستین دوره تحریم‌ها، نرخ تورم به حدود ۴۰ درصد رسید، اما پس از رفع تحریم‌ها کاهش یافت. از سال ۹۷ به بعد، این نرخ دیگر به زیر ۴۰ درصد نرسیده و در برخی موارد حتی افزایش بیشتری نیز داشته است. تورم در سطح جهانی نیز دوره‌های مختلفی را پشت سر گذاشته است. نخستین دوره‌های تورمی به اواسط قرن گذشته بازمی‌گردد. دو نظریه

اقتصاد ایران طی چند دهه اخیر همواره با نرخ‌های تورمی بالا، درگیر بوده است. این پرسش مطرح می‌شود که چرا اقتصاد کشور دچار چنین تورمی شده و چه راهکاری برای مهار آن وجود دارد؟

میانگین نرخ تورم در ایران تا پیش از دوره‌های تحریمی حدود ۲۰ درصد بود. در سال ۹۲، به

اصلی در این حوزه شامل "تورم فشار هزینه" و "تورم فشار تقاضا" هستند. از دهه ۱۹۷۰ و به ویژه با ظهور اقتصاددانانی مانند میلتون فریدمن، نظریه پولی تورم جایگاه برجسته‌تری یافت. در دهه ۸۰ میلادی، کشورهای غربی موفق به کنترل تورم شدند و نرخ آن را به حدود دو درصد رساندند. از آن زمان تاکنون، تورم در کشورهای توسعه‌یافته یک مسئله کلان اقتصادی عمده محسوب نمی‌شود و بیشتر مطالعات بر جنبه‌های دیگر اقتصاد متمرکز شده است.

باین حال، در سال‌های اخیر به دنبال بحران کرونا، تورم مجدداً مورد توجه قرار گرفته است. در ایران، دیدگاه پولی همچنان غالب است، اما من برای باورم که دو عامل اصلی موجب تورم در کشور شده‌اند:

۱. شوک‌های منفی به تولید

۲. افزایش دستمزدها به عنوان راهکاری برای جبران کاهش قدرت خرید

شوک‌های منفی به تولید یکی از عوامل اساسی ایجاد تورم در ایران است. به عنوان نمونه، تحریم‌ها موجب کاهش تولید و صادرات شده‌اند. کاهش صادرات به افزایش نرخ ارز منجر می‌شود و از آنجا که بسیاری از کالاهای وارداتی و واسطه‌ای تولید وابسته به ارز هستند، هزینه تولید افزایش می‌یابد. در نتیجه، قیمت کالاهای بالا می‌رود. برای مثال، در صنعت مرغداری، نهاده‌های تولید وارداتی هستند. با افزایش نرخ ارز، قیمت این نهاده‌ها بالا می‌رود و به دنبال آن، قیمت مرغ نیز افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، کالاهایی که به طور همزمان در داخل مصرف و صادر می‌شوند، با افزایش نرخ ارز در بازار جهانی ارزش بیشتری پیدا می‌کنند و تولیدکنندگان تمایل پیدا می‌کنند آنها را به قیمت‌های بالاتری عرضه کنند. این روند در نهایت به کاهش قدرت خرید مردم منجر می‌شود که معمولاً به اشتباه تورم تلقی می‌شود، در حالی که علت اصلی آن کوچک شدن اقتصاد و کاهش رفاه ناشی از کاهش تولید است.

در واکنش به این وضعیت، معمولاً سیاست‌هایی برای افزایش دستمزدها به منظور جبران کاهش قدرت خرید اتخاذ می‌شود. اما این اقدام در شرایطی که تولید رشد نکرده است، خود به تورم بیشتر منجر می‌شود. در واقع، هر ساله در ایران دستمزدها حدود ۲۰ درصد افزایش می‌یابند و این افزایش، تورم جدیدی ایجاد می‌کند. این

چرخه، موجب استمرار تورم و مزمن شدن آن شده است.

برای توضیح ساده‌تر این روند، فرض کنیم اقتصادی داریم که در آن ۱۰۰ واحد کالا و ۱۰۰ واحد دستمزد وجود دارد. اگر تحریم‌ها موجب شوند تعداد کالاهای ۸۰ واحد کاهش یابد، در حالی که دستمزدها همچنان ۱۰۰ واحد بمانند، قیمت کالاهای باید افزایش یابد تا این کاهش منعکس شود. حال اگر برای جبران این وضعیت، دستمزدها نیز به ۱۲۰ واحد افزایش یابند، بدون آنکه تولید بیشتری رخ داده باشد، قیمت کالاهای مجدداً افزایش می‌یابد. این همان چرخه‌ای است که منجر به تورم مزمن در ایران شده است.

یکی دیگر از مباحث مهم در اقتصاد کلان، مسئله انتظارات تورمی است. به طور کلی، اگر مردم انتظار داشته باشند که تورم در سال آینده افزایش یابد، از همان ابتدا تقاضای افزایش دستمزد بیشتری خواهند داشت. به عنوان مثال، در کشوری که نرخ تورم دو درصد است، اگر مردم انتظار داشته باشند که در سال آینده نرخ تورم به ۴ درصد برسد، از همین ابتدا دستمزدهای بالاتری مطالبه خواهند کرد. این افزایش دستمزدها به نوبه خود موجب افزایش هزینه تولید و در نتیجه تورم می‌شود.

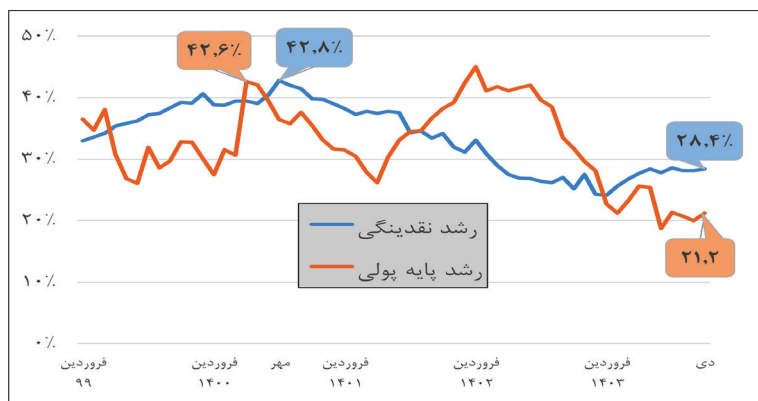
در ایران، این روند به وضوح مشاهده می‌شود. در حالی که تولید ملی رشد چندانی ندارد، اما هر سال دستمزدها به میزان قابل توجهی افزایش می‌یابند. در نتیجه، هزینه تولید بالا می‌رود و تورم تشدید می‌شود. در کشورهای توسعه‌یافته که تورم‌های پایین دارند، شوک‌های عرضه شدیدی مانند ایران وجود ندارد و افزایش دستمزدها نیز در حد معقول و متناسب با رشد تولید است. اما در ایران، رشد شدید دستمزدها بدون افزایش تولید، یکی از اصلی‌ترین دلایل تورم مزمن محسوب می‌شود. برای مهار تورم، سیاست‌گذاران باید به جای افزایش دستمزدها به عنوان راه‌حلی کوتاه‌مدت، بر افزایش تولید و رفع موانع موجود در مسیر رشد اقتصادی تمرکز کنند. همچنین، برنامه‌ریزی برای کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی، توسعه صادرات غیرنفتی و افزایش بهره‌وری تولید از جمله راهکارهایی هستند که می‌توانند به کنترل تورم در بلندمدت کمک کنند. تا زمانی که این دو عامل اساسی مورد توجه قرار نگیرند، ابزارهای مرسوم سیاست پولی مانند هدف‌گذاری تورمی نمی‌توانند تأثیر چشمگیری بر کاهش تورم در ایران داشته باشند.

در کشورهای توسعه‌یافته که تورم‌های پایین دارند شوک‌های عرضه شدیدی مانند اقتصاد ایران وجود ندارد و افزایش دستمزدها نیز در حد معقول و متناسب با رشد تولید است



ردپای کسری بودجه در نوسانات نرخ رشد نقدینگی

- بارزترین رویدادی که در سال جاری، کنترل رشد نقدینگی را از هدف بانک مرکزی دور کرد، افزایش کسری بودجه دولت بود
- آمارهای اخیر بانک مرکزی نشان می‌دهد که نرخ رشد نقدینگی در پایان ماه دهم، از هدفگذاری ۲۵ درصدی سیاست‌گذار فراتر است
- دلیل عمده کسری بودجه دولت در سال جاری، شدت گرفتن ناترازی در منابع و مصارف هدفمندی یارانه‌هاست



نمودار ۱

بارزترین رویدادی که در سال جاری، رشد نقدینگی را از هدف بانک مرکزی دور کرد، افزایش کسری بودجه دولت بود. همچنین دلیل عمده کسری بودجه دولت در سال جاری، شدت گرفتن ناترازی در منابع و مصارف هدفمندی یارانه‌هاست. با تعدیل نشدن نرخ حامل‌های سوخت و صعودی شدن یارانه‌های مختلف از قبیل یارانه دارو، نان و ...، ناترازی جزء هدفمندی بودجه تشدید شد. البته علاوه بر این مسئله، افت قیمت نفت در ۶ ماه گذشته، عامل دیگری در کاهش درآمدهای بودجه شد. در حالی که قیمت هر بشکه نفت در قانون بودجه سال جاری ۷۱ دلار پیش‌بینی شده، در اوایل سال جاری، میانگین قیمت نفت در حوالی ۸۰ دلار بود که با طی یک روند نزولی، به حوالی ۷۰ دلار رسید. با در

بانک مرکزی هفته گذشته آمار شاخص‌های پولی را تا پایان دی ماه سال جاری بر روزرسانی کرد. این آمارها نشان می‌دهد در پایان دی ماه امسال، نرخ رشد پایه پولی ۲۱.۲ و نرخ رشد نقدینگی ۲۸.۴ درصد بوده است. رشد کل‌های پولی به دلیل تأثیر مستقیم و البته تاخیری آن بر تورم، همواره جزو شاخص‌های مهم اقتصاد کشور بوده است. اما طی دو سال اخیر که بانک مرکزی هدفگذاری کل‌های پولی، از جمله نقدینگی را به عنوان واسطه کنترل تورم طراحی کرده، این شاخص اهمیت بیشتری پیدا کرده است. آمارهای اخیر بانک مرکزی نشان می‌دهد که نرخ رشد نقدینگی در پایان ماه دهم، از هدفگذاری ۲۵ درصدی سیاست‌گذار فراتر است. (نمودار ۱)

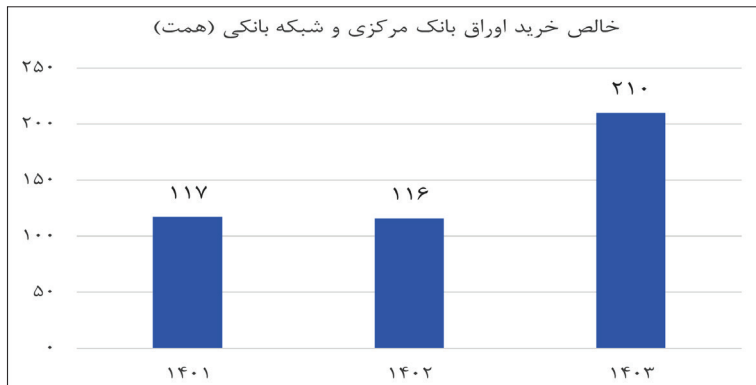
۴۴



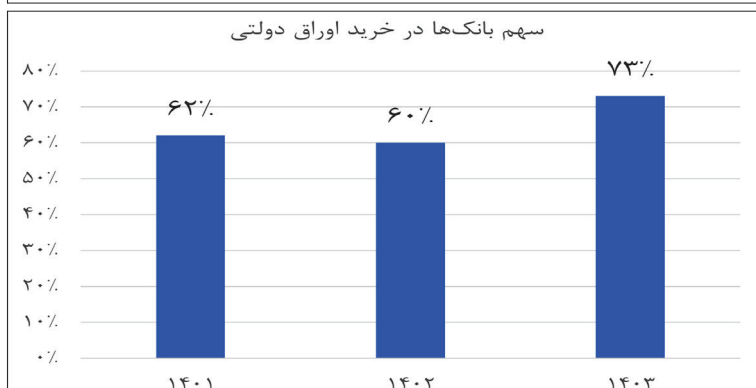
اقتصاد

شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳

نمودار ۲
خالص خرید اوراق بانک مرکزی
و شبکه بانکی

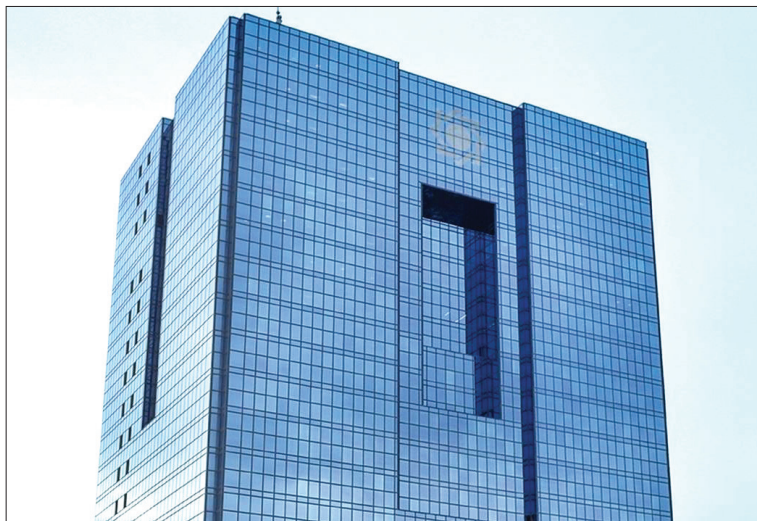


نمودار ۳
سهم بانکها در خرید اوراق
دولتی



باقی مانده در ماه پایانی سال جاری، خالص خرید بانکها و بانک مرکزی به مراتب فراتر از ۲۱۰ همت شده و نسبت به سال گذشته رشد خواهد داشت. (نمودار ۲) آسیب دیدن سیاست پولی و نظام بانکی از معضل کسری بودجه دولت رami توان در آمارهای دیگر هم مشاهده کرد. طبق گزارش اداره بدهی های وزارت اقتصاد، سهم بانکها در خرید اوراق دولتی از حدود ۶۰ درصد در سال های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ به بیش از ۷۰ درصد در سال جاری رسیده که نشان می دهد تامین مالی دولت در حوزه اوراق مالی، عمدتاً از محل تزریق نقدینگی جدید انجام می شود. (نمودار ۳) محاسبات نشان می دهد با فرض تداوم نرخ رشد ۲۸.۴ درصدی نقدینگی تا پایان سال، ۲۶۸ همت نقدینگی مازاد بر هدف تعیین شده بانک مرکزی ایجاد خواهد شد. مقایسه این رقم و رقم خالص خرید اوراق بانکها و بانک مرکزی، به وضوح نقش چشمگیر کسری بودجه دولت در دور شدن نرخ رشد نقدینگی از هدف ۲۵ درصدی بانک مرکزی را نشان می دهد. این همان مسئله ای است که در ادبیات رایج علم اقتصاد از آن به عنوان "سلطه مالی بر سیاست پولی" یاد می شود.

نظر گرفتن برخی شرایط در فروش نفت، مشخص می شود درآمد نفتی کشور در سال جاری نسبت به رقم پیش بینی شده کمتر خواهد بود. در نتیجه این شرایط، مسائل مالی در سال جاری، دولت را ناگزیر از برخی اقدامات از جمله انتشار اوراق مالی کرد. طبق قانون بودجه سال جاری، دولت مجوز انتشار اوراق مالی تا سقف ۲۵۵ همت را دارد. با این حال، طی ماه های گذشته دولت مجوز انتشار ۲۵۰ همت دیگر اوراق مالی را از سران قوا دریافت کرد. شواهد حاکی از آن است که فشار اوراق دولتی به ترانزنامه بانکها و بانک مرکزی، عامل مهمی در صعودی شدن نرخ رشد نقدینگی طی ماه های اخیر بوده است. آمارها نشان می دهد خالص خرید (خرید منهای فروش) اوراق دولتی توسط بانک مرکزی و بانکها از ابتدای امسال تا هفته نخست اسفندماه، ۲۱۰ همت بوده در حالی که این رقم در سال گذشته ۱۱۶ و در سال ۱۴۰۱ معادل ۱۱۷ همت بوده است. این ارقام نشان می دهد خالص خرید اوراق توسط بانکها و بانک مرکزی تا ۵ اسفندماه سال جاری، رشد ۸۰ درصدی نسبت به سال گذشته داشته است. بادر نظر گرفتن انتشار حدود ۲۰۰ همت اوراق



مسیر اثربخشی سیاست‌های پولی

تقویت اعتماد عمومی به اقدامات بانک مرکزی

- تلاش بانک مرکزی در یکسال گذشته، ارتقای اعتبار بانک در هدف گذاری و دستیابی به اهداف بوده است
- در دوره اخیر، اصلی‌ترین وظیفه بانک مرکزی، یعنی کنترل تورم از طریق سیاست تثبیت به خوبی پیگیری شده است
- در حالی که ناترازی بانک‌های یکی از علل رشد نقدینگی و تورم اعلام شده، این موضوع در سال گذشته وجهه جدیدی به خود گرفت
- اثربخشی سیاست‌های اتخاذ شده توسط بانک مرکزی بدون جلب اعتماد عمومی مختل خواهد شد
- قدرت سیاست گذاری و اثربخشی بانک مرکزی در نبود شهرت و اعتبار نزد عاملان اقتصادی کاهش خواهد یافت

حسین جعفری

پژوهشگر اقتصادی

۴۶



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

تورم برای
عموم افراد
جامعه ملاکی
برای تعیین
وضعیت خوب
یابد اقتصادی
است و افراد
نسبت به چنین
متغیری همواره
حساسیت
ویژه‌ای
داشته‌اند

امروزه در بانکداری نوین از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است و بسیاری از مقامات پولی در سراسر جهان در جهت افزایش شهرت و اعتبار نهاد خود گام برداشته‌اند. با وجود اهمیت این موضوع، اما در ادبیات نظری اقتصاد ایران به شهرت و اعتبار بانک مرکزی، آنچنان که شایسته و بایسته است، پرداخته نشده و در این زمینه باید ارتباط مقامات پولی با فضای علمی کشور بیش از گذشته تقویت شود تا شاهد بهبود شرایط اقتصادی باشیم.

نکته دیگری که باید بدان اشاره کرد، ارتباط بین شهرت و اعتبار بانک مرکزی با موضوعاتی نظیر تورم و انتظارات تورمی است. تورم برای عموم افراد جامعه ملاکی برای تعیین وضعیت خوب یا بد اقتصادی است و افراد نسبت به چنین متغیری همواره حساسیت ویژه‌ای داشته‌اند. از اینرو بانک‌های مرکزی در سراسر جهان، یکی از مهم‌ترین رسالت‌های خود را کنترل و کاهش تورم می‌دانند و مقامات پولی همواره در تلاش‌اند که با دستیابی به تورم‌های پائین‌تر برای خود و نهاد بانک مرکزی در نزد عاملان اقتصادی، شهرت و اعتبار کسب کنند. براساس ادبیات نظری شهرت و اعتبار بانک مرکزی، اگر مقام پولی دارای شهرت و اعتبار باشد، عاملان اقتصادی، انتظارات تورمی خود را مبتنی بر قول مقام پولی ارزیابی خواهند کرد. به وجود آمدن چنین شرایطی مسیر دستیابی بانک مرکزی به تورم‌های پایین و تعدیل انتظارات را تسهیل خواهد کرد. در نقطه مقابل، نبود شهرت و اعتبار بانک مرکزی در نزد عاملان اقتصادی عملاً منجر به انحراف انتظارات تورمی عموم افراد جامعه از وعده مقام پولی می‌شود و بانک مرکزی در چنین شرایطی با مسیر به مراتب سخت‌تری برای کاهش تورم مواجه خواهد شد. به عبارت صحیح‌تر، وجود شهرت و اعتبار بانک مرکزی از طریق تعدیل انتظارات تورمی، کاهش در نرخ تورم را با هزینه‌های تولیدی کمتری محقق خواهد کرد. در واقع اگر بخواهیم تعریف جامع‌تر و دقیق‌تری از مفاهیم شهرت و اعتبار بانک مرکزی ارائه نماییم، شهرت به معنی ویژگی‌های لازم مقام پولی برای کنترل تورم و اعتبار به معنی آن است که عموم افراد جامعه باور دارند که بانک مرکزی اشتیاق و توانایی لازم برای دستیابی به تورم هدف اعلام شده را دارا است.

