





۱۵

### مدیریت موسسات مالی پُرچالش نتیجه داد

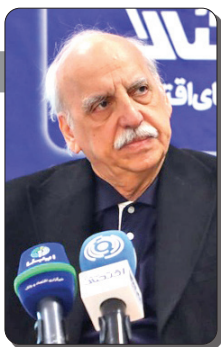
قادری، نایب رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس



۳۷

### بازار ارز وارد فاز آرامش شد

دور دوم اجرای سیاست تثبیت اقتصادی



۱۰

### رشد تورم با تلاش بانک مرکزی آرام گرفت

عبده تبریزی، اقتصاددان



۵

### اقدامات بانک مرکزی بدون مداخلات سیاسی نتیجه می دهد

دکتر "رعد محمود التل"، استاد دانشگاه و رئیس گروه اقتصاد دانشگاه اردن



۲۰

### میزان اثرگذاری اخبار سیاسی بر نرخ ارز کنترل شد

درودیان، کارشناس مسائل پولی و بانکی



۱۲

### تحولات سیاسی مدیریت تورم و نرخ ارز را دشوار می کند

محمدی نژاد، استاد دانشگاه علوم و تحقیقات



### اعتیاد بانکداران مرکزی آمریکا به تغییر سریع رژیم پولی و ارزی

۵۰ اثر بی ثباتی سیاست های پولی بر اقتصاد جهان



۲۶

### سیاست بانک مرکزی تورم را در مسیر کاهش قرار داد

پدرام، استاد اقتصاد دانشگاه الزهراء



۲۴

### نوسانات سیاسی دلار کنترل تورم را دشوار می کند

۳۰

### سیاست کنترل ترازنامه بانک ها تورم را کاهش داد

۴۵

### هدف گذاری در کل های پولی باید ادامه یابد

۵۴

### عبور آرژانتین از تورم سوزان ۲۰۰ درصدی



## • 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:

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

## • مدیر اجرایی:

محمود مهدوی

## • دبیر سایت:

دنیا نظر سروش

## • گرافیکست و طراح جلد:

سید احسان نوری نجفی

## • صفحه آرایی:

مهدی بخشی

## • عکاس:

مجید سلطانی

## • نشانی:

تهران، خیابان شهید بهشتی، خیابان خالد اسلامبولی (وزرا)  
نیش 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  | درس هایی از تخلیه هیجانات و ریزش نرخ ارز                       |
| ۵  | اقدامات بانک مرکزی بدون مداخلات سیاسی نتیجه می دهد             |
| ۱۰ | رشد تورم با تلاش بانک مرکزی آرام گرفت                          |
| ۱۲ | تحولات سیاسی، مدیریت تورم و نرخ ارز را دشوار می کند            |
| ۱۵ | مدیریت موسسات مالی پُرچالش نتیجه داد                           |
| ۲۰ | میزان اثرگذاری اخبار سیاسی بر نرخ ارز کنترل شد                 |
| ۲۴ | نوسانات سیاسی دلار کنترل تورم را دشوار می کند                  |
| ۲۶ | سیاست بانک مرکزی تورم را در مسیر کاهشی قرار داد                |
| ۳۰ | سیاست کنترل ترانزنامه بانک ها تورم را کاهش داد                 |
| ۳۴ | مسیر همکاری های بین المللی بانکی ایران باید باز شود            |
| ۳۷ | بازار ارز وارد فاز آرامش شد                                    |
| ۳۹ | نااطمینانی تجاری، رشد اقتصاد جهان را کاهشی کرد                 |
| ۴۵ | هدف گذاری در کل های پولی باید ادامه یابد                       |
| ۵۰ | اعتیاد بانکداران مرکزی آمریکا به تغییر رژیم پولی و ارزی        |
| ۵۴ | عبور آرژانتین از تورم سوزان ۲۰۰ درصدی                          |
| ۵۸ | آمریکای لاتین غرق در گرداب مهلک بی ثباتی سیاست های پولی و ارزی |
| ۶۲ | چگونه اقتصاد ارمنستان به ثبات مالی رسید؟                       |
| ۶۷ | تجزیه تدریجی بازار بانکی اروپا                                 |
| ۷۳ | چالش وام های غیر جاری در بانک های دولتی بنگلادش                |

## درس‌هایی از تخلیه هیجانات و ریزش نرخ ارز

روزهای سال جدید، نرخ ارز در اثر هیجانات سیاسی دچار رشد بیش از انتظار شد. بسیاری از کارشناسان در همان روزها، بر هیجانی بودن رشد نرخ تاکید کردند.

با تخلیه هیجان از بازار طی روزهای اخیر، نرخ ارز نیز به میزان چشم‌گیری کاهش یافت تا مشخص شود نرخ‌های اعلامی در روزهای پایانی سال گذشته و اوایل سال جاری، حبابی بوده است. این دقیقاً همان نکته‌ای است که پیش از این، بانک مرکزی هم بدان اشاره کرده و برگذا را بودن این نرخ‌ها تاکید کرده بود.

نکته نهفته دیگر در روند هفته‌های اخیر بازار ارز، پریسک بودن این بازار برای سرمایه‌گذاری است. نوسانات پرتعداد و با دامنه زیاد، همان چیزی است که در ادبیات رایج اقتصادی و مالی از آن به عنوان «ریسک» یاد می‌شود. مرور روند ماه‌های اخیر بازار ارز نشان می‌دهد این بازار یکی از پریسک‌ترین بازارهای کشور برای سرمایه‌گذاری است.

موضوع دیگر در وقایع اخیر بازار ارز، نقش مهم انتظارات در این بازار است. این نکته، دلالت‌های مهمی برای مدیریت ارزی کشور دارد. با توجه به نقش پررنگ انتظارات در نوسانات نرخ ارز، تدوین یک سیاست ارتباطی قوی در بانک مرکزی برای مدیریت کارآمد انتظارات و بزنه‌های آتی، می‌تواند ضمن ارتقای توان سیاست‌گذار در مدیریت بازار ارز، هزینه حفظ ثبات ارزی را نیز کاهش دهد.

مذاکرات اتمی میان ایران و آمریکا به مراحل جدید خود رسیده است. در این مرحله، طرفین وارد بحث‌های کارشناسی شده و مذاکرات به مرحله جزئیات وارد می‌شود. فضای سازنده مذاکرات و روایت‌های مثبت هر یک از طرفین، دستیابی به توافق را بسیار محتمل نشان می‌دهد. سرعت بالای پیشرفت مذاکرات، دستیابی به توافق در مدتی به مراتب کوتاه‌تر از برجام را بسیار محتمل کرده است.

در فضای مثبت ایجاد شده، بازارهای مختلف نیز تحت تاثیر قرار گرفته‌اند. شاخص‌ترین بازاری که از فضای مثبت مذاکرات متاثر شده، بازار ارز است. طی دو هفته منتهی به آغاز اردیبهشت، نرخ‌ها در بازار ارز حدود ۲۰ درصد کاهش داشته‌اند. خوش بینی‌ها به حدی بوده که انتظار کاهش بیشتر نرخ ارز در هفته‌های آتی و به ویژه پس از توافق هم در فضای رسانه‌ای شکل گرفته است. این شرایط نشان می‌دهد انتظارات اقتصادی آحاد جامعه در نتیجه مذاکرات جاری و احتمال بالای دستیابی به توافق، به میزان چشمگیری تعدیل شده است.

کاهش شدید نرخ ارز و انتظار برای کاهش بیشتر آن در آینده نزدیک، حاکی از گزاره‌های مختلفی است.

اولین نتیجه‌ای که از کاهش شدید نرخ ارز می‌توان گرفت، هیجانی بودن رشد آن طی هفته‌های پیش از افزایش نرخ است. در هفته‌های پایانی سال گذشته و نخستین



دکتر "رعد محمود التل"، استاد دانشگاه و رئیس گروه اقتصاد دانشگاه اردن در گفت و گو با هفته نامه تازه های اقتصاد :

## اقدامات بانک مرکزی بدون مداخلات سیاسی نتیجه می دهد

- هدف گذاری تورمی، یکی از موثرترین استراتژی های بانک های مرکزی برای کنترل تورم است
- بانک مرکزی باید از مداخلات دولت مستقل باشد تا اطمینان حاصل کند که تصمیمات آن براساس ملاحظات صرفا اقتصادی اتخاذ می شود
- سیاست پولی و مالی باید با هم کار کنند تا ثبات اقتصادی تضمین شود
- نقدینگی بیش از حد منجر به کاهش شدید ارزش پول داخلی در برابر ارزهای خارجی می شود که ممکن است دلاریزه شدن را ایجاد کند
- نقدینگی مازاد ممکن است منجر به هدایت پول به سمت سفته بازی در دارایی هایی مانند املاک و سهام شود



بانک مرکزی  
باید اجازه  
داشته باشد  
که از ابزارهای  
سیاست پولی  
استفاده کند  
بدون اینکه  
محدودیت‌های  
خارجی بر  
عملکرد آن تأثیر  
بگذارد

کنترل تورم به عنوان یکی از چالش‌های اصلی، به ویژه در کشورهایی به شمار می‌رود که تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی، اقتصادی و یا سیاسی قرار دارند. تورم معلول علل مختلفی است که بسته به شرایط اقتصادی و سیاسی هر کشوری تفاوت دارد. در برهه اخیر، افزایش سطح تنش‌های منطقه‌ای و جهان‌کشورها درگیر بحران‌های سیاسی - امنیتی و مشکلات اقتصادی کرده است. در چنین شرایطی، بانک‌های مرکزی به میزان جایگاه و قدرت اثرگذاری بر تصمیمات کلان اقتصادی دولت‌ها، بر اقتصاد کشورها تأثیرگذار بوده و اقدامات این نهادها می‌تواند بر روند کنترل تورم و برعکس، رشد تورم اثر مستقیم داشته باشد. در همین رابطه دکتر "عدم‌حمود التل"، استاد دانشگاه ورژیس گروه اقتصاد دانشگاه اردن، به پرسش‌های مطرح شده توسط هفته‌نامه تازه‌های اقتصاد پاسخ داده که به شرح زیر است:

**کنترل تورم، مهم‌ترین هدف بانک‌های مرکزی جهان است. چه ابزارها و اختیاراتی برای عملکرد موفق بانک مرکزی در کنترل تورم مورد نیاز است؟ میزان استقلال و اعتبار بانک مرکزی و یا فراهم بودن امکان به کارگیری ابزارهای موجود برای کنترل تورم، تا چه اندازه کارگشا است؟**

کنترل تورم یکی از مهم‌ترین اولویت‌های بانک‌های مرکزی در جهان است، زیرا تأثیر مستقیمی بر ثبات اقتصادی، سطح معیشت جامعه و اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. بانک مرکزی برای تضمین موفقیت خود در دستیابی به این اهداف و از جمله کنترل تورم، علاوه بر فضای نهادی مناسب، باید از مجموعه ابزارها و اختیارات لازم نیز برخوردار باشد.

برجسته‌ترین این ابزارها و ملزومات عبارتند از:

#### ۱. استقلال بانک مرکزی:

- بانک مرکزی باید از مداخلات دولت مستقل باشد تا اطمینان حاصل کند که تصمیمات آن بر اساس ملاحظات صرفاً اقتصادی اتخاذ می‌شود
- استقلال ابزاری: بانک مرکزی باید اجازه داشته باشد که از ابزارهای سیاست پولی استفاده کند، بدون اینکه محدودیت‌های خارجی بر عملکرد آن تأثیر بگذارد

#### ۲. اعتبار بانک مرکزی:

- شفافیت اهداف: تعیین اهداف روشن و مشخص برای کنترل تورم، مانند هدف‌گذاری برای تحقق نرخ تورم خاص
- شفافیت سیاست‌ها: انتشار داده‌های اقتصادی و شفاف‌سازی سیاست‌های پولی برای مردم و سرمایه‌گذاران به منظور افزایش اعتماد
- تعهد به اهداف: تعهد بانک مرکزی به اجرای استراتژی‌های خود برای دستیابی به نرخ ثابت تورم

#### ۳. استفاده از ابزارهای پولی:

- نرخ بهره: افزایش یا کاهش نرخ بهره برای کنترل تقاضای کل و هزینه‌های مصرفی
- عملیات بازار باز: خرید یا فروش اوراق قرضه دولتی برای کنترل نقدینگی موجود در بازار
- نسبت‌های ذخیره مورد نیاز: اصلاح میزانی که بانک‌ها ملزم به نگهداری بخشی از سپرده‌های خود نزد بانک مرکزی هستند
- نظارت بروام‌های اعتباری: ایجاد محدودیت برای وام‌دهی بیش از حد برای کاهش تورم

#### ۴. تقویت هماهنگی بین سیاست‌های اقتصادی:

- هماهنگی با سیاست مالی: سیاست پولی و مالی باید با هم کار کنند تا ثبات اقتصادی تضمین شود
- کنترل مخارج دولت: کاهش کسری مالی که ممکن است به ابرتورم منجر شود



## ۵. بهبود کارآیی بازار مالی:

- توسعه بازارهای مالی برای پاسخگویی فوری به تغییرات سیاست پولی
- افزایش شفافیت و رقابت در بخش بانکداری

## ۶. مقابله با تورم وارداتی:

- تدوین سیاست‌هایی برای کنترل قیمت کالاهای وارداتی از طریق تنوع بخشیدن به منابع وارداتی یا بهبود تولید داخلی.

## ۷. اقدامات نظارتی:

- وضع قوانینی که از استقلال بانک مرکزی حمایت کند
- اعمال نظارت مؤثر بر نظام مالی و بانکی برای اطمینان از تشدید تورم
- وجود این ابزارها و قدرت‌ها به همراه یک محیط نهادی حمایتی، می‌تواند توانایی بانک مرکزی را در کنترل تورم و تضمین ثبات اقتصادی افزایش دهد.

### از ابزارهای مؤثر کنترل تورم در جهان، کنترل حجم نقدینگی و مهار سرعت رشد آن است. در این زمینه، حرکت نامتوازن رشد نقدینگی با جریان اقتصادی، چه خسارت‌هایی به بار خواهد آورد؟

رشد نامتوازن نقدینگی در اقتصاد می‌تواند آسیب‌ها و چالش‌های اقتصادی فراوانی را چه در کوتاه‌مدت و چه در بلندمدت ایجاد کند. وقتی نقدینگی با نرخ نامتوازن در برابر رشد اقتصادی و تولید افزایش می‌یابد، این امر منجر به چندین اثر منفی می‌شود که مهم‌ترین آنها عبارتند از:

### ۱. نرخ تورم بالا:

- افزایش نقدینگی بدون رشد واقعی در تولید، تقاضای کل را به صورت غیرقابل توجیهی افزایش می‌دهد و منجر به افزایش قیمت کالاهای و خدمات می‌شود.
- تورم، قدرت خرید ارز را کاهش می‌دهد و بر سطح زندگی جامعه تأثیر منفی می‌گذارد.

## ۲. از دست رفتن اعتماد به پول محلی:

- نقدینگی بیش از حد منجر به کاهش شدید ارزش پول داخلی در برابر ارزهای خارجی می‌شود که ممکن است دلاریزه شدن را ایجاد کند (استفاده از ارزهای خارجی به جای پول داخلی).

## ۳. افزایش کسری تجاری:

- با کاهش ارزش پول ملی و افزایش تقاضا برای کالاهای وارداتی به دلیل کاهش نسبی ارزش آنها، کسری تجاری افزایش می‌یابد.
- تورم وارداتی در صورت افزایش قیمت کالاهای وارداتی مشکل‌ساز می‌شود.

## ۴. تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری:

- تورم و بی‌ثباتی پولی از جذابیت اقتصاد برای سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی می‌کاهد.
- ممکن است شرکت‌ها به دلیل بی‌ثباتی در قیمت‌ها و دستمزدهای مواد خام در برنامه‌ریزی بلندمدت با مشکل مواجه شوند.

## ۵. بدتر شدن وضعیت توزیع درآمد و ثروت:

- تورم ناشی از رشد نامتوازن نقدینگی بر گروه‌های ثابت یا کم‌درآمد تأثیر منفی می‌گذارد و شکاف بین اقشار غنی و فقیر را تشدید می‌کند.

## ۶. افزایش خطر حباب‌های اقتصادی:

- نقدینگی مازاد ممکن است منجر به هدایت پول به سمت سفته‌بازی در دارایی‌ها (مانند املاک و سهام) شود و باعث افزایش غیرقابل توجیه قیمت آنها و ایجاد حباب‌های اقتصادی شود.

## ۷. تأثیر منفی بر سیستم بانکی:

- افزایش نقدینگی ممکن است منجر به اعطای وام بیش از حد و بدون کنترل شود که خطر عدم بازپرداخت وام را افزایش می‌دهد.
- در صورت عدم کنترل تورم، اعتماد سپرده‌گذاران به سیستم بانکی کاهش می‌یابد.

## ۸. رقابت ضعیف:

- هزینه‌های داخلی بالا نسبت به سایر

داده‌های

اقتصادی

باید به منظور

شفاف‌سازی

سیاست‌های

پولی و افزایش

اعتماد

برای مردم و

سرمایه‌گذاران

منتشر شود



وجود ابزارها  
وقدرت‌ها  
به همراه یک  
محیط نهادی  
حمایتی  
می‌تواند توانایی  
بانک مرکزی  
را در کنترل  
تورم و تصمیم  
ثبات اقتصادی  
افزایش دهد

کشورها منجر به کاهش صادرات و افزایش وابستگی به واردات می‌شود که به بخش صنعت آسیب می‌رساند.

#### ۹. تأثیر بر سیاست پولی:

- رشد نامتعادل نقدینگی، اثربخشی ابزارهای سیاست پولی را تضعیف می‌کند، زیرا کنترل سطوح تورم یا ثبات اقتصاد دشوار می‌شود.

#### ۱۰. افزایش فشار بر بودجه عمومی:

- افزایش نرخ بهره برای مبارزه با تورم، هزینه خدمات مرتبط با بدهی عمومی و به تبع، کسری بودجه را افزایش می‌دهد.

#### راه حل‌های پیشنهادی:

مقام‌های پولی و مالی برای محدود کردن این خسارت‌ها باید اقدامات زیر را مدنظر قرار دهند:

- نظارت مستمر بر رشد نقدینگی
- پیوند نقدینگی با رشد واقعی اقتصادی
- استفاده از ابزارهای سیاست پولی مانند نرخ بهره و عملیات بازار باز برای کنترل نقدینگی
- تقویت هماهنگی بین سیاست پولی و مالی برای جلوگیری از فشارهای تورمی
- رشد نامتعادل نقدینگی تهدیدی برای ثبات اقتصادی است، بنابراین باید استراتژی‌های دقیقی برای اطمینان از توازن در نقدینگی متناسب با نیازهای اقتصاد در نظر گرفته شود.

#### پس از ناکامی بسیاری از

#### کشورها در کنترل تورم،

#### هدف‌گذاری تورمی در

#### جهان تقویت شد و امروزه

#### بسیاری از بانک‌های مرکزی

#### اقدام به هدف‌گذاری تورمی

#### می‌کنند. تعیین دامنه و هدف

#### تورمی چقدر در تحقق کنترل

#### تورم موثر است؟

هدف‌گذاری تورم به یکی از موثرترین استراتژی‌های مورد استفاده بانک‌های مرکزی برای کنترل تورم تبدیل شده است

و در بسیاری از کشورها به موفقیت‌های چشمگیری دست یافته است. این استراتژی مبتنی بر تعیین محدوده یا هدف مشخص برای تورم (مانند ۲ درصد  $\pm$  ۱ درصد) و تعهد به دستیابی به آن با استفاده از ابزارهای سیاست پولی است. اثربخشی این روش به عوامل مختلفی بستگی دارد.

دلایل اثربخشی هدف‌گذاری تورمی:

#### ۱. افزایش اعتبار و اعتماد:

- اعلام هدف تورمی مشخص باعث افزایش شفافیت بانک مرکزی و افزایش اعتماد بازار و مصرف‌کنندگان به توانایی آن در مدیریت سیاست‌های پولی می‌شود.
- اعتبار، انتظارات تورمی را پایدارتر می‌کند و در نتیجه، رفتارهای اقتصادی نامطلوب مانند عجله در مصرف یا سفته‌بازی را کاهش می‌دهد.

#### ۲. کنترل انتظارات تورمی:

- هنگامی که افراد و کسب و کارها محدوده تورم هدف را می‌دانند، انتظارات آنها بیشتر با هدف هماهنگ می‌شود.
- این امر به ثبات دستمزدها و قیمت‌ها کمک می‌کند و دستیابی به اهداف بانک مرکزی را آسان خواهد کرد.

#### ۳. انعطاف سیاست پولی:

- هدف‌گذاری تورمی به بانک مرکزی اجازه می‌دهد تا ابزارهای سیاست پولی (مانند نرخ بهره یا عملیات بازار باز) را در پاسخ به هرگونه انحراف از محدوده هدف تعدیل کند.
- این انعطاف به بانک را قادر می‌سازد تا به طور موثر با شوک‌های اقتصادی غیرمنتظره مقابله کند.

#### ۴. کاهش نوسان در تورم:

- هدف‌گذاری تورمی محدود به کنترل تورم بالا نیست، بلکه به جلوگیری از تورم کم یا کاهش تورم که ممکن است بر فعالیت‌های اقتصادی تأثیر منفی بگذارد نیز کمک می‌کند.

#### آیا کنترل تورم فقط وظیفه

#### سیاست‌گذار پولی است؟

#### نقش سیاست‌های مالی و

## تجاری کشورها در تورم زایی و یا کمک به کنترل تورم چیست؟

کنترل تورم به تنهایی بر عهده سیاست گذار پولی نیست، بلکه فرآیندی مشترک است که نیازمند هماهنگی مؤثر بین سیاست های پولی، مالی و تجاری است. تورم یک پدیده اقتصادی چندبُعدی است که در نتیجه عوامل مختلفی به وجود می آید و بنابراین مقابله با آن نیازمند مداخله از جنبه های مختلف سیاست اقتصادی است.

### نقش سیاست پولی:

- سیاست پولی ابزار اصلی در کنترل تورم است، زیرا بانک مرکزی بر عرضه پول و نرخ بهره برای کنترل تقاضای کل تسلط دارد.
- ابزارهایی مانند افزایش نرخ بهره و عملیات بازار باز برای کاهش نقدینگی و تقاضای مازاد و در نتیجه، محدود کردن فشارهای تورمی استفاده می شود. اگر تورم، ناشی از عوامل ساختاری یا خارجی باشد، سیاست پولی به تنهایی ممکن است ناکافی باشد.

### نقش سیاست های مالی:

سیاست های مالی نقش مهمی در تأثیرگذاری بر تورم، چه به صورت مثبت و چه منفی ایفا می کنند از جمله:

### ۱. در وقوع تورم:

- افزایش هزینه های دولت: هزینه های بیش از حد، بدون رشد موازی در تولید، منجر به افزایش تقاضای کل می شود که این امر قیمت ها را افزایش خواهد داد.
- کسری مالی: تأمین مالی کسری از طریق استقراض یا چاپ پول، نقدینگی را افزایش می دهد و فشارهای تورمی ایجاد می کند.
- حمایت قیمت و دستمزد: افزایش بیش از حد دستمزد یا حمایت غیرهدفمند ممکن است منجر به تورم از جهت افزایش تقاضا شود.

### ۲. در کنترل تورم:

- کاهش هزینه های دولت: کنترل مخارج عمومی می تواند فشارهای تورمی را کاهش دهد.

- افزایش درآمد: با بهبود مالیات و جمع آوری درآمدها به گونه ای که وابستگی دولت به تأمین مالی تورمی کاهش یابد، افزایش درآمد محقق می شود.

- مدیریت بدهی عمومی: کاهش اتکا به استقراض داخلی یا خارجی که ممکن است فشارهای تورمی را افزایش دهد.

### نقش سیاست های تجاری:

سیاست های تجاری تأثیر قابل توجهی بر تورم دارند، به ویژه در اقتصادهای باز که به تجارت بین المللی متکی هستند.

### ۱. در وقوع تورم:

- وابستگی شدید به واردات: قیمت بالای کالاهای وارداتی (تورم وارداتی) بر قیمت های داخلی تأثیر می گذارد.
- سیاست های حمایتی گمرکی: اعمال مالیات و عوارض گمرکی بالا منجر به افزایش هزینه های کالاهای وارداتی می شود.
- تنوع ضعیف اقتصادی: اتکا به صادرات یک کالای عمده، اقتصاد را در برابر نوسانات قیمت آن آسیب پذیر می کند.

### ۲. در کنترل تورم:

- متنوع سازی منابع واردات: وابستگی به برخی کشورها و خطرهای ناشی از تورم قیمت جهانی را کاهش می دهد.
- بهبود تولید داخلی: تقویت بخش های تولیدی وابستگی به واردات را کاهش می دهد که به کاهش تورم وارداتی کمک می کند.
- آزادسازی تجارت: باز شدن بازارها و افزایش رقابت باعث کاهش قیمت های داخلی می شود.

### اهمیت هماهنگی سیاست ها:

- تورم اغلب نتیجه تعامل عوامل متعدد است که هماهنگی سیاست ها را ضروری می کند.
- سیاست پولی: برای کنترل تقاضای کل
- سیاست مالی: برای کنترل مخارج و کسری دولت
- سیاست تجاری: برای مقابله با تورم وارداتی و تقویت تولید داخلی

رشد نامتوازن  
نقدینگی در  
اقتصاد می تواند  
آسیب ها و  
چالش های  
اقتصادی  
فراوانی را چه در  
کوتاه مدت و چه  
در بلندمدت  
ایجاد کند



# رشد تورم با تلاش بانک مرکزی آرام گرفت

- هدف اصلی مرکز مبادله، روان سازی بازار طلا و ارز و نزدیک کردن قیمت بازار به قیمت سامانه است
- بخش قابل توجهی از عوامل اثرگذار بر بازار ارز، خارج از کنترل بانک مرکزی است
- تلاش بانک مرکزی برای کنترل نظام بانکی در ارقام تورم نمود یافته و تورم را تا حدی کنترل کرده است
- کاهش نرخ تورم به نرخ های متوسط تاریخی چند سال طول خواهد کشید

حسین عبده تبریزی

اقتصاددان



۱۰



اقتصاد

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

به دلیل محدودیت های ارزی کشور و تحریم ها، به ویژه با توجه به انتظارات بازار پس از انتخاب ترامپ، فشار زیادی بر بازار ارز وارد شده است. بانک مرکزی تمرکز زیادی بر حفظ ثبات این بازار داشته و بدیهی است هر بار حرکت تندی در بازار ارز رخ می دهد، زندگی مردم تحت تأثیر قرار می گیرد. در کشور حساسیت نسبت به قیمت ارز بسیار بالا است. بانک مرکزی تلاش می کند تا این بازار را آرام نگه دارد، اما روشن است که متغیرهای سیاسی و اقتصادی خود را تحمیل می کنند و بخش قابل توجهی از این متغیرها خارج از کنترل بانک مرکزی است.

مرکز مبادله ارز و طلا اگر در راستای اهداف خود حرکت کند، تأثیرگذار خواهد بود. هدف اصلی این مرکز، روان سازی بازار طلا و ارز و نزدیک کردن قیمت بازار به قیمت سامانه است و امیدواریم این اهداف محقق شوند. البته در شرایطی که عوامل خارج از عرضه و تقاضا و مسائل غیراقتصادی بر بازار ارز تأثیر می گذارند، یکسان سازی نرخ ارز و نزدیک کردن قیمت بازار به قیمت سامانه دشوار خواهد بود. برای دست اندرکاران این مرکز آرزوی توفیق دارم، زحمات زیادی کشیده شده و نیروی انسانی قوی در این مجموعه مستقر شده است.

به عنوان مثال، اگر پیش‌بینی شود که فروش نفت تحت تأثیر شرایط اقتصادی، سیاسی و درگیری‌های بین‌المللی به شدت کاهش می‌یابد، روشن است که نرخ ارز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. این موضوع دیگر مربوط به عرضه و تقاضای ارز نیست، بلکه انتظارات مردم‌راشکل می‌دهد. مردم ممکن است تصور کنند که در ماه‌های آینده امکان فروش نفت به میزان کافی وجود نخواهد داشت و این تصور، فشار بر تقاضای ارز در داخل کشور را افزایش می‌دهد.

بانک مرکزی با وجود این تلاطم‌ها تلاش می‌کند تا آرامش بازار حفظ شود و بازار به شکل متعادلی حرکت کند. بدیهی است که تحت تأثیر حوادث سیاسی و نظامی، بخشی از اهداف محقق نمی‌شود. تلاش بانک مرکزی برای کنترل نظام بانکی در ارقام تورم‌نمود یافته و تورم را شاید تا حدی کنترل کرده باشد و نرخ تورم کمی آرام گرفته است. باید توجه داشت که هفت سال است که نرخ‌های بالای تورم بر کشور حاکم شده است. سال گذشته، به دلیل کنترل ترانزنامه‌ی بانک‌ها و اقدامات دیگر، تورم تا حدی کاهش یافته و امیدوارم بانک مرکزی بتواند این مسیر را با موفقیت ادامه دهد، بدون اینکه انقباض بیشتر و رکود عمیق‌تر شود.

کاهش نرخ تورم به نرخ‌های متوسط تاریخی (۲۲ درصد) چند سال طول خواهد کشید. امیدوارم بانک مرکزی با جدیت این روند کاهش‌ی را ادامه دهد، حتی اگر دوسه سال طول بکشد، تا بتواند فشار تورمی را از دوش مردم بردارد.

مرکز مبادله ارز و طلا تلاش می‌کند تا بازار آرامی را در این دو عرصه ایجاد کند. در حوزه طلا، بازیگران زیادی در سطح کشور فعال هستند، از جمله صنف قدرتمند طلا، عمده‌فروشان و ویتترین‌داران. با توجه به تغییرات نرخ ارز، سرعت عمل در این بازار بسیار مهم است. هر ویتترین‌دار وقتی طلای خود را می‌فروشد، بلافاصله می‌خواهد آن را جایگزین کند، زیرا ممکن است نیم ساعت بعد قیمت تغییر کند و نمی‌خواهد کسب و کارش تحت تأثیر نوسانات قیمت قرار گیرد و ضرر کند. بنابراین، برقراری جریان آرام در این بازار ضروری است.

در مورد ارز، با توجه به بسته‌بودن حساب سرمایه و فشار تحریم‌ها بر جریان یافتن آزادانه ارز در کشور، برای هر واردات و صادراتی باید مجوز وثبت سفارش صورت گیرد. حجم قاچاق ارز و طلا نیز قابل توجه است و همه این عوامل، مدیریت نظام ارزی در ایران را دشوار کرده است.

مرکز مبادله ارز و طلا در کنار بانک مرکزی و تالار معاملات تلاش می‌کند تا این بازار را ساماندهی کند و به آرامش بازار ارز و طلا کمک کند. سامانه این مرکز خوب کار می‌کند و برخی از نقاط ضعف قبلی را برطرف کرده است. همچنین، در حوزه‌هایی مانند بازار آتی، بازار تحویل آینده و تأمین مالی، محصولات جدیدی تعریف کرده است. موفقیت این سامانه در این نهفته است که بتواند فاصله نرخ‌های خود را با بازار آزاد کاهش دهد. اگر این فاصله کم شود، می‌توان گفت که سامانه در مسیر درستی کار می‌کند.

همانطور که گفته شد، عوامل مختلفی، از جمله عوامل غیراقتصادی، بر بازار ارز تأثیر می‌گذارند و باعث افزایش این فاصله می‌شوند. در حال حاضر، این فاصله قابل توجه است و تلاش دست‌اندرکاران این است که آن را تا حد ممکن کاهش دهند. کاهش این فاصله علاوه بر تصمیمات داخلی، به شرایط بین‌المللی نیز وابسته است. اگر سیر حرکت پول‌های متعلق به ایران در دنیا آسان‌تر شود، این تفاوت کاهش می‌یابد. با توجه به محدودیت‌ها، ثبت سفارش‌ها، حجم بالای قاچاق و فرار سرمایه، ساماندهی این بازار بسیار دشوار است. با این حال، به نظر می‌رسد حجم معاملات سامانه در حال افزایش است. در معدود روزها، بانک مرکزی نقش خریدار را هم داشته که نشان می‌دهد ممکن است بازار با ثبات‌تر شود. امیدوارم این سامانه بتواند به خوبی عمل کرده و به اهداف خود برسد. البته روشن است که عوامل عرضه و تقاضا در شرایط تحریم و محدودیت‌های کشور، شرایط بازار آزاد رقابتی را انعکاس نخواهند داد.

بانک مرکزی  
تلاش می‌کند  
تا بازار ارز را آرام  
نگه دارد، اما  
روشن است  
که متغیرهای  
سیاسی و  
اقتصادی خود را  
تحمیل می‌کنند



امیر محمدی نژاد، استاد دانشگاه علوم و تحقیقات  
در گفت و گو با تازه های اقتصاد:

## تحولات سیاسی، مدیریت تورم و نرخ ارز را دشوار می کند

- اقتصاد از سیاست جدا نیست و تحولات سیاسی به طور مستقیم و غیرمستقیم بر شاخص های اقتصادی و انتظارات تورمی مردم اثر می گذارد
- نمی توان تقصیر را تنها بر گردن یک نهاد مانند بانک مرکزی یا دولت انداخت، زیرا اقتصاد و سیاست در همه جای دنیا به هم پیوسته اند
- کنترل بازار در شرایط فعلی بسیار دشوار است مگر اینکه روابط سیاسی بهبود یابد
- نمی توان همزمان هم تورم را کنترل کرد و هم نرخ بهره را پایین نگه داشت
- اگر توافقی صورت گیرد، می تواند با انعطاف پذیری بیشتری عمل کند و تا حدی اجازه خلق پول و اعطای تسهیلات را بدهد، بدون آنکه تورم از کنترل خارج شود



در شرایطی که اقتصاد ایران با چالش‌های متعدد داخلی و خارجی دست و پنجه نرم می‌کند، نقش بانک مرکزی در مدیریت بحران‌های اقتصادی و ثبات بخشی به بازارها بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است. تحولات سیاسی اخیر در سطح منطقه‌ای و بین‌المللی، همراه با تشدید تحریم‌ها و نوسانات شدید در بازارهای مالی، فشار مضاعفی بر نظام بانکی و سیاست‌گذاران پولی کشور وارد کرده است. این شرایط پیچیده موجب شده تا بحث درباره کارآمدی ابزارهای سیاستی بانک مرکزی و هماهنگی آن با سایر نهادهای حاکمیتی به موضوعی محوری در تحلیل‌های اقتصادی تبدیل شود.