در اقتصاد هر کشوری بانک مرکزی به عنوان مهم‌ترین نهاد پولی شناخته می‌شود و نهادهای است که تصمیمات آن بر جریان‌های اقتصادی بسیار موثر است. سابقه تشکیل بانک مرکزی به ۱۶۹۰ میلادی و بانک مرکزی انگلستان برمی‌گردد و در طول تاریخ مفاهیم متعددی درباره بانک مرکزی نظیر استقلال بانک مرکزی به وجود آمده است. یکی از جدیدترین مفاهیمی که در این خصوص ارائه شده، مفهوم شهرت و اعتبار بانک مرکزی است. به صورت خلاصه چنین مفاهیمی به این موضوع اشاره دارند که اثربخشی سیاست‌های اتخاذ شده توسط بانک مرکزی، بدون جلب اعتماد عمومی مختل خواهد شد. در واقع برای اثربخش بودن سیاست‌ها، بانک مرکزی نیاز به در پیش گرفتن سیاست‌های مکملی دارد که منجر به جلب اعتماد عمومی شود و به نحوی رفتار کند که عاملان اقتصادی سیاست‌های اتخاذ شده توسط بانک مرکزی را در وهله اول باور و در وهله‌های بعدی توانایی این نهاد پولی را در جهت دستیابی به اهداف سیاست‌ها را مثبت ارزیابی کنند.

امروزه بر همگان مشخص است که قدرت سیاست‌گذاری و اثربخشی بانک مرکزی در نبود شهرت و اعتبار نزد عاملان اقتصادی کاهش خواهد یافت و بانک مرکزی که از سطح شهرت و اعتبار مطلوبی نزد عاملان اقتصادی برخوردار نباشد، بالتبع از قدرت سیاست‌گذاری و اثرگذاری کمتری نیز برخوردار خواهد بود. هرچه شهرت و اعتبار مقام پولی نزد افراد بیشتر باشد، گزینه‌های پیش‌روی مقام پولی برای سیاست‌گذاری و دایره اثرگذاری این سیاست‌ها نیز بیشتر خواهد شد.

در طول تاریخ بسیاری از بانک‌های مرکزی در جهان و در مقاطع زمانی مختلفی با بحران شهرت و اعتبار مواجه بوده‌اند و در عمل مشاهده شد که این نهاد پولی که باید حضوری فعال در جریان‌سازی اقتصاد داشته باشد، به مرور زمان نقش منفعلی به خود گرفت و هیچگاه به اهداف مورد نظر خود دست پیدا نکرد. از اینرو، چنین مفاهیمی



با وجود سیاست‌های سخت‌گیرانه بر ترازنامه بانک‌ها بانک مرکزی روش‌های حمایت از تولید را تقویت کرد

وضعیت اقتصادی کشور در دهه ۹۰ متأثر از رخدادهای داخلی و خارجی مطلوب نبود و میانگین رشد اقتصادی در این دهه نزدیک به صفر و از سوی دیگر متوسط نرخ تورم مصرف‌کننده نیز در حدود ۲۴/۷ درصد قرار داشت. البته هر چه به پایان این دهه نزدیک‌تر شده‌ایم، متوسط رشد اقتصادی پایین‌تر و متوسط نرخ رشد تورم نیز به ۳۹ درصد رسید. این در حالی بود که نرخ رشد نقدینگی به عنوان یک متغیر اثرگذار در میان مدت و بلندمدت در پایان این دهه به ۴۰ درصد رسیده بود و حتی در نیمه اول سال ۱۴۰۰ فراتر نیز رفت. موارد گفته شده حاکی از نقش و اهمیت ویژه، بانک مرکزی در جهت تقویت اعتماد عمومی و بازگرداندن شرایط و زمینه‌های رشد اقتصادی است و به همین دلیل بانک مرکزی در دوره جدید سعی داشته تا با توجه به نیاز فضای اقتصادی و فعالان آن، سیاست‌ها و تصمیمات خود را اجرایی کند.

در این مقام، شهرت و اعتبار بانک مرکزی در کشور بر اساس ۴ وظیفه‌ای است که به این نهاد محول شده و همچنین حد و حدود انجام وظایف و موفقیت در اجرای سیاست‌های معطوف به ارزیابی خواهد شد. قطعاً اولین و مهم‌ترین وظیفه بانک مرکزی "حفظ ارزش پول" و کنترل تورم خواهد بود که در ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور به آن اشاره شده است. در این زمینه اقتصاد ایران با روابط پیچیده‌ای از شاخص‌ها و پارامترهای اقتصادی روبرو است که به نظر می‌رسد در شرایط فعلی کشور، تغییرات نقدینگی و نوسانات نرخ ارز مهم‌ترین و تاثیرگذارترین متغیرهای اقتصادی بر حفظ ارزش پول هستند. مورد اول یعنی نقدینگی، یکی از محورهای اصلی سیاست بانک مرکزی بوده

که کنترل و مدیریت آن را به عنوان متغیری اثرگذار بر تورم در میان مدت و بلندمدت هدف قرار داده است. از همین رو به دنبال تدوین و اجرای برنامه پولی و تعیین هدف رشد نقدینگی برای سال‌های ۱۴۰۱ الی ۱۴۰۳، در کنار پیگیری جدی سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه بانک‌ها و جریمه بانک‌های متخلف از حدود تعیین شده از طریق افزایش نسبت سپرده قانونی، بانک مرکزی موفق شد نرخ رشد نقدینگی را به محدوده تعیین شده برساند.

در مورد دوم یعنی نرخ ارز، بانک مرکزی سیاست تثبیت را با کمک دولت در پیش گرفت و در قالب این سیاست در سال ۱۴۰۲ نزدیک به ۲۰ میلیارد دلار ارز ۲۸۵۰۰ تومانی بابت کالاهای اساسی تأمین شد که اقلامی مانند دارو، کالاهای کشاورزی اعم از جو، گندم، سم، کود، بذر و لوازم پزشکی را در بر می‌گیرد. در واقع نرخ ارز برای واردات این کالاها تثبیت شد. دستاوردهای کنترل نقدینگی و سیاست تثبیت اقتصادی را می‌توان در کاهش نرخ تورم در دو بعد مصرف‌کننده و تولیدکننده مشاهده کرد. بررسی تحولات شاخص بهای تولیدکننده بیانگر روند کاهشی این شاخص در سال ۱۴۰۳ است. براساس آخرین آمار، تورم نقطه به نقطه شاخص بهای تولیدکننده از ۴۲/۱ درصد در آذرماه سال ۱۴۰۲ به ۲۵/۹ درصد در آذرماه سال ۱۴۰۳ رسیده که مویده کاهش نرخ تورم شاخص بهای تولیدکننده در این مقطع است. همچنین بررسی شاخص تورم مصرف‌کننده نیز نشان می‌دهد که تورم نقطه به نقطه در پایان دی‌ماه ۱۴۰۳ در حدود ۳۱/۸ درصد بوده که این رقم از میانگین نرخ تورم مصرف‌کننده در سال ۱۴۰۲ کمتر است. بنابراین در مجموع

ب‌رش



موفقیت بانک مرکزی در اجرای سیاست کنترل نقدینگی

نقدینگی یکی از محورهای اصلی سیاست بانک مرکزی بوده که کنترل و مدیریت آن را به عنوان متغیری اثرگذار بر تورم در میان مدت و بلندمدت هدف قرار داده است. از همین رو به دنبال تدوین و اجرای برنامه پولی و تعیین هدف رشد نقدینگی برای سال‌های ۱۴۰۱ الی ۱۴۰۳ در کنار پیگیری جدی سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه بانک‌ها و جریمه بانک‌های متخلف از حدود تعیین شده از طریق افزایش نسبت سپرده قانونی، بانک مرکزی موفق شد نرخ رشد نقدینگی را به محدوده تعیین شده برساند.



ذی‌نفعان
تصمیمات و
سیاست‌های
پولی بعضاً
بانک مرکزی را
از ابزار و اهداف
اصلی خود
یعنی حفظ
ارزش پول ملی
دور می‌کنند

در بند ۱۱ قانون پولی و بانکی کشور وظیفه چهارم بانک مرکزی نظارت بر بانک‌ها و موسسات اعتباری و به طور کلی تنظیم‌گری نظام پولی و اعتباری است که این مأموریت به قدری اهمیت دارد که غفلت از آن می‌تواند تمام دستاوردهای منتج از دیگر وظایف بانک را مخدوش کند. در حالی که ناترازی بانک‌ها یکی از علل رشد نقدینگی و تورم اعلام شده، این موضوع به عنوان یکی از چالش‌های اصلی نظام بانکی، در سال گذشته وجهه جدیدی به خود گرفت و بانک مرکزی به دنبال اقداماتی بوده که فرآیند اضافه‌بردداشت بانک‌ها را متوقف کرده و به بانک‌های ناتراز نیز سروسامان دهد. به عنوان مثال، به دنبال پیگیری سیاست‌های کنترل تورم و کاهش ناترازی‌های بانکی، موسسه اعتباری توسعه در مهرماه ۱۴۰۲ و موسسه اعتباری نور در آذرماه همان سال منحل شدند. همچنین رئیس کل بانک مرکزی نیز بارها اعلام کرد که تا رفع ناترازی بانک‌ها، برخوردهای سختگیرانه بانک مرکزی ادامه پیدا خواهد کرد. فروش اموال مازاد بانک‌ها و منع بانک‌ها از بنگاه‌داری از سیاست‌هایی است که در همین راستا در بانک مرکزی پیگیری شده است.

در مجموع اگر بخواهیم اعتبار بانک مرکزی در کشور را با توجه به وظایفی که قانوناً به آن سپرده شده مورد ارزیابی قرار دهیم، متوجه خواهیم شد که در چند سال گذشته تلاش‌هایی برای این موضوع صورت گرفته که باید در سال‌های آتی نیز با قدرت بیشتری ادامه پیدا کند. البته لازم به ذکر است که مسئله اساسی در ارتقای اعتبار بانک مرکزی، استقلال بانک مرکزی است که به صورت موضوعی با شهرت و اعتبار آن گره خورده است. استقلال به معنای استقلال ابزاری بانک مرکزی است و نه استقلال در اهداف، بانک‌های مرکزی همواره استقلال در سیاست‌گذاری دارند. لذا آنچه مقصود ما از استقلال بانک مرکزی است، استقلال ابزاری است که بانک مرکزی باید در سیاست‌گذاری پولی و ارزی دارای استقلال لازم باشد تا بتواند فرآیند سیاست‌گذاری به نحو مطلوب انجام دهد. از همین رو ذی‌نفعان تصمیمات و سیاست‌های پولی بعضاً، بانک مرکزی را از ابزار و اهداف اصلی خود یعنی حفظ ارزش پول ملی دور می‌کنند که لازم است در این مورد نیز تصمیمات جدید اتخاذ شود.

تلاش بانک مرکزی در یکسال اخیر، ارتقای اعتبار بانک در هدف‌گذاری و دستیابی به اهداف بوده که در مورد اولین و اصلی‌ترین وظیفه بانک مرکزی یعنی کنترل تورم، به خوبی پیگیری شده است.

دومین وظیفه‌ای که طبق بند ۱۰ قانون پولی و بانکی و کشور به بانک مرکزی محول شده است، تسهیل مبادلات بازرگانی است. باید قبول کرد که تحریم‌ها مسائل و مشکلات بسیاری برای تجار و بازرگانان کشور به وجود آورده و همین موضوع مجموعه بانک مرکزی را موظف کرده است تا مبادلات پولی را تسهیل کند و موانع پیش‌روی بازرگانان را از سر راه بردارد. یکی از بسترها و الزامات بهبود روابط با همسایگان که باید در دستور هر دولتی قرار گیرد، بهبود روابط فی مابین در حوزه نظام بانکی است و باید تلاش کرد در کنار توسعه روابط سیاسی، از فواید اقتصادی ارتباط با همسایگان بهره‌مند شد. سفر رئیس کل بانک مرکزی به کشورهای همسایه همچون امارات، روسیه، عراق و قطر در سالیان اخیر، جهت تقویت نقشه ارزی و روابط بانکی با کشورهای همسایه بوده که تأثیرات قابل توجهی را در دسترسی و تسهیل مبادلات ارزی قرار داده است.

کمک به رشد اقتصادی، سومین مأموریت محول شده به بانک مرکزی است که در ادبیات اقتصادی این موضوع با ثبات مالی گره خورده است. در دوره اخیر با وجود سیاست‌های سخت‌گیرانه بر ترانزاکشن بانک‌ها، بانک مرکزی روش‌های حمایت از تولید را تقویت کرده که ردپای این مهم را می‌توان در تسهیلات اعطایی و اجرای سایر روش‌ها نظیر انتشار اوراق گام و اعتبار اسنادی داخلی دید که در راستای تأمین مالی اقتصاد به کار گرفته شده‌اند. از مجموع تسهیلات پرداخت شده در نظام بانکی در سال ۱۴۰۲، سهم بخش صنعت و معدن بیش از ۳۶ درصد بوده، این در حالی است که این بخش از مجموع تسهیلات پرداختی در دهه ۹۰ سهم ۳۰ درصدی داشته است. همچنین بیش از ۹۵ درصد تسهیلات مربوط به بخش بازرگانی به بخش مولد تخصیص داده شده که متفاوت از روند سال‌های گذشته بوده است. مضاف بر این موضوعات، مجموع تسهیلات خُرد پرداختی در سال گذشته در مقایسه با سال ۱۴۰۱ تقریباً ۷۰ درصد رشد داشته که همین موضوع سهم خانوارها از مجموع تسهیلات بانکی را از ۱۵ درصد به ۱۹ درصد افزایش داده است.





مسئله تامین مالی در بخش تولید

مقام پولی به دنبال توسعه ابزارهای نوین مالی

- رویکرد سیاست گذار پولی به سمت ارتقای ابزارهای مالی متنوع راهکاری کلیدی برای رفع گلوگاه‌های تأمین مالی تولید است
- بانک مرکزی در دو سال اخیر به دنبال آن بوده که با برنامه‌ریزی دقیق و تدوین دستورالعمل‌های اجرایی، شیوه‌های تأمین مالی را متنوع کند
- یکی از مشکلات ساختار تأمین مالی صرف از مسیر بانک‌ها افزایش رشد نقدینگی در اثر افزایش بی‌رویه تسهیلات است
- اتکای صرف به تسهیلات بانکی ممکن است از جذابیت سرمایه‌گذاری در ابزارهای دیگر بکاهد و مکانیزم تنوع بخشی به تأمین مالی را مختل کند
- بانک مرکزی تلاش کرده تا با ایجاد و توسعه ابزارهای نوین، مسیر هدایت اعتبار و تسهیلات به صنایع و بخش‌های مولد را هموار کند

امیرحسین موسوی

پژوهشگر اقتصادی



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی در هر اقتصادی نقشی محوری در رشد اقتصادی، کاهش نرخ بیکاری، افزایش تولید و در نهایت بهبود رفاه اقتصادی دارد. بنگاه‌های تولیدی برای رسیدن به سطوح بالاتر تولید، حفظ سطح تولید فعلی و سرمایه‌گذاری، نیازمند دسترسی به منابع مالی مناسب، متنوع و بهینه‌اند.

در مدل‌های سنتی تأمین مالی در کشور، بانک‌ها نقش اصلی را ایفا می‌کنند، به گونه‌ای که بخش قابل توجهی از تسهیلات بانکی به تأمین سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری ثابت بنگاه‌ها اختصاص می‌یابد. این وابستگی شدید به شبکه بانکی، هم برای بنگاه‌ها محدودیت ایجاد می‌کند و هم برای نظام بانکی خطر انباشت مطالبات غیرجاری و فشار بر ترازنامه‌ها را افزایش می‌دهد.

در شرایطی که محدودیت منابع بانکی و الزام رعایت حدود نسبت کفایت سرمایه، مانعی جدی در برابر تأمین مالی گسترده بخش تولید به شمار می‌رود، توسعه شیوه‌های نوین تأمین مالی، فرصتی منحصر به فرد برای بنگاه‌ها و اقتصاد کشور محسوب می‌شود. در سال‌های اخیر، بازار سرمایه نیز در جذب نقدینگی برای بنگاه‌ها مشارکت داشته، اما همچنان سهم عمده تأمین مالی از طریق بازار پول انجام می‌شود.

بر همین اساس است که رویکرد سیاست‌گذار پولی به سمت ارتقای ابزارهای مالی متنوع، راهکاری کلیدی برای رفع گلوگاه‌های تأمین مالی تولید و جلوگیری از آثار تورمی احتمالی خواهد بود.

اهمیت تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی

بنگاه‌های تولیدی، موتور محرک رشد و اشتغال در هر اقتصادی هستند، وجود زیرساخت‌های مالی مناسب و دسترسی آسان به منابع مالی، عامل مهمی در توسعه ظرفیت‌های تولیدی و ارتقای سطح فناوری محسوب می‌شود. تأمین مالی مناسب نه تنها حجم تولید را افزایش می‌دهد، بلکه امکان ورود به پروژه‌های تحقیق و توسعه،

بهبود کارایی و بهره‌وری را نیز فراهم می‌آورد. یکی از مشکلات ساختار تأمین مالی صرف از مسیر بانک‌ها، افزایش رشد نقدینگی در اثر رشد بی‌رویه تسهیلات است. چنانچه فرایند تخصیص تسهیلات به صورت هدفمند و مطابق با اصول اعتبارسنجی صورت نگیرد، می‌تواند منجر به رشد نقدینگی مازاد بر تولید و در نتیجه فشار تورمی شود.

از سوی دیگر، انکای صرف به تسهیلات بانکی ممکن است از جذابیت سرمایه‌گذاری در ابزارهای دیگر بکاهد و مکانیزم تنوع بخشی به تأمین مالی را مختل کند. همچنین، برخی بنگاه‌ها (به ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط) در رقابت با بنگاه‌های بزرگ برای دسترسی به منابع بانکی با محدودیت بیشتری مواجه‌اند.

در اقتصادهای توسعه یافته، بازار سرمایه نقش برجسته‌ای در عرصه تأمین مالی ایفا می‌کند. ضعف در توسعه اوراق بدهی و ابزارهای مشتقه و استفاده محدود از روش‌هایی نوین تأمین مالی سبب شده تا بنگاه‌ها به منابع مالی کوتاه‌مدت بانکی بیش از سایر روش‌ها تکیه کنند.

در صورت نبود کنترل و نظارت کافی، بخشی از تسهیلات اعطایی ممکن است به جای استفاده در خط تولید، به حوزه‌های سوداگرانه یا غیرمولد سوق یابد. در نتیجه، بخش تولید واقعی از دسترسی به منابع کافی باز می‌ماند و آثار تورمی ناشی از انحراف اعتبارات پدید می‌آید. با توجه به این چالش‌ها، بانک مرکزی تلاش کرده تا با ایجاد و توسعه ابزارهای نوین، مسیر هدایت اعتبار و تسهیلات به صنایع و بخش‌های مولد را هموار کند.

نقش بانک مرکزی در تنوع بخشی شیوه‌های نوین تأمین مالی

بانک مرکزی در طی دو سال اخیر به دنبال آن بوده که با برنامه‌ریزی دقیق و تدوین دستورالعمل‌های اجرایی، شیوه‌های تأمین مالی را متنوع کند و از تمرکز بیش از حد بر تسهیلات بانکی جلوگیری کند. از جمله ابزارهایی که در طی مدت اخیر توسعه یافته و عمق یافتند، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- **گواهی‌های سپرده خاص و عام:** گواهی‌های سپرده، اوراق بهاداری هستند که بانک‌ها برای جذب منابع از سپرده‌گذاران و اختصاص آن به بنگاه‌ها یا طرح‌های مشخص

تأمین مالی
مناسب نه تنها
حجم تولید
را افزایش
می‌دهد، بلکه
امکان ورود
به پروژه‌های
تحقیق و توسعه
بهبود کارایی و
بهره‌وری را نیز
فراهم می‌آورد



صادر می کنند. گواهی سپرده خاص، عموماً برای پروژه یا بنگاه معین صادر می شود و هدف آن تأمین مالی یک طرح مشخص است. از سوی دیگر، گواهی سپرده عام، بدون تخصیص به طرح مشخصی صادر شده و می تواند برای مجموعه ای از فعالیت ها به کار گرفته شود. این ابزارها در بسیاری از کشورها به عنوان روش های غیرتورمی تأمین مالی شناخته می شوند، زیرا در صورت مدیریت صحیح، منجر به افزایش پایه پولی نمی شوند و رابطه مستقیمی با جذب نقدینگی موجود در بازار پول دارند.