در گفت‌وگو با امیر محمدی‌نژاد، استاد اقتصاد دانشگاه علوم و تحقیقات به بررسی دقیق تأثیرات متقابل سیاست و اقتصاد بر عملکرد بانک مرکزی می‌پردازیم و این پرسش محوری را دنبال می‌کنیم که در شرایط کنونی، بانک مرکزی با چه محدودیت‌ها و امکاناتی برای مدیریت بحران‌های اقتصادی روبه‌رو است؟ همچنین، به تحلیل این موضوع خواهیم پرداخت که چگونه تحولات سیاسی بر انتظارات تورمی و رفتارهای اقتصادی مردم تأثیر گذاشته و چه چالش‌هایی را برای سیاست‌گذاران پولی ایجاد کرده است. نگاهی به عملکرد اخیر بانک مرکزی در مدیریت نرخ ارز، کنترل نقدینگی و تنظیم نرخ بهره نشان می‌دهد که این نهاد در میانه میدان نیروهای متضاد اقتصادی و سیاسی قرار گرفته است. از یک سو، فشارهای تورمی ناشی از کسری بودجه دولت و از سوی دیگر، نیاز به تأمین مالی طرح‌های کلان ملی، بانک مرکزی را با معضلات پیچیده‌ای مواجه ساخته است. در این گفت‌وگو تلاش می‌کنیم ضمن واکاوی این چالش‌ها، راهکارهای ممکن برای خروج از شرایط فعلی و رسیدن به ثبات اقتصادی را مورد بررسی قرار دهیم.

## با توجه به چالش‌های سیاسی و منطقه‌ای یکسال اخیر، این تحولات تا چه اندازه مدیریت اقتصاد کشور را دشوارتر کرده و چه موانعی برای سیاست‌های اقتصادی، به ویژه سیاست‌های بانک مرکزی ایجاد می‌کند؟

اقتصاد از سیاست جدا نیست و تحولات سیاسی به طور مستقیم و غیرمستقیم بر شاخص‌های اقتصادی و انتظارات تورمی مردم اثر می‌گذارد. حتی اگر این تحولات مستقیماً بر قیمت‌ها تأثیر نگذارند، رفتار مردم و فعالان اقتصادی را تغییر می‌دهند. برای مثال، نگرانی از تشدید تحریم‌ها باعث شده تقاضا برای دارایی‌های امن مانند طلا، سکه و ارز افزایش یابد، در حالی که ممکن است در حوزه اقتصاد داخلی اتفاق خاصی نیفتاده باشد. این افزایش تقاضا باعث شد قیمت ارز در بازار آزاد رشد کند. از سوی دیگر، سیاست‌های بانک مرکزی نیز مؤثر بوده است. بانک مرکزی نظام نرخ ارز نیمایی را حذف و آن را با مرکز مبادله ارزی جایگزین کرد. این تغییرات نشان می‌دهد که تحولات سیاسی و انتظارات ناشی از آن، حتی بدون تغییر در متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند بازارها را تحت تأثیر قرار دهد.

## با توجه به اینکه مشکلات اخیر بیشتر ناشی از مسائل سیاسی بوده، تا چه اندازه می‌توانیم نهادهایی مانند نهاد پولی را مقصر بدانیم؟

من نمی‌توان تقصیر را تنها بر گردن یک نهاد مانند بانک مرکزی یا دولت انداخت، زیرا اقتصاد و سیاست در همه جای دنیا به هم پیوسته‌اند. بانک مرکزی با یک معضل دوگانه روبه‌روست و اگر ناترازی بودجه و مشکلات بانک‌ها را نادیده بگیرد، ممکن است در بلندمدت تورم بالا ایجاد شود و اگر

نگرانی از تشدید تحریم‌ها باعث شده تقاضا برای دارایی‌های امن مانند طلا، سکه و ارز افزایش یابد، در حالی که ممکن است در حوزه اقتصاد داخلی اتفاق خاصی نیفتاده باشد



بانک مرکزی  
با یک معضل  
دوگانه  
روبه روست  
و اگر ناترازی  
بود چه رانادیده  
بگیرد، تورم  
ایجاد می شود  
و اگر نرخ بهره  
را افزایش  
دهد، فشار بر  
تولیدکنندگان  
بیشتر خواهد  
شد

برای کنترل تورم نرخ بهره را افزایش دهد، فشار بر تولیدکنندگان و بنگاه ها بیشتر می شود.  
این یک دوراهی است و نمی توان همزمان هم تورم را کنترل کرد و هم نرخ بهره را پایین نگه داشت. اگر بانک مرکزی منابع مالی طرح هایی مانند مسکن ملی یا جوانی جمعیت را تأمین کند، این اقدام تورم را خواهد بود و اگر نخواهد تورم ایجاد شود، باید این طرح ها محدود شوند. بنابراین، مشکل را نمی توان تنها به یک نهاد نسبت داد، بلکه این یک چالش ساختاری است که ریشه در شرایط سیاسی و اقتصادی دارد.

### با وجود محدودیت هایی که بانک مرکزی با آن روبه روست، عملکرد آن در استفاده از ابزارهای سیاسی چگونه بوده است؟

کنترل بازار در شرایط فعلی بسیار دشوار است، مگر اینکه روابط سیاسی بهبود یابد. تا زمانی که این بهبود محقق نشود، هر روز شاهد تلاطم در یک بازار خواهیم بود. در گذشته، دولت ها سعی می کردند با کنترل دستوری قیمت ها، افزایش آنها را محدود کنند، اما این سیاست در میان مدت به کاهش تولید و کمبود کالاها منجر می شود که خودش اثر تورمی دارد. حتی اگر امروز هم بخواهیم قیمت ها را به صورت دستوری کنترل کنیم، نتیجه آن ناترازی و کاهش تولید

خواهد بود. راه حل بلندمدت این است که قیمت ها به تعادل برسند تا تولید افزایش یابد. اما در کوتاه مدت، گزینه های بانک مرکزی محدود است و نمی تواند به راحتی شرایط را مدیریت کند.

### برای سال جاری چه چالش ها و موانعی را پیش بینی می کنید و راهکار شما چیست؟

پیش بینی شرایط امسال به تحولات سیاسی بستگی دارد. اگر توافق محدودی صورت گیرد و مثلاً فروش نفت در حد روزانه ۱.۵ میلیون بشکه مجاز شود، ممکن است قیمت دلار تثبیت شود، نرخ بهره در سطح فعلی باقی بماند و تورم حدود ۳۵ تا ۴۰ درصد باشد. اما اگر توافقی حاصل نشود و تنش ها تشدید شوند، ممکن است قیمت دلار افزایش یابد، تورم فراتر برود و نرخ بهره نیز افزایش یابد که کنترل آن بسیار دشوار خواهد بود.

بانک مرکزی در حال حاضر با محدود کردن خلق پول توسط بانک ها، تا حدی از افزایش تورم جلوگیری کرده است. اما اگر توافقی صورت گیرد، می تواند با انعطاف پذیری بیشتری عمل کند و تا حدی اجازه خلق پول و اعطای تسهیلات را بدهد، بدون آنکه تورم از کنترل خارج شود. در نهایت، همه چیز به تحولات سیاسی و توانایی نظام اقتصادی در تطبیق با این شرایط بستگی دارد.

### برش



### چالش ساختاری تورم و نرخ بهره

اگر بانک مرکزی منابع مالی طرح هایی مانند مسکن ملی یا جوانی جمعیت را تأمین کند، این اقدام تورم را خواهد بود و اگر نخواهد تورم ایجاد شود، باید این طرح ها محدود شوند. بنابراین، مشکل را نمی توان تنها به یک نهاد نسبت داد، بلکه این یک چالش ساختاری است که ریشه در شرایط سیاسی و اقتصادی دارد.



جعفرقادری، نایب رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس  
در گفت‌وگو با تازه‌های اقتصاد:

## مدیریت موسسات مالی پُرچالش نتیجه داد

- بانک مرکزی در شرایط دشوار فعلی توانست از ابزارهای خود استفاده کند، هرچند با محدودیت‌های جدی مواجه بود
- در زمینه کنترل نوسانات ارزی، اقدامات بانک مرکزی مؤثر واقع شد
- در شرایط تحریم و محدودیت‌های ارزی، رسیدن به نظام تک‌نرخي ارز امکانپذیر نیست
- نگاه به آینده نشان می‌دهد که بانک مرکزی با چالش‌های متعددی روبرو خواهد بود که هم‌ریشه در مسائل سیاسی دارد و هم ناشی از مشکلات ساختاری داخلی است



باید استقلال  
عملیاتی بانک  
مرکزی افزایش  
یابد تا بتواند  
سیاست‌های  
پولی را بدون  
فشارهای  
خارجی تدوین  
و اجرا کند

۱۶



**اقتصاد**

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

تحولات سیاسی سریع، تغییرات دولت‌ها، تحریم‌های بین‌المللی و نوسانات منطقه‌ای همگی تأثیرات عمیقی بر مدیریت اقتصادی کشور گذاشته‌اند. حوادث یکسال اخیر از جمله شهادت رئیس‌جمهور و تغییر دولت، تحولات منطقه و بازگشت ترامپ به قدرت در آمریکا، همگی بر فضای اقتصادی کشور سایه افکنده‌اند. از یک سو، این تحولات چالش‌هایی برای ثبات اقتصادی ایجاد کرده‌اند و از سوی دیگر، ممکن است فرصت‌هایی نیز پدید آورده باشند. در این میان، نقش بانک مرکزی به عنوان نهاد مسئول سیاست‌گذاری پولی بسیار حائز اهمیت است، اما عملکرد این نهاد همواره تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار داشته است. یکی از مهم‌ترین چالش‌های ساختاری، عدم توازن بین سیاست‌های مالی دولت و سیاست‌های پولی بانک مرکزی است. این عدم تعادل باعث شده که در بسیاری از موارد، سیاست‌های پولی تحت الشعاع تصمیمات مالی قرار گیرد. همچنین، فشارهای خارجی ناشی از تحریم‌ها و تحولات منطقه‌ای، فضای تصمیم‌گیری را برای فعالان اقتصادی پیچیده‌تر کرده است. در گفت‌وگو با جعفر قادری، نایب رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس، به بررسی موضوعاتی چون تأثیر تحولات سیاسی بر مدیریت اقتصادی، ضرورت هماهنگی بین‌نهادی برای مقابله با چالش‌ها، ارزیابی عملکرد بانک مرکزی در شرایط دشوار فعلی، چالش سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی و راهکارهای پیش‌رو برای بهبود وضعیت اقتصادی خواهیم پرداخت.

**با توجه به تأثیر سریع تحولات  
سیاسی بر اقتصاد کشور و  
چالش‌های اخیر منطقه‌ای  
و بین‌المللی، این عوامل**

## **چگونه مدیریت اقتصادی را تحت تأثیر قرار داده‌اند؟**

تحولات سیاسی اخیر تأثیرات قابل توجهی بر اقتصاد کشور داشته است. ابتدا با حادثه شهادت رئیس‌جمهور و تغییر دولت مواجه شدیم که طبیعتاً هر تغییر مدیریتی در سال اول با چالش‌های اجرایی همراه است. سپس تحولات سوریه به عنوان متحد استراتژیک کشور، نگرانی‌هایی را در محاسبات فعالان اقتصادی ایجاد کرد. سومین عامل، انتخاب مجدد ترامپ در آمریکا بود که با سیاست‌های پیش‌بینی‌ناپذیرش، فضای تصمیم‌گیری برای فعالان اقتصادی را پیچیده‌تر کرده است. این تحولات چندوجهی بوده‌اند، از یک سو چالش‌هایی در ثبات اقتصادی ایجاد کرده‌اند، اما از سوی دیگر ممکن است فرصت‌هایی هم پدید آورده باشند. به ویژه که رویکرد تند ترامپ ممکن است از انسجام غرب بکاهد و فضای مانور بیشتری به کشورهای منطقه بدهد. نکته کلیدی این است که بتوانیم با مدیریت هوشمندانه، تهدیدها را به فرصت تبدیل کنیم و از هرگونه گشایش احتمالی در این فضای چندقطبی حداکثر بهره‌برداری را داشته باشیم.

**با توجه به شوک‌های سیاسی  
و تحریم‌های خارجی  
که مستقیماً بر اقتصاد اثر  
می‌گذارند و انتظارات  
مردم را تحت تأثیر قرار  
می‌دهند، بسیاری معتقدند  
مقابله با این چالش‌ها از  
عهده یک نهاد خاص مثل  
بانک مرکزی خارج است  
و نیازمند همکاری تمام  
نهادهای حکومتی است.  
نظر شما درباره ضرورت  
این هماهنگی بین‌نهادی  
چیست؟**

باید به سمت  
استفاده از  
ظرفیت‌های  
ارزی داخلی  
کشور هم از  
طریق تشویق  
سپردگی  
ارزی و هم با  
جذب ارزهای  
ایرانیان خارج  
از کشور برویم

جدیدی ایجاد کرد. هرچند تعداد نرخ‌های ارز کاهش یافت، اما این انتقال در زمان نامناسبی انجام شد، به ویژه با توجه به فشارهای سیاسی ناشی از بازگشت ترامپ به صحنه بین‌المللی. از سوی دیگر، پیوستن ایران به پیمان‌هایی مانند شانگهای، بریکس و اوراسیا فرصت‌های جدیدی ایجاد کرده است. البته باید توجه داشت که این همکاری‌ها در بلندمدت نتیجه می‌دهد و در شرایط فعلی که هم ایران و هم روسیه تحت فشارهای شدید هستند، نیاز به بهره‌برداری فوری از این ظرفیت‌ها احساس می‌شود. موضوع ایجاد پول مشترک بریکس نیز نیاز به زمان دارد و ممکن است برخی کشورها به دلیل تهدیدات آمریکا از این طرح عقب‌نشینی کنند. در حوزه داخلی، بانک مرکزی در مدیریت موسسات مالی پُرچالش موفق عمل کرد، اما در کنترل تورم ناشی از افزایش نرخ ارز باید بیشتر تلاش کند. واقعیت این است که در شرایط تحریم و محدودیت‌های ارزی، رسیدن به نظام تک‌نرخ ارز امکان‌پذیر نیست و این یکی از چالش‌های اساسی بود. در کل، عملکرد بانک مرکزی را می‌توان ترکیبی از موفقیت‌های نسبی و برخی کاستی‌ها دانست که ناشی از شرایط پیچیده داخلی و بین‌المللی بوده است.

**یکی از عوامل کلیدی  
مشکلات اقتصادی کشور،  
عدم توازن در رابطه بین  
سیاست‌های مالی و پولی  
است که منجر به سلطه  
سیاست‌های مالی بر  
تصمیمات پولی شده است.  
این موضوع چه تاثیری  
دارد؟**

مسئله اساسی که در اقتصاد ما وجود دارد، به سلطه سیاست‌های مالی دولت بر سیاست‌های پولی بانک مرکزی

در شرایط فعلی که با تهدیدات خارجی و شوک‌های سیاسی مواجه هستیم، همکاری و انسجام تمام ارکان حکومتی یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر است. هر اندازه فشارهای خارجی بیشتر شود، نیاز به وحدت داخلی برای مقابله با آنها حیاتی‌تر می‌شود. طبیعی است که در کشور ما تنوع دیدگاه‌های سیاسی وجود دارد و این یک واقعیت انکارناپذیر است، اما نکته کلیدی این است که این تفاوت‌ها نباید به اختلافات عملی تبدیل شود که توان مقابله با چالش‌های اساسی را تضعیف کند. در چنین شرایطی اگر بخشی از نظام درگیر تنش‌های داخلی شود، این امر می‌تواند به جای تمرکز بر تهدیدات خارجی، انرژی سیستم را به سمت مسائل حاشیه‌ای هدایت کند. بنابراین مدیریت هوشمندانه تفاوت‌ها به شکلی که وحدت رویه در مواجهه با چالش‌های کلان حفظ شود، یک الزام استراتژیک است. این انسجام داخلی نه تنها به ما کمک می‌کند در برابر فشارهای خارجی مقاومت کنیم، بلکه امکان تبدیل تهدیدها به فرصت‌ها را نیز فراهم می‌آورد. در نهایت، آنچه اهمیت دارد حفظ یکپارچگی در مواضع اساسی و ارسال پیام واحد به دنیای خارج است، بدون اینکه به حاشیه‌ها اجازه دهیم مسیر اصلی را منحرف کنند.

**با توجه به اختیارات بانک  
مرکزی و فشارهای داخلی  
و خارجی، عملکرد این نهاد  
در کنترل نوسانات ارزی  
و تورم را چگونه ارزیابی  
می‌کنید؟**

بانک مرکزی در شرایط دشوار فعلی تا حدی توانست از ابزارهای خود استفاده کند، هرچند با محدودیت‌های جدی مواجه بود. در زمینه کنترل نوسانات ارزی، اقدامات بانک مرکزی مؤثر واقع شد، اما تغییر نظام ارزی و حذف نرخ نیما مشکلات



در بخش  
سیاست‌گذاری  
ارزی، لازم است  
محدودیت‌های  
جدی‌تری برای  
واردات کالاهای  
لوکس اعمال  
کنیم و ارزش  
دولتی را صرفاً به  
کالاهای اساسی  
اختصاص دهیم

برمی‌گردد. این وضعیت باعث شده که در عمل، هر زمان بین این دو مرکز تصمیم‌گیری تناقضی پیش می‌آید، سیاست‌های بانک مرکزی تحت تأثیر قرار گرفته و کنار گذاشته شود. ریشه این مشکل را باید در چند عامل ساختاری جستجو کرد. اولاً اقتصاد ما ماهیتاً یک اقتصاد تک‌محصولی و غیررقابتی دارد که این ویژگی خود به خود انعطاف‌پذیری سیاست‌گذاری را کاهش می‌دهد. ثانیاً، ساختار بزرگ و هزینه‌بر دولت که دائماً با کسری بودجه مواجه است، فشار مضاعفی بر نظام پولی وارد می‌کند. در چنین شرایطی، وقتی درآمدهای دولت کاهش می‌یابد، اولین گزینه پیش رو، فشار آوردن به بانک مرکزی برای تأمین مالی از طریق فروش اوراق یا خلق پول است. این در حالی است که راهکارهای بهتری هم وجود دارد که متأسفانه به دلایل مختلف مورد استفاده قرار نمی‌گیرند.

از جمله می‌توان به استفاده بهینه از دارایی‌های راکد، توسعه بازار سرمایه از طریق انتشار انواع اوراق بهادار، جذب سرمایه‌گذاری خارجی و ایجاد شرکت‌های پروژه‌محور اشاره کرد.

اما سؤال اینجاست که چرا با وجود این راهکارهای بالقوه، شاهد پیشرفت چندانی در این زمینه‌ها نیستیم؟ پاسخ را باید در چند مانع ساختاری جستجو کرد. نخست آنکه بسیاری از آیین‌نامه‌های اجرایی لازم برای عملیاتی کردن این راهکارها هنوز تصویب نشده‌اند. دوم اینکه برخی نهادها و دستگاه‌های اجرایی در برابر تغییرات ساختاری مقاومت می‌کنند و سوم اینکه خود بانک مرکزی نیز گاهی رویکردی محافظه‌کارانه در پیش می‌گیرد که این موضوع در جلسات مختلف از جمله شورای تأمین مالی بارها مورد بحث قرار گرفته است.

برای خروج از این وضعیت، نیازمند اصلاحات ساختاری در چند سطح هستیم.

ابتدا باید استقلال عملیاتی بانک مرکزی افزایش یابد تا بتواند سیاست‌های پولی را بدون فشارهای خارجی تدوین و اجرا کند. دوم اینکه فرآیند تصمیم‌گیری‌های اقتصادی باید شفاف‌تر شود تا امکان نظارت و ارزیابی بهتر فراهم شود و سوم اینکه هماهنگی بین بخش‌های مختلف اقتصادی باید به صورت نظام‌مند بهبود یابد. این تغییرات اگر به درستی انجام شوند، می‌توانند بسیاری از چالش‌های فعلی نظام اقتصادی ما را مرتفع سازند.

### با توجه به چالش‌های سیاسی و ساختاری پیش‌رو، چه موانع و مشکلاتی را برای بانک مرکزی در آینده پیش‌بینی می‌کنید و چه راهکارهایی به دولت و بانک مرکزی برای عبور از این چالش‌ها پیشنهاد می‌دهید؟

نگاه به آینده نشان می‌دهد که بانک مرکزی با چالش‌های متعددی روبرو خواهد بود که هم ریشه در مسائل سیاسی دارد و هم ناشی از مشکلات ساختاری داخلی است. از یک‌سو، بازگشت ترامپ به صحنه سیاسی و سیاست‌های منطقه‌ای او می‌تواند فشارهای جدیدی بر اقتصاد ما وارد کند. تحولات سوریه و برنامه‌ریزی‌های قدرت‌های منطقه‌ای برای کشورهای همسایه مانند عراق نیز از جمله عواملی است که نمی‌توانیم نسبت به آنها بی‌تفاوت بمانیم، چرا که مستقیماً با امنیت ملی ما گره خورده‌اند و طبیعتاً تأثیرات اقتصادی خود را خواهند داشت. در مواجهه با این چالش‌ها، راهکارهای داخلی متعددی وجود دارد که باید با سرعت بیشتری پیگیری شوند. ایجاد صندوق‌های تضمین، توسعه نظام وثیقه‌گذاری، راه‌اندازی سیستم رتبه‌بندی اعتباری، تأسیس آژانس‌های تخصصی



جذب سرمایه‌گذاری و توسعه شرکت‌های سهامی عام پروژه‌محور از جمله این راهکارهاست. همچنین باید به سمت استفاده از ظرفیت‌های ارزی داخل کشور برویم، هم از طریق تشویق سپرده‌گذاری ارزی و هم با جذب ارزهای ایرانیان خارج از کشور. این اقدامات می‌تواند تا حدی کمبود درآمدهای ارزی ناشی از تحریم‌ها را جبران کند. در بخش سیاست‌گذاری ارزی، لازم است محدودیت‌های جدی‌تری برای واردات کالاهای لوکس اعمال کنیم و ارز دولتی را صرفاً به کالاهای اساسی اختصاص دهیم. همزمان باید فضای کسب و کار را به گونه‌ای اصلاح کنیم که امکان توسعه صادرات غیرنفتی فراهم شود. اجرای جدی‌تر سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و واگذاری بیشتر امور به بخش خصوصی می‌تواند به افزایش کارایی اقتصادی کمک کند.

توسعه بخش‌های پیشران اقتصاد مانند گردشگری، حمل و نقل ریلی، فناوری‌های نوین از جمله نانو و بیوتکنولوژی و همچنین صنایع معدنی و پزشکی باید در اولویت قرار گیرد. این امر می‌تواند وابستگی اقتصاد به نفت را کاهش دهد. ایجاد کریدورهای جدید تجاری و تقویت همکاری با کشورهای منطقه نیز راهکاری است که می‌تواند اثرات تحریم‌ها را تا حدی خنثی کند. در سطح بین‌المللی، باید تلاش کنیم تنش‌ها را کاهش دهیم و با هوشمندی از پیمان‌های منطقه‌ای مانند سازمان همکاری شانگهای حداکثر بهره را ببریم. توسعه دانشگاه‌ها و مراکز علمی به عنوان قطب‌های آموزشی منطقه، اصلاح سیاست‌های گمرکی و تجاری و حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان از دیگر اقداماتی است که می‌تواند به عبور از شرایط دشوار کنونی کمک کند. این مجموعه راهکارها اگر با هماهنگی بین نهادهای مختلف اجرایی شود، می‌تواند فضای پُر تنش فعلی را تا حدی مدیریت پذیرتر کند.

### برای بهبود عملکرد سیاست پولی، چه توصیه‌ای به سایر نهادها دارید؟

چند اقدام اساسی باید توسط نهادهای مختلف مورد توجه قرار گیرد. نخست آنکه ضروری است نگاه‌های تخصصی از تأثیرپذیری صرف از ملاحظات سیاسی مصون بماند. هرگاه در گذشته محدودیت‌هایی برای اظهار نظر کارشناسان ایجاد شده یا تلاش کرده‌ایم مسائل را صرفاً با رویکرد سیاسی حل کنیم، در نهایت این مسئله به شکل دیگری خود را نشان داده و مشکلات جدیدی ایجاد کرده است. مجلس شورای اسلامی باید با سرعت بیشتری نسبت به رفع موانع قانونی بانک مرکزی اقدام کند. بسیاری از محدودیت‌های فعلی ناشی از نواقص قانونی است که با اصلاح آن‌ها می‌توان زمینه را برای عملکرد بهتر بانک مرکزی فراهم کرد. همچنین باید از ظرفیت مناطق آزاد تجاری-صنعتی به شکل بهینه‌تری استفاده کنیم. یکی از راهکارهای مهم، جذب بانک‌های خارجی برای افتتاح شعبه در کشور است. این اقدام می‌تواند به ایجاد اطمینان بیشتر در بازار بینجامد و انگیزه مردم برای نگهداری ارز، سکه و طلا در منزل را کاهش دهد. نکته کلیدی این است که باید شرایطی ایجاد کنیم که منافع فردی در راستای منافع جامعه تعریف شود، نه در تقابل با آن. بانک مرکزی برای بهبود عملکرد خود نیازمند تعامل بیشتر با کشورهای مؤثر در اقتصاد جهانی است. در شرایط کنونی، تقویت روابط با چین و روسیه می‌تواند بسیار راهگشا باشد. چین با تنوع اقتصادی گسترده‌ای که دارد و روسیه با افزایش قدرت مانور در سال‌های اخیر، می‌توانند شرکای استراتژیک مناسبی برای ما باشند. البته نباید از ظرفیت‌های کشورهای منطقه نیز غافل شد. این تعاملات می‌تواند فضای بهتری برای حل معضلات سیستم بانکی کشور فراهم آورد.

در شرایط کنونی، تقویت روابط با چین و روسیه می‌تواند بسیار راهگشا باشد

حسین درودیان، کارشناس مسائل پولی و بانکی  
در گفت‌وگو با تازه‌های اقتصاد:

## میزان اثرگذاری اخبار سیاسی بر نرخ ارز کنترل شد

- تجميع دو عامل رشد نقدینگی و انتظارات تورمی، نرخ تورم را به صورت طبیعی به ارقام بالای ۳۰ تا ۳۵ درصد برده است
- سیاست‌های بانک مرکزی توانسته تا حدی رفتار نظام بانکی را کنترل کند، اما هنوز عدم تعادل‌هایی از ناحیه بودجه دولت روی نظام بانکی سرریز می‌کند
- بانک مرکزی توانسته است با استفاده از منابع ارزی موجود و مدیریت مناسب، از بروز نوسانات شدید در بازار ارز جلوگیری کند
- بخشی از تورم به انتظارات مردم از نرخ تورم مربوط می‌شود که به شدت به قیمت ارز وابسته است
- به دلیل بهبود شرایط ارزی نسبت به سال‌های گذشته، اخبار سیاسی نتوانسته است تأثیر شدیدی بر بازار ارز بگذارد



۲۰



اقتصاد

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

نرخ تورم یکی از مهم‌ترین شاخص‌های اقتصادی است که تأثیرات عمیقی بر زندگی روزمره مردم و عملکرد کلی اقتصاد دارد. در اقتصاد ایران، ماندگاری تورم‌های بالا به عنوان یک معضل جدی شناخته می‌شود که ریشه‌های آن به عوامل مختلفی بر می‌گردد. از یک سو، رشد نقدینگی به عنوان یکی از عوامل اصلی تورم مطرح است که خود ناشی از ناترازی‌های مالی دولت و رفتار نظام بانکی است. از سوی دیگر، انتظارات تورمی مردم و تأثیرات سیاسی و اقتصادی ناشی از تحریم‌ها و محدودیت‌های ارزی نیز به این معضل دامن می‌زنند.

در سال‌های اخیر، با وجود تلاش‌های بانک مرکزی برای کنترل رفتار نظام بانکی و مدیریت نقدینگی، عدم تعادل‌های ساختاری در اقتصاد همچنان پابرجا مانده و فشارهای زیادی بر بودجه دولت وارد می‌کند. علاوه بر این، تأثیرات سیاسی و اقتصادی نیز بر بازار ارز و انتظارات تورمی مردم اثرگذار است. در گفت‌وگو با حسین درودیان، کارشناس مسائل پولی و بانکی و مدرس دانشگاه، به بررسی عوامل ماندگاری تورم‌های بالا در اقتصاد ایران، تأثیرات سیاست‌های مالی و پولی و چالش‌های موجود در مدیریت بازار ارز خواهیم پرداخت.

### اصولی‌ترین عوامل ماندگاری تورم‌های بالا در اقتصاد ایران چیست؟

نرخ تورم تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار دارد. وقتی می‌گوییم تورم تابع رشد نقدینگی است، این بیان به نوعی ساده‌سازی شده است، زیرا رشد نقدینگی خود تابعی از یکسری عوامل پیچیده و ساختاری است، نه صرفاً یک

سیاست اقتصادی. در اقتصاد ایران، ما معمولاً با رشدهای بالای نقدینگی مواجه بوده‌ایم که بخشی از آن ناشی از ناترازی‌های مالی دولت و مقداری دیگر به رفتار نظام بانکی برمی‌گردد. در سال‌های اخیر، سیاست‌های بانک مرکزی توانسته تا حدی رفتار نظام بانکی را کنترل کند، اما هنوز عدم تعادل‌هایی از ناحیه بودجه دولت روی شبکه بانکی و کلیت نظام بانکی سرریز می‌کند که همچنان موضوع پرنرگی در اقتصاد ماست. این عدم تعادل‌ها، به ویژه در زمینه‌هایی مانند صندوق‌های بازنشستگی و انرژی، که در گذشته کمتر مورد توجه قرار می‌گرفتند، به تدریج تشدید شده‌اند.

این مسائل بر بودجه دولت فشار می‌آورد، هزینه‌های آن را افزایش می‌دهد و درآمدها را کاهش می‌دهد. عوامل سیاسی نیز در این زمینه تأثیرگذار هستند. به عنوان مثال، فشاری که بعد از تحریم‌ها بر دولت وارد شد، مسئولیت دولت را افزایش داد. در این شرایط، دولت سعی می‌کند با افزایش هزینه‌های رفاهی، عوارض و تبعات، مشکلات را پوشش دهد. همه این عوامل بر رشد نقدینگی تأثیر می‌گذارند و آن را در سطوح بالانگه می‌دارند.

بنابراین، رشد نقدینگی به عنوان یک پدیده ساختاری، عاملی مؤثر بر تورم است که خود معلول عوامل دیگری است و به عدم تعادل‌های موجود در اقتصاد مربوط می‌شود. این عدم تعادل‌ها به بودجه دولت منتقل می‌شوند و از آنجا به نقدینگی سرریز می‌کنند. رفتار نظام بانکی نیز در این میان نقش مهمی دارد. از ابتدای تأسیس بانک‌های خصوصی تا سال ۱۴۰۰، نظام بانکی به نوعی بی‌مهار عمل می‌کرد، اما از آن زمان به بعد، تا حدی بر رفتار آنها کنترل اعمال شده است.

رشد نقدینگی به عنوان یک پدیده ساختاری عاملی مؤثر بر تورم بوده که خود معلول عوامل دیگری است که به عدم تعادل‌های موجود در اقتصاد مربوط می‌شود



از ابتدای  
تأسیس  
بانک‌های  
خصوصی تا  
سال ۱۴۰۰، نظام  
بانکی به نوعی  
بی‌مهار عمل  
می‌کرد، اما  
از آن زمان به  
بعد، تا حدی بر  
رفتار آنها کنترل  
اعمال شده  
است

علاوه بر این، بخشی از تورم نیز به انتظارات مردم از نرخ تورم مربوط می‌شود که به شدت به قیمت ارز وابسته است. قیمت ارز به طور مستقیم و چشمگیری بر سطح قیمت‌ها تأثیر می‌گذارد و در اقتصاد ما، از طریق کانال‌های مختلف، اثرات تند و تیزی بر تورم دارد. به ویژه در شرایطی که با محدودیت‌های ارزی واقعی و تحریم‌ها مواجه هستیم، فضای سیاسی کلی نیز سیگنال مثبتی به مردم نمی‌دهد که انتظارات تورمی‌شان را تعدیل کنند. این موضوع نیروی مضاعفی را ایجاد می‌کند که می‌توانیم به عنوان دلیل دومی برای تورم در نظر بگیریم.

این دو عامل، یعنی رشد نقدینگی و انتظارات تورمی، وقتی با هم جمع می‌شوند، نرخ تورم را به ارقام بالای ۳۰ تا ۳۵ درصد می‌برند. اگر فقط یکی از این عوامل وجود نداشته باشد، مثلاً در شرایط ثبات سیاسی و امید به رفع تحریم‌ها و همچنین وفور ارزی و درآمدهای ارزی قابل توجه، نرخ تورم ممکن است به حدود میانگین ۱۵ درصد کاهش یابد. اما با توجه به تشدید عدم تعادل‌ها در اقتصاد ما، به نظر می‌رسد که نرخ‌های میانگین تورم در حال حاضر بالاتر از این ارقام است. در نهایت، این دو نیرو که در کنار هم قرار می‌گیرند، نرخ تورم را به شدت افزایش می‌دهند

و این واقعیتی است که به وضوح بعد از سال ۱۳۹۷-۱۳۹۸ در اقتصاد ما مشاهده می‌شود و همچنان پابرجا و باقی مانده است.

### سلطه سیاست‌های مالی دولت بر سیاست‌های پولی بانک مرکزی به عنوان یک چالش جدی شناخته می‌شود. نظر شما در خصوص این موضوع چیست؟

اینکه سیاست مالی بر نظام بانکی تأثیرگذار است، نکته درستی است. با این حال، شدت و نوع این تأثیرگذاری در دوره‌های مختلف متفاوت است. در سال‌های گذشته، اثرگذاری کسری بودجه دولت بر بانک مرکزی به صورت مستقیم و از طریق پایه پولی مشهود بود. اما در شش یا هفت سال اخیر، این ارتباط پیچیده‌تر شده و بیشتر در ترانزنامه بانک‌ها قرار گرفته است. به عبارت دیگر، دولت دیگر کسری‌های خود را به طور مستقیم از بانک مرکزی تأمین نمی‌کند، بلکه نهادها و موسسات دولتی، شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت، کسری‌های خود را از طریق استقراض از شبکه بانکی تأمین مالی می‌کنند. این تغییر در الگوی تأمین

## برش



### تغییر شیوه استقراض از منابع بانکی

در سال‌های گذشته، اثرگذاری کسری بودجه دولت بر بانک مرکزی به صورت مستقیم و از طریق پایه پولی مشهود بود. اما در شش یا هفت سال اخیر، این ارتباط پیچیده‌تر شده و بیشتر در ترانزنامه بانک‌ها قرار گرفته است. به عبارت دیگر، دولت دیگر کسری‌های خود را به طور مستقیم از بانک مرکزی تأمین نمی‌کند، بلکه نهادها و موسسات دولتی، شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت، کسری‌های خود را از طریق استقراض از شبکه بانکی تأمین مالی می‌کنند.



مالی، یک قالب پیچیده به ارتباط کسری بودجه و پول داده است. شدت این تأثیر در دوره‌هایی که دولت درآمدهای نفتی خوبی دارد، کاهش می‌یابد. اما با گذشت زمان و به ویژه در پنج یا شش سال اخیر که سهم درآمدهای نفتی در اقتصاد کاهش یافته است، تأثیر دولت بر ترانزنامه بانک‌ها شدیدتر شده است. در واقع، این موضوع در اقتصاد ما یک واقعیت است، اما به نظر می‌رسد که تمرکز سیاستی ما باید در جایی دیگر باشد. به جای تمرکز بر تأثیرات مستقیم کسری بودجه بر سیاست‌های پولی، باید به جنبه‌های منفی انتظارات تورمی و ارزی که بر تورم تأثیر می‌گذارد، توجه و تلاش کنیم تا این انتظارات را کنترل و مهار کنیم. به نظر من، نرخ تورم حدود ۲۰ درصد برای اقتصاد ما با وجود ناترازی‌های موجود در بودجه و همچنین ناترازی‌هایی که از دیگر بخش‌ها به بودجه سرریز می‌شود، قابل تحمل است. استراتژی کلی ما باید بر روی جلوگیری از تشدید این معضل متمرکز شود تا اینکه بخواهیم به دنبال حل و علاج آن برویم. در نهایت، برای مقابله با چالش‌های موجود، نیاز به یک رویکرد جامع و هماهنگ داریم که بتواند از طریق مدیریت صحیح انتظارات تورمی و تقویت استقلال بانک مرکزی، به ثبات اقتصادی و کاهش تورم کمک کند.

**طی دو سال اخیر، کشور ما شدیدترین چالش‌های اقتصادی و سیاسی را در دهه‌های اخیر تجربه کرده است. این چالش‌ها چقدر مدیریت بازار ارز را برای بانک مرکزی دشوار کرده و ارزیابی شما از عملکرد صورت گرفته با توجه به مشکلات چیست؟**

انتظارات تورمی به طور مستقیم بر بازار

ارز تأثیر می‌گذارد. به نظر من، موضوع اصلی در اینجا تأمین ارز است. اگر به هر دلیلی شرایطی فراهم شود که درآمدهای ارزی کشور در سطح خوبی قرار داشته باشد، بسیاری از اخبار و رویدادها نمی‌توانند تأثیرات قابل توجهی بر بازار ارز بگذارند. دلیل این امر این است که اخبار و اطلاعات تأثیرگذار عمدتاً بر تجار و افرادی که در تقاضای ارز نقش دارند، اثر می‌گذارد.

اگر این افراد احساس کنند که بانک مرکزی از نظر ارزی در وضعیت خوبی قرار دارد و توان تخصیص ارز را دارد، در نهایت ریسک‌های سیاسی تأثیر محدودی بر قیمت ارز خواهد داشت. در دویاسه سال اخیر، درآمدهای ارزی کشور به نسبت سال‌های قبل وضعیت نسبتاً خوبی داشته است. به ویژه فروش نفت ما بهبود یافته و این موضوع به بانک مرکزی کمک کرده تا بتواند نوسانات شدید در قیمت ارز را کنترل و تعدیل کند. بنابراین، یکی از جنبه‌های کلیدی که باید به آن توجه کنیم، تضمین حداقل سطح فروش نفت و حفظ جریان ارزی است.

اگر این جریان ارزی کاهش یابد یا از دست برود، حتی بدون وجود اخبار منفی سیاسی، ممکن است شاهد نوسانات بزرگی در قیمت ارز باشیم. در سال‌های اخیر، به دلیل بهبود شرایط ارزی نسبت به سال‌های گذشته، اخبار سیاسی نتوانسته است تأثیر شدیدی بر بازار ارز بگذارد. این به این معناست که بانک مرکزی توانسته است با استفاده از منابع ارزی موجود و مدیریت مناسب، از بروز نوسانات شدید در بازار ارز جلوگیری کند.

اقدامات بانک مرکزی را نسبت به گذشته در حوزه ارز بیشتر واقع بینانه می‌بینم، یعنی درجه واقع‌بینی و به اصطلاح هوشمندی‌اش بهبود و ارتقا پیدا کرده است.

به نظر من، نرخ تورم حدود ۲۰ درصد برای اقتصاد ما با وجود ناترازی‌های موجود در بودجه و همچنین ناترازی‌هایی که از دیگر بخش‌ها به بودجه سرریز می‌شود، قابل تحمل است



# نوسانات سیاسی دلار کنترل تورم را دشوار می‌کند

- برای جلوگیری از دور باطل در اقتصاد ایران، نیازمند اراده سیاسی قوی و اتخاذ تصمیم‌های سخت هستیم
- سال ۱۴۰۴ می‌تواند، سال تحول یا تشدید بحران باشد
- تجربه نشان داده هرگاه بانک مرکزی مستقل عمل کرده، ثبات نسبی در بازار ارز ایجاد شده است
- نظارت دقیق بر نحوه خلق پول توسط شبکه بانکی و جلوگیری از فعالیت‌های سوداگرانه بانک‌ها ضروری است

## مصطفی کریمزاده

استاد اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد



تومان رساند. در سال ۱۴۰۳ نیز رفتارهای مشابه وی، از ادعاهای غیرواقعی درباره مذاکره تا تهدیدهای نظامی باعث شد دلار در مدتی کوتاه از کانال ۶۰ به ۱۰۰ هزار تومان برسد.

اقتصاد ایران سال‌هاست که به شدت دلاریزه شده است. این مسئله باعث می‌شود کوچک‌ترین نوسان در نرخ ارز، حتی بر کالاهایی که ارتباطی با واردات ندارند نیز تأثیر بگذارد. نتیجه این شده که کنترل تورم برای سیاست‌گذاران اقتصادی روبه‌روز دشوارتر می‌شود. دولت‌های مختلف همواره بر استقلال

سال ۱۴۰۳ برای اقتصاد ایران سالی پُرچالش بود که تحت تأثیر دو رویداد مهم سیاسی قرار گرفت، تغییر دولت در ایران و بازگشت ترامپ به قدرت در آمریکا. این تحولات تأثیرات متضادی بر بازار ارز گذاشت، از یک سو امیدواری به احیای برجام موجب ثبات نسبی شد و از سوی دیگر تهدیدهای ترامپ بازار را دوباره ملتهب کرد. تجربه دوره اول ریاست جمهوری ترامپ نشان داد که وی به هیچ وجه به تعهدات بین‌المللی پایبند نیست. خروج یک‌جانبه از برجام و اعمال فشار حداکثری در آن دوره، نرخ ارز را از ۳۵۰۰ تومان به بیش از ۲۰ هزار

۲۴



اقتصاد

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

دولت‌های  
مختلف همواره  
براستقلال  
بانک مرکزی  
تأکید کرده‌اند  
اما در عمل  
اولین راه حل  
برای جبران  
کسری بودجه  
چاپ پول بدون  
پشتوانه بوده  
است

ضروری است. در حوزه نظام چندنرخه  
ارز باید اقداماتی صورت گیرد و برای حل  
این مشکل، باید به سمت تک‌نرخه شدن  
ارز حرکت کنیم و فرآیند تخصیص ارز را به  
صورت شفاف و تحت نظارت دقیق قرار داد.  
ایجاد سامانه‌های الکترونیکی برای رصد  
دقیق واردات و صادرات و ارتباط دادن  
تخصیص ارز به عملکرد واقعی بنگاه‌های  
اقتصادی می‌تواند به کاهش فساد در این  
حوزه کمک کند.

همچنین بخش تولید در سال‌های اخیر  
با مشکلات متعددی مانند نوسانات نرخ  
ارز، تحریم‌ها، مشکلات تأمین مواد اولیه  
و رقابت ناعادلانه با کالاهای قاچاق مواجه  
بوده است. برای حمایت واقعی از تولید  
داخلی، باید به صورت همزمان چند اقدام  
انجام شود: اولاً ثبات در سیاست‌های ارزی  
و تجاری ایجاد شود تا فعالان اقتصادی  
بتوانند برای بلندمدت برنامه‌ریزی کنند.  
ثانیاً نظام بانکی باید تسهیلات ارزان قیمت  
و بلندمدت در اختیار تولیدکنندگان  
قرار دهد. ثالثاً باید از واردات کالاهایی  
که مشابه داخلی دارند، جلوگیری شود  
و در عین حال با اصلاح قوانین گمرکی،  
واردات مواد اولیه و ماشین‌آلات تولید  
تسهیل شود. همچنین، ایجاد زنجیره‌های  
کامل تولید و کاهش هزینه‌های انرژی برای  
صنایع نیز از دیگر اقدامات ضروری است.  
بانک مرکزی باید از نقش تأمین کننده  
منابع مالی دولت خارج شود و به جای آن  
بر ثبات بازار ارز و کنترل تورم متمرکز شود.  
تجربه نشان داده هرگاه این نهاد مستقل  
عمل کرده، ثبات نسبی در بازار ایجاد شده  
است.

جلوگیری از دور باطل در اقتصاد ایران،  
نیازمند اراده سیاسی قوی و اتخاذ  
تصمیم‌های سخت است. سال ۱۴۰۴  
می‌تواند سال تحول یا تشدید بحران باشد.  
انتخاب با مسئولان است که آیا حاضرند  
منافع کوتاه‌مدت را فدای ثبات بلندمدت  
کنند یا خیر؟

بانک مرکزی تأکید کرده‌اند، اما در عمل  
اولین راه حل برای جبران کسری بودجه،  
چاپ پول بدون پشتوانه بوده است.  
این رویه باعث رشد انفجاری نقدینگی و  
تشدید تورم شده است. اگرچه راهکارهای  
دیگری مانند اصلاح نظام مالیاتی یا کاهش  
هزینه‌های دولت وجود دارد، اما اجرای آنها  
در شرایط رکود تورمی کنونی دشوار است.  
با توجه به رفتار غیرقابل پیش‌بینی ترامپ،  
پیش‌بینی شرایط اقتصادی سال جاری  
دشوار است. اما آنچه مسلم است، اقتصاد  
ایران بدون اصلاحات ساختاری اساسی،  
نمی‌تواند از این چرخه معیوب خارج شود.  
یکی از ریشه‌ای‌ترین مشکلات ساختاری  
اقتصاد ایران، وابستگی شدید بودجه  
دولت به درآمدهای نفتی است. این  
وابستگی طی دهه‌ها باعث شده اقتصاد  
کشور به شدت آسیب‌پذیر شود و هرگونه  
نوسان در قیمت نفت یا تحریم‌های  
بین‌المللی، بودجه کشور را با بحران مواجه  
کند. برای حل این مشکل، باید به صورت  
جدی به دنبال تنوع بخشیدن به منابع  
درآمدی دولت بود. توسعه پایه مالیاتی،  
اصلاح نظام مالیاتی، گسترش اقتصاد  
دیجیتال و حمایت از بخش خصوصی  
می‌تواند به کاهش این وابستگی کمک  
کند. همچنین، ایجاد صندوق ثروت ملی  
برای مدیریت عواید نفتی و سرمایه‌گذاری  
بلندمدت آن در بخش‌های مولد اقتصادی  
نیاز از راهکارهای مؤثر است.

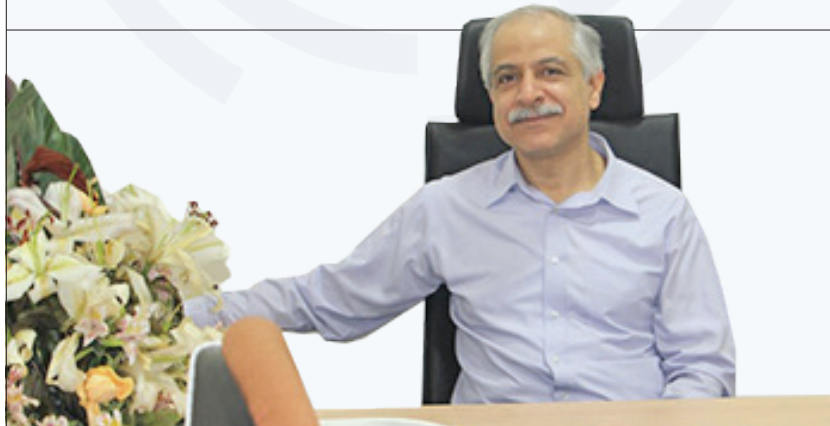
چاپ پول بدون پشتوانه برای جبران  
کسری بودجه دولت، یکی از اصلی‌ترین  
دلایل تورم بالا است. برای حل این مشکل،  
باید استقلال بانک مرکزی به صورت واقعی  
محقق شود و دولت به جای استفاده از  
این روش آسان، به سراغ راهکارهای  
پایدارتر مانند انتشار اوراق بدهی با بازدهی  
مناسب و جذب نقدینگی سرگردان در  
بازار برود. همچنین، نظارت دقیق بر نحوه  
خلق پول توسط شبکه بانکی و جلوگیری  
از فعالیت‌های سوداگرانه بانک‌ها نیز



مهدی پدرام، استاد اقتصاد دانشگاه الزهراء در گفت‌وگو با تازه‌های اقتصاد:

## سیاست بانک مرکزی تورم را در مسیر کاهش قرار داد

- اجرای سیاست ارز تک‌نرخ در شرایط فعلی با چالش‌های ساختاری جدی مواجه است
- سیستم نظارتی فعلی ما برای اجرای سیاست تک‌نرخ، کاملاً آماده نیست
- باید کمیته مشترکی ایجاد شود که هرپولی که تزریق می‌شود، تا آخرین مرحله ردیابی شود و ببینیم آیا واقعاً به تولید رسیده یا خیر؟
- تحلیل وضعیت اقتصادی ایران در شرایط فعلی نیازمند توجه به چندین عامل کلیدی به صورت همزمان است
- پیشنهاد می‌شود دولت در کوتاه‌مدت روی تقویت سیستم‌های نظارتی تمرکز کند و یکسان‌سازی ارز را به صورت تدریجی و با مطالعه پیش ببرد



با توجه به تحولات اخیر در عرصه بین‌المللی و تغییر سیاست‌های اقتصادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در کانون توجهات قرار گرفته است. رویکردهای جدید در مدیریت نقدینگی و نظام ارزی، نشان‌دهنده تحولات مثبتی در عرصه سیاست‌گذاری پولی است. سیاست‌های پولی بانک مرکزی در سال‌های اخیر نشان‌دهنده توجه ویژه به کنترل تورم و هدایت نقدینگی به سمت بخش‌های مولد اقتصادی است. استفاده از ابزارهای نوین پولی و بهره‌گیری از تجربیات موفق بین‌المللی، می‌تواند به افزایش اثربخشی این سیاست‌ها کمک کند. در این راستا، تقویت ارتباط بین بانک مرکزی و نظام بانکی کشور از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. یکی از نقاط قوت اخیر، توجه به نظرات کارشناسان و استفاده از ظرفیت‌های علمی در تدوین سیاست‌های پولی بوده است. این رویکرد می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های دقیق‌تر و مبتنی بر شواهد منجر شود. همچنین، افزایش شفافیت در گزارش‌دهی و اطلاع‌رسانی از سوی بانک مرکزی، به ایجاد ثبات در انتظارات فعالان اقتصادی کمک می‌کند. در گفت‌وگو با مهدی پدram، استاد اقتصاد دانشگاه الزهراء به بررسی دقیق‌تر سیاست‌های پولی و ارزی بانک مرکزی خواهیم پرداخت و راهکارهای عملی برای تقویت این سیاست‌ها در شرایط کنونی را مورد بحث قرار می‌دهیم.

**با توجه به تغییر دولت آمریکا و تحولات منطقه‌ای اخیر، وضعیت اقتصاد ایران را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ به ویژه در حوزه تورم و بازار ارز چه تحلیلی دارید؟**

تحلیل وضعیت اقتصادی ایران در شرایط فعلی نیازمند توجه به چندین عامل کلیدی به صورت همزمان است. در مورد سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز که دولت جدید مطرح کرده، باید گفت این ایده از نظر تئوریک کاملاً صحیح است. نظام چندنرخ ارز که سال‌ها در کشور حاکم بوده، به مرکزیت و فساد تبدیل شده بود. نمونه‌های عینی زیادی داریم، از واردات خودرو با ارز ترجیحی ۱۸ هزار تومانی که همان خودروها با قیمت آزاد در بازار داخلی فروخته می‌شد، تا صادرکنندگانی که عمداً ارزش واقعی صادرات خود را کمتر اعلام می‌کردند تا ارز کمتری به سیستم بانکی برگردانند. اما مسئله اینجاست که اجرای این سیاست در شرایط فعلی با چالش‌های ساختاری جدی مواجه است. با روی کار آمدن دولت جدید در آمریکا و تشدید تحریم‌ها، ما در وضعیت اقتصادی خاصی قرار گرفته‌ایم. تجربه نشان داده هرگاه فشار تحریم‌ها افزایش یافته، نرخ ارز به صورت جهشی رشد کرده و تورم را به دنبال داشته است. در چنین شرایطی، اجرای یکسان‌سازی ارز بدون آماده‌سازی قبلی می‌تواند به شوک تورمی بزرگی منجر شود. سیستم نظارتی فعلی ما نیز برای اجرای این سیاست کاملاً آماده نیست. برای موفقیت در یکسان‌سازی ارز، باید تمام سیستم‌های بانکی، گمرکی و مالیاتی به صورت یکپارچه عمل کنند، در حالی که هنوز بسیاری از این سیستم‌ها به خوبی با هم هماهنگ نشده‌اند. مثلاً در برخی از شرکت‌های پتروشیمی شاهد بودیم که مکانیزم‌هایی طراحی شده بود تا ارز حاصل از صادرات را کامل به سیستم بانکی کشور واریز نکنند. در حوزه تورم، وضعیت به مراتب پیچیده‌تر است. تورم ایران ریشه‌های ساختاری دارد که بخشی از آن به تحریم‌ها برمی‌گردد، اما بخش عمده‌اش به سیاست‌های داخلی مرتبط است. رشد نقدینگی، مشکلات

برای موفقیت در یکسان‌سازی ارز، باید تمام سیستم‌های بانکی، گمرکی و مالیاتی به صورت یکپارچه عمل کنند



بانک مرکزی با  
سیاست‌های  
انقباضی  
توانست تورم را  
از آن رقم‌های  
بالای ۵۵ درصد  
به حدود ۳۲  
درصد برساند

نظام بانکی و ناکارآمدی در نظام توزیع کالاها همه دست به دست هم داده‌اند تا تورم مزمنی را ایجاد کنند. جالب اینجاست که حتی حقوق‌های بالای ۳۵ میلیون تومانی هم که برای دهک دهم در نظر گرفته شده، در برابر این تورم مقاومتی ندارد. راه حل این مشکلات یک شبه به دست نمی‌آید. پیشنهاد می‌شود دولت در کوتاه‌مدت روی تقویت سیستم‌های نظارتی تمرکز کند و یکسان‌سازی ارز را به صورت تدریجی و با مطالعه پیش ببرد. در عین حال، باید سیاست‌های انقباضی هوشمندانه‌ای را برای کنترل نقدینگی در پیش بگیرد. از طرف دیگر، حمایت از تولید داخلی و رفع موانع پیش روی صنایع می‌تواند به بهبود عرضه در بازار کمک کند. نکته آخر اینکه در شرایط فعلی، هرگونه تغییر اقتصادی باید با در نظر گرفتن آثار اجتماعی آن انجام شود. افزایش ناگهانی قیمت‌ها می‌تواند فشار زیادی به اقشار متوسط و ضعیف وارد کند و ثبات اجتماعی را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین توصیه می‌شود دولت در اجرای این سیاست‌ها، تمهیدات لازم برای حمایت از این اقشار را نیز در نظر بگیرد.

### بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار پولی، چه اقداماتی می‌تواند برای ایجاد ثبات در بازار ارز انجام دهد؟

مسئله کنترل بازار ارز به شدت با موضوع تورم گره خورده است. اگر به داده‌های بلندمدت نگاه کنیم، می‌بینیم که تورم و نرخ رابطه متقابلی دارند. اما تحلیل عمیق‌تر نشان می‌دهد که در واقع تورم است که به نرخ ارز شوک وارد می‌کند. بنابراین، اصلی‌ترین وظیفه بانک مرکزی باید کنترل تورم باشد، چون وقتی تورم کنترل شود، انتظارات تورمی هم مهار شده و از هجوم سرمایه‌ها به سمت ارز جلوگیری

می‌شود. اما این به آن معنا نیست که بانک مرکزی باید یکجانبه و بدون ملاحظه عمل کند. تجربه نشان داده اقدامات شتابزده می‌تواند به تولید آسیب بزند.

برای مدیریت مؤثر بازار ارز، بانک مرکزی نیاز به هماهنگی کامل با سایر نهادها دارد. مثلاً تناقض بین سیاست‌های پولی و حوزه مسکن، اثر سیاست‌های پولی را خنثی می‌کند. مسئله دیگر به کارشناسی بازمی‌گردد و نباید تجربه مدیران قدیمی را نادیده گرفت.

یک کارشناس با تجربه که سال‌ها در یک حوزه فعالیت کرده، می‌داند هر سیاستی چه تأثیری خواهد داشت، در حالی که یک فرد تازه‌کار ماه‌ها زمان نیاز دارد تا فقط با پرونده‌ها آشنا شود.

این اشتباه است که فکر کنیم جوانان پُرانرژی می‌توانند بدون استفاده از تجربیات گذشته کارها را پیش ببرند. نکته کلیدی این است که مردم وقتی می‌بینند مسئولان با تمام وجود در حال کار هستند، تحمل می‌کنند. تاریخ انقلاب و دفاع مقدس نشان داده مردم ایران در شرایط سخت هم همراه نظام بوده‌اند. اما شرط آن این است که نتایج کارها به درستی به مردم منتقل شود. از همه ابزارهای ارتباطی باید برای توضیح سیاست‌ها و دستاوردها استفاده شود. در نهایت باید گفت مدیریت بازار ارز کار ساده‌ای نیست و نیاز به برنامه‌ریزی دقیق، هماهنگی بین‌دستگاهی، استفاده از تجربیات گذشته و ارتباط شفاف با مردم دارد. اقدامات شتابزده و نسنجیده نه تنها مشکل را حل نمی‌کند، بلکه ممکن است به بخش‌های دیگر اقتصاد هم آسیب بزند.

چه موانعی پیش روی  
اقتصاد ایران در کنترل  
تورم وجود دارد و چه  
راهکارهایی برای کنترل  
آن می‌توانیم داشته باشیم؟



مسئله تورم امسال واقعاً پیچیده بود. از یک طرف بانک مرکزی با سیاست‌های انقباضی توانست تورم را از آن رقم‌های بالای ۵۵ درصد به حدود ۳۲ درصد برساند، ولی این سیاست یک مشکل اساسی داشت. وقتی حجم پول را شدیداً کنترل می‌کنید، اولین چیزی که آسیب می‌بیند بخش تولید است. اواخر سال گذشته که ترامپ بر سر کار آمد، یک شوک سیاسی جدی به اقتصاد وارد شد و نامه‌ای که برای بازگشت تحریم‌ها امضا کرد، بلافاصله انتظارات تورمی را بالا برد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی واقعاً دستش بسته بود. از یک طرف پرداخت‌های پایان سال مثل عیدی و پاداش فشار می‌آورد و از طرف دیگر آن شوک سیاسی هم اضافه شد.

راهکار اصلی برای سال جاری این است که بانک مرکزی باید با دقت بیشتری عمل کند. اولاً سیاست‌های پولی باید طوری طراحی شوند که هم تورم را کنترل کنند، هم به تولید لطمه نزنند. ثانیاً در مواجهه با شوک‌های خارجی انعطاف بیشتری نشان دهند. نکته مهم دیگر این است که باید با سایر نهادهای اقتصادی هماهنگی بیشتری داشته باشند. مثلاً همان مشکل یکسان‌سازی ارز اگر با زمان‌بندی بهتری اجرا می‌شد، شاید نتیجه بهتری می‌گرفتیم.

یک موضوع اساسی دیگر ارتباط با مردم است. بانک مرکزی باید بتواند دلیل این سیاست‌ها را به زبان ساده برای مردم توضیح دهد. وقتی مردم بفهمند که چرا این تصمیمات گرفته می‌شود، همکاری بیشتری خواهند کرد و این خودش کمک بزرگی به کنترل انتظارات تورمی می‌کند. در نهایت باید بگویم که کنترل تورم مثل یک فرآیند جراحی دقیق است، نه یک عمل سریع و عجولانه. هر تصمیمی باید با مطالعه کافی و در زمان مناسب گرفته شود.

## بانک مرکزی برای سال ۱۴۰۴ در حوزه تورم و نقدینگی چه اقداماتی باید داشته باشد؟ با توجه به اینکه اشاره کردید کمبود نقدینگی می‌تواند به رکود منجر شود، چه راهکاری پیشنهاد می‌کنید؟

ببینید، مسئله اصلی این است که بانک مرکزی باید یک راه میانه پیدا کند. از یک طرف اگر نقدینگی را خیلی محدود کند، تولید زمین می‌خورد و رکود ایجاد می‌شود و از طرف دیگر اگر نقدینگی را رها کند، تورم از کنترل خارج می‌شود. این مثل راه رفتن روی لبه تیغ است. اولین نکته این است که باید ببینیم توافق با آمریکا چه می‌شود. اگر توافقی در کار نباشد، بانک مرکزی باید خیلی دقیق و حساب‌شده عمل کند. یعنی نه آنقدر نقدینگی را کم کند که تولید تعطیل شود، نه آنقدر زیاد که تورم بشود ۵۰-۶۰ درصد. این کار نیاز به یک تیم قوی از کارشناسان دارد. من خودم بعضی از کارشناسان بانک مرکزی و پژوهشکده پولی و بانکی را می‌شناسم که واقعاً افراد باسواد و دلسوزی هستند. مسئله بعدی این است که نقدینگی باید به درستی هدایت شود. مثلاً اگر به بخش مسکن تزریق می‌کنیم، دقیقاً مشخص باشد به کدام قسمت مسکن می‌رود. آیا به ساخت‌وسازهای جدید می‌رود یا به نوسازی بافت‌های فرسوده؟ همینطور در بخش صنعت و کشاورزی. اینها تصمیمات مهمی هستند که نباید پشت درهای بسته گرفته شوند. یک پیشنهاد مشخص من این است که بانک مرکزی با سازمان برنامه و وزارتخانه‌های مختلف یک کمیته مشترک تشکیل دهد. پولی که تزریق می‌شود باید تا آخرین مرحله ردیابی شود. ببینیم آیا واقعاً به تولید رسیده یا نه. این کار سختی است، اما چاره‌ای نداریم. شرایط مثل جنگ است و باید با دقت عمل کنیم.

بانک مرکزی باید یک راه میانه پیدا کند چون اگر نقدینگی را خیلی محدود کند، تولید زمین می‌خورد و از طرف دیگر اگر نقدینگی را رها کند، تورم از کنترل خارج می‌شود



هادی رهگشای، کارشناس مسائل اقتصادی در گفت‌وگو با تازه‌های اقتصاد:

## سیاست کنترل ترازنامه بانک‌ها تورم را کاهش داد

- بانک مرکزی در کنترل ترازنامه بانک‌ها و مهار رشد نقدینگی موفق عمل کرده که کاهش نسبی تورم را به همراه داشته است
- سیاست کنترل ترازنامه باید با مکانیسم‌های تشویقی همراه باشد، تا منابع مالی به سمت بخش‌های مولد هدایت شود
- بانک مرکزی نباید تنها بر کاهش تورم متمرکز شود، بلکه باید با یک نگاه متوازن، اهداف کلان اقتصادی از جمله توسعه تولید و بهبود قدرت خرید خانوارها را نیز دنبال کند



۳۰



اقتصاد تازه‌ها

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

در اقتصاد هر کشوری، بانک مرکزی به عنوان نهاد سیاست‌گذار پولی، نقشی محوری در ایجاد تعادل بین ثبات اقتصادی و رشد تولید ایفا می‌کند. با توجه به شعار سال جدید که بر سرمایه‌گذاری در تولید تأکید دارد، این پرسش اساسی مطرح می‌شود که بانک مرکزی چگونه می‌تواند همزمان با کنترل تورم، از بخش تولید حمایت کند تا اقتصاد کشور به سمت رونق پایدار حرکت نماید؟ تجربه نشان داده که تمرکز صرف بر مهار تورم، بدون توجه به نیازهای مالی بخش مولد، می‌تواند به رکود تولید و کاهش عرضه منجر شود، که خود در بلندمدت فشارهای تورمی جدیدی ایجاد خواهد کرد. از اینرو، بانک مرکزی باید با اتخاذ سیاست‌های هوشمندانه، مسیری متوازن را طی کند که هم تورم را مدیریت نماید و هم منابع مالی را به سمت فعالیت‌های مولد سوق دهد.

یکی از چالش‌های پیش‌روی نظام بانکی، تخصیص نامتوازن تسهیلات است، به طوری که بنگاه‌های بزرگ و شرکت‌های دولتی سهم بیشتری از اعتبارات را به خود اختصاص می‌دهند، در حالی که واحدهای کوچک و متوسط تولیدی با کمبود نقدینگی مواجه هستند. این مسئله نه تنها به رکود در بخش واقعی اقتصاد دامن می‌زند، بلکه در نهایت از طریق کاهش عرضه، به افزایش قیمت‌ها منجر می‌شود. از سوی دیگر، افزایش سهم تسهیلات تکلیفی خانوارها نیز می‌تواند منابع بانک‌ها را از بخش تولید منحرف کند، مگر آنکه این تسهیلات به گونه‌ای طراحی شوند که تقاضای مؤثر را افزایش داده و به رشد تولید بینجامد.

در گفت‌وگو با هادی رهگشای، کارشناس مسائل اقتصادی به بررسی راهکارهای بانک مرکزی برای ایجاد

تعادل بین کنترل تورم و حمایت از تولید پرداخته می‌شود. همچنین نقش سایر نهادها در تسهیل این فرآیند و ضرورت توسعه روش‌های جایگزین تأمین مالی، مانند بازار سرمایه، مورد بحث قرار می‌گیرد.

### **باتوجه به آغاز سال جدید و شعار سال که بر سرمایه‌گذاری در تولید تأکید دارد، بانک مرکزی چگونه می‌تواند بین کنترل تورم و حمایت از تولید تعادل ایجاد کند تا هم از افزایش تورم جلوگیری شود و هم سرمایه‌گذاری در بخش تولید تقویت شود؟**

تمرکز صرف بانک مرکزی بر کنترل تورم، بدون در نظر گرفتن ضرورت‌های تأمین مالی تولید، می‌تواند به یک اشتباه راهبردی منجر شود. براساس قانون جدید بانک مرکزی، این نهاد موظف است در کنار کنترل تورم و ایجاد ثبات اقتصادی، به تأمین مالی تولید و رشد اقتصادی نیز توجه کند.

بنابراین، بانک مرکزی نباید تنها بر کاهش تورم متمرکز شود، بلکه باید با یک نگاه متوازن، اهداف کلان اقتصادی از جمله توسعه تولید و بهبود قدرت خرید خانوارها را نیز دنبال کند.

در برخی شرایط، ممکن است لازم باشد بانک مرکزی اولویت را به تأمین مالی تولید دهد، حتی اگر این امر به معنای تعدیل موقت اهداف تورمی باشد. برای مثال، ممکن است کاهش تورم با تأخیر صورت گیرد، اما در مقابل، رشد اقتصادی افزایش یابد و وضعیت معیشتی مردم بهبود پیدا کند. این رویکرد بلندمدت می‌تواند به ثبات پایدارتر اقتصاد بینجامد.

در سال‌های اخیر، بانک مرکزی در کنترل ترازنامه بانک‌ها و مهار رشد نقدینگی

بانک مرکزی  
باید با  
سیاست‌های  
هوشمندانه  
همزمان با  
کنترل تورم  
از بخش‌های  
مولد حمایت  
کند تا رشد  
اقتصادی پایدار  
تحقق یابد



کارت رفاهی  
اقدام خوبی  
است چون  
تسهیلات  
را به سمت  
خرده گیرندگانی  
هدایت می کند  
که آن را صرف  
خرید کالا  
و خدمات  
می کنند و  
این به رونق  
اقتصادی کمک  
می کند

۳۲



**اقتصاد**

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

موفق عمل کرده و کاهش نسبی تورم را به همراه داشته است. اما این سیاست‌ها باید با مکانیسم‌های تشویقی همراه باشد تا منابع مالی به سمت بخش‌های مولد هدایت شود. به جای اعمال محدودیت‌های یک‌جانبه بر نظام بانکی، بانک مرکزی می‌تواند با تعیین اولویت‌های اعتباری، تسهیلات بانکی را به پروژه‌های پیشران و بخش‌های تولیدی سوق دهد.