• **فکتورینگ:** فکتورینگ یا خرید مطالبات، یکی از ابزارهای مهم در تأمین مالی زنجیره تأمین (Supply Chain Finance) محسوب می شود. در این روش، بنگاه تولیدی می تواند مطالبات کوتاه مدت خود از مشتریان را به یک شرکت فکتورینگ (یا بانک) واگذار کند و در ازای آن، به سرعت وجوه نقد مورد نیاز را دریافت نماید. نقش بانک مرکزی در توسعه این ابزار، تدوین چارچوب های مقرراتی و فراهم کردن زیرساخت های حقوقی لازم است. فکتورینگ، ضمن کاهش ریسک نقدینگی بنگاه و بهبود گردش مالی، امکان مدیریت بهتر جریان نقدی را فراهم می سازد و به طور مستقیم به ارتقای بهره وری تولید کمک می کند.

• **حواله و برات الکترونیک:** برات و حواله الکترونیک دو ابزار سنتی، اما در عین حال مؤثر در نظام بانکی اند که امروزه با الکترونیکی شدن فرایندها، سرعت گردش وجوه را افزایش داده و ریسک مبادلات را کاهش می دهند. در مدل جدید، بانک مرکزی در صدد است تا با طراحی سامانه هایی متمرکز، امکان ثبت و رصد برات ها و حواله های الکترونیک را فراهم کند و این اقدام سبب می شود که بنگاه ها در زنجیره تولید، به راحتی بتوانند از اسناد تجاری به عنوان ضمانت و وثیقه برای دریافت تسهیلات یا تزریق نقدینگی استفاده کنند.

• **ال سی ریالی و ارزی و اوراق ارزی:** اعتبارات اسنادی (Letter of Credit) عمدتاً در مبادلات خارجی کاربرد دارند، اما در شرایط کنونی نظام اقتصادی ایران، استفاده از ال سی داخلی (ریالی) نیز برای تضمین مبادلات میان بنگاه ها اهمیت پیدا کرده است. به ویژه در شرایطی که بنگاه های بزرگ خریدار مواد اولیه یا قطعات

از بنگاه های کوچک تر هستند، می توانند با گشایش ال سی داخلی، اطمینان لازم را برای فروشنده فراهم کنند و در عین حال، سرمایه در گردش بنگاه تأمین شود. از سوی دیگر، اوراق ارزی نیز راهکاری برای جذب ارزهای غیرقابل استفاده مستقیم و هدایت آن به سمت طرح های دارای اولویت ارزی است. این اوراق، هم برای بنگاه های فعال در حوزه صادرات و واردات مفید است و هم از هدررفت منابع ارزی جلوگیری می کند. این موارد در کنار دیگر ابزارهای تأمین مالی همچون انتشار اوراق گام (گواهی اعتبار مولد)، ظرفیت منحصر به فردی برای تأمین مالی بنگاه های تولیدی به وجود می آورند. یکی از مزایای مهم توسعه این ابزارها، کاهش فشار بر منابع بانکی از یکسو و ایجاد فرصت برای بنگاه ها در جذب منابع در بازار سرمایه از سوی دیگر است. در ادامه، هریک از این ابزارها به اختصار بررسی می شوند.

تأمین مالی غیرتورمی و هدایت اعتبار به بخش های مولد

اهمیت تنوع بخشی به شیوه های تأمین مالی زمانی دوچندان می شود که آثار تورمی آن کنترل شده و اعتبار به صورت هدفمند به بخش های مولد اختصاص یابد. در تازه ترین اقدام بانک مرکزی در راستای تأمین مالی غیرتورمی از کارت های رفاهی متصل به اوراق گام رونمایی کرد.

طبق اعلام بانک مرکزی، "کارت رفاهی متصل به اوراق گام"، ابزاری نوین برای تأمین مالی خانوارها و در عین حال تقویت زنجیره تولید است. خلق پول مازاد در این شیوه صورت نمی گیرد و استفاده از اوراق گام سبب می شود که تسهیلات در قالب اسناد تجاری در زنجیره تولید باقی بماند. این امر ریسک خلق نقدینگی بی رویه را کاهش می دهد. کارت رفاهی تنها در فروشگاه ها و مراکز مشخصی، قابل استفاده است. از اینرو، تضمین می شود که منابع مالی دقیقاً در بخش مشخصی از کالاها و خدمات ضروری هزینه شود. این مسئله نقش بسزایی در هدفمند کردن مصرف خانوار و جلوگیری از انحراف منابع دارد.

با اعتبارسنجی ساده و در عین حال دقیق، امکان تخصیص این کارت ها به خانوارهای کم درآمدتر یا افرادی که نیاز واقعی به تأمین مالی دارند، تسهیل می شود. افزون بر این،



تأمین مالی
بنگاه‌های
تولیدی در هر
اقتصادی نقش
محوری در
رشد اقتصادی
کاهش نرخ
بیکاری
افزایش تولید و
در نهایت بهبود
رفاه اقتصادی
دارد

به‌کارگیری ابزارهایی همچون افزایش سرمایه از محل صرف سهام، می‌تواند سهم قابل توجهی از تأمین مالی بلندمدت پروژه‌های صنعتی و زیربنایی را پوشش دهد. بیمه‌ها با تجمع حق بیمه‌ها، منبع مالی مهمی برای سرمایه‌گذاری بلندمدت محسوب می‌شوند.

توسعه بخش مالی به منظور تحقق رشد اقتصاد

تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی از مسیر شیوه‌های نوین، یکی از اولویت‌های راهبردی کشور برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار، اشتغال‌زایی و توسعه صنعتی محسوب می‌شود.

تجربه کشورهای پیشرو در زمینه تأمین مالی نشان داده که اتکا به روش‌های گوناگون (از جمله ابزارهای بازار سرمایه، اوراق بدهی، ابزارهای مبتنی بر اسناد تجاری و ...)، ضمن کاهش بار فشار بر سیستم بانکی، ریسک‌های اعتباری را به‌طور کارتری توزیع کرده و امکان تنوع بخشی در سبد منابع مالی بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد. اقدامات اخیر بانک مرکزی در قالب معرفی گواهی‌های سپرده خاص و عام، گسترش فکتورینگ، توسعه حواله و برات الکترونیک و استفاده از اعتبارات اسنادی ریالی و ارزی، گامی مثبت در راستای تحقق همین هدف است.

علاوه بر این، رونمایی از ابزارهایی نظیر کارت رفاهی متصل به اوراق گام نشان می‌دهد که سیاست‌گذار پولی، با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی، در پی یافتن روش‌های نوین برای هدایت اعتبارات و تأمین مالی غیرتورمی است. این تلاش‌ها می‌تواند زمینه مناسبی برای توسعه تأمین مالی خانوارها و بنگاه‌های کوچک باشد و در عین حال، به رونق تولید کمک کند. با این حال، موفقیت در این مسیر، مستلزم هم‌افزایی و همکاری نزدیک میان بانک مرکزی، وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای مرتبط است. از طرفی، بنگاه‌های تولیدی نیز باید با آشنایی از مزایا و فرایندهای اجرایی ابزارهای نوین، تقاضای مؤثر و واقعی برای آنها ایجاد کنند. در چنین شرایطی است که می‌توان امیدوار بود تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی از مسیر تنوع ابزارها و کاهش آثار تورمی، به ارتقای بهره‌وری و رشد پایدار منجر شود.

بانک نیز با اطمینان از مصرف اعتبار در محل تعیین‌شده، احتمال نکول یا انحراف تسهیلات را به حداقل می‌رساند.

آثار اقتصاد کلانی ابزارهای نوین تأمین مالی

با توسعه روش‌های جدید تأمین مالی، بخشی از تقاضای تسهیلات از دوش بانک‌ها برداشته می‌شود و این نهادها می‌توانند منابع محدود خود را در بخش‌هایی که امکان تأمین مالی آنها از طریق بازار سرمایه یا ابزارهای نوین دیگر وجود ندارد، متمرکز کنند. هنگامی که ابزارهای متنوع تأمین مالی در دسترس باشد، بنگاه‌ها آزادی انتخاب بیشتری دارند و می‌توانند از بازار بدهی، گواهی سپرده، فکتورینگ، اوراق گام و سایر روش‌ها استفاده کنند.

این تنوع، به بهبود کارایی و کاهش هزینه دسترسی به سرمایه منجر می‌شود. اگر جامعه و فعالان اقتصادی مشاهده کنند که اعتبارات اعطایی، هدفمند در قالب ابزارهای غیربانکی تأمین مالی می‌شود، وام‌های جدید لزوماً خلق نمی‌شوند و رشد بی‌رویه آن از این کانال کنترل می‌شود و انتظارات تورمی بهبود می‌یابد. انتظارات تورمی پایین‌تر نیز خود می‌تواند اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری و مصرف منطقی بگذارد. ابزارهای نوین مالی معمولاً با سازوکارهای افشای اطلاعات، اعتبارسنجی دقیق و نظارت مستمر بر مصرف منابع همراه هستند. این امر انگیزه بنگاه‌ها برای شفافیت مالی را افزایش داده و در نتیجه، انضباط مالی در سطح خرد و کلان ارتقا می‌یابد. با تکمیل زنجیره ابزارهای بدهی و تجهیز منابع از مسیر انتشار اوراق، نقش بازار سرمایه در تأمین مالی پُررنگ‌تر خواهد شد. این مسئله منجر به افزایش عمق بازار سرمایه می‌شود.

نقش سایر نهادها در تکمیل زنجیره تأمین مالی

شبکه بانکی به تنهایی نمی‌تواند تمامی بار تأمین مالی بنگاه‌ها و خانوارها را بر دوش بکشد. به عبارت دیگر، علاوه بر بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سایر نهادهای مالی نیز باید در این روند سهیم شوند. با انتشار اوراق بدهی و صکوک، عرضه سهام شرکت‌های تولیدی در بورس و



پاسخ آمارها به یک شبهه پولی

چرا مقایسه حجم فعلی نقدینگی با سال ۹۶ اشتباه است؟

- اجرای سیاست کنترل رشد ترازنامه بانک‌ها از سال ۱۴۰۱ و تداوم آن تاکنون، باعث شد تا حجم نقدینگی حقیقی با سرعت بیشتری کاهش یابد
- سال ۹۶ به دلیل متاثر نشدن شاخص قیمت‌ها از نقدینگی انتشار یافته، سالی استثنایی بوده و نمی‌تواند مبنای درستی برای مقایسه باشد
- نسبت تسهیلات به تولید ناخالص داخلی در پایان سال ۱۴۰۲ به ۳۳ درصد رسید که بسیار به میانگین سال‌های پیش از تحریم نزدیک است
- در وضعیت افزایش سرعت گردش پول، تزریق نقدینگی جدید می‌تواند به تشدید تورم در دوره آتی دامن بزند

حمید کمار

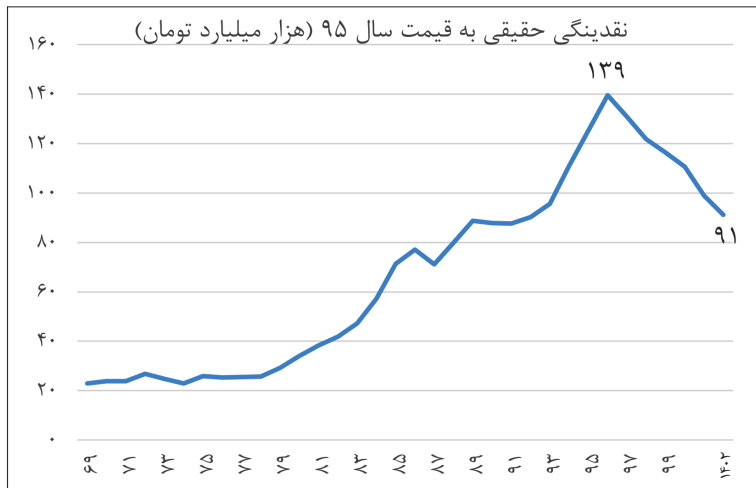
پژوهشگر اقتصادی

۵۴



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●



طی سال‌های ۹۲ تا ۹۶ انتظارات تورمی در اثر مذاکرات و سپس توافق اتمی در فضای مثبتی قرار داشت و در نتیجه، اثرگذاری رشد نقدینگی بر تورم موقتاً دچار وقفه شد. همزمان با انتظارات مثبت ایجاد شده ناشی از مذاکرات، بانک مرکزی با تزریق سنگین ارز در بازار، به سرکوب نرخ ارز و کاهش تورم از این مسیر مشغول بود.

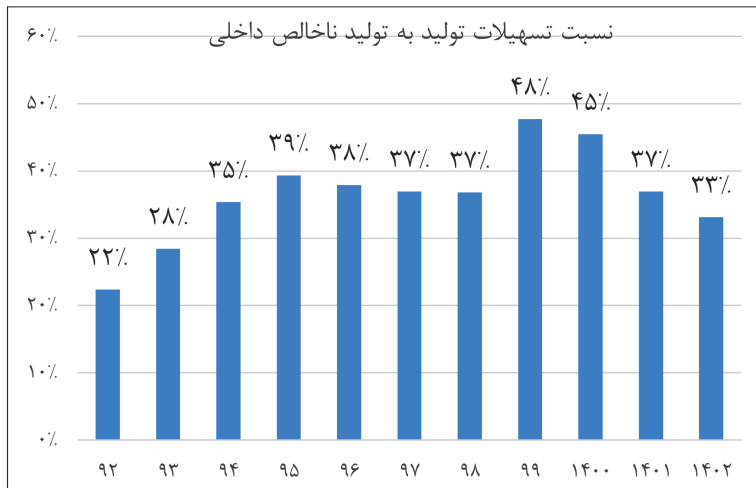
از نیمه سال ۹۶ که نرخ ارز به تدریج در حال تعدیل با شاخص‌های اقتصادی بود، انتظارات تورمی به مرور شعله‌ور شد. اوایل سال ۹۷ پی خروج آمریکا از برجام و شکست توافق اتمی و بازگشت تحریم‌های آمریکا علیه کشور، انتظارات تورمی رو به وخامت گذاشت. همزمان با شعله‌ور شدن انتظارات تورمی، آثار حقیقی ناشی از تحریم بر اقتصاد کشور و خصوصاً تورم نمایان شد. کاهش فروش نفت باعث تشدید تورم از چندین مسیر شد. تشدید کسری بودجه، افزایش نرخ ارز به دلیل کاهش عرضه و داغ شدن انتظارات، عمده‌ترین کانال‌های اثرگذاری تحریم بر تورم بود. با شکست توافق و شکسته شدن سد انتظارات، نقدینگی تجمع شده تا پیش از تحریم، اثر خود را بر شاخص قیمت‌ها تخلیه کرد. با تخلیه اثر نقدینگی بر تورم، حجم نقدینگی حقیقی به میانگین اوایل دهه ۹۰ بازگشت. از سال ۱۴۰۱ اما عامل دیگری به کاهش حجم نقدینگی حقیقی کمک کرد. اجرای سیاست کنترل رشد ترازنامه بانک‌ها از سال ۱۴۰۱ و تداوم آن تاکنون، باعث

طی ماه‌های اخیر سیاست کنترل رشد نقدینگی بانک مرکزی مورد انتقاد برخی کارشناسان و حتی تعدادی از مقامات اقتصادی کشور قرار گرفت. آنها با اشاره به کاهش نرخ رشد اقتصادی کشور طی فصول اخیر منتهی به تابستان ۱۴۰۳، سیاست انقباضی را عامل این رکود معرفی می‌کنند. همچنین با مقایسه حجم نقدینگی حقیقی کنونی با سال ۹۶، کمبود نقدینگی را عامل افت رشد اقتصادی دانسته و بر همین اساس، سیاست کنترل رشد نقدینگی را مورد انتقاد قرار می‌دهند.

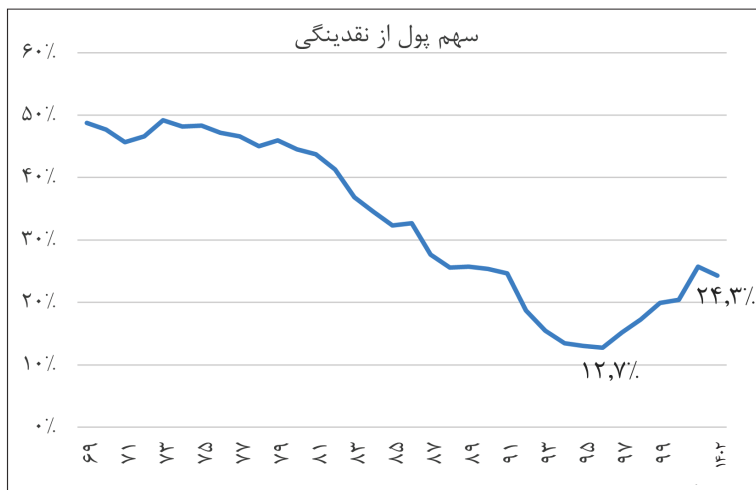
اولین گام در سنجش ادعای مذکور، بررسی آمارهاست. با معیار قرار دادن شاخص قیمت اعلامی بانک مرکزی، حجم نقدینگی حقیقی طی دهه‌های اخیر به شرح نمودار (۱) بوده است.

روند شاخص "حجم نقدینگی حقیقی به قیمت سال ۹۵" نشان می‌دهد حجم نقدینگی حقیقی در سال ۹۶ به اوج خود یعنی ۱۳۹ هزار میلیارد تومان (به قیمت سال ۹۵) رسید. پس از آن با تخلیه اثر نقدینگی بر شاخص قیمت‌ها، حجم نقدینگی حقیقی کاهش یافت و به ۹۱ همت در پایان سال ۱۴۰۲ رسید. عوامل مختلفی سبب شد حجم نقدینگی حقیقی در پایان سال ۹۶ به اوج رسیده و پس از آن روند نزولی به خود گیرد.

نمودار ۳
نسبت تسهیلات تولید به تولید ناخالص داخلی



نمودار ۴
سهم پول از نقدینگی



مالی بدون نیاز به تزریق نقدینگی جدید معرفی کرده است. "کارت رفاهی متصل به اوراق گام"، ابزاری است که در آن ابتدا مصرف‌کنندگان خرید خود را انجام می‌دهند و سپس طی یک بازه زمانی مشخص، اقدام به بازپرداخت آن می‌کنند. بنگاه‌های تولیدکننده هم از محل بازپرداخت مصرف‌کنندگان، تامین مالی پایدار کسب می‌کنند. ویژگی مهم این ابزار آن است که منابع مالی بانک‌ها را درگیر نکرده و نیاز به تزریق نقدینگی جدید را به حداقل می‌رساند. بدین ترتیب تامین مالی و کنترل نقدینگی به طور همزمان محقق می‌شود.

نقدینگی واحدهای تولیدی مسئله‌ای است که تقریباً همواره وجود داشته، اما راهکار آن نمی‌تواند بازگشت به دوران بی‌انضباطی پولی باشد. در چنین شرایطی طرح‌های دیگری به جز تزریق نقدینگی جدید باید در دستور کار سیاست‌گذاران کلان کشور قرار گیرد. مهار کسری بودجه، طراحی ابزارهای مالی به منظور استفاده از نقدینگی فعلی برای تامین مالی بنگاه‌ها و برخی اقدامات دیگر، می‌تواند بدون نیاز به گسیل نقدینگی جدید، تنگنای تامین مالی بنگاه‌ها و خانوار را رفع کند. در همین راستا از قضا بانک مرکزی پیشقدم شده و طرحی برای حل مسئله تامین



اقتصاد ژرمن‌ها در گرداب چالش‌ها

زنگ رکود اقتصادی آلمان به صدا درآمد!

- اقتصاد آلمان در سال‌های اخیر با کاهش چشمگیری در نرخ رشد مواجه بوده است
- بخش صنعت، به عنوان موتور محرکه اقتصاد آلمان با کاهش تولید مواجه بوده است
- انتخابات سراسری آلمان در فوریه ۲۰۲۵، نه تنها یک رویداد سیاسی بلکه یک بزن‌گاه تاریخی برای بزرگترین اقتصاد اروپا محسوب می‌شود

در نرخ رشد مواجه بوده است. کاهش ۰.۳ درصدی تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۲۳ و افت ۰.۲ درصدی در سال ۲۰۲۴، زنگ خطری جدی را برای سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی به صدا درآورده است. این دومین سال متوالی است که آلمان شاهد کاهش تولید ناخالص داخلی است، اتفاقی که از دهه ۱۹۵۰ بی‌سابقه بوده است. این رکود، ناشی از عوامل مختلفی است که به طور همزمان اقتصاد آلمان را تحت فشار قرار داده‌اند:

- **کاهش تولید صنعتی:** بخش صنعت، موتور محرکه اقتصاد آلمان، با کاهش تولید مواجه بوده است. شاخص تولید صنعتی در ماه‌های اخیر روند نزولی داشته و نشان می‌دهد که کارخانه‌ها با کمبود مواد اولیه، افزایش هزینه‌ها و کاهش تقاضای جهانی روبرو هستند.
- **کاهش صادرات:** آلمان به عنوان یکی از بزرگترین

انتخابات سراسری آلمان در فوریه ۲۰۲۵، نه تنها یک رویداد سیاسی، بلکه یک بزن‌گاه تاریخی برای بزرگترین اقتصاد اروپا محسوب می‌شود. در حالی که رای‌دهندگان به پای صندوق‌های رای رفتند که اقتصاد آلمان در بحبوحه چالش‌های متعددی قرار دارد، از رکود اقتصادی و ساختاری گرفته تا بحران انرژی و تغییرات جمعیتی. با توجه به این چالش‌ها، تحلیلگران معتقدند که تغییر در سطوح رهبری، به تنهایی نمی‌تواند عصای جادویی برای حل این معضلات باشد و دولت آینده با موانع جدی‌تری نسبت به گذشته روبرو خواهد بود.