در حال حاضر، برخی بنگاه‌های بزرگ و شرکت‌های دولتی به دلیل نفوذ مالی و ارتباطات گسترده، سهم بیشتری از تسهیلات بانکی دریافت می‌کنند، در حالی که بسیاری از واحدهای تولیدی کوچک و متوسط با کمبود سرمایه در گردش مواجه هستند. این وضعیت در بلندمدت به رکود تولید، کاهش عرضه و افزایش قیمت‌ها منجر می‌شود که با هدف کنترل تورم در تناقض است. بنابراین، بانک مرکزی باید با سیاست‌های هوشمندانه، همزمان با کنترل تورم، از بخش‌های مولد حمایت کند تا رشد اقتصادی پایدار تحقق یابد.

**در سال‌های اخیر، حدود ۱۳ درصد سهم خانوارها از تسهیلات تکلیفی زیاد شده و با توجه به اینکه اصل بودجه ثابت است بنابراین از بخش‌های تولیدی کاسته و به سهم خانوارها اضافه شده است. در این خصوص چه نظری دارید؟**

تسهیلات تکلیفی را باید به دو بخش تقسیم کرد. بخش اول تسهیلاتی است که شرکت‌های دولتی به بانک‌ها تحمیل می‌کنند، مثل خرید تضمینی گندم که دولت به جای تخصیص بودجه، بانک کشاورزی را مجبور به پرداخت می‌کند و معمولاً این تسهیلات بازگردانده

نمی‌شود. این روش کاملاً نادرست است و دولت باید مسئولیت مالی این موارد را مستقیماً از بودجه عمومی تأمین کند. بخش دوم تسهیلات اجتماعی مانند قرض‌الحسنه ازدواج و فرزندآوری است که بانک‌ها در این زمینه حتی کمتر از ظرفیت خود عمل می‌کنند.

این نوع تسهیلات هم قدرت خرید خانوارها را تقویت می‌کند و هم به تولیدکنندگان داخلی کمک می‌رساند. نکته مهم اینکه سهم این تسهیلات مفید از کل تسهیلات بانکی کمتر از ۳ درصد است و تأثیر منفی بر وضعیت بانک‌ها ندارد. پیشنهاد می‌کنم بانک مرکزی این نوع تسهیلات اجتماعی را از سقف کنترل ترانزنامه معاف کند. در مقابل، باید از تحمیل تسهیلات تکلیفی غیرضروری به نظام بانکی جلوگیری شود.

**سایر نهادها و قوا چگونه می‌توانند به بانک مرکزی در تحقق اهداف اقتصادی کمک کنند و چه موانعی وجود دارد که نیازمند همکاری سایر نهادهاست؟**

بانک مرکزی به عنوان نهاد محوری در اقتصاد کشور، نقش اساسی در حمایت از سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بخش تولید دارد. این نقش هم در کنترل تورم و ایجاد ثبات در نرخ ارز مهم است و هم در ایجاد فضای قابل پیش‌بینی برای سرمایه‌گذاران. سایر نهادها می‌توانند از دو طریق به بانک مرکزی کمک کنند: اولاً با رفع موانع موجود مانند تسهیل فرآیندهای اداری و صدور مجوزها و ثانیاً با ایجاد مشوق‌های لازم برای هدایت سرمایه به سمت بخش‌های مولد.

دستگاه‌های اجرایی با کاهش بوروکراسی، قوه قضاییه با رسیدگی سریع به پرونده‌های اقتصادی و نهادهای قانونگذار با تصویب قوانین

حمایتی می‌توانند نقش مهمی ایفا کنند. نکته کلیدی دیگر، محدود کردن سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد مانند سفته‌بازی در مسکن و خودرو است که منابع را از بخش تولید منحرف می‌کند. برای این منظور، استفاده از ابزارهای مالیاتی و اعمال مقررات بازدارنده می‌تواند به هدایت منابع به سمت پروژه‌های تولیدی و زیرساختی کمک کند. هماهنگی بین تمام قوا و نهادها برای ایجاد این انگیزه‌ها و رفع موانع موجود ضروری است.

### اقداماتی که بانک مرکزی در این حوزه انجام داده مانند تأمین مالی زنجیره‌ای و اوراق کارت رفاهی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در مورد تأمین مالی زنجیره‌ای باید بگویم که این طرح از نظر مفهومی بسیار خوب و قابل قبول است و به دولت‌های یازدهم و دوازدهم برمی‌گردد که در دولت سیزدهم هم مطرح شد. اما متأسفانه بیشتر در حد شعار باقی مانده و در عمل نتوانسته مشکلات تولیدکنندگان در زمینه سرمایه در گردش را حل کند. این طرح نتوانسته چرخه تولید را از اخذ تسهیلات بی‌نیاز کند و به صورت زنجیروار اعتبارات را به تولیدکنندگان برساند. کارت رفاهی اقدام خوبی است چون تسهیلات را به سمت خرده‌گیرندگانی هدایت می‌کند که آن را صرف خرید کالا و خدمات می‌کنند و این به رونق اقتصادی کمک می‌کند، برخلاف برخی تسهیلات‌گیرندگان کلان که منابع را به سمت خرید دلار، طلا یا ملک می‌برند. درست است که این طرح خوب است، اما من اطلاع دقیقی از ابعاد اجرایی آن و میزان تأثیرش بر رونق اقتصادی ندارم. نکته مهم این است که منابع تسهیلاتی باید از همان ابتدای خلق اعتبار به سمت

سرمایه‌گذاری در تولید و توسعه اقتصادی هدایت شود.

### با توجه به اینکه حدود ۹۰ درصد تأمین مالی بر عهده شبکه بانکی است، چه راهکارهایی برای تقویت سایر روش‌های تأمین مالی مانند بازار سرمایه وجود دارد تا از فشار بر نظام بانکی کاسته شود؟

برای کاهش فشار بر شبکه بانکی، چند راهکار عملی وجود دارد. اولاً تأمین مالی زنجیره‌ای می‌تواند کمک شایانی کند، به این صورت که به جای نیاز هر حلقه از زنجیره تولید به تسهیلات مجزا، نظام بانکی فقط به حلقه اول اعتبار دهد و تسویه نهایی از حلقه آخر انجام شود. این روش هم نیاز به تسهیلات را کاهش می‌دهد هم نقدینگی را بهینه می‌کند. ثانیاً مالیات بر سود سپرده‌های کلان می‌تواند شرکت‌ها را تشویق به سرمایه‌گذاری مستقیم کند، چرا که بسیاری از شرکت‌های بزرگ به دلیل معافیت مالیاتی، منابع خود را در بانک‌ها سپرده‌گذاری می‌کنند و همزمان از بانک تسهیلات می‌گیرند که این رفتار هم به منابع بانک‌ها فشار می‌آورد هم از سرمایه‌گذاری مولد جلوگیری می‌کند. در بلندمدت نیز توسعه بازار سرمایه از طریق راه‌اندازی صندوق‌های پروژه‌ای در بورس می‌تواند راهکار مناسبی باشد، هرچند در کوتاه‌مدت نمی‌توان سهم بازار سرمایه را به سرعت افزایش داد. بنابراین در شرایط فعلی، دوراهاکار اول می‌تواند فشار بر سیستم بانکی را سریعتر کاهش دهند، اما برای ایجاد تحول ساختاری، توسعه بازار سرمایه ضروری است. ترکیب این راهکارها می‌تواند هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت به کاهش وابستگی به نظام بانکی بینجامد.

منابع تسهیلاتی باید از همان ابتدای خلق اعتبار به سمت سرمایه‌گذاری در تولید و توسعه اقتصادی هدایت شود





مطالبات بانکی ایران در مذاکرات

## مسیر همکاری‌های بین‌المللی بانکی ایران باید باز شود

- محدود نشدن ایران به سازوکارها و کانال‌های مالی مشخص برای تبادلات مالی بین‌المللی، باید یکی از خط قرمزهای ایران در مذاکرات جاری باشد
- رفع تهدید از بانک‌های خارجی در همکاری با ایران، یکی از اساسی‌ترین مطالبات کشور در حوزه بانکی از آمریکا خواهد بود
- بازگشت منابع مسدود شده ایران به کشور و امکان استفاده بدون محدودیت از آنها، یکی از مهم‌ترین مواردی است که ایران باید در مذاکرات جاری آن را مطالبه کند
- آزادسازی کامل و فوری تمامی منابع مسدود شده باید جزو مطالبات اصلی ایران در حوزه مالی باشد

حمید کمار  
پژوهشگر اقتصادی

۳۴



اقتصاد

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

مذاکرات اتمی میان ایران و آمریکا همچنان ادامه دارد. طبق اعلام سیدعباس عراقچی، وزیر امور خارجه پیشرفت مذاکرات در دور اول و دوم قابل توجه بوده و فضای مثبتی در مذاکرات حاکم است. روایت طرف مقابل هم حاکی از احتمال شکل گیری توافق در زمانی به مراتب کوتاه تر از برجام است. در مجموع شواهد مختلف، دستیابی به توافق را تقریباً قطعی نشان می دهند.

مذاکرات جاری محل طرح مطالبات میان طرفین است. از آنجا که درخواست های طرف مقابل از ایران مشخص است، لازم است مطالبات ایران از طرف مقابل نیز به صورت دقیق مشخص شود. برای رسیدن به فهرست مطالبات ایران، لازم است تمامی مشکلات ایجاد شده در اثر تحریم ها لیست شده و همچنین از تجربه توافق قبلی در سال ۹۴ نیز به منظور دریافت تضمین های لازم، استفاده شود. از آنجا که بخش اصلی تحریم ها، در دو بخش "ارتباطات مالی و بانکی بین المللی" و همچنین "فروش نفت" متمرکز بوده، لازم است فهرستی اولویت بندی شده و کامل از مطالبات در این حوزه ها مشخص شده و در اختیار تیم مذاکره کننده قرار گیرد. از آنجا که تحریم های مالی و بانکی، محور اصلی مذاکره بوده، تعیین فهرست اولویت بندی شده مطالبات ایران و همچنین تعیین سازوکاری برای تضمین اجرای تعهدات طرف مقابل، لازمه اساسی بهره مندی حداکثری کشور از توافق است. در ادامه، برخی از مهم ترین مواردی که قابلیت پیگیری در مذاکرات دارد، بیان می شود.

### لغو تحریم های بانکی

یکی از مهم ترین موانع دسترسی ایران به نظام مالی و بانکی بین المللی در دوران تحریم، عدم همکاری بانک های خارجی با طرف های ایرانی برای در امان ماندن از

جریمه های آمریکا بوده است. این تحریم ها موجب می شوند که بانک ها و موسسات مالی ایران نتوانند به راحتی با کشورهای دیگر مبادلات مالی انجام دهند. بر همین اساس، رفع تهدید از بانک های خارجی در همکاری با ایران، یکی از اساسی ترین مطالبات کشور در حوزه بانکی از آمریکا خواهد بود. نکته مهم در این رابطه، لزوم تاکید ایران بر رفع کامل محدودیت هاست. تجربه توافق برجام نشان داد که طرف مقابل پس از اعلام رفع تحریم بانکی، با اعمال شروط متعدد برای برقراری روابط بانکی، عملاً تحریم های بانکی را همچنان حفظ می کند تا بانک های بزرگ و اصلی دنیا، از ترس روبرو شدن با تحریم ها و جریمه های آمریکا، از انجام مراودات مالی با ایران سرباز زنند.

### دسترسی به نظام تسویه بین المللی SWIFT

تحریم های مالی و بانکی آمریکا علیه ایران شامل لایه های مختلفی است. یکی از این لایه ها، قطع دسترسی ایران به سیستم ارتباطات مالی بین بانکی (SWIFT) است. این سیستم برای انجام تراکنش های بین المللی ضروری است و با محدودیت های اعمال شده در این زمینه، ایران با مشکلات بزرگی در انجام معاملات تجاری روبه رو است. باز شدن دسترسی ایران به این سیستم، از جمله الزامات گشایش مالی و بانکی بین المللی برای کشور محسوب می شود.

### آزاد شدن پول های بلوکه شده

بازگشت منابع مسدود شده ایران به کشور و امکان استفاده بدون محدودیت از آنها، یکی از مهم ترین مواردی است که ایران باید در مذاکرات جاری آن را مطالبه کند. نزدیک به سه سال پیش در حالی که میان ایران و آمریکا برای آزادسازی پول های مسدود شده در کره جنوبی توافق شده بود، اما در نهایت ایران نتوانست به طور کامل به این منابع دست یابد. بر همین اساس، آزادسازی

یکی از مهم ترین موانع دسترسی ایران به نظام مالی و بانکی بین المللی در دوران تحریم عدم همکاری بانک های خارجی با طرف های ایرانی برای در امان ماندن از جریمه های آمریکا بود



تحریم‌ها  
موجب  
می‌شوند که  
بانک‌ها و  
مؤسسات مالی  
ایران نتوانند  
به راحتی با  
کشورهای دیگر  
مبادلات مالی  
انجام دهند

کامل و فوری تمامی منابع مسدود شده،  
باید جزو مطالبات اصلی ایران در حوزه مالی  
باشد.

### دسترسی به نظام بیمه بین‌المللی

یکی از مسائل ایران در دوران تحریم، همکاری  
نکردن شرکت‌های بیمه بین‌المللی به ویژه  
برای بیمه کردن کشتی‌های به و از مقصد  
ایران بوده است. این مسئله، ریسک و هزینه  
تجارت با ایران را افزایش داده است. بر همین  
اساس، ایران لازم است دسترسی کامل و بدون  
محدودیت به نظام بیمه بین‌المللی را در  
فهرست اولویت‌های خود قرار دهد.

### محدود نشدن ایران در سازوکارهای مالی از پیش تعریف شده

یکی از سیاست‌هایی که طرف مقابل همواره  
از آن برای اعمال فشار به ایران در سال‌های  
اخیر استفاده کرده، هدایت تبادلات مالی  
ایران به کانال‌های مشخص تحت نظارت  
و کنترل آمریکا بوده است. سیاست یاد  
شده، این امکان را به آمریکا می‌داد که در هر  
زمان بتواند درخواست‌های اضافی خود در  
موضوعات مختلف را به ایران تحمیل کند.  
از اینرو، محدود نشدن ایران به سازوکارها و  
کانال‌های مالی مشخص برای تبادلات مالی  
بین‌المللی، باید یکی از خط قرمزهای ایران  
در مذاکرات جاری باشد.

### رفع تحریم افراد و نهادهای تحت تحریم

بسیاری از افراد و نهادهایی که تاکنون در  
حوزه اقتصادی با ایران همکاری می‌کردند،

مشمول تحریم شده‌اند. رفع تحریم این  
اشخاص ضمن ایجاد گشایش اقتصادی  
برای کشور، می‌تواند برای سایر اشخاص و  
نهادهای خارجی، نشانه‌ای از بی‌خطر شدن  
مراودات مالی، بانکی و اقتصادی با ایران  
قلمداد شده و با کاهش ترس این اشخاص از  
مراوده اقتصادی با ایران، بهره‌مندی کشور از  
توافق را افزایش دهد.

### دسترسی به وام‌های بین‌المللی

کارشناسی آمریکا در مسیر دریافت وام از  
نهادهای بین‌المللی از جمله صندوق  
بین‌المللی پول و بانک جهانی، یکی از  
مسائلی است که ایران در دوران تحریم با آن  
مواجه بوده است. با توجه به نقش اساسی  
ایران در تشکیل این نهادها و همچنین  
تأمین سرمایه آنها در بدو تشکیل، دسترسی  
به منابع مالی این نهادها، باید از جمله  
شروط ایران در مذاکرات پیش‌رو باشد.

### تعریف سازوکارهای ضمانت تعهدات در حوزه مالی و بانکی

مرور تجربه توافق اتمی پیشین (برجام)  
نشان داده که آمریکا در هر زمان ممکن است  
از توافق حاصل شده به طور یکجانبه خارج  
شده و تعهدات خود را نقض کند. به همین  
دلیل، تعریف و کاربست سازوکارهایی برای  
ملزم شدن طرف مقابل به اجرای تعهدات  
و همچنین پُر هزینه شدن نقض تعهدات، از  
جمله الزامات حیاتی برای رسیدن به یک  
توافق منطقی و بهره‌مندی حداکثری اقتصاد  
کشور از آن است.



### رفع تهدیدهای بانکی از اساسی‌ترین مطالبات ایران در مذاکرات خواهد بود

رفع تهدید از بانک‌های خارجی در همکاری با ایران، یکی از اساسی‌ترین  
مطالبات کشور در حوزه بانکی از آمریکا در جریان مذاکرات خواهد بود. نکته  
مهم در این رابطه، لزوم تأکید ایران بر رفع کامل محدودیت‌هاست.

## بازار ارز وارد فاز آرامش شد

- عامل انتظارات تورمی در سال گذشته که برآمده از افزایش سطح ریسک ژئوپلیتیک بود، به نوساناتی در نرخ دلار بازار غیررسمی انجامید
- به زبان اقتصادی، منحنی تقاضای سفته بازی برای ارز تقریباً عمودی و عرضه موثر ارز بسیار بی کشش شده بود
- کاهش نرخ تورم انتظاری شرط لازم پایدارسازی نرخ ارز است

امیرحسین موسوی

پژوهشگر اقتصادی

بازار ارز همواره نبض تپنده اقتصاد کلان ایران بوده است، بازاری که کوچک ترین تلنگری به انتظارات تورمی، مذاکرات خارجی یا تغییرات تراز تجاری، می تواند تلاطم های پُرهزینه ای برای تولید، اشتغال و رفاه خانوارها بیاورد.

با این حال، در ماه های منتهی به فروردین و اردیبهشت ۱۴۰۴ شاهد نوعی آرامش قیمت در بازار بوده ایم، آرامشی که نه از جنس سرکوب دستوری نرخ، بلکه محصول ترکیب سنجیده ای از سیاست های ارزی فعال، انضباط پولی و کاهش انتظارات تورمی است. سیاست تثبیت اقتصادی، اولویت سیاستی سال ۱۴۰۴ مقام پولی کشور است و با توجه به تجربه نسبتاً موفق اجرای فاز اول این سیاست، می توان انتظار داشت بانک مرکزی در ادامه نیز با اتخاذ سیاست های ارزی فعال، این تجربه را تکرار کند. کاهش نرخ تورم انتظاری شرط لازم پایدارسازی نرخ ارز است. تحقیقات تجربی نشان می دهد که در اقتصادهای با سابقه تورم مزمن، تغییرات در تورم انتظاری بیش از خود تورم بر نرخ ارز اثر می گذارد. در سال ۱۴۰۳، عامل انتظارات تورمی که برآمده از افزایش سطح ریسک ژئوپلیتیک بود، به نوساناتی در نرخ دلار بازار غیررسمی انجامید. به زبان اقتصادی،

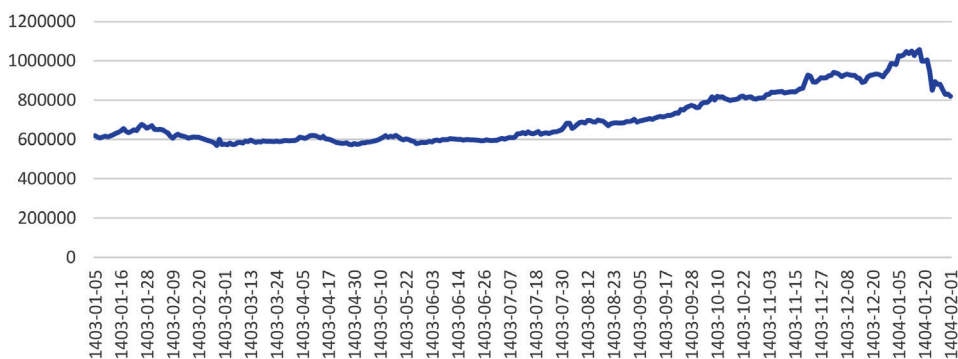
منحنی تقاضای سفته بازی (speculative demand) برای ارز، تقریباً عمودی و عرضه موثر ارز بسیار بی کشش شده بود، بنابراین بانک مرکزی دو راه بیشتر نداشت، یا با تزریق سنگین ذخایر ارزی به طور موقت تب تند بازار را پایین بیاورد، یا زیرساخت انتظارات و رفتار بازیگران خرد و کلان را اصلاح کند که راهبرد منتخب، دومی بود. همچنین با کنار هم نشاندن معاملات اسکناس، حواله و مشتقات ساده ارزی در قالب یک هسته معاملاتی واحد، عمق بازار تقریباً دو برابر شد. حضور بازار ساز رسمی در این بستر به جای مداخله پنهان در بازار آزاد، سیگنال شفاف "کف و سقف روانی" ایجاد کرد. به گفته معاونت ارزی بانک مرکزی، حجم معاملات روزانه بازار متشکل از میانگین ۱۵۰ میلیون دلار در تابستان سال گذشته به ۲۶۰ میلیون دلار در فروردین ماه ۱۴۰۴ رسیده است.

### هماهنگی سیاست نرخ بهره با اهداف ارزی

بانک مرکزی ایران، مانند اغلب بانک های مرکزی دنیا، می داند که نرخ سود بازار غیرمستقیم، ولی قدرتمند مهار تقاضای ارزی است. حفظ نرخ سود بازار بین بانکی در کانال ۲۳ تا ۲۴ درصد، در عین کاهش تدریجی تورم



## نرخ ارز در بازار غیررسمی



جایگزین "بازی دلار" شده است. از سمت ریسک‌های پیش‌رو، هرگونه تشدید تحریم‌های مالی می‌تواند زنجیره عرضه ارز را مختل کند. راهکار پیشنهادی، تنوع بخشی جغرافیایی به بازارهای صادراتی و تقویت پیمان‌های پولی دو یا چند جانبه است. همچنین کاهش ناگهانی قیمت جهانی نفت و میعانات ممکن است دست بازارساز را برای عرضه اسکناس محدود کند. صندوق تثبیت ارزهای انرژی پایه می‌تواند نقش ضربه گیر را در این بخش داشته باشد.

### محورهای تداوم سیاست تثبیت اقتصادی

تا زمانی که تورم انتظاری بالاتر از ۱۵ درصد است، نرخ سود بین بانکی نباید بیش از ۲ واحد درصد پایین تر از تورم انتظاری ( $\pi^e$ ) قرار گیرد. همچنین شفافیت درباره حجم و دامنه مداخله، سیگنال اطمینان بخشی به بازار است. ایجاد منحنی بازده ارزی (FX Yield Curve) به مدیریت ریسک بنگاه‌ها کمک می‌کند. از سوی دیگر، تداوم سیاست ارتباطی (Communication Policy) و ارائه گزارش‌های منظم "چشم انداز تورم" و "نمای اقتصاد کلان" باید در تقویم ثابت منتشر شود تا انتظارات تورمی لنگر بیاید. به صورت کلی، مجموعه سیاست‌های ارزی پویا، مبتنی بر چهار اصل "تعمیق بازار، انضباط پولی، مدیریت انتظارات و تنوع ذخایر"، باعث شده که بازار ارز وارد فاز ثبات نسبی شود.

نقطه‌ای، باعث شد تا بازدهی نگهداری ریال از بازدهی سفته‌بازی ارزی پیشی بگیرد. آخرین داده‌های رسمی بانک مرکزی نیز نرخ ریور ۲۳ درصد نشان می‌دهد. به موازات بازار پولی، بانک مرکزی اوراق سلفا ارزی یک ساله منتشر کرد. این ابزار، تقاضای آتی ارز را به بازار امروز منتقل و در واقع، مشتق مثبت انتظارات تورمی را خنثی کرد. آزادسازی بخشی از منابع بلوکه شده از طریق ترتیبات تهاتری انرژی-کالا و عرضه مستقیم در "بازار تجاری"، نه تنها پشتوانه عملی سیاست تثبیت بود، بلکه علامت مثبتی به معامله‌گران داد که دست بانک مرکزی برای حمایت از محدوده‌های قیمتی باز است.

### پیامدهای تثبیت بازار ارز

پایداری نرخ ارز، حاشیه سود بنگاه‌های صادرات محور را قابل پیش‌بینی‌تر کرده و مسیر سرمایه‌گذاری در صنایع پتروپالایشی و فلزات اساسی را هموار نموده است. ثبات نرخ ارز، یکی از سه ستون اصلی برنامه بانک مرکزی برای "حمایت از تولید" در سال جاری است. وقتی نرخ ارز هر روز سقف جدیدی نمی‌زند، بازار سرمایه از وضعیت "قفل شده در انتظارات ارزی" خارج می‌شود. داده‌های روزانه نشان می‌دهد همزمان با افت نوسان دلار، نسبت قیمت به درآمد (P/E) بازار از ۹۰٫۸ به ۸۰٫۷ واحد کاهش یافته و "ارزش‌گذاری بنیادی"



نمودار

نرخ ارز در بازار غیررسمی

۳۸



اقتصاد

شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴



گزارش بانک جهانی از وضعیت اقتصاد در فوریه ۲۰۲۵

## نااطمینانی تجاری، رشد اقتصاد جهان را کاهشی کرد

- نااطمینانی درباره سیاست‌های تجاری کشورها در سطح جهانی به بالاترین وضعیت تاریخی خود نزدیک شده است
- شاخص‌های بافرکانس بالا، کاهش جزئی سرعت رشد اقتصاد جهانی را در اوایل سال ۲۰۲۵ حکایت می‌کند
- در میان اقتصادهای بزرگ، رشد ایالات متحده همچنان چشمگیر به نظر می‌رسد
- فعالیت اقتصادی منطقه یورو پس از ضعف در فصل چهارم سال ۲۰۲۴ همچنان ضعیف بوده و کاهش تدریجی فعالیت در چین مشاهده می‌شود
- در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه، کاهش فعالیت در بخش خدمات بر افزایش محدود در بخش صنعت غلبه داشته است

۳۹



اقتصاد

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

کیانوش جهانمردی

پژوهشگر اقتصادی

شاخص مدیران  
خرید جهانی  
بخش تولید با  
رسیدن به سطح  
۵۰.۱، نسبت به  
دسامبر اندکی  
افزایش یافته  
اما همچنان  
نشان دهنده  
رکود در  
فعالیت‌های  
تولیدی است

۴۰



اقتصاد

شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴

بانک جهانی طی گزارشی تحلیلی - ادواری  
آخرین وضعیت مهم‌ترین شاخص‌های  
اقتصاد جهانی و اقتصادهای بزرگ  
را برای ماه فوریه سال ۲۰۲۵ میلادی  
منتشر کرده، که تفصیل این گزارش  
توسط اندیشکده پول و ارز منتشر شده  
است.

### نمودارهای ماهانه

- به دلیل تفاوت در چشم‌انداز تورم و افزایش نااطمینانی‌های سیاستی، بازارها انتظار دارند امسال نرخ‌های سیاست پولی سه اقتصاد پیشرفته بزرگ جهان مسیر متفاوتی را طی کنند.
- با توجه به کاهش ملایم تورم در ایالات متحده، انتظار می‌رود سیاست پولی تنها اندکی تسهیل شود.
- ارزیابی‌های بازار در منطقه یورو، کاهش‌هایی قابل توجه‌تر را در نرخ‌های بهره سیاستی منعکس می‌کند، که نشان‌دهنده انتظارات تورمی پایین‌تر و چشم‌انداز رشد اقتصادی ضعیف‌تر این منطقه است. در مقابل، در ژاپن، نرخ‌های سیاستی در واکنش به تداوم فشارهای تورمی مسیری افزایشی را در پیش گرفته‌اند.

### مهم‌ترین وقایع ماه

با وجود کاهش جزئی در شتاب رشد بخش خدمات، اقتصاد جهانی کماکان بر این بخش متکی است.

شاخص‌های مربوط به فعالیت اقتصاد جهانی نشان می‌دهند که از ابتدای سال ۲۰۲۵ تاکنون، شتاب رشد اقتصادی با کاهش جزئی مواجه شده است. شاخص جهانی سنتیکس، نسبت به سال گذشته کاهش یافته و شاخص مدیران خرید جهانی ترکیبی نیز از سطح ۵۲.۶ دسامبر به ۵۱.۸ در ژانویه کاهش یافته، که این امر نشان‌دهنده کاهش ملایم در نرخ رشد است. در سطح بخشی نیز، مؤلفه بخش

خدمات شاخص مدیران خرید همچنان نقش محرک اصلی رشد جهانی را ایفا می‌کند، اما عدد آن از ۵۳.۸ در دسامبر به ۵۲.۲ در ژانویه کاهش یافته است. پایداری فعالیت بخش خدمات نیز تا حدی نتیجه بازارهای کار قوی در بیشتر اقتصادها بوده است.

در دسامبر ۲۰۲۴، متوسط نرخ بیکاری در اقتصادهای پیشرفته و اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه نسبت به میانگین سال‌های ۲۰۱۸-۲۰۱۹، همچنان بیش از نیم درصد پایین‌تر بوده است (نمودار ۱). با وجود اینکه، شاخص مدیران خرید جهانی بخش تولید با رسیدن به سطح ۵۰.۱، نسبت به دسامبر اندکی افزایش یافته، اما همچنان نشان دهنده رکود در فعالیت‌های تولیدی است.

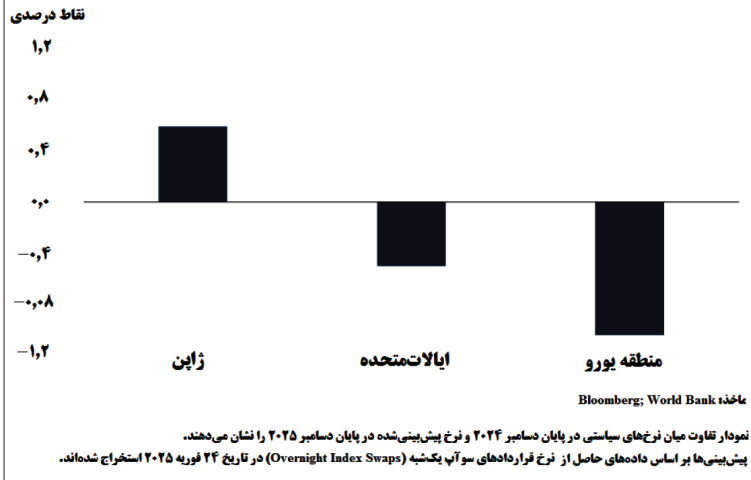
### افزایش تجارت کالا با وجود سطح

#### بالای نااطمینانی سیاستی

در حالی رشد تجارت کالاها در نوامبر ۲۰۲۴ (براساس آخرین داده‌های در دسترس)، ۳.۶ درصد [نسبت به مدت مشابه سال قبل] افزایش یافت، که این رقم برای ماه پیش از آن ۲.۱ درصد بوده است. این رشد عمدتاً ناشی از عملکرد قوی‌تر اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه بوده است، به گونه‌ای که رشد تجارت کالای این کشورها به ۶.۴ درصد رسید، در حالی که در اقتصادهای پیشرفته، این رقم تنها ۱.۶ درصد بود. براساس شاخص‌های با فرکانس بالا، با وجود اینکه تجارت بخش تولیدی همچنان در محدوده انقباضی قرار دارد، اما نشانه‌هایی از بهبود قابل مشاهده است.

شاخص مدیران خرید جهانی سفارش‌های جدید صادراتی، از سطح ۴۸.۱ در دسامبر ۲۰۲۴ به ۴۹.۴ در ژانویه ۲۰۲۵ افزایش یافت. در مقابل، مؤلفه سفارش‌های جدید صادراتی بخش

### تغییرات مورد انتظار در نرخ‌های سیاستی سال ۲۰۲۵



نمودار ۱

تغییرات مورد انتظار در نرخ‌های  
سیاستی سال ۲۰۲۵

حالی که قیمت کامودیتی‌های غیر انرژی تقریباً بدون تغییر باقی ماند. پس از افزایش قابل توجه در ذخایر نفت خام ایالات متحده، قیمت نفت خام برنت از بیش از ۸۰ دلار به ازای هر بشکه اوایل ماه ژانویه، به حدود ۷۵ دلار به ازای هر بشکه در ماه فوریه کاهش یافت. قیمت گاز طبیعی در آمریکای ژانویه به دلیل سرمای شدید و کاهش بیش از انتظار ذخایر، بیش از ۳۵ درصد (ماهانه) افزایش یافت.

در اروپا نیز قیمت گاز طبیعی به دلایل مشابهی ۶ درصد (ماهانه) افزایش یافت. قیمت کالاهای کشاورزی در مجموع با ثبات باقی ماند، به طوری که افزایش قیمت نوشیدنی‌ها با کاهش قیمت مواد خام کشاورزی جبران شد و قیمت مواد غذایی نیز بدون تغییر ماند. به طور مشابه، قیمت فلزات نیز تغییر چندانی نداشت، زیرا افزایش قیمت قلع، مس و آلومینیوم با کاهش قیمت روی، سرب و سنگ آهن خنثی شد.

در پی تشدید نا اطمینانی‌های تجاری و ژئوپلیتیکی و افزایش تقاضا برای دارایی‌های امن، قیمت طلا افزایشی

خدمات به پایین‌ترین سطح خود طی ۱۳ ماه گذشته، یعنی عدد ۵۰۲ رسید، که نشان‌دهنده کاهش سرعت رشد در این بخش است. همچنان نا اطمینانی درباره سیاست‌های تجاری کشورها در سطح جهانی به بالاترین وضعیت تاریخی خود نزدیک شده است.

افزایش نا اطمینانی اخیر در شرایطی رخ داده است که تعرفه‌های تجاری بین ایالات متحده و چین (در فوریه) افزایش یافته، تعرفه‌های مورد انتظار ایالات متحده بر فولاد و آلومینیوم (برنامه‌ریزی شده برای مارس) اعلام شده و طرح‌هایی برای اعمال تعرفه‌های گسترده‌تر [اما با درج‌ات مختلف بسته به مذاکرات] توسط ایالات متحده، مطرح شده است.

### بازار کامودیتی‌ها و پیش‌بینی‌های انرژی طبیعی در افزایش قیمت‌های انرژی

قیمت کامودیتی‌ها طی ماه ژانویه ۵ درصد (به صورت ماهانه) افزایش یافت. این افزایش، عمدتاً ناشی از رشد ۷ درصدی قیمت کامودیتی‌های انرژی بود؛ در



با وجود تورم  
نزدیک به  
دورقمی و  
نرخ سیاستی  
۲۱ درصدی  
شاخص مذکور  
در فدراسیون  
روسیه به  
بالاترین سطح  
۱۲ ماهه خود  
صعود کرد

بوده و همچنان در حال ثبت رکوردهای  
جدید است.

### شرایط مالی جهانی و سیاست تسهیل پولی در خارج از ایالات متحده

بانک‌های مرکزی بسیاری از اقتصادهای  
پیشرفته و اقتصادهای نوظهور و در حال  
توسعه، طی سال جاری نرخ‌های بهره  
سیاستی را کاهش دادند، در مقابل،  
فدرال رزرو ایالات متحده در ماه ژانویه نرخ  
بهره را بدون تغییر نگه داشت.

در حال حاضر، بازارهای مالی انتظار  
دارند که در سال جاری یک تا دو نوبت  
کاهش ۲۵ واحد پایه‌ای اعمال شود، در  
حالی که در ابتدای فصل چهارم سال  
۲۰۲۴ پیش‌بینی سه نوبت کاهش را در  
سال ۲۰۲۵ داشتند.

بازدهی اوراق قرضه ایالات متحده تحت  
تأثیر نااطمینانی در سیاست‌های تجاری  
و رشد تورم بیشتر از انتظار قرار گرفته و  
نوسانات زیادی را تجربه کرده است.

همچنین افزایش نااطمینانی در  
سیاست‌گذاری، تا حدودی اشتباهی  
ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را در  
ایالات متحده کاهش داده و بازارهای  
سهام در وضعیت ایستایی باقی  
مانده‌اند. در مقابل، از ابتدای سال،  
ریسک‌پذیری در منطقه یورو بهبود  
یافته، که این امر تا حدی به دلیل بهبود  
شاخص‌ها و آمارهای اقتصادی (هرچند  
هنوز ضعیف) و سودآوری مطلوب

شرکت‌ها بوده است. کاهش نرخ بهره  
سیاستی در برخی اقتصادهای بزرگ  
نوظهور و در حال توسعه مانند هند،  
مکزیک و ترکیه، واکنشی به چشم‌انداز  
تضعیف‌شده رشد و کاهش فشارهای  
تورمی بوده است. در همین حال، بازارها  
انتظار دارند که این روند کاهش‌ی تداوم  
یابد.

از ابتدای سال تاکنون، همزمان با  
افزایش نااطمینانی در سیاست‌های  
تجاری و تغییر انتظارات درباره نرخ بهره  
در ایالات متحده، نوسانات ارزی در  
اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه نیز  
افزایش یافته است، داده‌های با فرکانس  
بالا نشان می‌دهند که خروج سرمایه از  
بازارهای بدهی و سهام این کشورها (به جز  
چین) اتفاق افتاده است.

### رشد قوی و تداوم تورم در ایالات متحده

در پایان سالی که آمارهای اقتصادی عمدتاً  
مثبت بود، رشد اقتصادی ایالات متحده  
در فصل چهارم ۲۰۲۴ همچنان به قوت  
خود باقی ماند، گرچه به میزان جزئی  
کمتر از پیش‌بینی تحلیل‌گران بخش  
خصوصی بوده است.

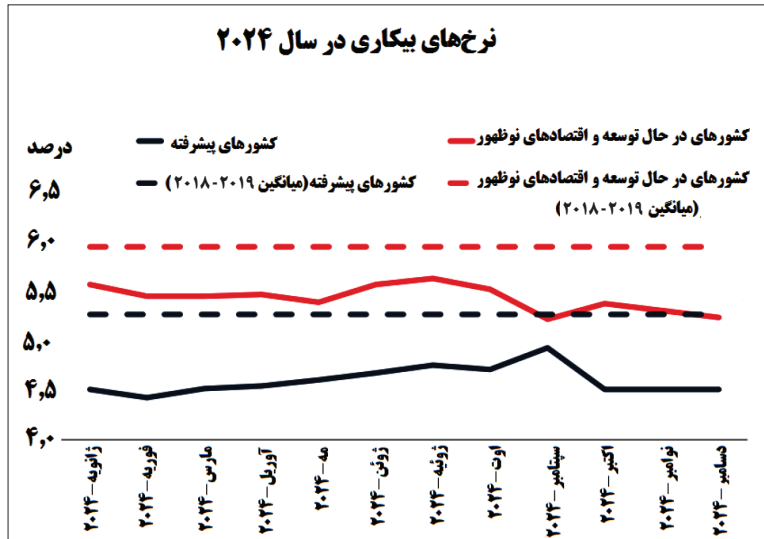
میانگین نرخ رشد این دوره به ۲.۳ درصد  
(نرخ فصلی سالانه شده) رسید؛ این رشد  
که عمدتاً حاصل رشد قابل توجه فروش  
نهایی داخلی بود، تا حدی با کاهش شدید  
سرمایه‌گذاری در موجودی انبار تعدیل



### سرنوشت نرخ‌های بهره

بانک‌های مرکزی بسیاری از اقتصادهای پیشرفته، نوظهور و در حال توسعه، طی  
سال جاری نرخ‌های بهره سیاستی را کاهش دادند، در مقابل، فدرال رزرو ایالات  
متحده در ماه ژانویه نرخ بهره را بدون تغییر نگه داشت. در حال حاضر، بازارهای مالی  
انتظار دارند که در سال جاری، یک تا دو نوبت کاهش ۲۵ واحد پایه‌ای اعمال شود.

## نرخ‌های بیکاری در سال ۲۰۲۴



نمودار ۲

نرخ‌های بیکاری در سال ۲۰۲۴

کاهش یافته و برآوردهای اولیه شاخص مدیران خرید بخش خدمات نیز برای ماه فوریه با اندکی کاهش، در سطحی کمتر از ۵۰ قرار گرفته است.

### فعالیت اقتصادی ضعیف در سایر اقتصادهای پیشرفته

رشد اقتصادی منطقه یورو در فصل چهارم سال ۲۰۲۴ متوقف شد، عواملی چون تداوم ضعف در بخش تولید صنعتی و افزایش نااطمینانی‌های سیاسی، از دلایل اصلی این رکود محسوب می‌شوند. با این حال، آمارهای جدید حاکی از بهبود نسبی در فعالیت‌های اقتصادی هستند، به گونه‌ای که شاخص ترکیبی مدیران خرید ماه ژانویه مجدداً به محدوده انقباضی بازگشته است.

با وجود رشد ضعیف، تورم افزایش یافته، به طوری که در ماه‌های زمستان افزایش قیمت انرژی نیز به تورم هسته اصلی افزوده شده است. با این حال، با توجه به کاهش رشد دستمزدها، که توسط شاخص ردیابی دستمزد بانک مرکزی اروپا (ECB wage tracker)- شاخصی

شد. مصرف خصوصی با نرخ قابل توجه ۴.۲ درصد (نرخ فصلی سالانه شده) افزایش یافت که نشان‌دهنده جهش چشمگیر در هزینه مصرف‌کنندگان برای کالاهاست. با ادامه پیشی گرفتن رشد مصرف از رشد درآمد قابل تصرف، نرخ پس‌انداز شخصی در سامبر بازم کاهش یافت و به ۳.۸ درصد رسید. به دلیل تقاضای بالا، تورم قیمت مصرف‌کننده همچنان در سطح بالایی باقی مانده است.

پس از کاهش‌های اولیه، تورم هسته اصلی براساس شاخص قیمت مصرف‌کننده (Core CPI) از ژوئن گذشته تاکنون در محدوده ۳.۲ تا ۳.۳ درصد (به صورت سالانه) پایدار مانده است.

اشتغال بخش غیر کشاورزی نیز همچنان به رشد خود ادامه می‌دهد، به طوری که در ژانویه امسال، ۱۴۳ هزار شغل جدید (اندکی کمتر از انتظارات) در این بخش ایجاد شد. با این حال، داده‌های نظرسنجی‌های اخیر حاکی از کاهش نسبی در شاخص‌هاست، به طوری که شاخص احساسات مصرف‌کنندگان

۴۳



اقتصاد

شماره ۸۵- اردیبهشت ۱۴۰۴

رشد تجارت  
کالاها در نوامبر  
۲۰۲۴ (براساس  
آخرین داده‌های  
در دسترس)، ۳.۶  
درصد [نسبت به  
مدت مشابه سال  
قبل] افزایش  
یافت

۴۴



اقتصاد  
اقتصاد

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

به روز برای سنجیدن رشد دستمزد کنونی و پیش‌بینی آینده نشان داده شده، انتظار می‌رود تورم هسته اصلی در ماه‌های آینده تا حدی کاهش یابد.

براین اساس، بانک مرکزی اروپا در ژانویه نرخ بهره سیاستی خود را بار دیگر کاهش داد و نرخ تسهیلات سپرده‌گذاری را به ۲.۷۵ درصد رساند.

رشد اقتصادی فصل چهارم ۲۰۲۴ ژاپن به ۲.۸ درصد (نرخ فصلی سالانه شده) افزایش یافت (در مقایسه با ۱.۷ درصد در فصل گذشته)، این رشد عمدتاً ناشی از افزایش بیشتر صادرات خالص بوده است. پس از آنکه تورم هسته اصلی (به استثنای مواد غذایی تازه) در دسامبر به ۳ درصد (سال به سال) رسید و دستمزدهای حقیقی برای دو ماه متوالی رشد کرد، بانک مرکزی ژاپن در ماه ژانویه نرخ سیاستی خود را از ۰.۲۵ درصد به ۰.۵ درصد افزایش داد.

داده‌های جدید نشان می‌دهند که فعالیت‌های اقتصادی در فصل نخست سال ۲۰۲۵ همچنان ضعیف باقی مانده‌اند، این وضعیت در سایه کاهش اعتماد مصرف‌کننده و افت تقاضای خارجی نیز قرار گرفته است.

### کاهش شتاب رشد چین

با وجود افزایش نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی از ۴.۶ درصد در فصل سوم ۲۰۲۴ به ۵.۴ درصد در فصل چهارم ۲۰۲۴ [که عمدتاً به دلیل تقویت تقاضای داخلی و رشد صادرات خالص بود]، شاخص‌های پیشرو کاهش شتاب رشد اقتصادی در سال ۲۰۲۵ را پیش‌بینی می‌کنند.

در ماه ژانویه، شاخص مدیران خرید بخش تولید بار دیگر به محدوده انقباضی بازگشت و از سطح ۵۰.۱ به ۴۹.۱ کاهش یافت. همزمان، زیرشاخص سفارش‌های جدید صادراتی نیز به ۴۶.۴ تنزل یافت که

پایین‌ترین سطح آن از ابتدای سال ۲۰۲۴ تاکنون محسوب می‌شود. همچنین، شاخص مدیران خرید بخش غیرتولیدی نیز در پی ورود جزئی زیر شاخص بخش ساخت‌وساز به محدوده انقباضی، از ۵۲.۲ در دسامبر به ۵۰.۲ در ژانویه کاهش پیدا کرد. اگرچه نرخ تورم در ژانویه اندکی افزایش یافت، اما به طور کلی فشارهای قیمتی همچنان ضعیف باقی مانده‌اند، به نحوی که نرخ تورم کلی برابر با ۰.۵ درصد و نرخ تورم هسته اصلی معادل ۰.۶ درصد (سالانه) ثبت شده است.

### کاهش فعالیت‌های بخش خدمات در سایر اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه

با وجود بهبود شاخص‌های بخش تولید، شاخص ترکیبی مدیران خرید برای اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه (به استثنای چین)، از ۵۴.۲ در دسامبر به ۵۳.۵ در ژانویه کاهش یافت. افت مذکور عمدتاً ناشی از کاهش ۱.۱ واحدی در مؤلفه خدمات این شاخص بوده است. شاخص مدیران خرید خدمات در هند و برزیل به طور قابل توجهی تضعیف شد، به طوری که شاخص برزیل برای نخستین بار طی ۱۶ ماه گذشته به زیر سطح خنثی (یعنی ۵۰) سقوط کرد.

در نیجریه نیز، شاخص مدیران خرید خدمات در ژانویه به کمتر از ۵۰ کاهش یافت، در حالی که در سریلانکا با وجود افت شدید، همچنان در محدوده انقباضی باقی مانده است. برخلاف این روند، شاخص ترکیبی مدیران خرید در عربستان سعودی به دلیل اجرای پروژه‌های جدید زیربنایی، در ژانویه به بالاترین سطح خود در بیش از یک دهه اخیر رسیده است. همچنین، با وجود تورم نزدیک به دورقمی و نرخ سیاستی ۲۱ درصدی، شاخص مذکور در فدراسیون روسیه به بالاترین سطح ۱۲ ماهه خود صعود کرد.

کنترل ترازنامه بانکی، مسیر تحقق اهداف سیاست گذار

## هدف گذاری در کل های پولی باید ادامه یابد

- بانک مرکزی ایران با ویژگی های خاص خود، نیازمند تعریف همزمان اهداف مشخص در دو حوزه سیاست پولی و نرخ ارز است
- بازار توافقی، ساده ترین شکل ممکن برای احیای ساختار رسمی پرداخت در شرایط تحریمی است و اگر این بستر فراهم نشود اجرای هر سیاست ارزی دیگری تقریباً ناممکن خواهد بود
- مسئله ارز، یک موضوع ملی و ساختاری است و تا زمانی که به چالش ارزی پاسخ ندهیم، نمی توانیم مسئله ریال را حل کنیم
- حتی با وجود ذخایر ارزی کافی، ممکن است به دلایل ساختاری توان مداخله مؤثر از بین برود

۴۵



اقتصاد

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

مجید شاکری

پژوهشگر حوزه پول و ارز



بحث انتخاب  
رژیم ارزی در  
شرایط فعلی  
ایران، که فاقد  
ساختار بازاری  
لازم برای اعمال  
سیاست ارزی  
است، موضوعی  
فرعی و فاقد  
اولویت است

۴۶



**اقتصاد**

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

نشستی با عنوان "شهرت و اعتبار بانک مرکزی" با حضور مجید شاکری، کارشناس اقتصادی و پژوهشگر حوزه پول و ارز توسط اندیشکده پول و ارز (وابسته به موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز) در محل این موسسه برگزار شد. در این نشست، شاکری به تشریح مفهوم شهرت و اعتبار بانک مرکزی، ارزیابی عملکرد اخیر این نهاد در تحقق اهداف اعلام شده و تحلیل چالش‌های سیاست‌گذاری پولی و ارزی در شرایط کنونی اقتصاد ایران پرداخت. نوشتار حاضر، چکیده‌ای از مهم‌ترین مباحث مطرح‌شده در این نشست تخصصی است.

### شهرت بانک مرکزی و مهار انتظارات تورمی

شاکری در آغاز سخنان خود، شهرت و اعتبار بانک مرکزی را به توانایی این نهاد در مهار انتظارات، به ویژه انتظارات تورمی در کوتاه‌مدت، وابسته دانست. وی تأکید کرد که معیار اصلی سنجش اعتبار، پایداری بانک مرکزی به اهدافی است که به عنوان لنگرهای اسمی (Nominal Anchors) معرفی می‌کند. این موضوع، فراتر از اقدامات صرفاً رسانه‌ای بوده و به تحقق اهداف در عرصه عمل بستگی دارد. شاکری با اشاره به تجربه فدرال رزرو آمریکا در دهه ۱۹۹۰ میلادی، توضیح داد که چگونه اقتدار نهاد پولی (در دوره ولکر) به اثرگذاری چشمگیری بر انتظارات انجامید، تا جایی که کوچک‌ترین تغییر در ادبیات بیانیه‌های کمیته بازار باز فدرال رزرو (FOMC)، واکنش‌های قابل توجهی در بازارها برمی‌انگیخت. به گفته وی، سیاست‌گذاران آمریکایی در آن دوره کوشیدند با تعدیل شدت این اقتدار، از واکنش‌های ناگهانی و شدید بازار جلوگیری کنند.

### ارزیابی عملکرد بانک مرکزی و چالش اهداف دوگانه

این کارشناس اقتصادی معتقد است که بانک مرکزی ایران با ویژگی‌های خاص خود، نیازمند تعریف همزمان اهداف مشخص در دو حوزه سیاست پولی (مانند کنترل نقدینگی) و نرخ ارز است و تمرکز بر یک هدف واحد کفایت نمی‌کند. شاکری به عملکرد سال ۱۴۰۲ اشاره کرد و بیان داشت که با وجود دستیابی اولیه به هدف کنترل رشد نقدینگی (از طریق کنترل ترازنامه بانک‌ها) و وضعیت نسبتاً مهارشده نرخ ارز، در نهایت با نوسانات پایان سال، دستیابی پایدار به اهداف محقق نشد.

### نقد سیاست کنترل نقدینگی و پایه پولی

شاکری با اشاره به اینکه سیاست هدف‌گذاری رشد نقدینگی ۲۳ درصدی برای سال ۱۴۰۲ را با توجه به انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی، از ابتدا غیرقابل دستیابی می‌دانست، چرا که این اوراق به طور طبیعی رشد سود سپرده‌ها و در نتیجه رشد نقدینگی را به حداقل ۲۴ درصد می‌رساند، افزود: اصرار من در آن مقطع این بود که هدف‌گذاری رشد نقدینگی ۲۸ درصد (با دامنه مثبت/منفی دو درصد) تعیین شود تا ضمن نمایش توان کنترل، نرخ رشدی معقول‌تر نسبت به تورم هدف‌گذاری‌شده تعیین شود و فضا برای اقداماتی جهت کاهش آثار رکودی کنترل ترازنامه فراهم شود. بانک مرکزی با علم به وجود رشد قهری نقدینگی ناشی از سود سپرده، تلاش برای رسیدن به هدف ۲۳ درصدی از طریق فشار بیشتر بر سیستم بانکی را بی‌ثمر یافت.

سیاست کنترل همزمان رشد پایه پولی و اجرای کنترل ترازنامه بانک‌ها دارای تناقض ذاتی است. منطق کنترل ترازنامه مبتنی بر نگرش درون‌زا (Endogenous)

نکته کلیدی  
در بازار توافقی  
نه صرفاً تعیین  
بازه قیمتی  
بلکه ایجاد یک  
ساختار رسمی  
پرداخت است

استفاده دیر هنگام از مکانیزم‌های  
پیش‌بینی شده در برنامه کنترل ترازنامه  
برای مستثنی کردن بخش‌های کلیدی  
(مانند تأمین مالی تولید برق تجدیدپذیر  
که اخیراً انجام شد) باعث شد هم  
اثرگذاری این ابزار کاهش یابد و هم نرخ  
بهره بازار آزاد در سطوح بالا باقی بماند.

### چالش رژیم ارزی و ضرورت ساختارسازی

این کارشناس اقتصادی، بحث انتخاب  
رژیم ارزی (شناور، ثابت یا میخکوب،  
مدیریت‌شده و غیره) را در شرایط فعلی  
ایران، که فاقد ساختار بازاری لازم برای  
اعمال سیاست ارزی است، موضوعی  
فرعی و فاقد اولویت دانست. در غیاب  
امکان اعمال یک رژیم ارزی مشخص،  
وضعیت به ناچار عملاً شناور است، اما  
رژیم شناور برای کشوری با ویژگی‌های  
ایران و جایگاه ریال در نظام پولی جهانی،  
مناسب نیست.

بانک مرکزی برای اینکه بتواند رژیم ارزی  
مؤثری را انتخاب و اجرا کند، نیازمند ایجاد  
ساختاری است که امکان مدیریت فعالانه  
نرخ ارز (پوزیشن‌گیری) و مداخله مؤثر در  
بازار را فراهم نماید. حتی با وجود ذخایر  
ارزی کافی، ممکن است به دلایل ساختاری  
(مانند عدم تطابق منابع و مصارف ارزی،  
محدودیت‌های جابجایی و تسویه) توان  
مداخله مؤثر از بین برود.  
وی در ادامه به مفهوم "بازار توافقی"

به خلق پول است و اهمیتی برای ضریب  
فزاینده پولی قائل نیست، در حالی که  
کنترل پایه پولی بر اساس نگرش برون‌زا  
(Exogenous) و با اتکا به ضریب فزاینده  
عمل می‌کند.

اجرای همزمان این دو سیاست، به ویژه  
اعمال جریمه بر اضافه برداشت بانک‌ها  
از حساب‌شان نزد بانک مرکزی (به عنوان  
اهرم فشار کنترل ترازنامه)، منجر به رشد  
پایه پولی شده و همزمان، تلاش برای  
کنترل آن، موجب تشدید رقابت بانک‌ها  
برای جذب سپرده و ذخایر و در نتیجه،  
کمیود نقدینگی در بازار بین‌بانکی و  
افزایش نرخ بهره می‌شود. این وضعیت،  
خودمانعی برای دستیابی به هدف کنترل  
رشد نقدینگی ایجاد کرد.

### کنترل ترازنامه و لزوم انعطاف‌پذیری

شاگری با اشاره به افق سه‌ساله  
پیش‌بینی‌شده برای سیاست کنترل  
ترازنامه، تأکید کرد که از ابتدا مشخص بود  
این سیاست در سال‌های دوم و سوم با  
ایجاد محدودیت نقدینگی (خشکی) در  
بازار، نیازمند اجرای برنامه‌های انبساطی  
هدفمند خواهد بود.

پیشنهاد ما این بود که بانک مرکزی باید  
از ابتدا برنامه مشخصی برای بخش  
انبساطی، خصوصاً در حوزه تسهیلات  
خُرد و ازدواج، تدوین می‌کرد تا اثرات  
رکودی کنترل ترازنامه را تعدیل کند.



### حفظ چارچوب هدف‌گذاری کل‌های پولی

پیشنهاد مشخص به بانک مرکزی برای سال جاری، حفظ چارچوب  
هدف‌گذاری کل‌های پولی (مانند نقدینگی)، اما با تعیین اهداف عددی  
بزرگ‌تر و واقع‌بینانه‌تر است تا از تکرار ناکامی در دستیابی به اهداف جلوگیری  
شود، زیرا این ابزار در صورت استفاده صحیح و واقع‌بینانه، همچنان کارآمد  
است.

بانک مرکزی  
نمی تواند  
نسبت به توسعه  
بی تفاوت باشد  
زیرا راهبردها  
و ابزارهای  
سیاست پولی  
و ارزی بدون  
وجود منابع  
کافی ارزی  
کارایی خود را از  
دست می دهند

۴۸



• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

پرداخت و تأکید کرد که نکته کلیدی در این بازار، نه صرفاً تعیین بازه قیمتی، بلکه ایجاد یک ساختار رسمی پرداخت است که صادرکننده را به شبکه بانکی و صرافی های معتبر متصل کند و فروش ارز در خارج از شبکه رسمی (لاشه فروشی ارز) را از صرفه بیندازد.

بازار توافقی، ساده ترین شکل ممکن برای احیای ساختار رسمی پرداخت در شرایط تحریمی است و اگر این بستر فراهم نشود، اجرای هر سیاست ارزی دیگری تقریباً ناممکن خواهد بود. وی موانع شکل گیری این بازار را برشمرد، از جمله شوک های سمت عرضه (مانند قطع گاز پتروشیمی ها) و تمایل برخی صادرکنندگان به نگهداری ارز در حساب های خارجی خود (تراستی ها) به جای عرضه در شبکه رسمی.

### انگیزه های صادرکنندگان و نقد رویکردهای دستوری

شاکی استدلال کرد که تصور رایج مبنی بر اینکه سود اصلی فعالان بازار ارز از محل نگهداری و افزایش قیمت ریالی آن حاصل می شود، نگاهی ناقص است. شکل اصلی سود در ساختارهای غیررسمی، سود ارزی ناشی از نگهداری حداکثر مانده ارزی ممکن و کسب سود از آن در خارج از کشور است. تا زمانی که صادرکننده نیاز مبرم ریالی (برای پرداخت بدهی، مالیات، حقوق و سود سهام) نداشته باشد و ابزارهای جذاب تری برای کسب سود ارزی در خارج از شبکه رسمی وجود داشته باشد، عرضه ارز در بازار رسمی به صورت داوطلبانه، محدود خواهد بود. فشار برای عرضه ارز بر صادرکنندگان بزرگ (پالایشگاهی، پتروشیمی، فلزی) کمتر است، زیرا پرداخت های عمده ریالی آنها (مانند سود سهام) با فواصل زمانی طولانی انجام می شود و برای مالیات نیز اغلب راهکارهای بهینه سازی یا گریز وجود دارد.

بنابراین، عرضه ارز توسط این گروه عمدتاً بر اساس نیاز واقعی به ریال و نه عرضه کامل درآمدهای ارزی صورت می گیرد. استفاده از ابزارهای قهری و دستوری برای وادار کردن صادرکنندگان به عرضه ارز ناکارآمد و موقتی است و باید ساختاری کارآمد که پاسخگوی نیازها و انگیزه های صادرکنندگان باشد، ایجاد شود.

### چالش تخصیص ارز و تداخل نهادی

این کارشناس اقتصادی، تمدید مکرر مصوبه معروف به "۱۰۰۹۰" (ترخیص ۹۰ درصد کالا پیش از تخصیص ارز و منوط کردن ترخیص ۱۰ درصد باقیمانده به زمان تخصیص) را به منزله دور زدن ساختار تخصیص ارز بانک مرکزی تلقی کرد. این مصوبه عملاً واردات بدون انتقال ارز رسمی را تسهیل کرده و اولویت بندی ثبت سفارش وزارت صمت را بر سازوکار تخصیص ارز بانک مرکزی حاکم نموده است.

شاکی به مقاومت اولیه بانک مرکزی در برابر این مصوبه با اتکا به ابزار "تأییدیه تخصیص ارز اعتباری (ساتای اعتباری)" اشاره کرد که امکان اولویت بندی و گام بندی تخصیص را فراهم می کرد، اما نهایتاً با فشار دولت، مصوبه تمدید شد. وی عملکرد فعلی در تخصیص ارز به کالاهای اساسی و ارسال لیست های گسترده از سوی وزارت صمت (شامل حدود ۴۰۰۰ کد تعرفه به جای تمرکز بر موارد واقعاً ضروری) را نیز مورد نقد قرار داد.

### ضرورت نقش آفرینی بانک مرکزی در برنامه ریزی توسعه

شاکی با اشاره به بحران های سمت عرضه (فشار بر درآمدهای نفت، پتروشیمی، گاز) و تقاضای فزاینده ارزی ناشی از سیاست های داخلی، وضعیت تراز پرداخت ها را شکننده توصیف کرد. در شرایطی که نهادهای متولی (مانند وزارت

تصور رایج مبنی  
بر اینکه سود  
اصلی فعالان  
بازار ارز از محل  
نگهداری و  
افزایش قیمت  
ریالی آن حاصل  
می شود  
نگاهی ناقص  
است

وی در پایان به ملاحظات سیاسی داخلی اشاره کرد و گفت: وقتی صحبت از تصمیم سخت می شود، اغلب منظور مذاکره با آمریکا است، اما تصمیمات سخت تر و پیچیده تری در حوزه اقتصاد سیاسی داخلی وجود دارد که معمولاً از آنها غفلت می شود. شاکری پیشنهاد مشخص خود به بانک مرکزی برای سال جاری را حفظ چارچوب هدف گذاری کل های پولی (مانند نقدینگی) اما با تعیین اهداف عددی بزرگ تر و واقع بینانه تر عنوان کرد تا از تکرار ناکامی در دستیابی به اهداف جلوگیری شود، زیرا به اعتقاد وی، این ابزار در صورت استفاده صحیح و واقع بینانه، همچنان کارآمد است.

### جمع بندی

شاکری در این نشست، ضمن تحلیل مفهوم شهرت و اعتبار بانک مرکزی و پیوند ناگسستنی آن با مهار انتظارات و تحقق اهداف اعلامی، عملکرد اخیر بانک مرکزی را در دستیابی به اهداف پولی و ارزی مورد نقد و بررسی قرار داد. وی تناقضات ذاتی در ترکیب سیاست های پولی (کنترل همزمان پایه پولی و ترازنامه)، اجرای دیر هنگام و ناکافی بخش های انبساطی سیاست کنترل ترازنامه و چالش های ساختاری بازار ارز را از جمله دلایل اصلی عدم موفقیت در تحقق کامل اهداف برشمرد.

شاکری بر ضرورت ایجاد یک ساختار رسمی و کارآمد برای بازار ارز (با الهام از ایده بازار توافقی)، توجه به انگیزه های واقعی صادرکنندگان (فراتر از نوسانات ریالی) و لزوم نقش آفرینی فعال تر بانک مرکزی در هماهنگی با برنامه های توسعه ای به منظور رفع ناترازی های تجاری تأکید کرد. وی همچنین پیچیدگی وظایف بانک مرکزی در شرایط کنونی اقتصاد ایران و تأثیر قابل توجه ملاحظات اقتصاد سیاسی بر تصمیم گیری های کلان اقتصادی را یادآور شد.

صمت و وزارت جهاد کشاورزی) برنامه مشخص و عملیاتی برای توسعه صادرات غیرنفتی و اصلاح تراز تجاری ندارند، بانک مرکزی ناچار است این نقش برنامه ریزی را نیز بر عهده بگیرد.

بانک مرکزی نمی تواند نسبت به توسعه بی تفاوت باشد، زیرا راهبردها و ابزارهای سیاست پولی و ارزی بدون وجود منابع کافی ارزی، کارایی خود را از دست می دهند. او پیشنهاد کرد بانک مرکزی با تمرکز بر صناعی که نهادهای عمدتاً ریالی دارند و صادرات ارزی ایجاد می کنند (صنایع با مزیت نسبی و ارزش افزوده داخلی بالا)، برنامه توسعه بخشی را به برنامه تجاری کشور گره بزند، زیرا بانک مرکزی با توانایی مدیریت جریان ریال، قدرتی درون زا برای پیشبرد این برنامه ها دارد که سایر دستگاه ها فاقد آن هستند.

### پیچیدگی وظایف بانک مرکزی و ملاحظات سیاسی

این کارشناس اقتصادی با مقایسه وضعیت ایران و روسیه پس از تحریم ها، تأکید کرد که روسیه رویکردی متفاوت و مبتنی بر تعدیل ساختاری (مانند ایجاد روابط تجاری جدید با شرق، به ویژه چین و متوازن کردن حساب جاری از طریق تجارت) در پیش گرفت. تصور ساده انگارانه از وظایف رئیس کل بانک مرکزی صرفاً به عنوان تنظیم گر سیاست پولی و ارزی با ابزارهای متعارف (مانند نرخ بهره و عملیات بازار باز) صحیح نیست و وظیفه ای بسیار دشوار و چندوجهی پیش روی این نهاد قرار دارد. مسئله ارز، یک مسئله ملی و ساختاری است و تازمانی که به چالش ارزی پاسخ ندهیم، نمی توانیم مسئله ریال را حل کنیم. تصور کنترل مؤثر بازار ارز صرفاً از طریق حکمرانی ریالی، وقتی بخش اصلی انگیزه ها و منافع بازیگران کلیدی، غیرریالی (ارزی) است، واقع بینانه نیست.





اثر بی ثباتی سیاست های پولی بر اقتصاد جهان (۱)

## اعتماد بانکداران مرکزی آمریکا به تغییر سریع رژیم پولی و ارزی

- هر سیاست پولی در ایالات متحده، در بهترین شکل خود بیش از ۲۴ ماه دوام نیاورده و بلافاصله با بروز حتی یک بحران پولی و ارزی، سیاست ها تغییر کرده است
- گذار پُرشتاب از سیاست گذاری های مدیریت تورمی و تغییر سریع رژیم ارزی به کار گرفته شده، دقیقاً کمتر از ۵۰ روز از وقوع هر بحران، از اشتباهات سیاست گذاری در آمریکا است
- بی ثباتی در سیاست های پولی، قاتل سازوکارهای یک اقتصاد سالم است

۵۰



**اقتصاد**

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

از گذشته تا به امروز، برخی اهداف متعالی مالی، اقتصادی، ارزی و بانکی بنیادین، جزئی و تخصصی شده، همواره به عنوان رسالت ذاتی سیاست‌گذاران پولی مطرح بوده که در نهایت، این مجموعه تصمیم‌سازی‌ها و اقدامات بانکداران مرکزی، اثرات کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدتی بر اتمسفر اقتصادی یک جامعه داشته و دارد. اما از آنجا که حفظ ثبات و پایداری متوازن در تمامی بخش‌های بستر جامع خدمات مالی و بانکی یک کشور بر عهده دولت و کابینه اقتصادی آن به عنوان سیاست‌گذار مالی است، کمتر در باب نقش‌آفرینی پُررنگ، عمیق و تاثیرگذار سیاست‌گذاران پولی در این رسالت کلان حاکمیتی، سخن به میان آمده است. اما از زمان وقوع اولین بحران مالی فراگیر و عظیم جهانی در دهه اول هزاره جدید، شرایط به گونه‌ای دیگر تغییر کرد.

در حقیقت، بعد از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸، به دو مولفه ثبات قیمت‌ها و رشد اقتصادی که به طور سنتی از اهداف اصلی سیاست‌گذاری پولی قلمداد می‌شد، ثبات کلان مالی و اقتصادی یک کشور نیز به عنوان رکن سوم در تابع هدف سیاست‌گذاری پولی افزون شد، مسئله کلانی که به سبب تغییرات پی در پی و بی‌ثباتی در سیاست‌های پولی در حال پیاده‌سازی شدن، تحقق آن در کشورهای مختلف و اقتصادهای کوچک و بزرگ دنیا، به یک معضل حاد و در برخی موارد، به تنش مزمن و لاینحل مبدل شده است. به همین دلیل است که پرداختن به موضوع تاثیر و تبعات بی‌ثباتی و تغییرات مستمر در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی بر اتمسفر اقتصادی و مالی یک کشور، همواره از موضوعات مورد بحث و مناقشه در بین پژوهشگران و سیاست‌مداران اقتصادها بوده، هست و خواهد بود.