رکود اقتصادی، واقعیت‌های تلخ آماری
اقتصاد آلمان در سال‌های اخیر با کاهش چشمگیری

۵۸



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

اقتصاد آلمان
با چالش‌های
ساختاری
جدی نیز روبرو
است که مانع
از رشد پایدار
و بلندمدت
می‌شوند

انتخابات ۲۰۲۵، چشم‌اندازهای سیاسی و اقتصادی

انتخابات فدرال ۲۰۲۵ آلمان در شرایطی برگزار شد که چشم‌انداز سیاسی و اقتصادی این کشور نامشخص است. انتخابات پارلمانی اخیر در آلمان با پیروزی قاطع حزب "اتحادیه دموکرات مسیحی" همراه بود و به نظر می‌رسد که فریدریش مرس نخست‌وزیر بعدی آلمان خواهد بود. براساس نتایج اولیه، حزب راست‌گرای "آلترناتیو برای آلمان" AfD در رتبه دوم قرار گرفته است، در حالی که حزب سوسیال دموکرات (SPD) به یک رکورد تاریخی در کاهش رای‌ها رسیده است. احزاب سبز و چپ نیز در رده‌های بعدی قرار دارند. در این انتخابات، حزب لیبرال (FDP) و حزب جدید BSW در کسب حداقل ۵ درصد آرا ناکام ماندند و نتوانستند وارد پارلمان شوند. فریدریش مرس، رهبر حزب اتحادیه، اعلام کرده که قصد دارد تا عید پاک یک دولت تشکیل دهد و تاکید کرده است که آلمان باید به سرعت به کار خود ادامه دهد. او در یک پیام در شبکه اجتماعی ایکس نوشت: "اروپا منتظر آلمان است و ما باید دوباره به سرعت به کار خود ادامه دهیم". این در حالی است که «اولاف شولتس» صدراعظم فعلی و رهبر حزب سوسیال دموکرات، از نتیجه انتخابات اعلام نارضایتی کرده و آن را یک شکست تلخ نامیده است. وی همچنین مسئولیت این نتیجه را بر عهده گرفته و در عین حال اعلام کرده که وارد مذاکره با احزاب پیروز برای تشکیل دولت ائتلافی نخواهد شد.

مسیری پراز چالش برای اقتصاد آلمان

با این تفاسیر، اقتصاد آلمان در حال حاضر با چالش‌های متعددی روبرو است که ناشی از عوامل داخلی و خارجی هستند از این رو تغییر رهبری به تنهایی نمی‌تواند این مشکلات را حل کند. دولت آینده باید برنامه‌های جامعی برای حل مشکلات ساختاری، کاهش وابستگی به انرژی‌های فسیلی، افزایش سرمایه‌گذاری در نوآوری و فناوری، مقابله با پیری جمعیت و بهبود رقابت‌پذیری ارائه دهد. انتخابات پیش رو فرصتی برای بحث و بررسی این مسائل و انتخاب رهبرانی است که قادر به ارائه راهکارهای مؤثر برای بهبود وضعیت اقتصادی آلمان باشند. با این حال، باید توجه داشت که هیچ راه حل سریعی برای مشکلات اقتصادی آلمان وجود ندارد و بهبود وضعیت اقتصادی نیازمند تلاش‌های بلندمدت و هماهنگ است. دولت آینده آلمان باید با همکاری کسب و کارها، اتحادیه‌ها و سایر ذینفعان، برنامه‌هایی را طراحی و اجرا کند که باعث افزایش بهره‌وری، نوآوری و اشتغال‌زایی شود. تنها در این صورت است که آلمان می‌تواند دوباره به یک موتور محرکه برای رشد اقتصادی اروپا تبدیل شود.

صادرکنندگان جهان، به شدت به تقاضای خارجی وابسته است. کاهش تقاضا در بازارهای کلیدی مانند چین و ایالات متحده، باعث کاهش صادرات آلمان و فشار بر اقتصاد این کشور شده است. صادرات آلمان در سال ۲۰۲۴ با دودرصد کاهش مواجه شده است.

• **افزایش نرخ تورم:** نرخ تورم در آلمان در سال‌های اخیر افزایش یافته و قدرت خرید مصرف‌کنندگان را کاهش داده است. همچنین نرخ تورم سالانه در ژانویه ۲۰۲۵ به ۲٫۳ درصد رسید که اگرچه نسبت به ماه‌های قبل کاهش یافته، اما همچنان بالاتر از هدف بانک مرکزی اروپا (ECB) است.

• **افزایش نرخ بهره:** برای مقابله با تورم، بانک مرکزی اروپا نرخ بهره را افزایش داده که این امر باعث افزایش هزینه‌های استقراض برای کسب و کارها و کاهش سرمایه‌گذاری شده است.

چالش‌های ساختاری، موانع بلندمدت رشد

علاوه بر مشکلات کوتاه‌مدت، اقتصاد آلمان با چالش‌های ساختاری جدی نیز روبرو است که مانع از رشد پایدار و بلندمدت می‌شوند:

• **وابستگی به انرژی‌های فسیلی:** آلمان به شدت به واردات انرژی، به ویژه گاز طبیعی از روسیه، وابسته است. قطع واردات گاز از روسیه پس از جنگ اوکراین، باعث افزایش قیمت انرژی و ایجاد مشکلات جدی برای صنایع آلمانی شده است. این وابستگی، اقتصاد آلمان را در برابر شوک‌های خارجی آسیب‌پذیر می‌کند.

• **پیری جمعیت و کمبود نیروی کار ماهر:** جمعیت آلمان به سرعت در حال پیرشدن است و نرخ باروری در این کشور پایین است. این امر باعث کاهش نیروی کار و افزایش هزینه‌های بازنشستگی و بهداشتی شده است. همچنین، آلمان با کمبود نیروی کار ماهر در بسیاری از بخش‌ها روبرو است که این امر مانع از رشد و نوآوری می‌شود. طبق گزارش‌ها، آلمان در حال حاضر با کمبود بیش از ۶۰۰ هزار نیروی کار ماهر روبرو است.

• **بوروکراسی پیچیده:** سیستم بوروکراتیک پیچیده آلمان، فرآیند سرمایه‌گذاری و نوآوری را کند می‌کند. بسیاری از شرکت‌ها از قوانین و مقررات دست‌وپاگیر شکایت دارند که باعث افزایش هزینه‌ها و کاهش رقابت‌پذیری آنها می‌شود.

• **سرمایه‌گذاری ناکافی در زیرساخت‌ها:** آلمان در سال‌های اخیر سرمایه‌گذاری کافی در زیرساخت‌های خود انجام نداده است. جاده‌ها، پل‌ها و خطوط ریلی این کشور نیاز به تعمیر و نوسازی دارند. همچنین، آلمان باید در فناوری‌های جدید مانند شبکه‌های ۵G و انرژی‌های تجدیدپذیر سرمایه‌گذاری بیشتری انجام دهد.



استراتژی بلندپروازانه پکن

هشدار اقتصاددانان درباره پذیرش سریع هوش مصنوعی

- با وجود پتانسیل‌های عظیم هوش مصنوعی، اقتصاددانان هشدار می‌دهند که سرعت پذیرش این فناوری در چین باید به دقت مدیریت شود
- ظهور DeepSeek نشان‌دهنده توسعه و پذیرش سریع‌تر هوش مصنوعی در چین نسبت به انتظارات قبلی است
- گلدمن ساکس پیش‌بینی می‌کند که اقتصاد چین از سال آینده شاهد تاثیر مثبت پذیرش هوش مصنوعی با رهبری DeepSeek باشد

استارت‌آپ پیشرو در زمینه مدل‌های زبانی بزرگ، به دنبال تسریع پذیرش هوش مصنوعی در سراسر کشور است.

ظهور DeepSeek و تأثیرات اقتصادی آن

ظهور ناگهانی DeepSeek در عرصه هوش مصنوعی، ابزار قدرتمندی را در اختیار چین قرار

در حالی که اقتصاد چین با چالش‌هایی نظیر رکود بازار مسکن و تهدید جنگ تجاری با ایالات متحده دست و پنجه نرم می‌کند، دولت این کشور به طور فزاینده‌ای بر فناوری هوش مصنوعی (AI) به عنوان موتور محرکه جدید رشد اقتصادی تمرکز کرده است. پکن با حمایت قاطع از شرکت DeepSeek، یک

۶۰



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

پکن با حمایت
قاطع از یک
استارت آپ
پیشرو در زمینه
مدل های زبانی
بزرگ، به دنبال
تسریع پذیرش
هوش مصنوعی
است

مشاغل " می تواند باعث تشدید تورم و تضعیف بیشتر اقتصاد شود. در حال حاضر نرخ بیکاری جوانان در چین همچنان بالاتر از ۱۵ درصد است و سالانه بیش از ۱۰ میلیون فارغ التحصیل جدید وارد بازار کار می شوند. در سال های اخیر، گزارش هایی از کاهش مشاغل در بخش املاک و مستغلات، بین کارمندان دولت و در بخش مالی منتشر شده است.

مقایسه با ایالات متحده و وضعیت متفاوت بازار کار

با این حال، گلدمن ساکس خاطرنشان می کند که بازار کار چین در مقایسه با ایالات متحده، به دلیل سهم بیشتر مشاغل دستی و کمتر در معرض خطر اتوماسیون ناشی از هوش مصنوعی است. کشاورزی، تولید و ساخت وساز ۵۰ درصد از کل مشاغل در چین را تشکیل می دهند، در حالی که این رقم در ایالات متحده تنها ۱۹ درصد است. به گفته این بانک، بخش هایی که بیشتر در معرض پذیرش اتوماسیون وظایف ناشی از هوش مصنوعی هستند، مانند امور مالی، بیمه و خدمات، ۱۴ درصد از مشاغل در ایالات متحده را تشکیل می دهند، اما این رقم در چین کمتر از ۳ درصد است.

چشم انداز بلندمدت، فرصت ها و تهدیدها

مطالعه انجام شده توسط موسسه پیو در سال ۲۰۲۳ نشان داد که ۱۹ درصد از کارگران ایالات متحده در مشاغلی با احتمال بالای قرار گرفتن در معرض هوش مصنوعی مشغول هستند. اگرچه مشخص نیست که تأثیر هوش مصنوعی مثبت خواهد بود یا منفی، اما این مطالعه از اصطلاح "قرار گرفتن در معرض" استفاده کرده است. گلدمن ساکس معتقد است در حالی که استفاده از هوش مصنوعی ممکن است در کوتاه مدت باعث افزایش تعداد کارگران سرگردان شود، این کارگران در نهایت مشاغلی را در سایر بخش هایی که نیروی کار دارای مزیت رقابتی است، پیدا خواهند کرد و به رشد مجدد اشتغال کمک خواهد کرد.

یک استراتژی بلندپروازانه با چالش های بالقوه

در مجموع می توان گفت که حمایت پکن از DeepSeek و تلاش برای تسریع پذیرش هوش مصنوعی، نشان دهنده یک استراتژی بلندپروازانه برای تقویت رشد اقتصادی و رقابت پذیری چین در صحنه جهانی است. با این حال، دولت چین باید به طور دقیق اثرات این تحول بر بازار کار را مدیریت کند و اطمینان حاصل کند که منافع هوش مصنوعی به طور عادلانه ای بین همه اقشار جامعه توزیع می شود.

داده است تا بتواند پذیرش این فناوری را کاتالیز کرده و رشد اقتصادی را تقویت کند. مدل استدلال R-1 این شرکت، که با استفاده از تراشه های ارزان تر و کم پیچیده تر قادر به رقابت و حتی پیشی گرفتن از مدل های پیشرو جهانی است، به عنوان یک محرک کلیدی برای این تحول در نظر گرفته می شود. شرکت خدمات مالی و بانکداری چند ملیتی گلدمن ساکس پیش بینی می کند که اقتصاد چین از سال آینده شاهد تأثیر مثبت پذیرش هوش مصنوعی با رهبری DeepSeek باشد و تا سال ۲۰۳۰، رشد تولید ناخالص داخلی این کشور بین ۲۰ تا ۳۰ واحد پایه افزایش یابد. این بانک سرمایه گذاری همچنین معتقد است که ظهور DeepSeek نشان دهنده توسعه و پذیرش سریع تر هوش مصنوعی در چین نسبت به انتظارات قبلی است.

حمایت دولت و استقبال بخش خصوصی

حمایت قاطع پکن از DeepSeek در دیدار اخیر شی جین پینگ، رئیس جمهور چین، با لیانگ ونفنگ، بنیانگذار این شرکت، به وضوح مشهود بود. این حمایت، سیگنالی قوی به دولت های محلی و شرکت های خصوصی ارسال کرد تا از این فناوری نوظهور بهره برداری کنند. در نتیجه، تعداد فزاینده ای از دولت های محلی، از هوهو در شمال چین تا شهرهای جنوبی گوانگژو و شنژن، در حال آموزش کارمندان مجهز به DeepSeek هستند تا فرآیندهای حکمرانی را خودکار کرده و به درخواست های اداری و خدمات عمومی پاسخ دهند. همچنین، حداقل سه اپراتور مخابراتی دولتی در هفته های اخیر از این مدل پیشرفته استفاده کرده اند و کسب و کارهای خصوصی نیز به دنبال راه هایی برای بهبود بهره وری خود از طریق این فناوری هستند. در همین راستا شرکت های خودروسازی، خدمات مالی، تولیدکنندگان تلفن های هوشمند و اپراتورهای محاسبات ابری مانند علی بابا، هواوی و تسلا در هفته های اخیر برای ادغام با DeepSeek شتاب گرفته اند.

مسائل پیش رو و نگرانی های مربوط به بازار کار

با وجود پتانسیل های عظیم هوش مصنوعی، اقتصاددانان هشدار می دهند که سرعت پذیرش این فناوری در چین باید به دقت مدیریت شود، زیرا این کشور در حال حاضر با ضعف بازار کار و نرخ بیکاری بالا مواجه است. گلدمن ساکس معتقد است که هوش مصنوعی با وجود اینکه بهره وری نیروی کار را افزایش می دهد، به دلیل "تخریب





جایگاه شورای حکام در ECB

بانک مرکزی اروپا چگونه عمل می‌کند؟

- در چارچوب سیستم بانکی مرکزی اروپا (ESCB)، تنها کشورهای حوزه یورو در تصمیم‌گیری‌های بانک مشارکت دارند
- بحران بدهی‌های دولتی در اروپا، نقش حیاتی بانک مرکزی اروپا در حفظ ثبات اقتصادی را بیش از پیش نمایان کرد
- هدف اصلی بانک مرکزی اروپا، حفظ ثبات قیمت‌ها در منطقه واحد پولی است

شوک‌های اقتصادی محافظت کند. بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ و بحران بدهی‌های دولتی در اروپا در سال‌های بعد، نقش حیاتی بانک مرکزی اروپا در حفظ ثبات اقتصادی را بیش از پیش نمایان کرد.

از زمان تأسیس تاکنون، بانک مرکزی اروپا با چالش‌های مختلفی مواجه بوده است، اما با تطبیق و به‌روزرسانی سیاست‌های خود توانسته است به حفظ ثبات مالی و اقتصادی منطقه یورو کمک کند. این نهاد با ابتکاراتی مانند برنامه‌های خرید دارایی و تسهیل کمی، تلاش کرده تا از رشد اقتصادی و کاهش بیکاری

بانک مرکزی اروپا در اول ژوئن ۱۹۹۸ تأسیس شد و در یکم ژانویه ۱۹۹۹ با شروع به کار رسمی یورو، وظیفه تنظیم سیاست‌های پولی منطقه یورو را به عهده گرفت. تأسیس بانک مرکزی اروپا به عنوان بخشی از مرحله سوم اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا (EMU) صورت گرفت و هدف اصلی آن، حفظ ثبات قیمت‌ها و حمایت از اقتصاد منطقه یورو بود. با آغاز به کار بانک مرکزی اروپا، یک دوره جدید از همگرایی اقتصادی و مالی در اروپا آغاز شد. این نهاد با استفاده از ابزارهای مختلف پولی، نظیر تعیین نرخ بهره و سیاست‌های بازاری، تلاش کرد تا اقتصاد منطقه یورو را در برابر

۶۲



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

ارائه می دهد و چهار بار در سال با کمیته امور اقتصادی و پولی پارلمان اروپا مقایسه هایی انجام می دهد. همچنین، نمایندگان پارلمان اتحادیه اروپا حق دارند سؤالات کتبی از بانک مرکزی اروپا مطرح کنند. پارلمان اروپا در روند انتصاب اعضای هیات اجرایی ECB نیز نقش دارد. نحوه عملکرد تصمیم سازی در بانک مرکزی اروپا از سوی شورای سیاست گذاری انجام می شود که از هیات اجرایی و سران کشورهای حوزه یورو تشکیل شده است. مقامات بانک های مرکزی کشورهای اروپایی می توانند در تصمیم گیری های این نهاد پیشنهاد های خود را ارائه کنند، اما تصمیم نهایی را خود مقامات بانک مرکزی اروپا اتخاذ می کنند.

حوزه و وظایف بانک مرکزی اروپا

از تاریخ یکم ژانویه ۱۹۹۹، که تاریخ تثبیت غیر قابل تغییر نرخ های ارز در ۱۱ کشور عضو اولیه است، بانک مرکزی اروپا مسئول سیاست های پولی منطقه یورو شده است. هدف اصلی این نهاد حفظ ثبات قیمت ها از طریق حفاظت از قدرت خرید در منطقه یورو از طریق کنترل تورم است. تورم زمانی تحت کنترل در نظر گرفته می شود که به سمت هدف دو درصد متقارن در میان مدت حرکت کند.

وظایف اصلی بانک مرکزی اروپا بر اساس معاهده تاسیس جامعه اروپا شامل موارد زیر است:

- تعریف و اجرای سیاست های پولی اتحادیه
 - انجام عملیات ارزی
 - نگهداری و مدیریت ذخایر رسمی کشورهای عضو
 - ترویج عملکرد و سیاست های پولی
- همچنین، همانطور که گفته شد، بانک مرکزی اروپا حق انحصاری صدور اسکناس ها در منطقه یورو را دارد.

چگونه بانک مرکزی به اهداف خود دست می یابد؟

برای اجرای سیاست پولی خود، بانک مرکزی اروپا یک مجموعه ابزار با ابزارهای مختلف دارد که برخی از آنها برای پاسخ به نیازهای خاص توسعه یافته اند.

اصلی ترین ابزار سیاست پولی بانک مرکزی اروپا، نرخ بهره است، یا بهتریگویم، سه نوع نرخ بهره.

- نرخ بهره برای عملیات تأمین مالی اصلی (نرخ) که معمولاً ذکر می شود)
- نرخ بهره حاشیه ای برای تأمین مالی
- نرخ سپرده گذاری نزد بانک مرکزی

با تأثیر گذاری بر این سه نرخ، که عمدتاً شرایط تأمین مالی برای دنیای بانکی در منطقه یورو را تنظیم می کنند و به تبع آن، شرایط کلی تأمین مالی برای اقتصاد را تحت تأثیر قرار می دهند، بانک مرکزی به هزینه پول اثر می گذارد تا سطح قیمت ها را تثبیت کند و از آن در برابر افزایش یا کاهش های زیاد محافظت کند. برای

حمایت کند. بانک مرکزی اروپا (ECB) نهاد سیاست پولی منطقه یورو است و از ۱۹ کشور عضو اتحادیه اروپا تشکیل شده که تصمیم گرفته اند ارز ملی خود را کنار گذاشته و یورو را به عنوان واحد پولی خود بپذیرند. از یکم ژانویه ۲۰۲۳، کرواسی نیز یورو را به عنوان واحد پولی خود اتخاذ خواهد کرد. بانک مرکزی اروپا در شهر فرانکفورت آم ماین، آلمان قرار دارد. مقر اصلی این بانک که توسط شرکت Coop Himmelb(l)au طراحی شده، در نوامبر ۲۰۱۴ تکمیل شد.