مبتنی بر این مسئله مهم کلان حاکمیتی، در پرونده پژوهشی جدید با عنوان "اثر بی‌ثباتی سیاست‌های پولی بر اقتصاد جهان"، به سراغ بررسی موشکافانه در باب این چالش مهم، چه در کشورهای پیشرفته و توسعه یافته و چه در بین اقتصادهای نوظهور و کمتر توسعه یافته و فقیر می‌رویم و علل، چرایی، چگونگی و پیامدهای کلان ناشی از این مسئله یعنی بی‌ثباتی و تغییرات پی در پی در سیاست‌های پولی را بر اقتصاد داخلی کشورها، تبیین می‌نماییم. در اولین مقاله از این پرونده، به بررسی این معضل در اقتصاد ایالات متحده که به زعم بسیاری از تحلیلگران و صاحب‌نظران اقتصادی، بزرگترین قربانی بی‌ثباتی و تغییرات پی در پی در سیاست‌گذاری پولی و ارزی در جهان است پرداخته‌ایم تا اثبات نماییم که چنین چالش‌های ساختاری و کارکردی در اقتصادهای پیشرفته و توسعه یافته جهان و ابرقدرت‌هایی که ادعای راهبری کلان مالی، پولی، ارزی و بانکی در بستر اقتصاد بین‌الملل را دارند، بیشترین تبعات و عظیم‌ترین خسارات را بر جای گذاشته است.

### چرا بی‌ثباتی در سیاست‌های پولی، قاتل ساز و کارهای مالی و بانکی ایالات متحده بود؟

با استناد به پژوهش‌های متعدد علمی و دانشگاهی به چاپ رسیده در باب اثر سیاست‌گذاری‌های پولی بر اتمسفر اقتصادی یک کشور و همچنین مبتنی بر گزارش‌های رسمی و تحلیل‌های جامع منتشر شده در باب تجربه عملیاتی کشورهای مختلف در حوزه سیاست‌گذاری پولی می‌توان دریافت که یکی از آفت‌های اصلی در جلوگیری از رشد متوازن، بالندگی یکپارچه و دستیابی به هدف توسعه پایدار مالی، اقتصادی، پولی، ارزی و بانکی در یک کشور، تغییرات پی در پی در سیاست‌های

همواره اقتصاد  
ایالات متحده  
در دوران صلح  
جهانی، در  
فضایی شبیه به  
آمادگی دوران  
جنگ نظامی و  
مناقشات شدید  
سیاسی قرار  
دارد



سیاست‌گذاران  
پولی ایالات  
متحده، برای  
جلوگیری  
از افزایش  
اعتراضات و  
نارضایتی‌های  
عمومی، دست  
به تغییرات  
برق‌آسا و سریع  
در سیاست‌های  
پولی در حال  
اجرامی‌زند

۵۲



اقتصاد

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

پولی و عدم تطبیق‌پذیری میان‌مدت و بلندمدت سیاست‌های همواره بی‌ثبات بر ارکان یک جامعه اقتصادی است.

آلن گرینسپن، رئیس‌وقت‌فدرال رزرو ایالات متحده که از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۶، طولانی‌ترین دوره ریاست بر مهم‌ترین نهاد پولی و بانکی آمریکا را بر عهده داشته است (۹ سال ریاست بر بانک مرکزی آمریکا) در بخش‌هایی از کتاب عصر تلاطم که در سال ۲۰۰۷ به چاپ رسید و به مرور تجربیات و خاطرات وی در جایگاه سراننداری فدرال رزرو، به ویژه به نحوه اتخاذ سیاست‌های پولی بعد از حمله یازدهم سپتامبر (۲۰۰۱ به عنوان مهم‌ترین چالش سیاسی و اقتصادی دوران مدیریت گرینسپن) می‌پردازد اعلام می‌دارد که: مطالعات و تحقیقات چند دهه‌ای من گواهی می‌دهد که متأسفانه اقتصاد ایالات متحده در بخش اعظمی از سال‌های قرن نوزده، بیست و بیست و یکم خود، شاهد طراحی و اجرای یکسری سیاست‌گذاری‌های پولی ناپایدار و محکوم به تغییر بوده است. به طور واضح می‌توانم به شما اطمینان دهم که در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیده‌ام، هر سیاست پولی پیاده‌سازی شده در بطن جامعه اقتصادی آمریکا، در بهترین شکل خود بیش از ۲۴ ماه دوام نیاورده و بلافاصله با بروز حتی یک بحران پولی و ارزی حتی کوچک و تشنج اقتصادی متوسط، بانکداران مرکزی ایالات متحده به جای تلاش در جهت بازنگری و تغییر در رویکرد اجرایی سیاست پولی موجود و انعطاف‌پذیرتر و مقاوم‌تر کردن آن در مقابل تشعشعات آن بحران، سریعاً مبادرت به تغییر سیاست‌گذاری کرده و یک سیاست پولی دیگر که احتمال داشته در دوره مدیریت سراندار قبلی فدرال رزرو به کار گرفته شده باشد و نتایج مثمرتری هم نداشته باشد را دوباره جایگزین سیاست پولی فعلی کرده‌اند. این سیکل معیوب بارها و بارها در اقتصاد ایالات متحده تکرار شده و این تغییرات پی در پی و بی‌ثباتی

محض در سیاست‌گذاری‌های پولی موجب شده که ارکان و بخش‌های مختلف اقتصاد داخلی آمریکا نتوانند مکانیزم‌های کارکردی خود را با سیاست‌های پولی همواره در حال تغییر، تنظیم کنند و عملاً به جای تمرکز بر اهداف جاری، به طور ناخودآگاه، آماده گذار پُرشتاب از یک سیاست پولی به سیاست پولی دیگر بوده‌اند. این شرایط موجب شده که همواره اقتصاد ایالات متحده در دوران صلح جهانی، در فضایی شبیه به آمادگی دوران جنگ نظامی و مناقشات شدید سیاسی و اجتماعی قرار بگیرد.

من به عنوان یک اقتصاددان و متخصص در حوزه پولی و بانکی به شما این اطمینان خاطر را می‌دهم که علت اصلی شکست دولت‌ها و بانکداران مرکزی ما در مسیر تلاش برای بهبود وضعیت مولفه‌های کلان مالی و اقتصادی آمریکا در دهه‌های گذشته و حتی دهه‌های آتی، اعتیاد به روند تغییرپذیری سریع و کوتاه‌مدت در سیاست‌های پولی در حال اجرا و عدم پایبندی به رکن اصلی یک سیاست‌گذاری یعنی ثبات و پایداری متوازن آن سیاست در دوره میان‌مدت و بلندمدت، بوده و خواهد بود.

در سال ۲۰۱۵ میلادی، آلن گرینسپن به عنوان مهمان ویژه صندوق بین‌المللی پول به نشست سالانه این نهاد دعوت شد. تمرکز عملیاتی صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۱۵ بر چگونگی، چرایی و کشف خاستگاه بنیادین عوامل و علل وقوع بحران‌های مالی، پولی و ارزی در جهان متمرکز شده بود و مدیران این نهاد سعی بر آن داشتند تا با دعوت از متخصصان این عرصه‌ها، به تبیین موشکافانه در این باب بپردازند. یکی از مهم‌ترین افراد مدعو به این نشست، پُرسابقه‌ترین سراندار فدرال رزرو ایالات متحده بود که به سبب خروج کامل از بدنه دولتی آمریکا و اشتغال و مدیریت بر یک هلدینگ مشاوران مالی و

بانکی، می‌توانست با احتمال تورش کمتری از حقیقت، آنچه را که در باب تبعات منفی تغییرات پی در پی در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی بر اقتصاد داخلی آمریکا به وقوع پیوسته بود را تبیین نماید.

در این نشست، آلن گرینسپن، در بخشی از سخنان خود، با بیان یک مثال کاربردی، از پیامدهای چنین رویکرد ناکارآمدی، یعنی اثرات بی‌ثباتی سیاست پولی در ایالات متحده، پرده برداشت: کاملاً ساده و قابل درک است، هنگامی که بانکداران مرکزی یک کشور، یک رویکرد هدف‌گذاری قیمتی و یا یک شیوه مدیریت تورمی و یا حتی یک رژیم مدیریت ارزی مشخص و شفاف را اتخاذ، مستقر و پیاده‌سازی می‌کنند، تمامی بخش‌های یک اتمسفر اقتصادی، اعم از نهادهای بانکی، پولی و موسسات مالی و اعتباری تا فعالان بازارهای بیمه، بازار بورس و مدیریت دارایی، سازوکارهای خود را هم‌پوشان با سیاست پولی به کار گرفته شده، منطبق کرده تا بتوانند با جلوگیری از رخداد معضل تعارض ساختاری و تضاد منافع، بیشینه سودآوری نهایی و پیامدهای مثبت منتج از این سیاست‌گذاری پولی را به طور کامل و در یک مقیاس حداکثری، به دست آورند. اما هنگامی که سیاست‌گذاران پولی با وقوع یک بحران و یا بروز یک التهاب نه چندان قابل توجه منطقه‌ای و جهانی، در ابتدای امروز بدون هیچ‌گونه خردورزی بلندمدتی، فقط و فقط در جهت حفظ منافع کوتاه‌مدت خود و جلوگیری از افزایش اعتراضات و نارضایتی‌های عمومی، دست به تغییرات برق‌آسا و سریع در سیاست‌های پولی در حال اجرا می‌زنند، عملاً شالوده بخش‌های مالی، بانکی و ارزی تنظیم‌شده یک اقتصاد بر پایه سیاست پولی مذکور متلاشی شده و کمترین پیامد منفی این مسئله، به تعویق افتادن دستیابی به اهداف متعالی پولی، مالی، ارزی و در نهایت، از دسترس خارج شدن تحقق ثبات

کلان اقتصادی در یک کشور است. مانند آنچه که اقتصاد آمریکایی سه بحران اصلی هزاره جدید (که منشاء و خاستگاه آن خود ایالات متحده بود) یعنی بحران ارزی و اقتصادی ۲۰۰۱ ناشی از حمله یازده سپتامبر القاعده به برج‌های دوقلوی مرکز تجارت جهانی، بحران مالی فراگیر ۲۰۰۸ وال استریت و بحران ارزی ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳، تجربه کرد. در حقیقت، ما سیاست‌گذاران پولی آمریکایی در زمان وقوع هر سه بحران، با اتخاذ تصمیمات اشتباه، بسترهای نامتعادل و ملتهب مالی، پولی و بانکی خود نامتعادل‌تر و ملتهب‌تر کردیم. بزرگترین اقدام ناکارآمد ما، گذار پُرشتاب از سیاست‌گذاری‌های مدیریت تورمی و تغییر سریع در رژیم ارزی به کار گرفته شده، دقیقاً کمتر از ۵۰ روز از وقوع هر بحران بود. باید اذعان نمایم که بانکداران مرکزی ایالات متحده، به جای اصلاح و بازنگری در مکانیزم‌های تصمیم‌سازی و اجرایی مرتبط با رویکردهای مدیریت پولی و ارزی خود، در اقدامی نابخردانه و غیرهوشمندانه که مانند یک مسکن موقت و به شدت کوتاه‌مدت عمل کرد، سیاست پولی و ارزی خود را به طور کامل تغییر داده و بخش‌های مختلف بستر جامع خدمات مالی و بانکی ایالات متحده را در میانه صعود به قله، بدون داشتن طناب ایمنی، رها کردیم و بالتبع نتایج هولناک حاصل از این نگرش ناکارآمد و غیربهبینه کلان در سیاست‌گذاری را که به نظر می‌رسد که هنوز هم عبرت‌آمیز نبوده را تجربه کردیم. به همین علت من معتقد هستم و بر روی این اعتقاد علمی خود پافشاری می‌نمایم که بی‌ثباتی در سیاست‌های پولی، قاتل سازوکارهای یک اقتصاد سالم است و ما در اقتصاد ایالات متحده، حتی در دوره مدیریت من در شرایط وقوع حمله یازدهم سپتامبر ۲۰۰۱، این معضل کلان حاکمیت اقتصادی را به وضوح مشاهده و لمس کردیم.

بی‌ثباتی در  
سیاست‌های  
پولی، قاتل  
سازوکارهای یک  
اقتصاد سالم  
است





اثر بی ثباتی سیاست های پولی بر اقتصاد جهان (۲)

## عبور آرژانتین از تورم سوزان ۲۰۰ درصدی

- آرژانتین، آسیب پذیرترین اقتصاد نوظهور آمریکای لاتین، به ویژه در مواجهه با بحران مالی سال ۲۰۰۸ و پاندمی کرونا ۲۰۱۹ بوده است
- برزیل یکی از اقتصادهای نوظهور جهان است که با تعدد تغییر در سیاست های پولی و ارزی مواجه شد
- تورم در آرژانتین، یکی از جدی ترین و و خیم ترین مشکلات و معضلات عصر حاضر است
- نرخ تورم نقطه به نقطه آرژانتین در سال ۲۰۲۴ با کاهش چشمگیر ۱۳۶ واحد درصدی مواجه شد

۵۴



**اقتصاد**

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

یکی از  
ملتهب‌ترین  
مناطق مالی و  
بانکی در بین  
اقتصادهای  
نوظهور جهان  
آمریکای لاتین  
است

بسترهای ناپایدار و روندهای بی‌ثابت و ملتهبی در اقتصاد داخلی کشورهای آمریکای لاتین، می‌تواند تجربیات گرانمایی برای کشور ما که در برخی جهات، از منظر اندازه اقتصاد و میزان توسعه‌یافتگی مالی، با بعضی اقتصادهای این منطقه از جهان، قرابت ساختاری و کارکردی دارد، محسوب شود.

لذا در نوشتار دوم از مجموعه مقالات مرتبط با پرونده پژوهشی "اثر بی‌ثباتی سیاست‌های پولی بر اقتصاد جهان"، به سراغ بررسی پیامدهای منفی وارده به اقتصادهای منتخب آمریکای لاتین ناشی از تغییرات پی در پی در سیاست‌ها و سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی رفته و در اولین بخش، وضعیت کشورهایی نظیر برزیل، آرژانتین، مکزیک و در دومین بخش (مقاله آتی) شرایط اقتصاد پرو، کلمبیا و ونزوئلا را در این عرصه، تبیین می‌نماییم.

### تبیین پیامدهای منفی ناشی از بی‌ثباتی سیاست‌گذاری‌های پولی در اقتصاد داخلی برزیل

برزیل یکی از اقتصادهای نوظهور جهان است که در دهه‌های اخیر، به ویژه سال‌های پس از بحران مالی ۲۰۰۸، با تعدد تغییر در سیاست‌های پولی و ارزی مواجه شده و همین مسئله، اثرات ناخوشایند و نامطلوبی بر اتمسفر اقتصادی و سیاسی این کشور داشته که به برخی از آنها اشاره می‌نماییم:

- تضعیف کارکرد بازارهای مالی، ارزی و اقتصادی به سبب عدم ثبات در تصمیم‌سازی‌ها و اجرائیات
- گند شدن روند شتاب‌گیری فعالان حوزه تجارت خارجی به سبب عدم توان در تطابق‌پذیری سریع خود با تغییرات پی در پی در سیاست‌گذاری‌های کلان ارزی، به ویژه عدم امکان هم‌پوشانی عملیاتی با رژیم‌های ارزی در حال تغییر

یکی از ملتهب‌ترین مناطق مالی و بانکی جهان در بین اقتصادهای نوظهور جهان، آمریکای لاتین است. این منطقه از جهان با دارا بودن طیف وسیعی از کشورهای مختلف از منظر اندازه و میزان توسعه‌یافتگی مالی، همواره به دلایل گوناگونی، شاهد تغییرات سریع در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی خود بوده و اقتصادی در آمریکای لاتین وجود ندارد که به‌ویژه در دهه‌های هزاره جدید، تعدد، شتاب‌زدگی و تغییرات پی در پی در سیاست‌های پولی و ارزی را تجربه نکرده باشد. در حقیقت، در وقوع چنین معضل و چالش مزمینی، متغیرهای متعددی دخیل بوده‌اند که هر کدام، نقش بسزایی در رخداد این شرایط بی‌ثبات و ناپایدار در حوزه سیاست‌گذاری کلان اقتصادهای آمریکای جنوبی ایفا کرده‌اند.

اثرپذیری شدید سیاست‌های پولی و ارزی در حال اجراء در این ناحیه نسبت به بحران‌های مالی، بانکی، ارزی و اقتصادی جهان، انتقال تورم ابرقدرت‌های جهانی نظیر ایالات متحده و اتحادیه اروپا به کشورهای کوچک و بزرگ این منطقه به سبب مراودات باز تجاری و میخکوبی پول‌های ملی این کشورها به ارزش‌های مرجع و جهان شمولی نظیر دلار و یورو، سقوط دولت‌های وقت و یا استعفا و برکناری سیاست‌گذاران پولی در اثر عدم امکان ادامه همکاری با روسای جمهور و یا نخست‌وزیران این دولت‌ها و همچنین تغییرات متعدد در چینش کابینه اقتصادی دولت و به کارگیری مدیران پولی و بانکی جدید، از جمله دلایل اصلی و اساسی این تغییرپُرشتاب و پی در پی در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی طراحی شده توسط مدیران و سکانداران پیشین بوده است.

تبیین علل و عوامل موثر در ایجاد چنین



شهروندان  
آرژانتینی به  
دلیل مدیریت  
آشفته و ملتهب  
در حوزه پولی  
نرخ تورم  
متوسط ۲۰۰  
درصدی رادر  
حدود یک دهه  
گذشته تجربه  
کردند

۵۶



• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

• کاهش چشمگیر روند بهبود شاخص‌ها و مولفه‌های کلان مالی و اقتصادی در برزیل، به ویژه عدم امکان مدیریت صحیح در حوزه تورمی، تشدید وضعیت افسارگسیختگی قیمت کالاهای اساسی و استراتژیک نظیر خوراکی‌ها، مواد غذایی و قیمت حامل‌های انرژی، دور شدن از هدف نرخ تورم مدنظر دولت به سبب تغییر پی در پی در سیاست‌های کلان پولی (در عرض دودوره ریاست جمهوری ۴ ساله، سه رویکرد مختلف و متفاوت در باب مدیریت نرخ تورم و مهار انتظارات تورمی منفی در اقتصاد برزیل به اجرا درآمده است).

• تشدید نارضایتی عمومی از عملکرد دولت و بانک مرکزی در حوزه سیاست‌گذاری‌های کلان پولی و در نتیجه، وقوع التهابات اجتماعی، سیاسی و اقتصادی هم در بدنه حاکمیت سیاسی برزیل (عدم رای اعتماد مردم و پارلمان به ریاست جمهوری موفق پیشین در دوره جدید انتخابات) و هم در بستر تجارت بین‌الملل (لغو برخی مراودات بازرگانی فی مابین دولت ایالات متحده و دولت برزیل به سبب عدم ثبات در سیاست‌گذاری‌های کلان و تغییرات پی در پی در روند سیاست‌های ارزی).

### پیامدهای منفی بی‌ثباتی سیاست‌گذاری‌های پولی در اقتصاد آرژانتین

اقتصاد آرژانتین به سبب بی‌ثباتی در روند سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی خود، از حدود چهار دهه پیش و به ویژه از ابتدای هزاره جدید تا به امروز، آستان بحران‌های متعدد پولی، مالی، بانکی، اقتصادی و ارزی بوده است، به طوری که به استناد برخی پژوهش‌های معتبر موجود، آرژانتین، آسیب‌پذیرترین اقتصاد نوظهور در منطقه آمریکای لاتین، به ویژه در مواجهه با بحران مالی ۲۰۰۸ و پاندمی کرونای ۲۰۱۹ بوده است. در حقیقت، سیاست‌گذاران پولی

این کشور، به سبب عملکرد ناکارآمد و غیربهبهینه خود و عدم توانایی در انتخاب، ثبات و استمرار در به کارگیری ابزارهای سیاست‌گذاری پولی و ارزی نظیر آشفتنی در حوزه مدیریت نرخ تورم با اتخاذ بیش از پنج سیاست پولی-تورمی متفاوت در یک بازه زمانی ۱۶ ساله از سال ۲۰۰۹ میلادی تا به امروز و تغییر پی در پی در رژیم‌های ارزی (دو مرتبه اتخاذ نظام ارزی میخکوب به دلار، دو مرتبه شناوری نرخ ارز و یک مرتبه اتخاذ رژیم ارزی میخکوب به سبد ارزی از سال ۲۰۰۹ تا به امروز)، تبعات و پیامدهای جبران‌ناپذیری را به اقتصاد آرژانتین تحمیل کرده‌اند.

مهم‌ترین این تبعات گسترده بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های پولی در اقتصاد آرژانتین، در مولفه سطح عمومی قیمت‌ها و ابرتورم افسارگسیخته خود را تجلی داده است. در حقیقت، تورم در آرژانتین، یکی از جدی‌ترین و وخیم‌ترین مشکلات و معضلات عصر حاضر بوده و هست و در ۲۰ سال گذشته، روند صعودی این مولفه کلان مالی، درجه بالای حرارت اتمسفر اقتصادی این کشور را به خوبی نشان داده، به طوری که شهروندان آرژانتینی به دلیل این مدیریت آشفته و ملتهب در حوزه پولی، نرخ تورم متوسط ۲۰۰ درصدی را در حدود یک دهه گذشته تجربه کردند و با این بدعت غلط تغییر مستمر و مداوم در سیاست‌های پولی و ارزی، به واسطه کاهش شدید ارزش پزو، پول ملی این کشور، حفظ معیشت استاندارد زندگی میلیون‌ها آرژانتینی، مختل شده است. به عنوان نمونه، در اواسط سال ۲۰۲۳ میلادی، گزارش‌های بی‌سابقه‌ای از حمله و غارت فروشگاه‌های مواد غذایی و اماکن تجاری در استان‌های کوردوبا و مندوزای آرژانتین رسانه‌ای شد که نشان از قرار گرفتن آرژانتین در بحبوحه بدترین بحران اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و

امنیتی دهه‌های اخیر داشته است و بروز چنین رخدادهایی، چیزی جز تبعات منفی منتج از عدم ثبات و پایدار متوازن در سیاست‌گذاری‌های کلان پولی و ارزی در این کشور نبوده است.

با این حال، با آغاز سال ۲۰۲۴ میلادی و در پی رخداد تغییرات اساسی در ساختار سیاسی و حاکمیتی آرژانتین، تورم نقطه به نقطه این کشور در سال ۲۰۲۴ کاهش بیش از ۱۳۶ واحد درصدی را تجربه کرد. کاهش چشمگیر نرخ تورم در این سال، نتیجه مستقیم آن دسته از اصلاحات اقتصادی بود که توسط خاویر میلی، رئیس‌جمهور جدید آرژانتین که در دسامبر سال ۲۰۲۳ میلادی به قدرت رسیده بود، انجام گرفت. وی در بیش از یک سال گذشته بر کاهش هزینه‌های دولت در کنار تثبیت علمياتی سیاست‌های پولی و ارزی به کار گرفته شده در اقتصاد این کشور با هدف از بین بردن دو مورد از اصلی‌ترین ریشه‌های تورم‌های افسارگسیخته در آرژانتین، یعنی بودجه‌ریزی ناکارآمد و بالا بودن هزینه‌های دولت و تغییرپذیری‌های پی در پی در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی تمرکز کرده است.

نتیجه اقدامات وی موجب شده که کسری بودجه آرژانتین پس از ۱۲۳ سال از بین برود و نرخ تورم ماهانه و نقطه به نقطه آرژانتین در سال ۲۰۲۴ به مرز ۲۵.۵ درصد برسد. در حقیقت، نرخ تورم در آرژانتین در ماه دسامبر ۲۰۲۴، ۱۱۷.۸ درصد کاهش را تجربه کرد و هشتمین ماه متوالی کاهش تورم و ملایم‌ترین افزایش از جولای ۲۰۲۳ را به چشم خود دید. این در حالی است که تا قبل از آغاز اصلاحات اقتصادی گسترده خاویر میلی و به سبب بی‌ثباتی سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی و تغییر مداوم و مستمر در سیاست‌های پولی در بیش از نیم قرن اخیر، نرخ تورم آرژانتین از سال ۱۹۴۴ تا سال ۲۰۲۴ به طور متوسط ۱۹۰۰.۴۱ درصد بوده است.

## آثار بی‌ثباتی در سیاست‌های پولی مکزیک

مکزیک یکی از شاخص‌ترین و کارآمدترین اقتصادهای جهان دوم محسوب می‌شود که متأسفانه در دهه‌های سه‌گانه هزاره جدید، به سبب عدم ثبات در ساختار سیاسی به دلیل تغییرات متعدد در چینش کابینه اقتصادی و تعارض منافع و تضاد افکار و چشم‌اندازهای عملیاتی سیاست‌گذاران مالی و پولی این کشور، با سیل عظیمی از تغییرات پی در پی و بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی خود مواجهه بوده، به طوری که از سال ۲۰۱۲ و از زمان روی کار آمدن دولت انریکه پنیانیتو تا به امروز، اقتصاد آرژانتین سه رویکرد متفاوت در حوزه کنترل نرخ تورم و مدیریت انتظارات تورمی و سه رژیم مدیریت ارزی منحصر به فرد (نظام ارزی میخکوب کلاسیک، میخکوب انعطاف‌پذیر و رژیم ارزی شناور) را تجربه کرده است. همین مسئله با تبعات نسبتاً گسترده‌ای در اقتصاد داخلی مکزیک همراه بوده که برخی از آنها عبارتند از:

- افزایش نارضایتی‌های عمومی و در نتیجه آن، افزایش تجمعات اعتراضی شهروندان و صاحبان کسب و کارها و مشاغل و صنوف مختلف، به ویژه در ۵ سال اخیر
- گندی شدید روند رشد اقتصادی کشور در اثر تضاد و عدم تطبیق‌پذیری و هم‌پوشانی سیاست‌های پولی و ارزی با عملکرد بخش‌های مختلف بستر جامع خدمات مالی، اقتصادی، تجاری و بانکی مکزیک
- عدم امکان انجام یک برنامه‌ریزی مدون مستمر و پایدار و همچنین عدم امکان توسعه متوازن طرح‌های سیاستی پیش‌برنده در حوزه تجارت خارجی و بازرگانی بین‌الملل به سبب تغییرات پُرشتاب و پی در پی در رژیم‌های ارزی.

کسری بودجه  
آرژانتین پس از  
۱۲۳ سال از بین  
رفت و نرخ تورم  
ماهانه و نقطه  
به نقطه آرژانتین  
در سال ۲۰۲۴ به  
مرز ۲۵.۵ درصد  
رسید



اثر بی ثباتی سیاست های پولی بر اقتصاد جهان (۳)

## آمریکای لاتین غرق در گرداب مهلک بی ثباتی سیاست های پولی و ارزی

- پرونده های متمادی است که با چالش عدم ثبات و پایداری مستمر و متمرکز در به کارگیری ابزارها و رویکردهای سیاست پولی و ارزی، دست و پنجه نرم می کند
- اقتصادهای ۳ کشور پرو، کلمبیا و ونزوئلا در آمریکای لاتین غرق در گرداب مهلک بی ثباتی سیاست های پولی و ارزی است
- ونزوئلا، ناپایدارترین و بی ثبات ترین اقتصاد آمریکای لاتین در نزدیک به سه دهه اخیر بوده است
- تغییرات پی در پی در لایه های اصلی مدیریت پولی و ارزی ونزوئلا و عدم کارایی تصمیمات و اقدامات بانک مرکزی وضعیت ملتهب امروز اقتصاد ونزوئلا را موجب شد

۵۸



**اقتصاد**

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

حقیقتاً رخداد بحران‌های مالی، بانکی، ارزی و اقتصادی در هیچ کدام از ممالک جهان، حتی در دولت‌های متخاصم و ابرقدرت‌هایی که با اهرم ناعادلانه تحریم، اقتصادهای کم‌توسعه یافته و کوچک را تحت فشار می‌گذارند، مسئله خوشایند و مطلوبی نبوده و نخواهد بود، اما کمترین ویژگی مثبت چنین التهاباتی، آگاهی بخشی عمومی به جامعه جهانی نسبت به شکاف‌ها و چالش‌های ساختاری و کارکردی بسترها و زمینه‌های اقتصاد بین‌الملل است که منجر به افزایش بحران‌های مالی و تعدد و نزدیکی این تشنجات فراگیر منطقه‌ای و جهانی شده است. به عنوان نمونه، بحران‌های مالی و بانکی به وقوع پیوسته در هزاره جدید، به ویژه بحران‌های بانکی و ارزی منطقه‌ای در اروپا، چه در منطقه پولی یورو و چه در سایر ممالک اروپایی، آسیا، ایالات متحده، آمریکای شمالی و آمریکای لاتین، به خوبی ثابت کرد که اقتصاد جهان، نیازمند ایجاد ثبات و پایداری در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی خود است تا بتواند استمرارپذیری اهداف توسعه متوازن را به وسیله حفظ و تداوم‌پذیری مکانیسم عملکردی خود در سیاست‌های پولی و ارزی به ثمر بنشاند.

مبتنی بر همین امر است که اقتصادهای کوچک و بزرگ جهان به خوبی درک کرده‌اند جلوگیری از تغییرات پی در پی سیاست‌گذاری‌های پولی و تلاش برای مانع‌تراشی در مقابل بی‌ثباتی سیاست‌های پولی، قطعاً موجب بهبود وضعیت اقتصاد داخلی آنها به سبب ارتقا سطح ارزشمندی و کیفیت کارکردی حقیقی مولفه‌های کلان مالی، اقتصادی، بانکی و ارزی خواهد شد.

با این مقدمه، در بخش سوم از سلسله مقالات مرتبط با پرونده پژوهشی "اثر بی‌ثباتی سیاست‌های پولی بر اقتصاد جهان"، به سراغ تبیین تبعات منفی حاصل از تغییرات پی در پی در سیاست‌گذاری‌های پولی در اقتصاد داخلی بخش دیگری از کشورهای آمریکای لاتین یعنی

پرو، کلمبیا و ونزوئلا رفته و خسارات وارده به کل اتمسفر اقتصادی و مالی در این کشور را در اثر این چالش بررسی می‌نماییم.

### پیامدهای بی‌ثباتی سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد پرو

یکی از اقتصادهای ناپایدار آمریکای لاتین در حوزه ثبات‌پذیری ساختاری و عملیاتی سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی، اقتصاد پرو است. در حقیقت، این کشور با وجود قرار گرفتن در جرگه اقتصادهای نسبتاً نوظهور این منطقه با میزان توسعه‌یافتگی به مراتب نزدیک به استاندارد کشورهای پیشرفته‌تر آمریکای جنوبی، اما دهه‌های متمادی است که با چالش عدم ثبات و پایداری مستمر و متمرکز در به کارگیری ابزارها و رویکردهای سیاست‌پولی و ارزی، دست و پنجه نرم می‌کند.

مهم‌ترین پیامدی که تغییرات پی در پی در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی برای اتمسفر اقتصادی این کشور به همراه داشته این است با آنکه پرو در مسیر دستیابی به اهداف برنامه هدف‌گذاری توسعه متوازن ۳۵ ساله خود که از ژانویه ۲۰۰۲ آغاز شده، قرار دارد، اما این چالش عمیق ساختاری بازنگری نشده که ریشه تاریخی در نوع نگرش دولتمردان و حکمرانان سیاسی و اقتصادی کشورهای لاتین تبار در مواجهه با تنش‌های اقتصادی دارد (لاتین تباران معتقدند که هر نوع عامل برهم زننده تعادل اقتصادی را باید بلادرنگ از بین برد و سریعاً جایگزین بهتری برای آن یافت)، مانع از تحقق بهینه و به موقع اهداف و حرکت پُرشتاب این کشور در این فرآیند توسعه کلان پایدار شده و این نوع از بی‌ثباتی مزمن در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی، به ویژه در عرصه مدیریت نرخ تورم و مهار و کنترل انتظارات تورمی منفی و همچنین بی‌ثباتی در انتخاب و اجرای یک رژیم مدیریت ارزی کارآمد، بسیاری از عقب‌ماندگی‌های مالی، اقتصادی، بانکی و پولی را چه در بخش‌های مختلف بستر جامع خدمات مالی و بانکی داخلی این کشور

در یک بازه زمانی ۶ ساله به طور متوسط هر ۱۰ سال بانکداران مرکزی کلمبیا یک شیوه مجزا و متفاوت برای مدیریت نرخ تورم، مهار انتظارات و یک رژیم ارزی متفاوت اتخاذ می‌کردند



اقتصاد کلمبیا  
به جای تجربه  
یک روند  
سیاست گذاری  
پولی و ارزی  
با ثبات، بستری  
از تشنجات  
حاصل از  
تغییر پذیری  
سیاست های  
پولی و ارزی را  
تجربه کرد

وجه در حوزه تجارت و بازرگانی بین الملل رقم زده است.  
به عنوان نمونه، با آنکه شیوه تصمیم سازی و اجرای سیاست های پولی در این کشور طی ۱۰ سال گذشته دستخوش دگرگونی های قابل توجهی بوده و اجماع در مورد آنچه که بانک مرکزی پرو می تواند و می بایست انجام دهد، به طور کامل، واضح و شفاف قابل ملاحظه است، اما باز هم با تغییرات پی در پی در هدف گذاری های سیاستی پولی و ارزی مواجه هستیم و بانکداران مرکزی این کشور به جای کالبره کردن ابزارهای سیاست پولی حتی رویکردها و ابزارهای به ظاهر غیرمتعارف در چرخه مالی این کشور و تطبیق سیاست های پولی و ارزی با تحولات بازارهای بانکی، مدیریت دارایی و سرمایه از طریق اقدامات احتیاطی کلان، سرعت تغییر در اهداف، ابزارها و رویکردهای سیاست گذاری پولی و ارزی خود را افزایش داده و یک بستر ملتهب ناپایدار و غیر قابل اتکا را برای صاحبان صنایع، کسب و کارها و خدمات صنعتی، مالی، بانکی و ارزی در این کشور ایجاد کرده اند که ادامه این روند، قطعاً تبعات منفی و مهلک کلان بلندمدت برای اتمسفر اقتصادی پرو به همراه خواهد داشت.

### آثاری بی ثباتی سیاست گذاری پولی در کلمبیا

تا قبل از آغاز هزاره جدید، ثبات در سیاست های پولی و ارزی در اقتصاد کلمبیا به خوبی قابل مشاهده بود. نرخ تورم با برنامه سیاستی کلاسیک انقباض و انبساط کنترل شده پول و جریان نقدینگی، مدیریت می شد و ارزش پول ملی کلمبیا، پزو، به سبب راهبری ارزی کارآمد و اتخاذ رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده برای یک دوره ۲۵ ساله و در عین حال، عدم میخکوبی پول ملی پزو به ارزهای جهانشمولی نظیر دلار ایالات متحده، فرانک سوئیس و مارک آلمان، تثبیت شده بود.  
با این حال، پس از پایان دوره ریاست جمهوری آندرس پاسترانا آرانگو در آگوست ۲۰۰۲ میلادی و سکنداری الوارو اوربیه ولز برای یک دوره طولانی ۸ ساله در

این مقام، وقوع دو بحران پولی و ارزی در سال ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴ در منطقه آمریکای لاتین و بروز بحران مالی ۲۰۰۸ فراگیر جهان، شیرازه مدیریت متوازن پایدار و با ثبات در سیاست گذاری های کلان اقتصادی در کلمبیا را از هم شکافت. افزایش شدید نارضایتی های عمومی ناشی از آشفته گی و التهاب در مولفه های کلان مالی داخلی این کشور نظیر نرخ تورمی که به طور فزاینده در حال رشد خزنده بود، نرخ بیکاری روبه افزایش و سطح تولید ناخالص داخلی در حال افت، موجب دستپاچگی حاکمیت در شیوه حکمرانی اقتصادی و تصمیم سازی های غیربهنیه و ناصحیح در سطوح کلان پولی، بانکی، ارزی و مالی این کشور شد و متولیان امر، چه دولت در جایگاه سیاست گذار مالی و چه بانکداران مرکزی در جایگاه سیاست گذاران پولی، به جای بازنگری و انجام اصلاحات موثر و کارا در سیاست های پولی و ارزی موجود (که یک رویکرد بنیادین و آینده نگر با تبعات مثبت پایدار در بلندمدت محسوب می شود)، به سبب ترس و نگرانی شدید از ادامه اعتراضات خیابانی و ایجاد یک اتمسفر فراگیر و یکپارچه ضد منافع ملی و همچنین، در راستای جلوگیری از احتمال سقوط دولت وقت، دست به تغییر و جایگزینی پی در پی در رویکردها و ابزارهای مدیریت تورمی و رژیم های مدیریت ارزی زده و این بدعت غلط در سیاست گذاری های پولی و ارزی را پایه گذاری کردند، به طوری که در یک بازه زمانی ۶ ساله، به طور متوسط ۱۰۵ سال (هر ۱۸ ماه)، بانکداران مرکزی این کشور یک شیوه مجزا و متفاوت برای مدیریت نرخ تورم و مهار انتظارات تورمی منفی و یک رژیم ارزی منحصر به فرد و متفاوت از قبلی را اتخاذ می کردند و همین امر سبب شد که در بحبوحه بحران مالی ۲۰۰۸ که ترکش ها و تشعشعات آن تا سال های بعد، یعنی حداقل تا پایان سال ۲۰۱۲ ادامه یافته بود، اقتصاد کلمبیا به جای تجربه یک روند



سیاست‌گذاری پولی و ارزی چارچوب‌بندی شده و با ثبات، بستری از تشنجات حاصل از تغییرپذیری پی در پی سیاست‌های مدیریت پولی و ارزی تجربه‌کند.

چنین عملکرد اشتباه و بدعت‌گذاری اشتباهی، تبعات گسترده خود را در هنگامه رخداد همه‌گیری کرونای ۲۰۱۹، بار دیگر به شکل مهیب‌تری نشان داد و این دستپاچگی ساختاری در شیوه حکمرانی پولی، موجب تغییر چندین باره رویکرد مدیریت تورمی (از سال ۲۰۱۹ تا به امروز، بانک مرکزی کلمبیا، سه مرتبه اقدام به اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورمی در محدوده‌های مجاز ۷ تا ۹ درصد، ۵ تا ۷ درصد و ۳ تا ۵ درصد و لغو آن و اتخاذ رویکردهای سنتی کرده است) و بی‌ثباتی در به کارگیری رژیم‌های ارزی (دو مرتبه اتخاذ نظام ارزی میخکوب به دلار و یک مرتبه رژیم ارز شناور مدیریت شده) شده که این امر، نتیجه‌ای جز بدتر شدن وضعیت مولفه‌های کلان مالی و اقتصادی داخلی و خارجی کلمبیا نداشته و علاوه بر سقوط تاریخی و بی‌سابقه بیش از ۲۵ درصدی ارزش پول ملی این کشور در یک بازه زمانی ۵ ساله، حجم التهابات و تشنجات در بخش‌های مختلف بستر جامع خدمات مالی این کشور، به ویژه در صنعت بانکداری، صنعت مدیریت دارایی‌ها و بازار سرمایه، نه تنها فروکش نکرده، بلکه دماسنج اقتصاد کلمبیا، حرارت بالا و رسیدن به مرز نقطه قرمز اضطراری را نشان می‌دهد.

### نتایج بی‌ثباتی سیاست‌گذاری در اقتصاد ونزوئلا

ونزوئلا، ناپایدارترین و بی‌ثبات‌ترین اقتصاد آمریکای لاتین در نزدیک به سه دهه اخیر بوده است. تغییرات پی در پی در لایه‌های اصلی مدیریت پولی و ارزی این کشور و عدم کارایی متمرکز تصمیمات و اقدامات بانک مرکزی به سبب فقدان اختیارات و عدم استقلال حقیقی عملکردی این نهاد و وابستگی کامل سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی به تصمیمات

دولت، وضعیت ملت‌ه‌ب امروز اقتصاد ونزوئلا را موجب شده است.

در حقیقت، عدم وجود یک سیاست حکمرانی اقتصادی منسجم، سازمان‌دهی شده و پایدار در کنار چالش‌های سیاسی به وجود آمده توسط دولت‌های حاکمه این کشور و در واقع، سیاست‌های شعارزده دولت‌های آمریکای لاتین، خسارات جبران‌ناپذیری را به بدنه اقتصاد خود و بخش‌های مختلف بستر جامع خدمات و صنایع مالی، پولی، بانکی، ارزی و اقتصادی وارد کرده‌اند، ونزوئلا را در شرایط بغرنج از لحاظ مولفه‌های کلان اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، چه در اتمسفر داخلی و چه در عرصه بین‌المللی قرار داده است.

از طرف دیگر، پیامدهای منفی ناشی از بی‌ثباتی مزمن و مفرط سیاست‌گذاری‌های نهاد‌های حاکمیتی پولی و ارزی بالادستی اقتصادی ونزوئلا در زمان بروز بحران‌های فراگیر منطقه‌ای و جهانی، بیشتر خود را نمایان می‌ساخت، به طوری که آمارهای و داده‌های رسمی موجود نشان می‌دهد که ونزوئلا در سال‌های نزدیک به اتمام بحران‌های اقتصادی و بانکی منطقه‌ای و جهانی یعنی در محدوده سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۶، ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲ و ۲۰۲۱ تا ۲۰۲۳، بیشترین میزان تغییر در سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی را در بین کشورهای آمریکای لاتین تجربه کرده و مهم‌ترین نهاد پولی و بانکی این کشور به سبب عدم وجود یک هویت مستقل تصمیم‌ساز، کمترین نقش را در فرایند مقابله با چنین بی‌ثباتی‌های مفرط و مستمری داشته و کابینه اقتصادی دولت‌های حاکمه، به ویژه در شرایط امروز اقتصاد این کشور، در جهت مقابله با تنش‌های اجتماعی و سیاسی داخلی و در راستای جلب رضایت شهروندان معترض، از هرگونه اصلاح و بازنگری در سیاست‌گذاری پولی و ارزی فعلی به کار گرفته شده که می‌تواند منجر به بازگشت ثبات و پایداری عملیاتی به این عرصه شود، خودداری کرده و به درمان‌های مسکن‌گونه موقتی که اثر بخشی به شدت کوتاه مدتی خواهند داشت، اکتفا کرده است.

ونزوئلا در سال‌های نزدیک به اتمام بحران‌های اقتصادی و بانکی منطقه‌ای و جهانی بیشترین میزان تغییر در سیاست‌گذاری پولی و ارزی را در بین کشورهای آمریکای لاتین تجربه کرد





درس‌هایی از سیاست‌گذاری درست اقتصادی

## چگونه اقتصاد ارمنستان به ثبات مالی رسید؟

- ارمنستان از بحران انرژی "سال‌های تاریک و سرد" دهه ۱۹۹۰ تا رشد بانکی بی‌سابقه در ۲۰۲۴، مسیر تحولی خارق‌العاده‌ای را طی کرده است
- بحران دوگانه زلزله ۱۹۸۸ و جنگ قره‌باغ، سیستم بانکی تازه ارمنستان را تا مرز فروپاشی برد
- ادغام نظارتی سال ۲۰۰۶ زیر نظر بانک مرکزی، سنگ بنای تبدیل ارمنستان به قطب مالی منطقه شد
- ارمنستان در کنترل تورم و تقویت بخش بانکی، به نمونه‌ای از گذار موفق از اقتصاد متمرکز به بازار آزاد تبدیل شده است
- نظام بانکی ارمنستان متشکل از ۱۷ بانک تجاری فعال است که خدمات متنوعی از بانکداری خرد و شرکتی تا خدمات سرمایه‌گذاری و بین‌المللی را ارائه می‌دهند

۶۲



**اقتصاد**

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

ارمنستان، به عنوان یکی از اقتصادهای کوچک، اما پویای منطقه قفقاز جنوبی، در سه دهه اخیر تحولات اقتصادی و مالی چشمگیری را تجربه کرده است. از چالش‌های شدید دهه ۱۹۹۰ پس از استقلال از شوروی، شامل بحران انرژی و فروپاشی اقتصادی، تارشد پایدار دهه ۲۰۲۰ با جذب سرمایه‌گذاری خارجی و توسعه نظام بانکی، این کشور مسیری پُر فراز و نشیب را پیموده است. امروز، ارمنستان با اتکا به اصلاحات ساختاری، ثبات مالی نسبی و سیاست‌های هوشمند پولی، به ویژه در کنترل تورم و تقویت بخش بانکی، به نمونه‌ای از گذار موفق از اقتصاد متمرکز به بازار آزاد تبدیل شده است.

این گزارش به بررسی تحولات نظام بانکی و سیاست‌های پولی ارمنستان از دهه ۱۹۹۰ تا کنون می‌پردازد. ابتدا چالش‌های اولیه پس از استقلال، از جمله فروپاشی سیستم مالی سنتی و بحران موسوم به "سال‌های تاریک و سرد"، تحلیل می‌شود. سپس، نقش اصلاحات دهه ۲۰۰۰ در ایجاد ثبات و توسعه بانکداری مدرن، از جمله جمع‌بندی نظارت مالی تحت بانک مرکزی ارمنستان (CBA)، مورد بحث قرار می‌گیرد. در ادامه، دستاوردهای اخیر این نظام، مانند رشد بی‌سابقه سود بانک‌ها در سال ۲۰۲۴ و کاهش هدف تورم به ۳ درصد بررسی می‌شود. همچنین، تأثیر تحولات ژئوپلیتیک، از جمله تنش‌های منطقه‌ای و تغییر جهت به سمت اتحادیه اروپا، بر سیاست‌های مالی ارمنستان تحلیل خواهد شد.

## دهه ۱۹۹۰، دوران گذار و چالش‌های اولیه

پس از فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی در سال ۱۹۹۱، ارمنستان به عنوان یک کشور مستقل با چالش‌های اقتصادی و سیاسی متعددی مواجه شد. انتقال از اقتصاد متمرکز به اقتصاد بازار آزاد، همراه با جنگ قره‌باغ

و محاصره‌های اقتصادی و قطع مسیرهای تجاری، منجر به رکود شدید اقتصادی و تورم بالا شد. علاوه بر این، زلزله مخرب سال ۱۹۸۸ در اسپیتاک نیز به زیرساخت‌های کشور به شدت آسیب زد. در این دوره، سیستم بانکی کشور نیز در مراحل ابتدایی توسعه قرار داشت و با مشکلات ساختاری و کمبود سرمایه مواجه بود. یکی از مهم‌ترین بحران‌های این دوره، بحران انرژی بود که به "سال‌های تاریک و سرد" معروف است. پس از تعطیلی نیروگاه هسته‌ای متسامور به دلیل نگرانی‌های ایمنی پس از زلزله ۱۹۸۸ و قطع واردات گاز از طریق آذربایجان، کشور با کمبود شدید انرژی مواجه شد. این وضعیت منجر به قطعی‌های مکرر برق و مشکلات جدی در تأمین نیازهای اساسی مردم شد. بحران انرژی تا سال ۱۹۹۵ و باراه اندازی مجدد نیروگاه متسامور ادامه داشت. در پاسخ به این چالش‌ها، دولت به رهبری نخست‌وزیر هراند باگراتیان در سال ۱۹۹۲ برنامه‌ای برای گذار سریع به اقتصاد بازار آزاد اجرا کرد. این برنامه شامل خصوصی‌سازی، آزادسازی قیمت‌ها و ایجاد چارچوب قانونی برای فعالیت‌های اقتصادی بود. با این حال، این اصلاحات در کوتاه‌مدت منجر به کاهش تولید ناخالص داخلی و افزایش تورم شد.

## دهه ۲۰۰۰، اصلاحات و رشد اقتصادی

در اوایل دهه ۲۰۰۰، با اجرای اصلاحات دهه قبل و بازگشایی نیروگاه متسامور، شرایط اقتصادی بهبود یافت. تولید ناخالص داخلی رشد کرد و نرخ تورم کاهش یافت. دولت با تمرکز بر توسعه بخش خصوصی و جذب سرمایه‌گذاری خارجی، سعی در تقویت اقتصاد داشت. در این دوره، نظام بانکی ارمنستان با اصلاحات ساختاری مواجه شد. در سال ۲۰۰۶، نظارت بر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و بازارهای مالی در یک نهاد واحد تحت نظارت بانک مرکزی ارمنستان جمع شد. این اقدام به بهبود نظارت و کاهش ریسک‌های مالی کمک کرد.

کاهش هدف تورم از ۴ درصد به ۳ درصد در ۲۰۲۵ نشان‌دهنده بلندپروازی ارمنستان برای همترازی با استانداردهای اروپایی است



سود ۹۱۲ میلیون  
دلاری بانک‌ها  
در ۲۰۲۴ بار شد  
۴۹ درصد، ثمره  
تغییر استراتژی  
به سمت جذب  
سرمایه‌گذاری  
خارجی و  
فناوری مالی  
است

## دهه ۲۰۱۰، توسعه نظام بانکی و چالش‌های جدید

در این دهه، نظام بانکی ارمنستان به طور قابل توجهی گسترش یافت. تعداد بانک‌ها افزایش یافت و خدمات مالی متنوع‌تری ارائه شد. با این حال، گزارش صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۱۸ نشان داد که با وجود افزایش دارایی‌های بانکی، سودآوری بانک‌ها پایین باقی مانده است. در سال ۲۰۱۹، مالیات بر درآمد شرکت‌ها از ۲۰ درصد به ۱۸ درصد کاهش یافت.

## دهه ۲۰۲۰، رشد پایدار و تحولات اخیر

در سال‌های اخیر، نظام بانکی ارمنستان رشد پایداری را تجربه کرده است. طبق گزارش بانک جهانی در سپتامبر ۲۰۲۴، نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها به ۲۰۴ درصد رسیده و نسبت وام به سپرده‌ها از ۰.۹ در سپتامبر ۲۰۲۳ به ۱.۰ در سپتامبر ۲۰۲۴ افزایش یافته است. در سال ۲۰۲۴، بانک‌های تجاری ارمنستان به سود خالص بی‌سابقه‌ای معادل ۹۱۲ میلیون دلار دست یافتند که نسبت به سال قبل ۴۹ درصد افزایش داشته است. این رشد عمدتاً به دلیل ورود سرمایه‌گذاران خارجی و افزایش فعالیت‌های اقتصادی بوده است.

همچنین ارمنستان به دنبال تنوع‌بخشی به روابط بین‌المللی خود بوده است. در آوریل ۲۰۲۵، رئیس‌جمهور ارمنستان قانونی را امضا کرد که چارچوب قانونی برای آغاز فرآیند ادغام با اتحادیه اروپا را فراهم می‌کند. این حرکت نشان‌دهنده تغییر استراتژیک در سیاست خارجی ارمنستان به سمت غرب است. ارمنستان با میزبانی مجدد کنگره جهانی نوآوری و فناوری (WCIT) در تلاش است تا خود را به عنوان یک مرکز فناوری جهانی معرفی کند. این تلاش‌ها بخشی از استراتژی گسترده‌تر برای کاهش وابستگی به روسیه و تقویت روابط با اتحادیه اروپا، ایالات متحده و هند است. این کشور به عنوان یکی از اقتصادهای کوچک در منطقه

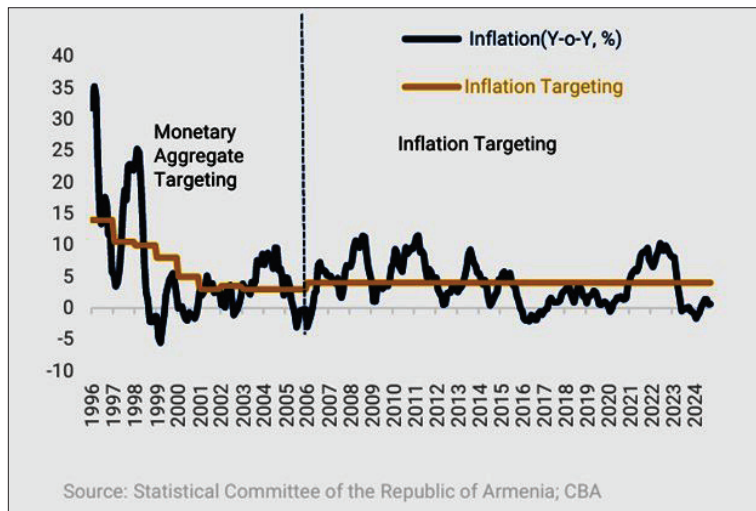
قفقاز جنوبی، در سال‌های اخیر تلاش کرده تا با اتخاذ سیاست‌های کلان هدفمند، مسیر پایداری را برای کنترل نرخ تورم، ارتقاء ثبات مالی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی فراهم سازد.

## ساختار و تاریخچه بانک مرکزی ارمنستان (CBA)

بانک مرکزی ارمنستان در سال ۱۹۹۳، پس از استقلال این کشور از اتحاد جماهیر شوروی تأسیس شد. این بانک مسئولیت سیاست‌گذاری پولی، صدور پول ملی (درام)، نظارت بر سیستم بانکی و حفظ ثبات مالی را بر عهده دارد. بانک مرکزی ارمنستان (CBA) به عنوان نهاد محوری در نظام مالی کشور، چهار هدف کلیدی را دنبال می‌کند: حفظ ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم، تنظیم بازار مالی و نظارت بر نهادهای مالی، توسعه بازارهای مالی از طریق ایجاد ابزارها و نهادهای جدید و حمایت از رشد اقتصادی بلندمدت و اشتغال‌زایی. این اهداف در چارچوب قوانین متعددی مانند قانون بانک مرکزی، قانون بانک‌ها و فعالیت‌های بانکی و قانون رازداری بانکی پیگیری می‌شوند.

در حال حاضر، نظام بانکی ارمنستان متشکل از ۱۷ بانک تجاری فعال است که خدمات متنوعی از بانکداری خرد و شرکتی تا خدمات سرمایه‌گذاری و بین‌المللی ارائه می‌دهند. بانک‌های شاخصی مانند Ameriabank، Ardshinbank، ACBA Bank و Inecobank نقش محوری در این سیستم ایفا می‌کنند. در سال‌های اخیر، این نظام شاهد تحولات فناورانه چشمگیری بوده است، از جمله گسترش بانکداری دیجیتال، توسعه سیستم‌های پرداخت الکترونیکی و QR کد و اتصال به شبکه‌های بین‌المللی مانند SWIFT.

سیاست‌های پولی ارمنستان از سال ۲۰۰۶ بر مبنای "هدف‌گذاری تورم" شکل گرفته است. ابتدا نرخ تورم هدف  $\pm 1.5\%$  درصد تعیین شد، اما در دسامبر ۲۰۲۳ بانک مرکزی



نمودار ۱  
روند نرخ تورم سالانه را از سال  
۱۹۹۶ تا ۲۰۲۴ نشان می‌دهد

پایدار، کاهش دلاریزاسیون از طریق افزایش اعتماد به درام و تقویت نظارت بانکی. بانک مرکزی در دسامبر ۲۰۲۴ با کاهش نرخ بازپرداخت به ۷ درصد و اعلام کاهش هدف تورم به ۳ درصد از سال ۲۰۲۵، گام‌های عملی در این جهت برداشته است.

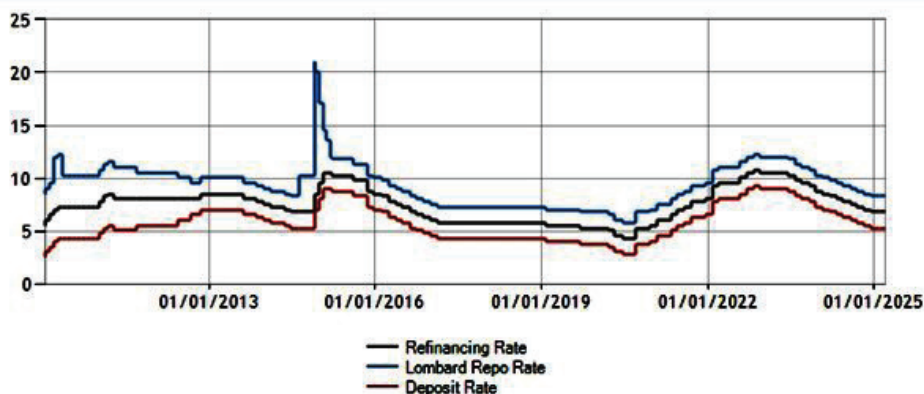
در سال ۲۰۲۵، ارمنستان با ترکیبی از سیاست‌های پولی محتاطانه (مانند حفظ نرخ بهره معیار در سطح ۶.۷۵ درصد در مارس ۲۰۲۵) و برنامه‌های توسعه‌ای بلندمدت (مانند سرمایه‌گذاری در بخش‌های ماشین‌سازی، جواهرسازی و گردشگری) به دنبال تحقق اهداف اقتصادی خود است. پیش‌بینی می‌شود رشد اقتصادی در این سال به ۵.۶ درصد برسد. این مسیر، هرچند با چالش‌هایی همراه است، اما نشان‌دهنده عزم جدی مقامات ارمنی برای ایجاد ثبات اقتصادی و بهبود رفاه عمومی است. برای ارائه تصویری دقیق‌تر از وضعیت اقتصادی و سیاست‌های پولی ارمنستان، در ادامه به بررسی برخی از شاخص‌های کلیدی اقتصادی می‌پردازیم:

#### نرخ تورم سالانه

نمودار (۱) روند نرخ تورم سالانه را از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۲۴ نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود، نرخ تورم در سال‌های اخیر

اعلام کرد این هدف را به ۳ درصد کاهش خواهد داد. این تصمیم با سه هدف اصلی اتخاذ شد: ایجاد ثبات بلندمدت اقتصادی، کاهش نااطمینانی برای خانوارها و سرمایه‌گذاران و همسویی با استانداردهای بین‌المللی.

برای دستیابی به این اهداف، بانک مرکزی از ابزارهای مختلفی مانند نرخ بازپرداخت (که در دسامبر ۲۰۲۳ به ۸ درصد کاهش یافت)، عملیات بازار باز و تنظیم نرخ ذخیره الزامی استفاده می‌کند. با وجود این پیشرفت‌ها، نظام بانکی ارمنستان با چالش‌های متعددی روبرو است. وابستگی شدید به واردات کالاهای اساسی و انرژی، بی‌ثباتی‌های منطقه‌ای ناشی از مناقشه قره‌باغ، تأثیرات همه‌گیری کووید-۱۹، نوسانات نرخ ارز و سطح بالای دلاریزاسیون اقتصاد از جمله این چالش‌ها محسوب می‌شوند. این عوامل کارایی سیاست‌های پولی بانک مرکزی را تحت تأثیر قرار داده‌اند. در پاسخ به این چالش‌ها، راهکارهای متعددی پیشنهاد شده است: تنوع‌بخشی به اقتصاد و کاهش وابستگی به واردات، تقویت روابط بین‌المللی، مدیریت بهینه بحران‌هایی مانند همه‌گیری، اجرای سیاست‌های ارزی



| Date of setting | Deposit Rate | Lombard Repo Rate | Refinancing Rate |
|-----------------|--------------|-------------------|------------------|
| 18/03/2025      | 5.25%        | 8.25%             | 6.75%            |
| 04/02/2025      | 5.25%        | 8.25%             | 6.75%            |
| 10/12/2024      | 5.5%         | 8.5%              | 7%               |
| 29/10/2024      | 5.75%        | 8.75%             | 7.25%            |
| 10/09/2024      | 6%           | 9%                | 7.5%             |
| 30/07/2024      | 6.25%        | 9.25%             | 7.75%            |
| 11/06/2024      | 6.5%         | 9.5%              | 8%               |
| 30/04/2024      | 6.75%        | 9.75%             | 8.25%            |
| 12/03/2024      | 7%           | 10%               | 8.5%             |
| 30/01/2024      | 7.25%        | 10.25%            | 8.75%            |
| 12/12/2023      | 7.75%        | 10.75%            | 9.25%            |
| 31/10/2023      | 8%           | 11%               | 9.5%             |

قیمت‌ها و تقویت اعتماد عمومی به نظام بانکی ایفا کرده و تلاش کرده با اجرای سیاست‌های احتیاطی، نظام مالی را در برابر شوک‌های بیرونی مقاوم سازد. با این حال، ادامه مسیر نیازمند تقویت زیرساخت‌های نظارتی، توسعه خدمات مالی دیجیتال و گسترش دسترسی عموم مردم به تسهیلات بانکی است. آینده اقتصاد بانکی ارمنستان به توانایی این کشور در تطبیق با تحولات جهانی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی و ارتقاء شفافیت و پاسخگویی نهادهای مالی گره خورده است، مسیری که در صورت مدیریت صحیح، می‌تواند به تقویت رشد اقتصادی پایدار و ارتقاء رفاه اجتماعی منجر شود.

نوساناتی داشته و در سال ۲۰۲۴ به ۱.۴ درصد کاهش یافته است.

### نرخ بازپرداخت بانک مرکزی

نمودار (۲) تغییرات نرخ بازپرداخت بانک مرکزی را از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۲۵ نشان می‌دهد. کاهش تدریجی این نرخ در سال ۲۰۲۴ به ۷ درصد قابل مشاهده است.

در مجموع، بررسی ساختار و تحولات اقتصاد بانکی ارمنستان نشان می‌دهد که این کشور با وجود چالش‌های داخلی و منطقه‌ای، توانسته است مسیر اصلاحات و ثبات مالی را با گام‌هایی محتاطانه، اما مستمر دنبال کند. بانک مرکزی ارمنستان نقش کلیدی در هدایت سیاست‌های پولی، حفظ ثبات



نمودار ۲

تغییرات نرخ بازپرداخت  
بانک مرکزی ارمنستان را از  
سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۲۵  
نشان می‌دهد

۶۶



اقتصاد

شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴



خطر بروز بحران پایدار در منطقه یورو

## تجزیه تدریجی بازار بانکی اروپا

- آینده سیستم بانکی اروپا تا حد زیادی به ساختار آینده مقرراتی و به ویژه شکل اتحادیه بانکی بستگی دارد
- تحول مهم در سیستم مالی اروپا در سال های اخیر، تجزیه تدریجی بازار بانکی اروپا است که به دنبال بحران منطقه یورو در سال ۲۰۱۰ رخ داد
- وابستگی شدید بانک های کشورهای حاشیه ای یورو به تأمین مالی بانک مرکزی، نشان دهنده شکاف بزرگ سرمایه ای است
- سناریوی فروپاشی منطقه یورو هرچند کم احتمال است اما در صورت وقوع، کنترل سرمایه و تشدید تجزیه مالی هزینه های گزافی بر اقتصاد اروپا تحمیل خواهد کرد
- تعداد زیادی از بانک ها، به ویژه بانک های بین المللی بزرگ، تلاش کرده اند که الزامات جدید سرمایه رازودتر از آنچه پیش بینی شده بود، برآورده کنند

۶۷



**اقتصاد**

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

روند ملی‌گرایی  
در تصمیمات  
بانکی، از جمله  
تمرکززدایی در  
پذیرش وثیقه‌ها  
توسط بانک‌های  
مرکزی ملی  
باعث شده  
بازارهای اروپایی  
به جای ادغام  
هر روز بیشتر  
از هم فاصله  
بگیرند

دو تحول عمده تأثیر زیادی بر دینامیک کوتاه‌مدت بازار بانکی و بازار سرمایه‌های اروپایی داشته است: پاشیدگی بازار مشترک در بخش بانکی و انتقال به الزامات سرمایه‌گذاری و نقدینگی قوی‌تر و سختگیرانه‌تر. تحول مهم در سیستم مالی اروپا در سال‌های اخیر (به ویژه از آغاز بحران منطقه یورو در سال ۲۰۱۰) عبارت است از تجزیه تدریجی بازار بانکی اروپا. پیش از سال ۲۰۱۰، جریان‌های بزرگ بین بانکی از کشورهای اصلی منطقه یورو به سمت کشورهای حاشیه‌ای وجود داشت، اما این جریان‌ها اکنون به طور جزئی به دلیل مقررات (محدودیت‌های بین بانکی)، بازگشت ریسک ارزی (یعنی ریسک خروج یک کشور از منطقه یورو) و همچنین فشار وارد شده توسط مقامات نظارتی ملی که تمایل دارند سرمایه‌ها و نقدینگی بانک‌ها را در داخل کشورهای خود نگه دارند، کاهش یافته است.

این مسئله تأثیر منفی بر جریان‌های بین بانکی در داخل منطقه یورو گذاشته است. تمایل فزاینده به ملی‌گرایی در مورد جریان‌های بین بانکی، به ویژه از طریق تمرکززدایی تصمیمات مربوط به وثیقه در زمینه عملیات بازپرداخت طولانی‌مدت (LTRO) که توسط بانک مرکزی اروپا (BCE) در طول بحران معرفی شد، تشدید شده است. از آنجا که بانک‌های مرکزی ملی می‌توانند تصمیم بگیرند که چه دارایی‌هایی را به عنوان وثیقه برای تأمین مالی مجدد استفاده کنند (اگرچه با تخفیف)، این برنامه به خرید بدهی‌های دولتی کشورهای حاشیه‌ای منجر شد. در مجموع، این امر تمایل به ملی‌گرایی را در تصمیمات سرمایه‌گذاری، بازارهای بدهی دولتی و اعتباری افزایش داد، به طوری که بازارها به طور فزاینده‌ای به سمت بازارهای ملی گرایش پیدا کردند. در میانه سال ۲۰۱۲، سپرده‌های بین بانکی مرزی

از بانک‌ها در کشورهای دیگر منطقه یورو تنها حدود ۲۰ درصد از مجموع سپرده‌های بین بانکی را تشکیل می‌دادند، در حالی که این میزان در اوایل سال ۲۰۰۸ حدود ۴۵ درصد بود.

وابستگی شدید بانک‌های کشورهای حاشیه‌ای منطقه یورو به تأمین مالی مجدد از طریق بانک مرکزی به جای بازار، به احتمال زیاد تغییری نخواهد کرد، مگر اینکه بحران دوگانه بانکی و دولتی به طور همزمان مورد توجه قرار گیرد. همان‌طور که بسیاری از ناظران و تحلیلگران اشاره کرده‌اند، هنوز یک شکاف بزرگ در مورد سرمایه بانک‌ها در منطقه یورو وجود دارد که ناشی از زیان‌های شناسایی نشده از وام‌های بخش خصوصی و تأمین مالی محدود بدهی‌های دولتی کشورهای حاشیه‌ای است. در عین حال، وضعیت مالی شکننده و بی‌ثبات چندین دولت در کشورهای حاشیه‌ای منطقه یورو، حمایت از بانک‌های آن‌ها را در صورت بروز شوک‌های جدید زیر سؤال می‌برد. بنابراین، بسیاری از اقتصاددانان در اروپا و خارج از آن از فرآیند "همگرا شدن" به عنوان راهی برای مقابله با بحران کنونی و معکوس کردن تجزیه بازار بانکی اروپا حمایت کرده‌اند.

این اقدام به معنای مقابله با هر دو ضعف بانکی و ضعف حاکمیتی در سراسر منطقه یورو از طریق یک فرآیند بازسازی است. در حالی که برخی از افراد اتحادیه بانکی را ابزاری برای شناسایی زیان‌ها در سیستم بانکی و بازسازی بانک‌های ضعیف می‌بینند (به عبارت دیگر، بازسازی سرمایه بانک‌های قابل اجرا و تعطیلی دیگر بانک‌ها)، دیگران معتقدند که باید یک اقدام فوری برای حل بحران انجام شود، زیرا ایجاد زیرساخت‌های لازم برای یک اتحادیه بانکی زمان زیادی می‌برد. تقسیر ما این است که مشکلات به ارث رسیده از گذشته باید جداگانه از فرآیند بلندمدت ایجاد اتحادیه بانکی مورد توجه قرار گیرند.

بانک‌های  
اروپایی برای  
تطابق با الزامات  
سختگیرانه‌تر  
سرمایه‌ای، به  
جای جذب  
سرمایه از بازار  
وام‌دهی را  
کاهش داده‌اند

کاهش سود تقسیمی و خرید سهام تأمین شود. با این حال، برای بیشتر بانک‌های اروپایی، این افزایش نسبت‌های سرمایه از طریق کاهش وام‌ها یا تغییرات در پروفایل ریسک دارایی‌ها به دست آمده، چرا که جذب سرمایه در بازار در شرایط کنونی بحران، جذابیت چندانی ندارد.