هدف اصلی بانک مرکزی اروپا حفظ ثبات قیمت ها در منطقه واحد پولی است. این هدف عمدتاً به عنوان سطح تورمی در حدود دو درصد تعریف می شود. در سال های اخیر، وظایف نظارت بانکی نیز به مسئولیت های ECB افزوده شده که این بانک آنها را با هماهنگی بانک های مرکزی ملی انجام می دهد.

استقلال بانک مرکزی اروپا

بانک مرکزی اروپا، که گاهی با نام "برج اروپا" Eurotower نیز شناخته می شود، بر اساس ماده ۲۸۲ معاهده عملکرد اتحادیه اروپا دارای شخصیت حقوقی مستقل است. این بانک، همراه با بانک های مرکزی ملی، سیستم اروپایی بانک های مرکزی (ESCB) را تشکیل می دهد ESCB تحت مدیریت نهاد های تصمیم گیری بانک مرکزی اروپا اداره می شود. کشورهای عضو ESCB که هنوز عضو سیستم یورو نیستند، تازمانی که تصمیم به پیوستن به این سیستم بگیرند، سیاست پولی مستقلی خواهند داشت. شخصیت حقوقی مستقل، استقلال تصمیم گیری بانک مرکزی اروپا را در دستیابی به اهداف و وظایفش، به ویژه در زمینه حفظ ثبات قیمت ها، تقویت می کند.

حق انحصاری بانک مرکزی اروپا در صدور یورو

بانک مرکزی اروپا (ECB) تنها نهاد دارای حق انحصاری برای صدور مجوز انتشار یورو است. یادداشت تفاهم مربوط به اساسنامه سیستم اروپایی بانک های مرکزی (ESCB) و بانک مرکزی اروپا تصریح می کند که "نه بانک مرکزی اروپا، نه هیچ بانک مرکزی ملی و نه هیچ یک از اعضای نهاد های تصمیم گیری آنها نباید از نهاد ها یا ارگان های جامعه اروپایی، از دولت های کشورهای عضو یا از هیچ نهاد دیگری دستور بگیرند یا در جستجوی دستور العمل باشند. نهاد ها و ارگان های جامعه اروپایی و دولت های کشورهای عضو موظف اند این اصل را رعایت کنند و نباید تلاش کنند تا بر اعضای نهاد های تصمیم گیری بانک مرکزی اروپا یا بانک های مرکزی ملی در انجام وظایفشان تأثیر بگذارند." با این حال، در چارچوب محدودیت های فوق، بانک مرکزی اروپا به طور مستقیم به پارلمان اروپا گزارش می دهد. این بانک هر سال یک گزارش سالانه به پارلمان اروپا



هدایت نرخ‌های بهره و کنترل نقدینگی در سیستم مالی، بانک مرکزی اروپا و بانک‌های مرکزی ملی از عملیات بازار باز استفاده می‌کنند. "عملیات بازار باز" توسط بانک مرکزی اروپا با ابزارهای مختلف انجام می‌شود که در آن بانک مرکزی اروپا تصمیم می‌گیرد از چه ابزارها و روش‌هایی برای مداخله استفاده کند، از حراج‌های استاندارد گرفته تا روش‌های دوطرفه، از صدور گواهی بدهی تا مبادلات ارزی و بیشتر. بانک مرکزی اروپا همچنین دو نوع اصلی خط اعتباری (وام حاشیه‌ای و تسهیلات سپرده‌گذاری) را به موسسات اعتباری ارائه می‌دهد که نقدینگی کوتاه‌مدت (یک شبه) را فراهم یا جذب می‌کنند و نرخ‌های بهره خاصی دارند. بانک مرکزی اروپا همچنین از مؤسسات قرض‌دهی منطقه یورو می‌خواهد که حساب‌هایی در بانک‌های مرکزی ملی خود داشته باشند، جایی که باید ذخایر حداقل یا الزامی را واریز کنند. در صورتی که بانک مرکزی اروپا آن را مناسب بداند، می‌تواند از "راهنمای پیش‌رو" استفاده کند، یعنی یک راهنمای آینده‌نگر مختصر برای بیان نیت‌های آینده نرخ بهره بانک مرکزی. به طور کلی، این یک جمله خاص است که در اطلاعیه همراه با تصمیمات دوره‌ای سیاست پولی گنجانده می‌شود. هدف آن فراهم آوردن شفافیت بیشتر برای فعالان بازار در مواقع مورد نیاز است. بحران‌های مالی و اقتصادی سال‌های اخیر باعث شده‌اند که بانک مرکزی اروپا ابزارهای جدیدی به نام "ابزارهای سیاست پولی غیرمتعارف" به این مجموعه ابزارها اضافه کند. از جمله نکات مهم دیگر، معرفی نرخ‌های منفی است تا بانک‌ها را به تأمین مالی اقتصاد واقعی تشویق کند، برنامه خرید دارایی OMT (که هرگز استفاده نشده است) برای جلوگیری از خروج احتمالی کشورهای عضو منطقه یورو و خرید اوراق قرضه شرکتی است. برنامه خرید دارایی ۲۰۱۴ (APP)، برنامه خرید اضطراری پاندمی ۲۰۲۰ (PEPP) و ابزار محافظت از انتقال ۲۰۲۲ (TPI) (که همه براساس خرید دارایی‌ها هستند) نیز شناخته شده‌اند. LTRO (عملیات تأمین مالی هدفمند بلندمدت) یک مورد متفاوت است، این‌ها وام‌های بلندمدت با نرخ‌های بسیار مناسب به بانک‌ها هستند، گرچه این وام‌ها مشروط به سرمایه‌گذاری‌های هدفمند به نفع مردم و کسب‌وکارها هستند.

مراجعه تصمیم‌گیری بانک مرکزی اروپا

شورای حکام که رئیس بانک مرکزی اروپا ریاست آن را بر عهده دارد، اصلی‌ترین مرجع تصمیم‌گیری بانک مرکزی اروپا است. این شورا شامل شش عضو هیأت اجرایی و روسای ۲۰ بانک مرکزی کشورهای عضو یورو سیستم است. این شورا خطوط راهنمایی را تعیین می‌کند، سیاست‌های پولی را فرموله می‌کند

و تصمیمات نظارتی را از طریق تصویب مصوبات چارچوبی به تصویب می‌رساند. به طور خاص، هر شش هفته یکبار، این شورا تصمیمات سیاست پولی را اتخاذ می‌کند که سپس در یک کنفرانس مطبوعاتی توسط رئیس و نایب رئیس شورا به طور مفصل توضیح داده می‌شود. از سال ۲۰۱۵، سیستم چرخشی حقوق رأی در این شورا اجرا شده است.

هیأت اجرایی

این هیأت شامل رئیس بانک مرکزی اروپا، یک نایب رئیس و چهار عضو دیگر است که هر هشت سال یک‌بار توسط شورای اروپا از میان افراد با صلاحیت و تجربه شناخته شده در امور پولی یا بانکی انتخاب می‌شوند. این کمیته مسئول اجرای سیاست پولی طبق تصمیمات و دستورالعمل‌های شورای حکام است و به بانک‌های مرکزی ملی دستورات لازم را صادر می‌کند. همچنین، این کمیته مسئول آماده‌سازی جلسات شورای حکام و رسیدگی مستمر به امور بانک مرکزی اروپا است.

شورای عمومی

در چارچوب سیستم بانکی مرکزی اروپا (ESCB)، تنها کشورهای حوزه یورو در تصمیم‌گیری‌های بانک مرکزی اروپا مشارکت دارند. کشورهای عضو ESCB که از یورو سیستم مستثنی هستند، با دیگر کشورها در شورای عمومی همکاری می‌کنند. به عبارت دیگر، شورای عمومی شامل رئیس و معاون رئیس بانک مرکزی اروپا و تمامی فرمانداران بانک‌های مرکزی اتحادیه اروپا است. شورای عمومی به عنوان یک نهاد گذار برای الحاق تمامی کشورها به یورو در نظر گرفته می‌شود. این شورا بر گسترش آینده منطقه پولی واحد کار می‌کند و داده‌های آماری جمع‌آوری می‌کند، همچنین وظایف مشورتی انجام داده و گزارش سالانه بانک مرکزی را تهیه می‌کند.

هیأت نظارتی

از سال ۲۰۱۴، یک سازوکار نظارتی واحد (SSM) در اروپا وجود دارد که شامل بانک مرکزی اروپا (ECB) و مقامات نظارتی بانکی ملی می‌شود. هدف از این سازوکار دفاع از امنیت و سلامت سیستم بانکی اروپا، تقویت یکپارچگی آن و تضمین نظارت منسجم است. این سازوکار شامل شورای نظارتی است که چهارمین نهاد تصمیم‌گیری بانک مرکزی اروپا است و از یک رئیس، یک معاون رئیس (عضو هیأت اجرایی بانک مرکزی اروپا)، چهار نماینده از بانک مرکزی اروپا و نمایندگان مقامات نظارتی ملی تشکیل می‌شود و هیأت نظارتی توسط یک کمیته راهبری خاص پشتیبانی می‌شود.



آنچه از هدف گذاری تورمی باید دانست (۱)

هدف گذاری تورمی در بانک های مرکزی جهان

- مهم ترین پرسش کلیدی این است که چگونه بستر اقتصاد پولی بین الملل در تسخیر هدف گذاری تورمی قرار گرفت
- پیاده سازی چارچوب هدف گذاری تورمی در هراقتصادی یک سازوکار معین و به اصطلاح عامیانه، شسته و رفته دارد
- داشتن چارچوب مشخص در سیاست پولی می تواند یک لنگر اسمی برای اقتصاد فراهم کند
- اولین کشوری که هدف گذاری تورمی را به عنوان یک رویکرد نظام مند در سیاست گذاری پولی خود لحاظ کرد، کشور نیوزیلند بود

۶۵



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

آنچه که
هدف گذاری
تورمی را به
عنوان یک
الگوی کارآمد
مدیریت
مولفه های
کلان مالی
مطرح کرده
است، مکانیزم
اجرایی شفاف
ساده سازی
شده و موثرترین
رویکرد است

مقوله تورم و مفاهیم پیرامون آن نظیر مهار و مدیریت تورم، از جمله مهم ترین و پُرچالش ترین مسائل و مباحث در اقتصاد بین الملل است که می توان گفت حیاتی ترین مولفه کلان مالی در اقتصاد داخلی کشورها محسوب می شود و در بیش از نیم قرن اخیر، مسئله مدیریت و راهبری یکپارچه و فراگیر این متغیر، در صدر برنامه ریزی های هدفمند اجرایی و عملیاتی حاکمیت های اقتصادی و سیاست گذاران کلان پولی منطقه ای و جهانی قرار گرفته است. اگرچه دولت های روی کار آمده در کشورهای مختلف جهان در سیاست های اعلامی خود، موضوع کنترل تورم را به طور جدی مدنظر دارند، اما با وجود برخی تلاش ها و موفقیت ها در این حوزه، مدیریت راهبردی تورم به عنوان یک هدف محوری با ملاحظه همه الزامات اساسی آن، موضوعی متفاوت از مدیریت سایر مولفه ها و متغیرهای کلان پولی و مالی محسوب می شود و لذا به همین دلیل، نحوه پرداختن به آن، یک فرایند سیاست گذاری منحصر به فرد را می طلبد.

در سال های اخیر، بسیاری از بانکداران مرکزی و سیاست گذاران پولی، ابزار هدفمند، نتیجه گرا، کارآمد و بهینه هدف گذاری تورمی را در راستای مدیریت و کنترل افزایش عمومی سطح قیمت ها اتخاذ کرده اند. در این چارچوب، بانک مرکزی یک نرخ تورم هدف را تخمین زده و اعلام می کند و سپس با استفاده از ابزارهایی مانند تغییرات نرخ بهره، تلاش می کند تورم واقعی را به سمت آن هدف هدایت کند. از آنجایی که نرخ های بهره و نرخ های تورم تمایل دارند در جهت مخالف همدیگر حرکت کنند، اقدامات احتمالی بانک مرکزی برای افزایش یا کاهش نرخ های بهره، براساس سیاست هدف گذاری تورمی شفاف ترمی شود.

طرفداران رویکرد هدف گذاری تورمی برای این باورند که استفاده از چنین ابزار کارآمدی، به افزایش ثبات و پایداری متوازن یک اقتصاد و تغییرریل گذاری مالی، بانکی و ارزی یک کشور از مختصات بحرانی به نقطه امن حاکمیت کلان اقتصادی، کمک شایانی خواهد کرد. لذا مبتنی براین مسئله، در پرونده پژوهشی جدید با عنوان "آنچه از ادبیات هدف گذاری تورمی باید دانست" به سراغ تبیین مفاهیم کلیدی، بنیان های کاربردی و الزامات تجربی پیرامون

این موضوع مهم در حکمرانی پولی می رویم و آنچه که در اقتصادهای صنعتی و پیشرفته و همچنین اقتصادهای کمتر توسعه یافته با نکیه بر این رویکرد به وقوع پیوسته است را بررسی می کنیم.

هدف گذاری تورمی، چارچوب بهینه سیاست گذاری کلان در عصر بحران های مالی و ارزی

به استناد بسیاری از پژوهش های معتبر علمی و با مراجعه و مطالعه گزارش های تحلیلی و عملیاتی مرتبط با حوزه تورم که توسط مراکز و نهادهای تحقیقاتی بین المللی به چاپ می رسد، می توان دریافت اقتصادهای کوچک و بزرگ جهانی پس از گذار آزمون گونه از رویکردهای پولی و ارزی مختلف و با شناخت تدریجی و آگاهی کامل نسبت به کارایی عملیاتی-اجرایی چنین ابزاری، هدف گذاری تورمی را به عنوان چارچوب بهینه سیاست گذاری کلان در مدل حکمرانی خوب برگزیدند.

در حقیقت، بانکداران مرکزی جهان می دانستند که در جهت طراحی و پیاده سازی سیاست های پولی خود در راستای دستیابی به اهداف نهایی و متعالی مالی، اقتصادی، بانکی و ارزی مورد نظر و هدف گذاری شده، می بایست یک چارچوب مشخص، مدون و قابل اتکا را برای سیاست گذاری پولی به کار گیرند. طی بیش از هفتاد سال اخیر، چالش های متعدد به وجود آمده در امر سیاست گذاری های تحت چارچوب هدف گذاری پولی و هدف گذاری ارزی، موجب کاهش اقبال به این رویکردهای کلان پولی شده بود و به تدریج، خواست و تمایل تصمیم سازان در فدرال بانک های جهانی به یک فرایند نظام مند دیگر یعنی چارچوب سیاست پولی مبتنی بر هدف گذاری تورمی به عنوان شاخص بهترین عملکرد در اقتصاد جهان، رو به افزایش گذاشت.

بسیاری از تحقیقات معتبر منتشره شده در قالب پژوهش های دانشگاهی و آکادمیک نظیر گزارش تحلیلی- عملیاتی بنیاد تحقیقات اقتصاد پولی و حکمرانی کلان مالی دانشگاه استنفورد که در اکتبر ۲۰۲۴ میلادی بر روی تارنمای این نهاد علمی بارگذاری شد و به تبیین علل افزایش قابل توجه و پُرشتاب نرخ تقاضای جهانی در استفاده و به کارگیری از برخی ابزارها و رویکردهای پولی و ارزی پرداخته بود، عنوان می دارند آنچه که هدف گذاری تورمی را به

بانکداران
مرکزی فنلاند
اسپانیا و
اسلواکی پس
از ورود به
منطقه پولی
اتحادیه اروپا و
پذیرش یورو به
عنوان ارز ملی
و داخلی خود
هدف گذاری
تورمی را اتخاذ
کردند

ارزش پول یک کشور با تورم پایین (برای مثال دلار ایالات متحده) مرتبط می‌گردد که هم اکنون کشورهای همسایه جمهوری اسلامی ایران مانند عربستان، امارات، بحرین و عراق از همین سیستم استفاده می‌کنند. یعنی به طور ساده، ارزش پول ملی خود را به دلار آمریکا با نرخ مشخصی تثبیت کرده و این رابطه را در محدوده مشخصی با خرید و فروش ارز به قیمت تعیین شده، مدیریت می‌کنند. اما این رویکرد به رغم ایجاد ثبات ارزی، به این معنا خواهد بود که سیاست پولی کشور مبدا اساساً همان سیاست پولی کشوری است که به آن وابسته است و توانایی بانک مرکزی را برای پاسخگویی به تکانه‌هایی مانند تغییر شرایط تجاری کشور (ارزش صادرات کشور نسبت به ارزش واردات آن) و یا تغییر در نرخ بهره واقعی محدود می‌کند. همچنین برای برخی کشورها این سیاست با ایجاد محدودیت برای عرضه پول برای دولت‌ها در هزینه کردن در بودجه عمومی محدودیت اساسی ایجاد کرده است. در نتیجه، بسیاری از کشورها شروع به اتخاذ نرخ‌های ارز منعطف کردند که آنها را مجبور به یافتن یک لنگر جدید کرد.

پس از تجربه جهان در استفاده از این ابزار، بسیاری از بانک‌های مرکزی شروع به هدف قرار دادن رشد عرضه پول برای کنترل تورم کردند. این رویکرد در صورتی به خوبی عمل می‌کند که اولاً بانک مرکزی بتواند عرضه پول را به خوبی کنترل کند و ثانیاً رشد پول به طور پایداری با تورم در طول زمان مرتبط باشد. در عمل، این هدف گذاری پولی نیز موفقیت اندکی داشت، زیرا تقاضا برای پول (اغلب به دلیل نوآوری در بازارهای مالی) ناپایدار شد.

در نتیجه، بسیاری از کشورهایی که دارای نرخ‌های ارز انعطاف پذیر بودند، بر اساس درک خود از پیوند و سازگار انتقال از ابزارهای سیاست بانک مرکزی (مانند نرخ بهره) به تورم، به صورت مستقیم تر تورم را هدف قرار دادند و بدین ترتیب و به تدریج، اقتصادهای کوچک و بزرگ در اقصی نقاط جهان، به اتخاذ ابزار هدف گذاری تورمی روی آوردند. اولین کشوری که هدف گذاری تورمی را به عنوان یک رویکرد نظام مند در سیاست گذاری پولی خود لحاظ کرد، کشور نیوزیلند بود. در سال‌های بعد، بانکداران مرکزی فنلاند، اسپانیا و اسلواکی پس از ورود به منطقه پولی اتحادیه اروپا و پذیرش یورو به عنوان ارزی ملی و داخلی خود، هدف گذاری تورمی را اتخاذ کردند. در

عنوان یک الگوی کارآمد مدیریت مولفه‌های کلان مالی مطرح کرده است، مکانیزم اجرایی شفاف، ساده سازی شده و موثر این رویکرد است. زیرا پیاده سازی چارچوب هدف گذاری تورمی در هراقتصادی، یک سازوکار معین و به اصطلاح عامیانه، شسته و رفته دارد، هدف و محدوده مجاز تورمی تعیین و اعلام می‌شود، بانک مرکزی مسیر آتی حرکت نرخ تورم را پیش بینی می‌کند و آن را با هدف تورمی تعیین شده در محدوده مجاز، مقایسه می‌کند تا میزان انحراف تورم برآورد شده از تورم هدف را شناسایی کند. سپس در مرحله بعد، بانک مرکزی براساس یک ساختار و فرآیند تصمیم گیری معین، ابزار سیاست پولی خود را به نحوی تنظیم و تعدیل می‌نماید که از انحراف تورم برآوردی نسبت به تورم هدف گذاری شده، ممانعت کرده و به تبع آن، نرخ تورم در محدوده هدف گذاری مجاز از قبل تعیین شده، حرکت کند.

بدین ترتیب، این مکانیزم و سازوکار نظام مند اجرایی در هدف گذاری تورمی، بانکداران مرکزی را ملزم می‌نماید تا با برنامه ریزی یک سیاست پولی معین، پاسخگویی و شفافیت عملکردی را الگوی کار خود قرار داده تا در روند مدیریت و راهبری کلان نرخ تورم از مسیر کنترل و مهار انتظارات تورمی، فرآیند حفظ نرخ تورم در محدوده مجاز هدف گذاری شده تسهیل شود.

تبیین تاریخی چرایی و چگونگی اقبال اقتصادهای جهان به ابزار هدف گذاری تورمی

در باب مسئله هدف گذاری تورمی، اولین و مهم ترین پرسش کلیدی در این حوزه این است که چگونه بستر اقتصاد پولی بین الملل در تسخیر هدف گذاری تورمی قرار گرفت و جهان چگونه تصمیم به این نوع تغییر ریل گذاری کلان گرفت. در جهت پاسخ به این پرسش مهم، بهتر است که از مسیر فهم برخی بنیان های تئوریک اقتصاد کلان، عبور کنیم. در حقیقت، به طور کلی، داشتن چارچوب مشخص در سیاست پولی می‌تواند یک لنگر اسمی برای اقتصاد فراهم کند. لنگر اسمی به ابزارهایی گفته می‌شود که سیاست گذاران می‌توانند از آنها برای کاهش سطح قیمت استفاده کنند. از جمله لنگرهای اسمی که بانکداران مرکزی در گذشته استفاده می‌کردند، سیاست میخکوب ارزی بود که ارزش پول داخلی را به



هدف گذاری
تورمی
سیاست گذاران
پولی را قادر
می کند تا بر روی
اهداف سیاستی
داخلی خود
مانند حفظ
اشتغال کامل
تمرکز کنند

ادامه، ارمنستان، جمهوری چک، مجارستان و لهستان نیز هدف گذاری تورمی را در حالی که در حال گذار از بستر اقتصادهای متمرکز خود به سوی سازوکارهای اقتصادی بازار آزاد بودند، برگزیدند و به همین ترتیب و به مرور، اقبال اقتصادهای جهان به اتخاذ و استفاده از ابزار هدف گذاری تورمی به عنوان یک چارچوب معتبر در سیاست گذاری کلان پولی، افزایش یافت.

تبیین مزایای مثبت و معایب بنیادین هدف گذاری تورمی از دیدگاه کلان داخلی و بین المللی

در سال های اخیر، مزایا و معایب مختلفی از ماهیت، کارکرد و ویژگی های هدف گذاری تورمی شناسایی شده است که در حوزه برشماری مزایای ناشی از به کارگیری آن، موارد ذیل به عنوان پیامدها و تبعات مثبت این راهبرد میان مدت و بلندمدت سیاست پولی قابل بیان است:

- برخلاف سیاست های تثبیت نرخ ارز، هدف گذاری تورمی سیاست گذاران پولی را قادر می کند تا بر روی اهداف سیاستی داخلی خود مانند حفظ اشتغال کامل تمرکز کرده و به خوبی به شوک های داخلی اقتصاد، پاسخ دهند.
- برخلاف هدف گذاری پولی، هدف گذاری تورمی یک رابطه باثبات میان پول و تورم را ایجاد می کند.
- مزیت مهم دیگر هدف گذاری تورمی، الزام وجود شفافیت در روندهای عملیاتی و اجرایی آن یا به عبارت دیگر، شفافیت سیاستی است که همین امر، درجه پاسخگویی بانک مرکزی به مردم را افزایش داده و در مقابل، درک عموم جامعه و شهروندان یک کشور را نسبت به این ابزار و در نتیجه، همراهی و همگامی با دولت مردان در فرآیند مدیریت تورمی را بالا می برد.
- در باب مسئله مهم بعدی، از آنجا که هدف ضمنی تورم، پاسخگو کردن بانک مرکزی است، این پتانسیل برای بانکداران مرکزی جهان وجود دارد که حداکثر راست نمایی (Likelihood) این نهاد را کاهش داده و در دام عدم سازگاری زمانی (Time-Inconsistency Trap) گرفتار نشود. منشاء این عدم سازگاری، فشارهای سیاسی بر روی بانک های مرکزی در جهت اتخاذ سیاست های پولی انبساطی است. هدف گذاری تورمی این مزیت را داراست که بر منازعات و تعارضات سیاسی بین دولت های وقت و بانکداران مرکزی در افق میان مدت و بلندمدت غلبه کند.

در مقابل این ویژگی های مثبت و مزایای حاصل از به کارگیری هدف گذاری تورمی، این ابزار موثر پولی برخی معایب نیز برای اقتصادهای جهانی به همراه داشته است. از جمله اینکه در صورتی که به پیش شرط ها و الزامات اجرایی در پیاده سازی چنین رویکردی توجه نشود، هدف گذاری تورمی یک ابزار پیچیده، غیرمنعطف و ناکارآمد خواهد شد، به گونه ای که به کارگیری آن در اقتصاد داخلی کشورها، پیامدی جز افزایش بی ثباتی در تولید ناخالص داخلی و کاهش چشمگیر رشد اقتصادی نخواهد داشت.

آیا هدف گذاری تورمی، دستاوردهای عملیاتی قابل اتکایی را برای اقتصاد جهان به ارمغان آورد؟

مرزبندی میان تأثیر خاص هدف گذاری تورمی و تأثیر کلی اصلاحات اقتصادی گسترده تر، همزمان دشوار است. با این وجود، شواهد تجربی در مورد عملکرد رویکرد هدف گذاری تورمی به طور کلی، هرچند نه به طور کامل، از اثربخشی این سیاست در ایجاد شرایط تورمی پایین، تثبیت انتظارات تورمی، کاهش نوسانات تورمی و کاهش التهابات مستمر تورمی حکایت دارد. علاوه بر این، پژوهش های بسیاری نشان داده که این دستاوردهای ناشی از اتخاذ رویکرد هدف گذاری تورمی، بدون ایجاد هیچ اثر نامطلوبی بر تولید، صنعت، خدمات، اشتغال و حتی بدون ایجاد هیچگونه نوسانات در نرخ بهره محقق شده است. همچنین برخی دیگر از تحقیقات معتبر انجام گرفته نشان می دهد که هدف گذاری های تورمی در محیط های متلاطم، انعطاف پذیرتر از سایر ابزارهای پولی و ارزی عمل کرده اند.

از سوی دیگر، در باب اقتصادهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه، مطالعات آکادمیک نشان داده که به نظری رسد ابزار هدف گذاری تورمی، موثرتر از دیگر چارچوب های سیاست پولی جایگزین در تثبیت انتظارات تورمی عمومی در این اقتصادها عمل کرده است. به عنوان نمونه، در آمریکای لاتین، اتخاذ هدف گذاری تورمی با اثرپذیری بهتر سیاست های مالی همراه بوده و اغلب با افزایش ظرفیت فنی بانک مرکزی و بهبود داده های کلان اقتصادی، پیامدهای به مراتب مفیدتر و مثبت تر از سایر ابزارهای مشابه بر بهبود وضعیت مولفه های کلان مالی، بانکی و اقتصادی این منطقه داشته است.



آنچه از هدف گذاری تورمی باید دانست (۲)

گرایش کشورها به تعیین هدف تورمی تک رقمی

- در برخی کشورها، تعیین و اعلام هدف تورمی توسط بانک مرکزی و بدون تأیید صریح دولت انجام می شود
- هیچ کدام از بانک های مرکزی جهان نمی توانند به طور کامل از تأثیرات دولت های حاکمه وقت، مستقل باشند
- برای تحقق عملیاتی سیاست های پولی در چارچوب هدف گذاری تورمی سیاست پولی بانک مرکزی نباید تحت سلطه سیاست های مالی باشد
- استقراض دولت از بانک مرکزی نباید به حدی باشد که اجرای سیاست پولی در قالب هدف گذاری تورمی را مختل کند
- در مورد اینکه چه شاخص تورمی برای هدف گیری در اقتصاد داخلی یک کشور مناسب تر است، دیدگاه های متفاوتی وجود دارد



در بخش دوم از مجموعه مقالات مرتبط با پرونده پژوهشی "آنچه از ادبیات هدف‌گذاری تورمی باید دانست" به سراغ تبیین سه زیرشاخه مهم و اساسی پیرامون مسئله هدف‌گذاری تورمی، یعنی الزامات ساختاری، سازوکار پیاده‌سازی و مکانیزم اجرایی و شناخت و تبیین ابزارهای سیاست‌پولی در هدف‌گذاری تورمی می‌رویم.

استقلال عملیاتی حقیقی بانک مرکزی در فرآیند سیاست‌گذاری پولی

اولین و مهم‌ترین مولفه از الزامات ساختاری و نهادی چارچوب هدف‌گذاری تورمی، استقلال عملیاتی حقیقی بانک مرکزی در فرآیند سیاست‌گذاری پولی است. البته منظور از استقلال بانک مرکزی، استقلال کامل این نهاد از دولت نیست. در واقع، هیچ‌کدام از بانک‌های مرکزی جهان نمی‌توانند به‌طور کامل از تأثیرات دولت‌های حاکمه وقت، مستقل باشند، اما یکی از الزامات هدف‌گذاری تورمی این است که بانک مرکزی قادر باشد سیاست پولی طراحی شده را با درجه‌ای از استقلال عملیاتی حقیقی خود هدایت کند. این استقلال نسبی بانک مرکزی در سیاست‌گذاری پولی در دووجه نمایان می‌شود:

• داشتن استقلال عملکردی در تعیین و به کارگیری ابزارهای سیاست پولی

در راستای اجرای کارآمد و صحیح سیاست‌های پولی در چارچوب هدف‌گذاری تورمی، بانک مرکزی الزاماً باید در انتخاب ابزار اعمال سیاست پولی و نحوه استفاده از آن، از استقلال عملکردی برخوردار باشد.

• عدم سلطه سیاست مالی دولت بر سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی

همچنین برای تحقق عملیاتی سیاست‌های پولی در چارچوب هدف‌گذاری تورمی، سیاست پولی بانک مرکزی نمی‌بایست تحت سلطه سیاست‌های مالی باشد. البته عدم سلطه مالی دولت بر سیاست‌های پولی به این معنا نیست که استقراض دولت از بانک مرکزی به صفر برسد، بلکه به این معناست که استقراض دولت از بانک مرکزی نباید به حدی باشد که اجرای سیاست پولی در قالب هدف‌گذاری تورمی را مختل کند. در واقع مسئله اصلی، درجه سلطه مالی دولت بر سیاست پولی است. با این حال، وجود ویژگی‌های ساختاری زیربنا حداقل یکی از آنها می‌تواند شرایط عدم سلطه مالی دولت بر سیاست پولی را محقق کند:

• حاکمیت قواعد مالی بر بودجه دولت

پیشبرد عملیات بودجه‌ای دولت در چارچوب

قواعد مالی مستحکم، شرایطی را فراهم خواهد کرد تا دولت با کسری‌های بزرگ و مستمر مواجه نشود و در نتیجه، نیاز به استقراض شدید دولت از بانک مرکزی که موجب سلطه مالی و اختلال در فرآیند هدف‌گذاری تورمی می‌شود، رفع شود. بررسی‌های تجربی نیز حاکی از آن است که کشورهایی که چارچوب هدف‌گذاری تورمی را همراه با قواعد مالی اجرا کرده‌اند، توانسته‌اند اهداف تورمی را به نحو مطلوب‌تری تأمین کنند.

• وجود بازارهای مالی عمیق

اگر بازارهای مالی داخلی از عمق کافی برای جذب اوراق بدهی دولت در صورت بروز کسری بودجه قابل توجه برخوردار باشند، شرایطی فراهم خواهد شد که بانک مرکزی مجبور نباشد بخش عمده این اوراق را جهت تأمین مالی دولت خریداری کرده و در نتیجه، نیاز به استقراض شدید دولت از بانک مرکزی که موجب سلطه مالی و سنگ‌اندازی در روند اجرایی هدف‌گذاری تورمی می‌شود، مرتفع خواهد شد.

تعیین اهداف سازگار، همگرا و همپوشان با چارچوب هدف‌گذاری تورمی

مولفه مهم دیگر در باب الزامات ساختاری و نهادی چارچوب هدف‌گذاری تورمی، تعیین رسالتی سازگار، همگرا و همپوشان با این چارچوب سیاست‌گذاری پولی است. در حقیقت، در چارچوب هدف‌گذاری تورمی، رسالت کلیدی سیاست پولی، دستیابی به تورم هدف تعیین شده در محدوده مشخص و مجاز است. این مسئله بدین معنا نیست که بانکداران مرکزی و سیاست‌گذاران پولی، هیچ هدفی غیر از مدیریت تورم را در این چارچوب هدف‌گذاری تورمی مدنظر قرار نخواهند داد، بلکه هر هدف و رسالت دیگری در این باب، تنها در صورتی به عنوان یک جزا از سیاست پولی در حال پیاده‌سازی به آن پرداخته می‌شود که با بستر و اتمسفر هدف‌گذاری تورمی، سازگار باشد. در واقع، امروزه چارچوب هدف‌گذاری تورمی در حال اجرا در کشورهای مختلف جهان، یک هدف‌گذاری تورمی منعطف محسوب می‌شود که در این قالب، تابع هدف بانک مرکزی، پوشش شکاف تولید و ارتقا سطح اشتغال مولد را نیز در کنار دستیابی به محدوده هدف تورمی مجاز تعیین شده نیز شامل می‌شود.

به عنوان نمونه، برخی از فدرال بانک‌ها در سطح جهان مانند بانک مرکزی ایالات متحده، بریتانیا، سوئد، فنلاند، نروژ، کره جنوبی و ژاپن که رویکردی دوگانه یا دو مأموریتی در برنامه سیاست‌گذاری پولی خود دارند، پوشش دهی شکاف تولید تحت شرایطی مشخص که قابل ترجمان به هدف دستیابی به اشتغال کامل است را نیز به عنوان یکی از اهداف سیاست پولی معطوف به هدف‌گذاری

یکی از الزامات
هدف گذاری
تورمی این است
که بانک مرکزی
قادر باشد
سیاست پولی
طراحی شده
را با درجه ای
از استقلال
عملیاتی
حقیقی خود
هدایت کند

هدف تورمی توسط بانک مرکزی و بدون تأیید صریح دولت انجام می شود. در برخی دیگر از کشورها، هدف تورمی بوسیله توافق مشترک وزارت اقتصاد و بانک مرکزی تعیین و توسط بانک مرکزی اعلام می شود.

• شاخص تعیین کننده هدف تورمی

عموم بانکداران مرکزی در جهان، نرخ تورم متوسط سالانه مبتنی بر شاخص قیمت مصرف کننده را به عنوان شاخص تورم هدف مورد استفاده قرار می دهند. همچنین برخی دیگر از بانکداران مرکزی، نرخ تورم هسته (اصلی/ Core Inflation) مبتنی بر شاخص مصرف کننده که شامل برخی آیت های قیمتی پرنوسان نمی شود را به عنوان شاخص تورم هدف در نظر می گیرند. با این حال، نهادهای مانند فدرال رزرو ایالات متحده، نرخ تورم مبتنی بر شاخص هزینه های مصرفی شخصی (Price index for personal consumption expenditures/PCE) را که دامنه گسترده تری از مخارج خانوار را پوشش می دهد، به عنوان شاخص تورم هدف مدنظر قرار می دهد. لذا می توان گفت در مورد اینکه چه شاخص تورمی برای هدف گیری در اقتصاد داخلی یک کشور مناسب تر است، دیدگاه های متفاوتی وجود دارد و بستگی به ویژگی های ساختاری آن اقتصاد، نحوه قیمت گذاری بنگاه ها و سرعت گذار تغییرات نرخ ارز به قیمت های داخلی دارد.

• تعیین افق زمانی هدف تورمی

افق زمانی در تعیین هدف تورمی بیانگر این است که تورم هدف اعلام شده تا چه زمانی معتبر خواهد بود و در پایان چه بازه زمانی این هدف گذاری تورمی سیاست گذار پولی تحقق خواهد یافت. عموماً بانکداران مرکزی در اقصی نقاط جهان به ویژه کشورهای توسعه یافته، پیشرفته و صنعتی، افق زمانی تورم هدف را میان مدت یعنی در یک چشم انداز دوساله در نظر می گیرند. با این حال در برخی کشورها به ویژه در اقتصادهای نوظهور و کمتر توسعه یافته، بازه یکساله برای افق زمانی هدف تورمی در نظر گرفته می شود.

• نوع و ماهیت هدف تورمی

اساساً بانکداران مرکزی، یکی از سه نوع متفاوت و متمایز هدف بخشی یعنی هدف نقطه ای، هدف نقطه ای با دامنه و هدف بازه ای را انتخاب نمی نمایند. به عنوان نمونه، در یک پژوهش عملیاتی در سال ۲۰۲۳ میلادی که ۷۷ کشور را در این عرصه مورد بررسی قرار داده بود، ۵۳ کشور هدف نقطه ای با دامنه، ۱۴ کشور هدف بازه ای و ۱۰ کشور هدف نقطه ای را برگزیده بودند.

• تعیین سطح هدف تورمی

به لحاظ تئوریک، ثبات قیمتی به معنای نرخ تورم

تورمی، دنبال می کنند. همچنین با اینکه تصور بر این است که اجرای چارچوب هدف گذاری تورمی با اجرای رژیم نرخ ارز ثابت تعارض کارکردی و تجربی دارد اما در عمل، دخالت در بازار ارز در قالب هدف گذاری تورمی برای واکنش سیاست گذار به انحراف نرخ ارز حقیقی را با این چارچوب می توان سازگار کرد. از سوی دیگر، از آنجا که در افق بلندمدت، ماهیت پول خنثی است، در نتیجه دستیابی به هدف تورمی تعیین شده در محدوده مجاز، می تواند بهترین نقش آفرینی سیاست پولی برای هموار ساختن زمینه تحقق اشتغال کامل باشد.

همچنین در دوران پس از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸، شماری از بانک های مرکزی جهان، موضوع دستیابی به ثبات مالی را نیز به عنوان یکی از اهداف سیاست گذاری پولی معطوف به هدف گذاری تورمی، دنبال کردند. البته نظرات و تحلیل های علمی در باب اینکه چگونه می توان هدف ثبات مالی را در چارچوب هدف گذاری تورمی پیاده سازی کرد، متفاوت است. برخی معتقدند که به هیچ عنوان نباید از ابزار نرخ بهره در جهت ثبات مالی استفاده کرد و ارجح آن است که این امر از طریق نظارت و کنترل بر جریان اعتبارات و بازارهای مالی انجام شود. زیرا در کشورهایی که نظام بانکی شکننده و ناترازی مالی گسترده دارند، استفاده صرف از ابزار نرخ بهره کارساز نیست و افزایش نرخ بهره در جهت کاهش نرخ تورم و دستیابی به هدف تورمی در چنین شرایطی ممکن است که عملکرد برخی موسسات مالی و اعتباری و بانک ها را در معرض مخاطره قرار دهد. با این حال، از سوی دیگر، برخی پژوهشگران و محققان معتقدند که با تصریح هدف ثبات مالی در تابع زیان بانک مرکزی، می توان تنها با تکیه بر ابزار نرخ بهره، این هدف را نیز با همگرایی و همپوشانی عملیاتی در قالب چارچوب هدف گذاری تورمی، دنبال کرد.

مکانیزم اجرایی هدف گذاری تورمی از دو مولفه عملیاتی مهم یعنی نخست، تعیین هدف تورمی دوم، پیش بینی تورم در راستای مهار و مدیریت انتظارات تورمی، تشکیل شده است:

تعیین هدف تورمی، مولفه ای مؤثر در پیاده سازی کارآمد چارچوب هدف گذاری تورمی

مولفه تعیین هدف تورمی، خود از چند زیربخش پراهمیت و مهم تشکیل شده است:

• مرجع تعیین هدف تورمی

مرجع تعیین و اعلام هدف تورمی در چارچوب هدف گذاری تورمی در کشورهای مختلف متفاوت است. در برخی کشورها، تعیین و اعلام



کشورهایی
که چارچوب
هدف گذاری
تورمی را همراه
با قواعد مالی
اجرا کرده اند
توانسته اند
اهداف تورمی
را به نحو
مطلوب تری
تامین کنند

۷۲



اقتصاد

• شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ •

صفر درصد است اما در عمل، عموماً بانکداران مرکزی جهان در چارچوب هدف گذاری تورمی، هدف تورمی خود را در سطوح پایین مثبت نزدیک به صفر در نظر می گیرند.

در حقیقت، مهم ترین مزیت هدف گذاری تورمی در سطح پایین اما مثبت (بالاتر و نزدیک به صفر) این است که ظرفیت بالقوه اعمال نرخ سود حقیقی منفی را که در شرایط وقوع رکود اقتصادی شدید ضروری است، با حفظ نرخ سود اسمی در سطح مثبت ایجاد می کند.

به عنوان نمونه، در همان پژوهش فوق الذکر، اکثریت قریب به اتفاق کشورهایی که تا پایان سال ۲۰۲۳ میلادی، چارچوب هدف گذاری تورمی را اجرا کرده بودند (۶۵ کشور)، سطح هدف تورمی را تک رقمی، نزدیک به صفر در بازه دو تا ۲۰۵ و نهایتاً تا ۵ درصد تعیین کرده بودند.

پیش بینی تورم و مدیریت انتظارات تورمی در قالب لنگر اسمی بهینه و موثر

از آنجا که اثر گذاری سیاست پولی در یک فرآیند تدریجی، آهسته و با تاخیر صورت می پذیرد، هدف گذاری تورمی ضرورتاً می بایست آینده نگر باشد. به عبارت دیگر، تغییر در ابزار سیاست پولی باید قبل از آنکه نرخ تورم افزایش یابد، به صورت پیشگیرانه انجام پذیرد.

بنابراین در چارچوب هدف گذاری تورمی، پیش بینی تورم و مدیریت انتظارات تورمی توسط بانکداران مرکزی، به عنوان مولفه اثرگذار در سازوکار پیاده سازی و مکانیزم اجرایی چارچوب هدف گذاری تورمی، نقش کلیدی و مهم در کارآمدی راندها اثرپذیری سیاست پولی ایفا خواهد کرد.

به عنوان نمونه، اگر انتظارات تورمی از هدف تورمی تعیین شده در محدوده مجاز منحرف شود، سیاست گذار پولی باید واکنش مناسب برای تغییر ابزار سیاست پولی در راستای انطباق انتظارات تورم با هدف تورمی نشان دهد. در واقع، انتظارات تورمی در چارچوب هدف گذاری تورمی به عنوان هدف میانی (لنگر اسمی) به کار گرفته می شود. بر این اساس، ضرورت دارد که بانکداران مرکزی، یک روند نظام مند موثر و کارا برای پیش بینی تورم ایجاد نمایند و در این راستا بهتر است بانک مرکزی صرفاً به یک مدل در راستای پیش بینی تورم و مدیریت، راهبری و مهار انتظارات تورمی اکتفا ننموده و از الگوهای عملیاتی و منابع مختلف در این باب استفاده نماید تا نسبت به تحولات احتمالی تورم در آینده، اشراف نسبتاً کامل و جامعی داشته باشد.

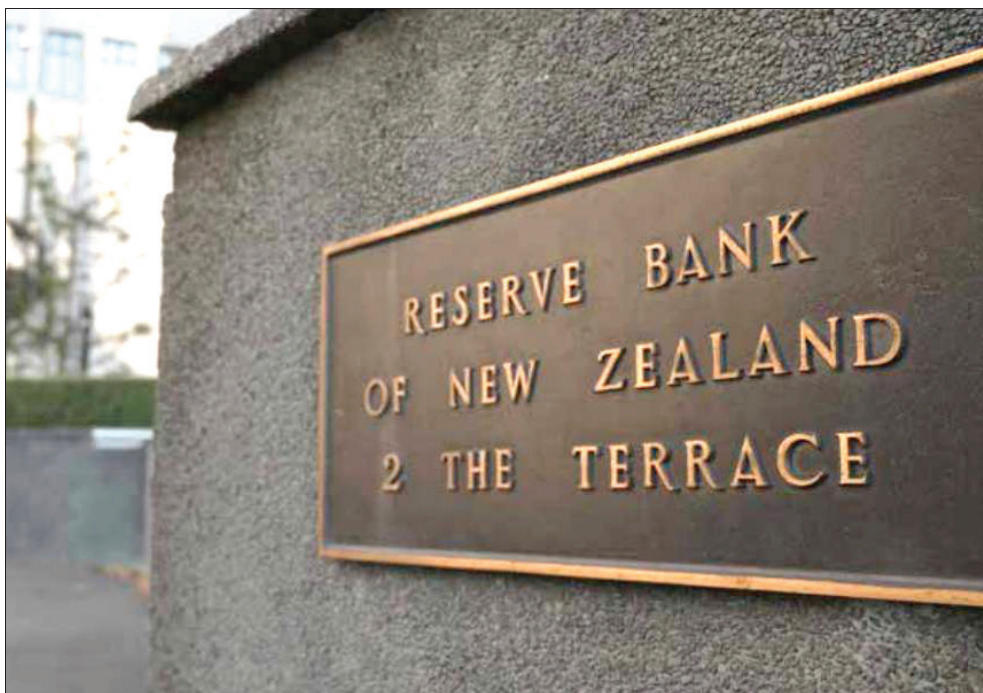
شناخت و آگاهی از ابزارهای سیاست پولی در هدف گذاری تورمی

ابزار اصلی و بازوی عملیاتی اثرگذار سیاست گذار پولی در فرآیند هدف گذاری تورمی، نرخ بهره سیاستی و یا نرخ سود سیاستی (Interest Rate) است که بستر پیشبرد اهداف بانکداران مرکزی در راستای افق زمانی هدف تورمی را هموار می سازد.

نرخ بهره سیاستی، بهترین و کاراترین ابزار سیاستی برای هدایت نرخ تورم به سمت نرخ تورم هدف در چارچوب هدف گذاری تورمی است و از مهم ترین ویژگی های ابزار مطلوب در اختیار سیاست گذار پولی از جمله مبتنی بودن بر بازار، مشاهده پذیری، قابلیت اندازه گیری، کنترل پذیری، شفافیت و اثرگذاری بالا و سریع برخوردار است که همین ویژگی ها حکایت از قابلیت بالای این ابزار برای جهت دهی به نرخ تورم دارد. بر این اساس، بانکداران مرکزی کشورها در چارچوب هدف گذاری تورمی، هدف نرخ بهره سیاستی را تعیین کرده و سپس با هدایت این نرخ در محدوده تعیین شده مجاز هدف در چارچوب عملیات بازار باز، از مجرای اثر آن بر تقاضای کل، سعی بر هدایت نرخ تورم در محدوده هدف تورمی می کنند.

نرخ بهره سیاستی بازه بندی شده، متد عملیاتی پیشرفته در ابزارهای نوین سیاست پولی

تأیید از بروز بحران مالی ۲۰۰۸، بانک های مرکزی در چارچوب هدف گذاری تورمی عموماً نرخ بهره سیاستی را به صورت نقطه ای هدف گذاری می کردند، اما پس از این بحران اقتصادی فراگیر جهانی، سیاست گذاران پولی و بانکداران مرکزی عموماً به سمت هدف گذاری نرخ بهره سیاستی در قالب یک بستر بازه بندی شده موسوم به "دالان نرخ بهره / Interest Rate Corridor" حرکت کرده اند. این نوع از نرخ بهره سیاستی، با نرخ گذاری سقف و کف مشخص می شود. نرخ بهره سیاستی بازه بندی شده دارای یک سقف برای نرخ بهره سیاستی نقطه ای است که در آن بانک مرکزی نسبت به تأمین منابع مالی بانک ها به صورت یک شبه اقدام می کند. همچنین این دالان نرخ بهره دارای یک نرخ کف است. در حقیقت، بانک های مرکزی در رویکرد دالان نرخ بهره، امکان سپرده گذاری ذخایر مازاد بانک ها را نزد بانک مرکزی ایجاد کرده اند. سپرده گذاری این ذخایر مازاد نزد بانک مرکزی دارای یک نرخ مشخص است که کف دالان نرخ بهره را تشکیل می دهد. به این ترتیب بانک های مرکزی با هدایت نرخ بهره سیاستی بازه بندی شده، نرخ تورم را به محدوده هدف گذاری شده، نزدیک و همگرا می کنند.



کاهش ریسک بخش بانکی در نیوزیلند

سایه بانکداری استرالیایی بر نظام بانکی نیوزیلند

- در دسترس بودن انواع ابزارهای توسعه‌ای به بانک‌های نیوزیلند این امکان را می‌دهد تا از ریسک‌های حاصل از افزایش نرخ بهره سود ببرند
- محاسبه امتیاز شاخص ریسک صنعت بانکداری برای نیوزیلند (BIRI)، عدد ۶۷,۳۰ از ۱۰۰ را نشان می‌دهد
- آنطور که به نظرمی‌رسد در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو نیز با کاهش بیشتر رشد اقتصادی در نیوزیلند مواجه خواهیم بود
- صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند احتمالاً در سال‌های آینده، در شکل یک بازار مالی کوچک و متمرکز در داخل این کشور باقی خواهد ماند
- به نظرمی‌رسد که نرخ پس‌انداز داخلی در نیوزیلند در حال کاهش و در نتیجه نرخ سپرده‌ها بالاتر خواهد رفت

۷۳



اقتصاد

● شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ ●

صنعت بانکداری و خدمات مالی در نیوزیلند، یک بستر جامع به خوبی توسعه یافته نسبت به بازارهای منطقه‌ای و جهانی است

طبق تحلیل ارائه شده از سوی موسسه اعتبارسنجی فیچ، صنعت بانکداری و خدمات مالی در نیوزیلند، یک بستر جامع به خوبی توسعه یافته نسبت به بازارهای منطقه‌ای و جهانی است. نظام بانکی نیوزیلند از کیفیت قابل توجه در دارایی‌ها، سطوح بالای سرمایه و بافرهای سرمایه‌ای قدرتمند و همچنین تقاضای فزاینده در تسهیلات مصرفی چه در بخش خرد و چه در بخش شرکتی، سود می‌برد. در صنعت بیمه نیوزیلند، نرخ خالص حق بیمه‌ها در یک روند صعودی قرار گرفته که این مسئله به وسیله رشد اقتصادی مثبت و کمین‌های بازاریابی موثر راه‌اندازی شده با هدف جذب تعداد بیشتری از کاربرانی که برای اولین بار به خدمات و محصولات بیمه‌ای روی می‌آورند، حمایت می‌شود. البته جمعیت کم نیوزیلند به این معنی است که بازار مصرف‌کننده در این کشور، بالقوه محدود است. به طور مشابه، صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند نیز از افزایش سطح سرانه درآمد ملی و انتقال کانال درآمد خانوارهای این کشور به سطح متوسط رو به بالا و همچنین از وجود سرمایه‌گذاران آماتور رو به رشد، سود می‌برد، اما از منظر ارزش مبادلات و حجم بازار، همچنان به عنوان یک بازار مالی کوچک در جهان باقی خواهد ماند. بورس و بازار سهام نیوزیلند نیز در حال توسعه بسترهای معاملاتی و افزایش سرمایه بازار است، اما در این مسیر، با رقبای سرسخت خود در منطقه آسیا روبرو خواهد بود.

پس از رشد اقتصادی قوی در پایان سال ۲۰۲۱، این مولفه در سال ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳ به دلیل کاهش اثرات پایه‌ای، سیاست‌های پولی سختگیرانه‌تر و فرسایش جزئی قدرت خرید که بر مصرف خصوصی تأثیر می‌گذارد، تعدیل شد و انتظار می‌رود به نظر می‌رسد در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو نیز با کاهش بیشتر رشد اقتصادی در نیوزیلند مواجه خواهیم بود. به همین دلیل، احتمالاً افزایش اخیر نرخ بهره بانک مرکزی و اقدامات انجام گرفته برای مدیریت اعطای وام مسکن در بجنوبه رشد حباب املاک، تأثیر قابل توجهی بر صنعت بانکداری نیوزیلند خواهد گذاشت. سیاست‌های پولی سختگیرانه‌تر بر نرخ رشد موثر تسهیلات بانکی در این کشور، اثر منفی

خواهد داشت. زیرا وام‌های مسکن همواره نیروی محرکه اصلی بهبود تقاضای تسهیلات در نیوزیلند بوده‌اند. همچنین نرخ پایین جمعیت این کشور در کنار یک چرخه بالقوه اهرم‌زدایی (در نیوزیلند نسبت اعتبارات بانکی به تولید ناخالص داخلی همیشه بالا است) احتمالاً تقاضای تسهیلات اعتباری را تا پایان افق بلندمدت ۲۰۳۲، محدود خواهد کرد.

در صنعت بیمه نیوزیلند، بخش بزرگ‌تر بیمه‌های عمومی و تخصصی، به احتمال زیاد به طور گسترده مطابق با رشد تولید ناخالص داخلی اسمی و مصرف خصوصی این کشور رشد خواهد کرد، در حالی که بخش بیمه عمر با سرعت کندتری، توسعه خواهد یافت. در هر دو بخش در این صنعت، اجتماعی‌سازی خدمات بیمه‌ای، فرصت‌های بالقوه را برای بیمه‌گذاران محدود خواهد کرد، زیرا محصولاتی با عنوان بیمه سلامت و پزشکی و بیمه حوادث شخصی در این بازار وجود ندارد. همچنین بخش اعظمی از متقاضیان بالقوه خدمات بیمه عمر، به سمت صندوق‌های موسوم به KiwiSaver و سایر محصولات و خدمات حوزه بازنشستگی پس‌انداز که خارج از صنعت بیمه قرار دارند، رهسپار می‌شوند.

صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند احتمالاً در سال‌های آینده، در شکل یک بازار مالی کوچک و متمرکز در داخل این کشور باقی خواهد ماند، اما می‌تواند از وجود جریان‌های ورودی مداوم به طرح KiwiSaver بهره‌مند شود. حجم کل دارایی‌های تحت مدیریت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیوزیلند در اوایل سال ۲۰۲۰ به دلیل شروع همه‌گیری کووید-۱۹ کاهش یافت، اما تا پایان سال دوباره رشد کرد و در طول سال‌های ۲۰۲۱ تا ۲۰۲۳ به رشد خود ادامه داد.

لذا ما انتظار داریم شاهد رشد بیشتری در ارزش و حجم دارایی‌های تحت مدیریت در این صنعت طی افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، مطابق با بهبودهای پیش‌بینی شده در نرخ اشتغال و درآمد سرانه ملی نیوزیلند، باشیم.

ما انتظار داریم که در طول چشم‌انداز کوتاه‌مدت، بورس نیوزیلند همچنان تحت سلطه شرکت‌های داخلی باقی بماند و بدین ترتیب، اندازه کوچک این بازار، جذب فهرست‌های خارجی را دشوار خواهد کرد. اگرچه گروه مدیریت بورس اوراق بهادار نیوزیلند قصد دارد در توسعه فناوری‌های فین تک در سال‌های آتی، سرمایه‌گذاری کند. اما در حال حاضر، تلاش برای متقاعدسازی ورود

نظام بانکی
نیوزیلند
از کیفیت
قابل توجه
در دارایی‌ها
سطوح بالای
سرمایه و
بافریهای
سرمایه‌ای
قدرتمند سود
می‌برد

رتبه‌بندی ۱۲۲ کشوری این شاخص، در جایگاه سی و چهارم جهان قرار گرفته است. امتیاز BIRI نسبتاً خوب نیوزیلند در مقایسه با سایر بازارهای توسعه‌یافته منطقه‌ای آسیا و اقیانوسیه، نشان دهنده کاهش ریسک‌های بخش بانکی این کشور با وجود کُندی اقتصاد داخلی نیوزیلند و التهابات مستمر بازار مسکن است.

تحلیل بازار خدمات بانکی و مالی نیوزیلند بر مبنای ماتریس SWOT نقاط ضعف

- به نظر می‌رسد که نرخ پس‌انداز داخلی در نیوزیلند در حال کاهش و در نتیجه نرخ سپرده‌ها بالاتر خواهد رفت و همین مسئله بانک‌ها را مجبور می‌کند تا به دنبال تامین مالی خود از منابع خارجی باشند
- رشد بازار بیمه عمر به دلیل جمعیت نسبتاً کم نیوزیلند (حدود ۵.۱ میلیون نفر) و وجود جایگزین‌های اجتماعی، محدود شده است
- چارچوب نظارتی صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند هنوز در مرحله نوپایی است
- رشد تعداد سهام در بورس اوراق بهادار نیوزیلند به دلیل تمرکز داخلی آن محدود است.

نقاط قوت

- در دسترس بودن انواع ابزارهای توسعه‌ای به بانک‌های نیوزیلند این امکان را می‌دهد تا از ریسک‌های حاصل از افزایش نرخ بهره سود برده و کمبود منابع سرمایه‌ای خود را پوشش دهند
- دولت نیوزیلند افزایش آگاهی عمومی در حوزه بیمه را در اولویت قرار داده است
- رگولاتورهای مالی نیوزیلند، عملکرد پیشین درخشانی در تنظیم بازار بورس این کشور در سنوات گذشته داشته‌اند.

تهدیدها

- کاهش اعتماد مردم به اقتصاد و کسب و کارهای داخلی، بر نرخ رشد موثر اعتبارات بانکی، تأثیر منفی خواهد گذاشت
- دولت نیوزیلند نگران تورم شدید قیمت مسکن است، زیرا حجم عظیمی از دارایی‌های بانکی در این بخش متمرکز شده است
- اگرچه بیمه‌گران نیوزیلندی از سطح سرمایه خوبی برخوردار هستند، اما حوادث طبیعی بزرگ می‌تواند هزینه‌های قابل توجهی را در پی داشته باشد
- بورس‌های آسیا و اقیانوسیه رقابتی ترو در مقیاس بزرگ‌تری نسبت به بورس نیوزیلند

شرکت‌های جدید به بورس داخلی نسبتاً کوچک این کشور همچنان چالش‌آفرین خواهد بود. زیرا در حال حاضر، چندین کمپانی صنعتی و شرکت بزرگ فناورانه نیوزیلندی به جای انتشار سهام خود در بورس داخلی این کشور، به بازارهای سرمایه مهم اروپایی و جهانی پیوسته‌اند.

خلاصه چشم‌انداز نسبت به آخرین روندها و تحولات

با توجه به اینکه نرخ بهره بانکی در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، در بالاترین حد خود در ۱۴ سال گذشته باقی خواهد ماند و رشد تولید ناخالص داخلی نیز در همین بازه زمانی، تنها ۱.۱ درصد پیش‌بینی شده است، سرعت انبساط اعتبارات بانکی احتمالاً بیش از آنچه قبلاً انتظار می‌رفت کاهش می‌یابد. به همین دلیل، نرخ رشد موثر تسهیلات بانکی که در حال حاضر ۴.۱ درصد است، به یک درصد در سال‌های آتی نزدیک به امروز کاهش خواهد یافت. پیش‌بینی می‌شود که نرخ رشد حق بیمه‌های ناخالص رسمی ثبت شده در بازار بیمه نیوزیلند از میزان ۸.۹ درصد کنونی، به ۵.۶ درصد در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو کاهش یابد، اما انتظار می‌رود بخش بزرگ‌تر بیمه‌های عمومی و تخصصی، عملکرد بهتری از بخش بیمه عمر داشته باشد. با این حال، چشم‌انداز میان‌مدت و بلندمدت برای هردو بخش، رشد آهسته، اما پایدار است.

انتظار می‌رود که ارزش کل دارایی‌های تحت مدیریت در صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، از میزان ۴۰.۸ درصد فعلی با اندکی افزایش به ۵.۱ درصد برسد. همچنین پیش‌بینی می‌شود که سهام همچنان به عنوان پُر تقاضاترین و مورد علاقه‌ترین طبقه دارایی در این بازار باقی بماند. پیش‌بینی می‌شود که شاخص معیار بازار سهام نیوزیلند در پایان چشم‌انداز کوتاه‌مدت، کاهش ۱۵.۱ درصدی را نسبت به میزان کنونی، تجربه کند. (جدول ۲۹)

وضعیت شاخص ریسک صنعت مالی و بانکداری نیوزیلند

محاسبه امتیاز شاخص ریسک صنعت بانکداری برای نیوزیلند (BIRI)، عدد ۶۷.۳۰ و ۱۰۰ را نشان می‌دهد که حکایت از سطوح متوسط ریسک بخش بانکی برای اتمسفر مالی و اقتصادی نیوزیلند دارد. با این امتیاز، نیوزیلند در

FINANCIAL SERVICES FORECASTS (NEW ZEALAND – 2021-2026)

Indicator	2021e	2022e	2023f	2024f	2025f	2026f
Finance nominal GVA, USDbn	13.91	13.26	14.12	15.18	18.33	19.21
Finance USD nominal growth, % y-o-y	15.2	-4.7	6.5	7.5	20.7	4.8
Finance nominal GVA, NZDbn	19.67	20.92	22.24	23.50	24.77	25.95
Finance NZD nominal GVA growth, % y-o-y	5.7	6.3	6.3	5.7	5.4	4.8
Finance nominal GVA, % total GVA	6.29	6.09	6.05	6.05	6.07	6.14

e/f = Fitch Solutions estimate/forecast. Source: Statistics New Zealand, Fitch Solutions

جدول ۱. پیش‌بینی روند بازار خدمات بانکی و مالی نیوزیلند (۲۰۲۱-۲۰۲۶)

FINANCIAL SERVICES FORECASTS (NEW ZEALAND – 2027-2032)

Indicator	2027f	2028f	2029f	2030f	2031f	2032f
Finance nominal GVA, USDbn	20.14	21.11	22.07	23.03	23.99	24.96
Finance USD nominal growth, % y-o-y	4.9	4.8	4.6	4.3	4.2	4.1
Finance nominal GVA, NZDbn	27.22	28.52	29.83	31.12	32.42	33.73
Finance NZD nominal GVA growth, % y-o-y	4.9	4.8	4.6	4.3	4.2	4.1
Finance nominal GVA, % total GVA	6.19	6.23	6.28	6.32	6.37	6.42

f = Fitch Solutions forecast. Source: Statistics New Zealand, Fitch Solutions

جدول ۲. پیش‌بینی روند بازار خدمات بانکی و مالی نیوزیلند (۲۰۲۷-۲۰۳۲)

(RBNZ)، این کشور دارای ۲۷ بانک رسمی فعال است. بیشتر بانک‌های فعال در نیوزیلند، موسسات مالی ثبت‌شده در سایر کشورها هستند. این صنعت بسیار متمرکز و تحت سلطه نهادهای مالی و بانکی مستقر در استرالیا است. در حقیقت، بانک‌های داخلی نیوزیلندی که منشاء آنها، گروه‌های مالی استرالیایی هستند، بر نظام بانکی این کشور تسلط دارند و ۸۵ درصد از کل دارایی‌ها، سپرده‌ها و تسهیلات این صنعت را به خود اختصاص می‌دهند. پنج بانک رسمی داخلی متعلق به نیوزیلند، تنها ۸ درصد از کل دارایی‌ها، سپرده‌ها و تسهیلات را در اختیار دارند. حجم دارایی‌های چهار بانک بزرگ این کشور، اختلاف قابل توجهی نسبت به سایر بانک‌های داخلی دارد. در واقع، ارزش کل دارایی‌های ۴ بانک برتر نیوزیلند، ۵۳۳٫۱ میلیارد دلار نیوزیلند و مجموع دارایی‌های ۶ بانک بعدی، ۶۲٫۸ میلیارد دلار نیوزیلند است و دیگر بانک‌ها، حجم دارایی‌های بسیار کمتری دارند. بانک‌های متعلق به استرالیا همگی دارای رتبه اعتباری بالایی براساس استانداردهای بین‌المللی بانکداری هستند.

بانک‌های عامل برتر نیوزیلند در اقیانوس ۲۰۳۲

شرکت خدمات مالی بانک ANZ نیوزیلند (ANZ Bank New Zealand)، با مجموع دارایی

قرار دارند. به عنوان نمونه، بورس اوراق بهادار استرالیا یک تهدید بالقوه است.

فرصت‌ها

- وجود تعداد زیادی از شرکت‌های بیمه کوچک و متوسط، فرصت‌های سودآور مختلفی را در این صنعت برجسته خواهد کرد
- طرح ملی KiwiSaver، بستر را برای رشد صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند در سال‌های آینده فراهم می‌کند
- هنوز فضا برای توسعه کسب و کارهای کوچک و متوسط نیوزیلند وجود دارد تا از طریق عرضه در بورس این کشور بتوانند خود را رشد دهند

بازار خدمات صنعت بانکداری در نیوزیلند

صنعت بانکداری نیوزیلند، یک بازار مالی به خوبی توسعه یافته و به خوبی تنظیم شده است که سطوح نقدینگی و بافرهای سرمایه‌ای بالا در آن از ثبات این صنعت در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، حمایت می‌کند. با این حال، دورنمای رشد بازاربانکی نیوزیلند با روند جمعیتی آتی کمتر مطلوب در کنار یک چرخه بالقوه اهرمزدایی و احتمالاً افزایش نرخ بهره، تقاضای اعتبارات بانکی را محدود خواهد کرد. (نمودار ۱)

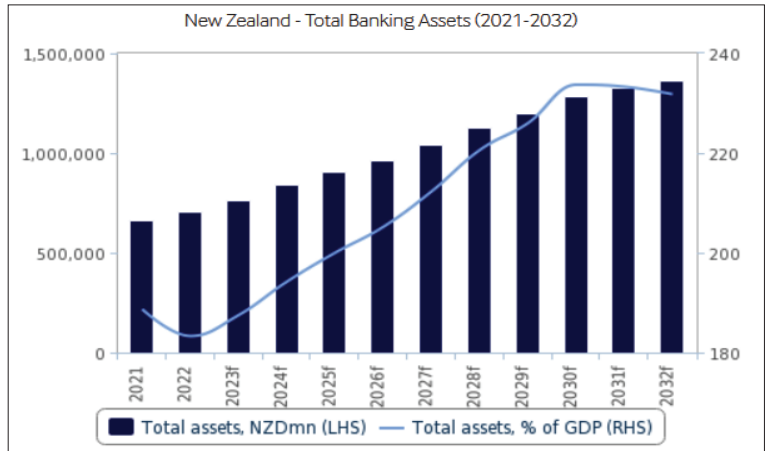
چشم‌انداز رقابتی آتی

در صنعت بانکداری نیوزیلند

طبق آخرین گزارش بانک مرکزی نیوزیلند



نمودار ۱
رشد سالانه کل دارایی‌های
بانکی نیوزیلند (۲۰۲۱-۲۰۳۲)



نیوزیلند، با ارزش کل دارایی ۱۲۴.۵ میلیارد دلار نیوزیلند، سومین بانک بزرگ تجاری این کشور است. این بانک در سال ۱۸۴۷ به عنوان اولین بانک پس‌انداز شروع به کار کرد. در حال حاضر ای‌اس بی بانک نیوزیلند متعلق به بانک مشترک المنافع استرالیا است که دفتر مرکزی آن در اوکلند قرار دارند. این بانک همچنان تحت نام تجاری ASB در نیوزیلند فعالیت می‌کند و طیف وسیعی از محصولات و خدمات بانکی، ثروت و بیمه را به مشتریان شخصی، تجاری، روستایی و شرکتی خود در سراسر این کشور ارائه می‌دهد. در اواسط سال ۲۰۲۰، ای‌اس بی بانک نیوزیلند دارای ۱۱۸ شعبه بود، اما تا مارس ۲۰۲۱، به سبب همه‌گیری کرونا، تعداد شعبات فیزیکی آن به ۸۶ شعبه کاهش یافت. این بانک همچنین دارای ۴۰۰ دستگاه خودپرداز در سراسر نیوزیلند است.

• شرکت بانکداری خرد وست پک نیوزیلند (Westpac New Zealand)

شرکت بانکداری خرد وست پک نیوزیلند، با مجموع دارایی ۱۲۲ میلیارد دلار نیوزیلند، چهارمین بانک بزرگ تجاری در این کشور از منظر ارزش و حجم دارایی است. این بانک با نام تجاری و ماهیت امروز خود در اکتبر ۲۰۰۶ به ثبت رسیده است، اما سابقه ۱۵۰ ساله در ارائه خدمات بانکی به شهروندان و شرکت‌ها در نیوزیلند دارد. شرکت بانکداری خرد وست پک نیوزیلند خدمات مالی متعددی مانند بانکداری شخصی، بانکداری تجاری و نهادی و تامین مالی تجارت کشاورزی را ارائه می‌دهد. این بانک از طریق شبکه گسترده‌ای

۱۸۹ میلیارد دلار نیوزیلند، بزرگترین بانک تجاری این کشور از نظر حجم و ارزش دارایی محسوب می‌شود. بانک ANZ نیوزیلند که در آوریل ۱۹۸۷ تاسیس شده است، طیف وسیعی از خدمات مالی از جمله بانکداری شخصی، بانکداری تجاری و نهادی و امور مالی روستایی را ارائه می‌دهد. به گفته مدیران این بانک، از هر دو نیوزیلندی تقریباً یک نفر با یکی از برندهای این گروه خدمات مالی، ارتباط بانکی دارد.

علاوه بر این، بانک ANZ نیوزیلند بیش از ۳۰ درصد از کل وام‌های مسکن در نیوزیلند را تأمین مالی می‌کند و همچنین با سهم بازار ۳۹ درصد، بزرگترین تأمین‌کننده مالی و بانکی روستایی در این کشور است.

• بانک نیوزیلند (Bank of New Zealand)

بانک نیوزیلند، با ارزش دارایی ۱۲۴.۵ میلیارد دلار نیوزیلند، در جایگاه دومین بانک بزرگ تجاری این کشور قرار گرفته است. دفتر مرکزی بانک نیوزیلند که در سال ۱۸۶۱ تاسیس شده است، در اوکلند قرار دارد. این بانک در سال ۱۹۹۲ تحت مالکیت بانک ملی استرالیا درآمد، اما با همان نام تجاری "بانک نیوزیلند" به فعالیت خود ادامه داد و امروزه خدمات مالی نظیر بانکداری خرد، بانکداری ثروت، تجارت بین‌الملل، تجارت کشاورزی، بانکداری شرکتی، بیمه و مدیریت دارایی را ارائه می‌دهد. بانک نیوزیلند در مجموع ۱۵۳ شعبه در سراسر این کشور دارد.

• شرکت خدمات مالی ای‌اس بی بانک نیوزیلند (ASB Bank)

شرکت خدمات مالی ای‌اس بی بانک

دولت نیوزیلند
نگران تورم
شدید قیمت
مسکن است
زیرا حجم
عظیمی از
دارایی‌های
بانکی در این
بخش متمرکز
شده است

از شعب و دستگاه‌های خودپرداز (بیش از ۲۰۰ شعبه در نیوزیلند) در سراسر جزایر شمالی و جنوبی این کشور و همچنین با نام شرکت Westpac Banking در استرالیا، به بیش از ۱.۲ میلیون نفر از مشتریان خود، خدمات‌رسانی می‌کند.

• گروه خدمات بانکداری و مالی کیوی بانک (Kiwibank)

گروه خدمات بانکداری و مالی کیوی بانک، با ارزش دارایی ۳۳.۴ میلیارد دلار نیوزیلند، در جایگاه پنجمین بانک بزرگ تجاری این کشور قرار گرفته است. کیوی بانک، یک شرکت خدمات مالی و بانکی دولتی متعلق به شرکت ملی پست نیوزیلند (New Zealand Post) است که مالکیت ۵۳ درصد از سهام این بانک را در اختیار دارد. صندوق بازنشستگی نیوزیلند و شرکت جبران حوادث نیوزیلند مابقی سهم مالکیت کیوی بانک را پس از سرمایه‌گذاری‌های خود در اکتبر ۲۰۱۶ در اختیار گرفتند. این بانک در سال ۲۰۰۲ راه اندازی شد و دفتر مرکزی آن در ولینگتون قرار دارد. در حال حاضر، شعبات فیزیکی ارائه خدمات کیوی بانک در بیش از ۲۵۰ مرکز پستی قرار داشته و طیف کاملی از خدمات مالی را در زمینه بانکداری شخصی، بانکداری تجاری و خدمات بین‌المللی ارائه می‌دهد.

بازار خدمات صنعت بیمه در نیوزیلند

صنعت بیمه نیوزیلند، یک بازار مالی به خوبی توسعه یافته است، اگرچه از نظر حجم و ارزش معاملات و دارایی‌ها، یکی از بازارهای منطقه‌ای کوچک محسوب می‌شود و پتانسیل رشد بلندمدت آن به دلیل جمعیت کمی بیش از ۵ میلیون نفری نیوزیلند، محدود شده است. با این حال، شکاف‌های پوشش بیمه‌ای در هر دو بخش بیمه عمر و بیمه‌های

عمومی و تخصصی وجود دارد که این امر از رشد بالقوه در این صنعت تا پایان افق بلندمدت ۲۰۳۲، حمایت خواهد کرد. همچنین بهبود وضعیت رشد اقتصاد داخلی نیوزیلند، کاهش التهابات تورمی و بهبودهای پیش‌بینی‌شده در نرخ‌های اشتغال و درآمد سرانه ملی نیز از افزایش تقاضای بیشتر خدمات این صنعت به ویژه در بخش‌های بیمه املاک و بیمه وسائط نقلیه، حمایت خواهد کرد. پیش‌بینی می‌شود ارزش بازار بیمه عمر که حدود ۲۷ درصد از کل حق بیمه‌های ثبت شده رسمی این صنعت را تشکیل می‌دهد، در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو با ۵.۱ درصد افزایش به ۳.۲ میلیارد دلار نیوزیلند برسد. همچنین به نظر می‌رسد که تا پایان سال ۲۰۲۷، ارزش کل حق بیمه‌ها در این بخش با افزایش ۵.۳ درصد متوسط سالانه، به ۳.۷ میلیارد دلار نیوزیلند برسد. در پایان افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، ما انتظار رشد ۵.۸ درصدی را در بازار بیمه‌های عمومی و تخصصی داریم که بدین ترتیب ارزش کل حق بیمه‌های غیرعمری به ۸.۷ میلیارد دلار نیوزیلند خواهد رسید. اما در دوره پیش‌بینی میان‌مدت ما یعنی تا پایان سال ۲۰۲۷، شاهد رشد متوسط سالانه ۳.۱ درصدی خواهیم بود که مجموع ارزش این بازار را به ۹.۹ میلیارد دلار نیوزیلند می‌رساند. احتمالاً در هر دو بخش این صنعت، تنوع محصولات و دیجیتالی شدن فرآیندها و خدمات، بیمه‌گران را قادر سازد تا به کاربرانی که برای اولین بار از خدمات بیمه‌ای استفاده می‌کنند، دسترسی پیدا کنند.

چشم‌انداز رقابتی آتی در صنعت بیمه نیوزیلند

صنعت بیمه نیوزیلند به شدت به سمت بخش بیمه‌های عمومی و تخصصی گرایش دارد که بیش از دو سوم کل حق بیمه‌های این صنعت را تشکیل می‌دهد. ضریب نفوذ بازار بیمه‌های

بـرـش



۸۵ درصد بانک‌های نیوزیلندی در اختیار استرالیایی‌ها

بیشتر بانک‌های فعال در نیوزیلند، موسسات مالی ثبت شده در سایر کشورها هستند. این صنعت بسیار متمرکز و تحت سلطه نهادهای مالی و بانکی مستقر در استرالیا است. در حقیقت، بانک‌های داخلی نیوزیلندی که منشاء آنها، گروه‌های مالی استرالیایی هستند، بر نظام بانکی این کشور تسلط دارند و ۸۵ درصد از کل دارایی‌ها، سپرده‌ها و تسهیلات این صنعت را به خود اختصاص می‌دهند.

۷۸



اقتصاد

• شماره ۸۱ - اسفند ۱۴۰۳ •

گروه‌های مالی
استرالیایی بر
نظام بانکی
نیوزیلند
تسلط دارند
و ۸۵ درصد از
کل دارایی‌ها
سپرده‌ها و
تسهیلات این
صنعت را به
خود اختصاص
می‌دهند

افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، نگهداری اوراق
بدهی بلندمدت ۱۶،۲ درصد در سال افزایش
یابد، در حالی که نگهداری اوراق بدهی کوتاه
مدت، کاهش ۱۶،۵ درصدی را به ثبت خواهد
رساند. صنعت مدیریت دارایی نیوزیلند، یک
بازار مالی نسبتاً کوچک و متمرکز در داخل
کشور است و اندازه محدود آن بازتابی از
نرخ پس‌انداز پایین این کشور است. با این
حال، پس از معرفی طرح ملی و دولتی وجوه
KiwiSaver در سال ۲۰۰۷، بازار مدیریت
دارایی نیوزیلند شاهد رشد قوی بوده است.

بستر خدمات بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در نیوزیلند

نیوزیلند دارای یک بورس اوراق بهادار منفرد به
نام بورس نیوزیلند است که در مقیاس نسبتاً
کوچکی فعالیت می‌کند. در حالی که انتظار
داریم سرمایه‌گذاری در بازار سهام نیوزیلند در
افق میان مدت مطابق با بهبود وضعیت رشد
اقتصادی این کشور افزایش یابد، اما با توجه
به اندازه کوچک مبادلات و رقابت فشرده در
بازارهای سهامی بزرگتر منطقه‌ای، جذب
فهرست‌های خارجی به این پلتفرم بورسی،
دشوار خواهد بود. خاستگاه اولیه بورس
منطقه‌ای نیوزیلند به دهه ۱۸۷۰ بر می‌گردد.
با این حال، ساختار فعلی بازار سرمایه این
کشور در سال ۲۰۰۲ تأسیس شده است. در
بورس نیوزیلند محصولات سرمایه‌گذاری
و بیمه تحت طرح KiwiSaver از طریق
SuperLife و صندوق‌های قابل معامله در
بورس تحت مدیریت Smartshares ارائه
می‌شود. بازار سرمایه نیوزیلند دارای دو بازار
برای فهرست‌بندی و تجارت سهام شامل
بازار اصلی NZX و بازار NXT است. بازار اصلی
بورس نیوزیلند، محل فعالیت معروف‌ترین
برندهای این کشور، شرکت‌های معتبر داخلی
و همچنین تعدادی از شرکت‌های خارجی
و بین‌المللی است. طبق آخرین گزارش
NZX، تعداد ۱۳۲ شرکت در این بازار فهرست
شده‌اند که ارزش بازار ترکیبی آنها به ۱۴۷،۰۴
میلیارد دلار نیوزیلند می‌رسد. در حالی که
شرکت‌های فهرست‌شده در بورس نیوزیلند
عمدتاً داخلی هستند، اما مدیران این پلتفرم
به دنبال رشد بازار سهام از طریق هدف قرار
دادن سرمایه‌گذاران خارجی و شرکت‌های
خارج از کشور که فعالیت‌های قابل توجهی در
نیوزیلند به عنوان بخشی از استراتژی پنج ساله
خود دارند، هستند.

عمومی و تخصصی در نیوزیلند حدود ۲۰۲ و
بازارهای بیمه‌های عمر حدود ۰۰،۸ درصد از
تولید ناخالص داخلی است. این عدم تعادل
احتمالاً در ۱۰ سال آینده کمتر برجسته خواهد
شد، زیرا انتظار می‌رود نرخ رشد سیاست‌های
عمر بیشتر از حق بیمه‌های عمر باشد. هر
دو بخش تا حدی توسط محصولات و مفاد
ارائه شده توسط دولت، جایگزین می‌شوند.
عوامل ساختاری، محدودیت‌هایی را بر رشد
کلی کسب و کارهای حوزه بیمه‌های عمومی
و تخصصی ایجاد می‌کند که این مسئله
چالش‌برانگیز، با اجتماعی شدن ریسک
حوادث شخصی از طریق شرکت جبران
خسارت نیوزیلند (ACC) و ریسک اموال و
تلفات از طریق کمیسیون زلزله نیوزیلند
(EQC)، حمایت می‌شود. علاوه بر این، بیمه
درمانی خصوصی در نیوزیلند نسبت به سایر
کشورهای OECD توسعه یافته‌تری دارد.
در نتیجه، بازار بیمه این کشور همچنان تحت
سلطه بیمه‌های اموال، بیمه وسائط نقلیه و تا حدی
بیمه حوادث عمومی قرار دارد. در صنعت
بیمه نیوزیلند، ۲۸ عضو شورای بیمه نیوزیلند
(ICNZ) که مربوط به انجمن تجاری بیمه‌گران
حوزه بیمه‌های عمومی و تخصصی هستند،
حدود ۹۵ درصد از حق بیمه‌های مکتوب
رسمی را تشکیل می‌دهند. همچنین ۲۶ عضو
شورای خدمات مالی (FSC) عمدتاً در تجارت
بیمه عمر فعال هستند.

بازار خدمات صنعت مدیریت دارایی در نیوزیلند

نیوزیلند، خاستگاه یک صنعت مدیریت
دارایی نسبتاً کوچک اما پویا است. سطوح
درآمد سرانه متوسط رو به بالا و سنت
قوی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، از جمله
مواردی است که توسط طرح ملی و دولتی
KiwiSaver هدایت می‌شوند، به این معنی
که حجم دارایی‌های تحت مدیریت در
این صنعت در حال افزایش است و رشد
سرمایه‌گذاران آماتور نیز، نرخ تقاضای موثر
خدمات را تحریک می‌کند. کم جمعیت بودن
کشور نیوزیلند، پتانسیل رشد بلندمدت در
صنعت مدیریت دارایی این کشور را محدود
می‌کند. طبق آخرین نظرسنجی‌های فصلی
وجوه مدیریت شده بانک مرکزی نیوزیلند،
۳۷ صندوق سرمایه‌گذاری، حدود ۹۷ درصد
از کل وجوه تحت مدیریت در صنعت مدیریت
دارایی نیوزیلند را تشکیل می‌دهند. از نظر
طبقات دارایی، پیش‌بینی می‌شود تا پایان





بانک توسعه تعاون

TOSE'E TA'AVON BANK



آغاز ماجرای که به خانه ختم می شود

سرایار



اوراق گواهی تسهیلات مسکن تعاون از طریق افتتاح حساب در بانکواره

امکان معامله و نقد شوندگی اوراق در بازار فرابورس ایران • بازدهی مناسب سرمایه گذاری در سپرده های ویژه اوراق

جهت کسب اطلاعات بیشتر به شعب بانک توسعه تعاون و یا وبگاه www.ttbank.ir مراجعه فرمایید