اثر مشترک کاهش بدهی و تجزیه پُرخطر، احتمالاً بحران پایدار منطقه یورو را تشدید خواهد کرد. از منظر اقتصادی، این وضعیت به طور واضح نمونه‌ای از کمبود هماهنگی بین بانک‌ها در خصوص تصمیمات مربوط به کاهش بدهی‌ها و بین کشورهای مختلف در زمینه سیاست‌های بودجه‌ای و بانکی است. حتی اگر تصمیمات هر کشور (دولت‌ها و مقامات نظارتی) در خصوص جداسازی سیستم‌های مالی خود، تأخیر در حل بحران بانک‌های ضعیف یا مقاومت در برابر تقسیم بار بحران، از نظر فردی منطقی باشد، این تصمیمات به ایجاد اثرات خارجی منفی برای دیگر بخش‌های منطقه یورو (و همچنین برای کشورهای غیر یورو و در مقیاس کمتری برای بقیه جهان) منجر می‌شود.

### تأثیرات بلندمدت توافقات بازل ۳

با توجه به جدول زمانی اصلاحات مقرراتی، ارزیابی کمی این موضوع که تصمیمات بانک‌ها در مورد پذیرش ریسک و ساختارهای بازار بانکی چقدر توسط اصلاحات پس از بحران، محیط کلان اقتصادی یا فرآیند اصلاحات تنظیمی تغییر کرده‌اند، دشوار است. با این حال، واکنش‌های بازار نشان می‌دهند که نه تنها یک اثر عمومی از این اصلاحات بر سیستم بانکی وجود دارد، بلکه تأثیرات متفاوتی بر بانک‌هایی با اندازه‌ها و ویژگی‌های مختلف نیز وجود دارد. به ویژه، واکنش سودآوری سهام و اسپردهای CDS (سوآپ‌های اعتبار پیش‌فرض) را پس از رویدادهای عمده تنظیمی که بین ژوئن ۲۰۰۹ و اکتبر ۲۰۱۱ در

ایجاد یک اتحادیه بانکی بدون شک زمان زیادی خواهد برد، اما حل بحران کنونی منطقه یورو، از سوی دیگر، مدت‌هاست که به تأخیر افتاده است. در حالی که ایالات متحده با شدت به ضعف بانکی پرداخته و توانسته است بانک‌ها را از یک منبع بحران به یک منبع بالقوه بازبایی تبدیل کند، اروپا تنها به طور ناقص از طریق تست‌های استرس نیمه‌موثر و مقدار زیادی اختیار در زمینه بازسازی سرمایه از بحران خارج شده است.

یکی دیگر از تأثیرات کوتاه‌مدت مهم، مربوط به تشدید الزامات سرمایه است. در حالی که فرآیند بازل ۳ یک جدول زمانی نسبتاً سخاوتمندانه در نظر گرفته که کاهش رکود اقتصادی فعلی را در نظر می‌گیرد، تعداد زیادی از بانک‌ها، به ویژه بانک‌های بین‌المللی بزرگ، تلاش کرده‌اند که الزامات جدید سرمایه را زودتر از آنچه پیش‌بینی شده بود، برآورده کنند که این موضوع منجر به شوک بزرگ سرمایه‌ها شده است.

لازم به ذکر است اصلاحات کلیدی که پس از بحران مالی ۲۰۰۷ معرفی شدند، در چارچوب مقررات جدید بازل ۳ قرار دارند که در اروپا از طریق چهارمین دستورالعمل الزامات سرمایه (CRD IV) اجرا می‌شود. این استانداردهای جدید با هدف افزایش توانایی بخش بانکی در جذب شوک‌ها، هم در سطح کلان (اقتصاد کلان) و هم در سطح خُرد (بانک‌های منفرد) تدوین شده‌اند. این اصلاحات همچنین بهبود نقش واسطه‌گری بانک‌ها، مدیریت ریسک و حاکمیت شرکتی آنها را دنبال می‌کنند. برای دستیابی به این اهداف، مقررات بازل ۳ الزامات جدیدی را در زمینه سرمایه، نقدینگی، محدودیت پاداش‌ها و سورشارژ سرمایه (متناسب با اندازه مؤسسات مالی) معرفی کرده است. این امر به طور ضروری به کاهش وام‌ها منجر نخواهد شد، اگر سایر منابع مالی از بازار جذب شود یا از طریق



اصلاحات  
بازل ۳ و  
محدودیت‌های  
جدید  
سرمایه‌ای  
اگرچه برای  
ثبات مالی  
طراحی  
شده‌اند، اما در  
کوتاه مدت به  
گاهش وام‌دهی  
و تشدید رکود  
در منطقه یورو  
انجامیده‌اند

بخش بانکی رخ داده، تحلیل کرده‌اند. اعلام قانون ولکر در ایالات متحده که به منظور کاهش فعالیت‌های معاملاتی بانک‌ها به طور مستقل طراحی شده بود، منجر به کاهش قیمت سهام و افزایش اسپردهای CDS (سوآپ‌های اعتبار پیش‌فرض) بانک‌های سرمایه‌گذاری آمریکایی نسبت به بانک‌های تجاری از یک طرف و بانک‌های سیستماتیک نسبت به بانک‌های غیرسیستماتیک از طرف دیگر شد. در مقابل، اصلاحات ویکرز در بریتانیا تنها تأثیر کمی بر قیمت سهام داشت، اما تأثیر قوی‌تری بر اسپردهای CDS داشت که این تأثیر بیشتر در بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های سیستماتیک مشاهده شد. در نهایت، تصویب سازوکار حل و فصل بحران در آلمان و همچنین مقررات سوئیس در خصوص مؤسسات "بیش از حد بزرگ برای شکست" تنها بر اسپردهای CDS تأثیر گذاشت و این تأثیر برای بانک‌های سیستماتیک بیشتر بود. همان‌طور که واکنش‌های بازار نشان می‌دهد، این اصلاحات مختلف می‌تواند تأثیراتی بر ساختار بازار داشته باشد، حتی اگر در بلندمدت اثرات متضادی نیز مشاهده شود. از یکسو، روند به سمت حمایت مالی داخلی و تقویت الزامات سرمایه‌ای برای بانک‌های بزرگ، به منظور کاهش خطرات ناشی از وضعیت "بیش از حد بزرگ برای شکست"، باید شکاف تأمین مالی بین بانک‌های کوچک و بزرگ را پُر کند و مزیت رقابتی

بانک‌های بزرگ را کاهش دهد که ممکن است در نهایت منجر به رقابت بیشتر شود. از سوی دیگر، هزینه‌های تطابق با الزامات جدید سرمایه‌ی نقدینگی می‌تواند به تأثیرات مقیاس توجه بیشتری دهد و در نتیجه روند به سمت بانک‌های بزرگ‌تر را تقویت کند. تسلط یکی از این اثرات در نهایت به جزئیات دقیق مقررات جدید، شرایط بازار و وضعیت کشورهای مختلف بستگی خواهد داشت که این شرایط نیز ممکن است در طول چرخه اقتصادی تغییر کند. محدودیت‌های پاداش‌های پرداختی به بانکداران با این توجیه صورت گرفته که پرداخت پاداش‌های مرتبط با سودهای کوتاه‌مدت می‌تواند به پذیرش ریسک‌های تهاجمی منجر شود. برخی گزارش‌ها نشان می‌دهند که بانک‌هایی که در آن‌ها پاداش مدیران اجرایی به افزایش قیمت سهام مرتبط است، در طول بحران عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند، اما این مشاهده را به انگیزه‌هایی که سهامداران برای پذیرش ریسک‌های تهاجمی به دلیل داشتن یک شبکه ایمنی بزرگ دارند، نسبت داده می‌شود، نه به اختلاف منافع بین مدیران و سهامداران. این امر همچنین با تحلیل پژوهش‌هایی که نشان می‌دهند سهامداران متنوع به شدت ترغیب می‌شوند تا ریسک‌های تهاجمی بپذیرند، به ویژه در شرایطی که الزامات سرمایه‌ای افزایش یافته، برای جبران کاهش بازده‌ها ناشی از افزایش الزامات سرمایه‌ای سازگار است.

## برش



### شکاف بزرگ سرمایه بانک‌ها در منطقه یورو

هنوز یک شکاف بزرگ در مورد سرمایه بانک‌ها در منطقه یورو وجود دارد که ناشی از زیان‌های شناسایی نشده از وام‌های بخش خصوصی و تأمین مالی محدود بدهی‌های دولتی کشورهای حاشیه‌ای است. در عین حال، وضعیت مالی شکننده و بی‌ثبات چندین دولت در کشورهای حاشیه‌ای منطقه یورو، حمایت از بانک‌های آنها را در صورت بروز شوک‌های جدید زیر سؤال می‌برد.

۷۰



اقتصاد

شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴

علاوه بر این، مطالعه‌ای موردی نشان می‌دهد که مدیران توانسته‌اند پیش از سقوط قیمت سهام در سال ۲۰۰۸، گزینه‌های سهام خود را نقد کنند. انتظارات نجات مالی منجر به سیستم‌های پاداش بیش از حد پذیرش ریسک بیشتری شود، بنابراین کاملاً مطلوب است که مقامات نظارتی سقف‌هایی برای این پاداش‌ها تعیین کنند. محدودیت‌های اعمال شده بر پرداخت‌های پاداش در سطح اروپا ممکن است منجر به کاهش ریسک‌ها شود. با این حال، باید توجه داشت که اثربخشی محدودیت‌ها در زمینه پاداش‌ها به انتظارات نجات سهامداران بستگی دارد که آنها را به پذیرش ریسک ترغیب می‌کند. بنابراین، انتظارات قوی‌تر نجات از سوی سهامداران باید با محدودیت‌های سختگیرانه‌تر در زمینه پاداش‌ها مقابله شود. مانند بسیاری از اصلاحاتی که در این مقاله مورد بحث قرار گرفته است، تعامل بین این اصلاحات مختلف ممکن است تعیین‌کننده باشد.

### محدودیت فعالیت‌ها

در این بحث، باید بین دو بُعد مختلف تفاوت قائل شد. از یک طرف، این سوال مطرح است که آیا فعالیت‌های بانکداری تجاری و بانکداری سرمایه‌گذاری باید توسط همان نهاد انجام شوند یا خیر؟ از طرف دیگر، سوال این است که آیا فعالیت‌های بانکداری تجاری و معاملات باید توسط همان نهاد انجام شوند یا خیر؟ فعالیت‌های بانکداری تجاری و بانکداری سرمایه‌گذاری هر دو می‌توانند منافع هم‌افزایی و صرفه‌جویی در مقیاس ایجاد کنند، در حالی که ممکن است منجر به تضاد منافع نیز شوند. این مسئله زمانی حتی بیشتر مشهود می‌شود که صحبت از جداسازی فعالیت‌های تجاری و فعالیت‌های معاملاتی باشد. معاملات به راحتی قابل تنظیم هستند و به بانک‌ها این امکان را می‌دهند که از سرمایه‌های

استفاده‌نشده حاصل از فعالیت‌های بانکداری تجاری، که نیاز به سرمایه‌گذاری در جمع‌آوری اطلاعات و ایجاد بازدهی با ریسک پایین دارند، سودهای کوتاه‌مدت به دست آورند. اما فعالیت‌های بانکداری تجاری به راحتی قابل تنظیم نیستند. سودهای قابل توجهی که از معاملات به دست می‌آید، معمولاً با ریسک‌های بزرگی همراه است، همانطور که بحران اخیر نشان داد. تفاوت افق زمانی میان معاملات و فعالیت‌های بانکداری تجاری به یک مشکل ناسازگاری زمانی منجر می‌شود، زیرا تعهدات روابطی در بانکداری تجاری باید از قبل گرفته شوند، در حالی که انگیزه‌ها برای جابجایی ریسک‌ها باعث می‌شود که سهامداران بانک‌ها، به عنوان دارندگان حقوق باقیمانده، در برابر معاملات بیش از حد معرض باشند، با استفاده از ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌های آینده بانک تجاری. بنابراین، کاملاً منطقی است که از بانک‌ها خواسته شود فعالیت‌های معاملاتی را فراتر از یک آستانه خاص که ممکن است شامل سایر معاملات غیر از آنهایی باشد که برای حساب شخصی خود انجام می‌دهند، محدود کنند. جدا کردن این فعالیت‌ها در یک شعبه مستقل ممکن است کافی نباشد. این موضوع یک بحث گسترده‌تر در مورد محدوده مقرراتی بخش بانکی و بانکداری سایه‌ای را مطرح می‌کند. عدم وجود مقررات و کنترل مناسب برای بخش بانکداری سایه‌ای در سیستم مالی، که به طور تنگاتنگی با سیستم بانکی مقررات‌شده از طریق روابط وام‌دهی و پیوندهای اعتبار مرتبط است، به عنوان یکی از دلایلی ذکر شده که چرا مقامات نظارتی در دو سوی اقیانوس اطلس نتوانستند بحران را پیش‌بینی کنند. بنابراین، گسترش محدوده مقرراتی در دستور کار قرار گرفته است، هرچند که بسیاری از اقتصاددانان اکنون معتقدند که تقریباً غیرممکن خواهد بود که از آربیتراژ مقرراتی در بانک‌ها

اثر مشترک  
کاهش بدهی  
و تجزیه پُرخطر  
احتمالاً بحران  
پایدار منطقه  
یورورا تشدید  
خواهد کرد



ساختار آینده  
سیستم بانکی  
در منطقه  
یورو عمدتاً به  
ساختار آینده  
مقرراتی و به  
ویژه ماهیت  
اتحادیه بانکی  
بستگی خواهد  
داشت

۷۲



اقتصاد

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

جلوگیری شود، که منجر به خروج برخی فعالیت‌ها از محدوده مقرراتی خواهد شد و شفافیت می‌تواند بهترین راه حل باشد. ساختار آینده سیستم بانکی در منطقه یورو عمدتاً به ساختار آینده مقرراتی و به ویژه ماهیت اتحادیه بانکی بستگی خواهد داشت. اما فرآیند کاهش بدهی سیستم بانکی و روند کلی مقرراتی به سمت محدود کردن موسسات مالی و بازارها به طور کلی به نقش کاهش یافته سیستم مالی در کل اقتصاد در آینده نزدیک اشاره دارد، به ویژه در خدمات غیر از واسطه‌گری. حتی اگر سهم ارزش افزوده بخش مالی در تولید ناخالص داخلی به طورضعیفی اهمیت این بخش را برای رشد اقتصادی نشان دهد. هنوز مشخص نیست که آیا واسطه‌گری کمتری خواهیم داشت و چه کسانی متضرر خواهند شد.

اثر کمی اصلاحات مقرراتی بر ساختار و عملکرد سیستم بانکی دشوار است که پیش‌بینی شود. علاوه بر این، همه چیز برابر با هم، تحلیلی که بر اساس فرضیات ثبات انجام شود، تأثیرات منفی آسیب‌پذیری مالی و کاهش ضررها در هنگام آسیب‌پذیری را در نظر نمی‌گیرد. چنین دستاوردهایی (و در نتیجه چرخه‌های اقتصادی و مالی منظم‌تر) در نهایت باید بر اساس ضررهای سرمایه‌گذاری در طول چرخه تعدیل شوند. پیامدهای دقیق اصلاحات مقرراتی مختلف بستگی خواهد داشت نه تنها به ساختار دقیق این اصلاحات، بلکه به نحوه اجرای آنها. برخی از جنبه‌های مهم برنامه اصلاحات گسترده‌تر هنوز تعیین نشده‌اند، از جمله محدودیت‌های فعالیت برای بانک‌ها و مالیات‌های احتمالی اضافی. به طور کلی، ممکن است مالیه کمی محافظه‌کارتر شود، هرچند با توجه به فشارهای بین‌المللی و قدرت سیاسی بازیگران بخش مالی، بعید است که شاهد بازگشت به یک فعالیت بانکی ساده مانند دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ باشیم.

## سناریوهای محتمل برای آینده سیستم بانکی اروپا

آینده سیستم بانکی اروپا تا حد زیادی به ساختار آینده مقرراتی و به ویژه شکل اتحادیه بانکی بستگی دارد. چندین سناریو قابل تصور است. در بدترین حالت (که به عنوان غیرمحتمل در نظر گرفته می‌شود، اما نه غیرممکن)، منطقه یورو فرو می‌پاشد. این امر تأثیرات منفی شدیدی بر جریان‌های مالی فرامرزی خواهد داشت، زیرا بسیاری از کشورها ممکن است حداقل برای یک دوره انتقالی، کنترل‌هایی بر روی سرمایه‌ها اعمال کنند. چنین فروپاشی‌ای فرآیند تجزیه بازار مالی اروپا را تسریع خواهد کرد و رقابت را کمی بیشتر تضعیف می‌کند. حتی اگر رکود ناشی از این امر ممکن است کمتر از آنچه برخی از اقتصاددانان پیش‌بینی کرده‌اند، باشد، بحران در بازارها و در میان مقامات دولتی، پس از چنین رویدادی، هزینه‌های اقتصادی بسیار بالایی برای تمام کشورهای منطقه یورو به همراه خواهد داشت. سناریوی دیگر این است که یک اتحادیه بانکی به خوبی طراحی شده بر اساس سه رکن، همانطور که بیشتر اقتصاددانان مالی توصیه می‌کنند (و به طور جزئی مطابق با پیشنهادات کمیسیون اروپا) و همچنین رویکردی تهاجمی در برابر آسیب‌پذیری‌های بانکی و دولت‌های ضعیف در حاشیه منطقه یورو، می‌تواند روند تجزیه مالی در داخل منطقه یورو را معکوس کند، قابلیت پرداخت بانک‌ها را بازگرداند و در نهایت از بازایی اقتصاد حمایت کند. چندین سناریو میانه وجود دارد، از جمله خروج برخی کشورها از منطقه یورو یا تشکیل یک اتحادیه بانکی "لنگ" که تنها یک و نیم رکن دارد. با چنین سناریوهایی، آسیب‌پذیری بانکی و کمبود سرمایه به طور مناسب حل نخواهد شد و بازایی سیستم‌های مالی و اقتصادها زمان بسیار زیادی خواهد برد.



ریسک شدید در صنعت بانکی بنگلادش

## چالش وام‌های غیرجاری در بانک‌های دولتی بنگلادش

● چشم‌انداز مثبتی برای صنعت بانکداری و خدمات مالی بنگلادش مورد انتظار است

● مهم‌ترین چالش پیش روی صنعت بانکی بنگلادش کاهش کیفیت دارایی‌های بانکی، چالش‌های نقدینگی و سطوح خفیف و ضعیف بافرهای سرمایه‌ای بانکی است

● صنعت مدیریت دارایی بنگلادش یک بخش مالی کوچک و توسعه نیافته باقی مانده است

● محاسبه امتیاز شاخص ریسک صنعت بانکداری برای بنگلادش (BIRI)، عدد ۱۴۰،۱۷ از ۱۰۰ را نشان می‌دهد

● بانک‌های دولتی بنگلادش عامل ۵۹ درصد از کل وام‌های غیرجاری (NPL) هستند

۷۳



**اقتصاد**

● شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ ●

پیش بینی  
شده تا پایان  
افق بلندمدت  
۲۰۳۲، صنعت  
بانکداری  
بنگلادش  
از سلطه  
بانک‌های  
دولتی خارج  
شود

بررسی تحلیل موسسه اعتبارسنجی فیچ نشان می‌دهد که در افق بلندمدت، چشم‌انداز مثبتی برای صنعت بانکداری و خدمات مالی بنگلادش مورد انتظار است. با این حال، چشم‌اندازهای کوتاه‌مدت و میان‌مدت پیش‌رو، کمتر مثبت هستند و کاهش سرعت رشد اعتبارات و تسهیلات مالی و بانکی حداقل تا پایان افق کوتاه‌مدت، پیش‌بینی می‌شود. پس‌زمینه اقتصادی ضعیف، افزایش فشارهای تورمی و همچنین حجم بالا و قابل توجه وام‌های غیرجاری (NPL)، همگی بر این عدم بهبود در چشم‌انداز کوتاه‌مدت و میان‌مدت بستر جامع خدمات بانکی و مالی بنگلادش، تأثیر خواهند گذاشت. همچنین در همین بازه کوتاه‌مدت، توانایی یا تمایل بانک‌های عامل به ارائه تسهیلات و همچنین تقاضای مصرف‌کنندگان برای دریافت وام‌های جدید و اضافی، کاهش خواهد یافت. علاوه بر این، پیش‌بینی شده که تا پایان افق بلندمدت ۲۰۳۲، صنعت بانکداری بنگلادش از سلطه بانک‌های دولتی خارج شده و همین امر موجب توسعه بیشتر خدمات و محصولات این بازار خواهد شد. در همین حال، دیدگاه کلی مشابهی نسبت به افق روشن و بهبود وضعیت صنعت بیمه و صنعت مدیریت دارایی و سرمایه‌گذاری بنگلادش در چشم‌انداز میان‌مدت و بلندمدت ۲۰۳۲ وجود دارد.

به نظر می‌رسد که در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، صنعت بانکداری بنگلادش، دستخوش ناآرامی‌ها و چالش‌های عدیده‌ای مانند عدم تنوع در خدمات و محصولات بانکی، کاهش تقاضای موثر برای تسهیلات و کاهش سودآوری بانک‌ها در اثر دامنه ریزش نرخ‌های اجتماعی بهره و تشدید ناآرامی‌های اجتماعی شود. اما مهم‌ترین چالش پیش‌روی این

صنعت، کاهش کیفیت دارایی‌های بانکی به سبب تضعیف تقاضا، چالش‌های نقدینگی و سطوح خفیف و ضعیف بافرهای سرمایه‌ای بانکی است که هر لحظه در حال ضعیف‌تر شدن و بدتر شدن است. اگرچه این پیامدهای منفی هم در بانک‌های دولتی و هم در بخش بانکداری خصوصی دیده شده است، اما احتمالاً در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، اثرگذاری آن بر سازوکارهای بخش دولتی شدیدتر خواهد بود. زیرا فقدان یک حاکمیت سیاسی و اقتصادی قدرتمند، موجب می‌شود که صنعت بانکی و مالی بنگلادش حتی در برابر شوک‌های سیستمی ضعیف، آسیب‌پذیر باشد. از سوی دیگر، نگرانی بالقوه در ارتباط با کاهش قابل توجه سودآوری بانک‌ها به ویژه بانک‌های دولتی بنگلادش که همچنان با سطوح ضعیف سرمایه‌گذاری دست و پنجه نرم می‌کنند، از نگرانی‌های مهم مقامات و مدیران نظام بانکی این کشور در چشم‌انداز کوتاه‌مدت پیش‌رو است.

مشخصه اصلی صنعت بیمه بنگلادش، توسعه نیافتگی مزمن آن است، با این حال، چشم‌انداز بلندمدت ۲۰۳۲ این بازار، به سبب رشد جمعیت، بهبود نرخ رشد اقتصادی و افزایش دستمزدها، روشن است. از سوی دیگر، بازار بیمه بنگلادش به شدت پراکنده است که همین امر، احتمال توسعه فرآیندهای ادغام و تملک را در سال‌های آتی، افزایش می‌دهد. همچنین پراکندگی این صنعت، مسیر بالقوه‌ای را برای ورود بیمه‌گذاران خارجی فراهم کرده است. در حالی که بخش بزرگ‌ترین بازار یعنی حوزه بیمه عمر، به دنبال سرمایه‌گذاری بر روی توسعه خطوط بیمه سلامت و درمان اجباری است، پیش‌بینی می‌شود تقاضا برای محصولات بخش بیمه‌های عمومی و تخصصی با سرعت بیشتری در دهه آینده افزایش یابد و این بخش، به



شش بانک  
دولتی  
بنگلادش  
بیش از یک  
چهارم کل  
دارایی های  
صنعت  
بانکداری ۲۸  
درصد از کل  
سپرده های  
بانکی رادر  
اختیار دارند

۷۵



اقتصاد

• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

بدتر شدن کیفیت دارایی ها و کاهش سودآوری بانک ها، می تواند آینده بورس داکا را به خطر بیندازد و در حال حاضر، این شرایط منجر به نوسانات نسبتاً شدیدی در بازار سرمایه بنگلادش شده است. با این حال، دولت این کشور در صدد است که با راه اندازی یک صندوق سهامی ویژه جدید، به بانک ها این امکان را بدهد که بتوانند وجوهی را با نرخ کمیتر از سرمایه گذاری خود در بازار سهام داکا، وام بگیرند. در همین حال، عدم شفافیت در گزارش های مالی و حسابدسی، بورس داکا را بیشتر در معرض تغییرات غیرمنطقی قیمت های سهام قرار خواهد داد. (جدول ۱ و ۲)

### وضعیت شاخص ریسک صنعت مالی و بانکداری بنگلادش

محاسبه امتیاز شاخص ریسک صنعت بانکداری برای بنگلادش (BIRI)، عدد ۱۴.۱۷ از ۱۰۰ را نشان می دهد که حکایت از سطوح به شدت بالای ریسک بخش بانکی برای اتمسفر مالی و اقتصادی بنگلادش دارد و بازتابی از بنیان های بسیار ضعیف ساختاری و سرمایه ای این بخش است. با این امتیاز، بنگلادش در رتبه بندی ۱۲۲ کشوری این شاخص، در جایگاه ۱۱۳ جهان قرار گرفته است. امتیاز BIRI بسیار پایین بنگلادش نسبت به سایر بازارهای بانکی منطقه، نشان دهنده سطوح پایین نقدینگی و سرمایه در صنعت بانکداری این کشور، ساختارهای انحصاری و ناکآمد دولت محور بخش بانکی، مکانیزم ها و محیط های نظارتی به شدت ضعیف و توسعه نیافته و چالش های عدیده موجود در نظام بانکی بنگلادش است.

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

- بانک های دولتی بنگلادش همچنان رقابت را در بازار مختل کرده اند، به طوری

دلیل مقرون به صرفه بودن و همزمان و متناسب با افزایش نرخ اشتغال و درآمد سرانه شهروندان بنگلادشی، سلطه خود بر بازار بیمه بنگلادش را گسترش دهد. همچنین تنوع محصولات و خدمات بیمه ای ارزان تر و خُرد و ارائه آن از طریق کانال های دیجیتال در دسترس، شرایط را برای افزایش نرخ حق بیمه های ثبت شده رسمی در این بازار فراهم خواهد کرد.

مشابه بازار بیمه، صنعت مدیریت دارایی بنگلادش نیز یک بخش مالی کوچک و توسعه نیافته باقی مانده است، اما پیش بینی می شود که در افق میان مدت و بلندمدت، با افزایش تعداد شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری فعال در این کشور، نرخ توسعه صنعت مدیریت دارایی بنگلادش هرچند به شکل گُند و تدریجی، افزایش یابد. انتظار می رود که نتایج حاصل از مراحل اولیه شتاب گیری توسعه تدریجی این صنعت، منجر به تمرکز فعالیت ها بر روی صندوق های سرمایه گذاری مشترک شود. در حال حاضر، بازار اوراق قرضه دولتی، بزرگ ترین بخش از این صنعت در بنگلادش به شمار می رود که نسبت به بازار اوراق قرضه شرکتی، بسیار گسترده تر بوده اما در مجموع، هنوز کوچک و توسعه نیافته است. با این حال، توسعه و شکوفایی یک بازار اوراق قرضه دولتی پویا، می تواند شکل قابل اعتمادتری از خدمات را ارائه دهد و به توسعه بخش سرمایه گذاری نهادی در این صنعت، کمک کند.

بورس داکا (DSE)، مهم ترین و پویاترین بازار بورس و اوراق بهادار بنگلادش، از نظر ارزش بازار، تحت سلطه شرکت های مخابراتی و هلدینگ های بانکی قرار دارد. با این حال، وزن سنگین دارایی های بورسی و سهامی متعلق به بانک های عامل دولتی این کشور، به دلیل ریسک های مزمن موجود حول محور این بخش، در میان ترس از بحران نقدینگی،

بازارهای مالی  
بنگلادش برای  
سرمایه‌گذاری  
خارجی‌ها  
گشوده شده  
است و امکان  
اخذ مالکیت ۱۰۰  
درصدی برای  
آنها وجود دارد

۷۶



• شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴ •

که شش بانک دولتی این کشور، بیش از یک چهارم کل دارایی‌های صنعت بانکداری و ۲۸ درصد از کل سپرده‌های بانکی را در اختیار دارند.

- سرانه درآمد ملی این کشور هنوز به شدت پایین است.
- زیرساخت‌های ضعیف و توسعه نیافته، مانع از رشد چشمگیر در صنعت مالی و بانکی بنگلادش می‌شود.
- مکانیزم‌های نظارتی به شدت ضعیف، اعتماد سرمایه‌گذاران را از بین برده است.

#### نقاط قوت

- افزایش چشمگیر نرخ سرمایه‌گذاری داخلی صدها هزار بنگلادشی ساکن خارج از این کشور، سطح سرانه درآمد ملی بنگلادش را افزایش خواهد داد.
- بازارهای مالی بنگلادش برای سرمایه‌گذاری خارجی‌ها گشوده شده است و امکان اخذ مالکیت ۱۰۰ درصدی برای آنها وجود دارد.
- بورس داکا و بورس چیتاگونگ در مسیر توسعه فراگیر و رونق مالی و اقتصادی قرار گرفته‌اند.

#### تهدیدها

- ترانزنامه‌های ضعیف برای خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی خطراتی را به همراه دارد. بانک‌های دولتی عامل ۵۹ درصد از کل وام‌های غیرجاری (NPL) هستند و با توجه به اینکه این بانک‌ها، تنها یک پنجم کل تسهیلات بخش بانکی را ارائه می‌کنند، سهم بسیار زیادی است.
- صحنه سیاسی به شدت بی‌ثبات بنگلادش، برنامه‌ریزی برای آینده مالی این کشور را دشوار می‌کند. به دلیل اختلافات مستمر بین دولت و مخالفان بر سر بازگرداندن سیستم دولت موقت و ماهیت تفرقه‌انگیز محاکمه‌های جنایات جنگی، تشدید ناآرامی‌ها همچنان ادامه دارد.
- اقتصاد بنگلادش با قرار گرفتن در معرض کاهش مستمر ارزش پول ملی و

رکود جهانی، شرایط سختی را در پیش‌روی خود دارد.

- مداخله مداوم دولت در نظام بانکی، خطرات کاهش و در نهایت، از دست دادن اعتماد سپرده‌گذاران را افزایش می‌دهد.

#### فرصت‌ها

- اصلاحات مالی و اقتصادی جاری می‌تواند منابع بسیار بیشتری را از بانک‌های دولتی آزاد کند. این اصلاحات بانکی، مشروط تحت تسهیلات اعتباری تمدید شده سه ساله دولت با صندوق بین‌المللی پول انجام شده است.
- از آنجا که جمعیت مسلمانان بنگلادش، ۹۰ درصد از کل جمعیت این کشور را تشکیل می‌دهد، صنعت بانکداری اسلامی هنوز یک بازار ویژه و دارای پتانسیل بالقوه رشد برای کشوری با اکثریت مسلمان خواهد بود.
- افزایش تدریجی نرخ نقدینگی در صنعت بانکداری بنگلادش به همراه نرخ بهره پایین می‌تواند سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و محصولات بیمه‌ای را تحریک کند.
- افزایش مالکیت خودرو و نیاز به بیمه وسائط نقلیه همراه با رونق بیمه بلایای طبیعی، به رشد صنعت بیمه بنگلادش منجر خواهد شد.
- کمیسیون بورس و اوراق بهادار بنگلادش، درصدد اجرای اصلاحات حقوقی جدیدی است تا بتواند بازار سرمایه این کشور را با استانداردها و رویه‌های بین‌المللی، منطبق کند.

### بازار خدمات صنعت بانکداری در بنگلادش

افزایش شمول مالی و رشد درآمد سرانه تضمین می‌کند که پتانسیل خوبی برای رشد بلندمدت در صنعت بانکداری بنگلادش وجود دارد. با این حال، به دلیل پس‌زمینه اقتصادی ملتهب و سطح بالای

| FINANCIAL SERVICES FORECASTS (BANGLADESH 2021-2026) |          |          |          |          |          |          |
|-----------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Indicator                                           | 2021     | 2022e    | 2023f    | 2024f    | 2025f    | 2026f    |
| Finance nominal GVA, USDbn                          | 15.34    | 16.95    | 17.44    | 20.60    | 24.21    | 28.27    |
| Finance USD nominal growth, % y-o-y                 | 13.0     | 10.5     | 2.9      | 18.2     | 17.5     | 16.7     |
| Finance nominal GVA, BDTbn                          | 1,305.40 | 1,555.00 | 1,917.88 | 2,311.83 | 2,757.55 | 3,267.31 |
| Finance BDT nominal GVA growth, % y-o-y             | 13.2     | 19.1     | 23.3     | 20.5     | 19.3     | 18.5     |
| Finance nominal GVA, % total GVA                    | 3.42     | 3.66     | 3.90     | 4.13     | 4.34     | 4.54     |

e/f = Fitch Solutions estimate/forecast. Source: National Statistics Office, Fitch Solutions

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

| FINANCIAL SERVICES FORECASTS (BANGLADESH 2027-2032) |          |          |          |          |          |          |
|-----------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Indicator                                           | 2027f    | 2028f    | 2029f    | 2030f    | 2031f    | 2032f    |
| Finance nominal GVA, USDbn                          | 32.78    | 37.62    | 42.91    | 48.78    | 55.27    | 62.44    |
| Finance USD nominal growth, % y-o-y                 | 16.0     | 14.7     | 14.1     | 13.7     | 13.3     | 13.0     |
| Finance nominal GVA, BDTbn                          | 3,846.20 | 4,479.46 | 5,186.19 | 5,984.02 | 6,882.35 | 7,891.35 |
| Finance BDT nominal GVA growth, % y-o-y             | 17.7     | 16.5     | 15.8     | 15.4     | 15.0     | 14.7     |
| Finance nominal GVA, % total GVA                    | 4.72     | 4.90     | 5.06     | 5.21     | 5.34     | 5.46     |

f = Fitch Solutions forecast. Source: National Statistics Office, Fitch Solutions

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

بخش بانکی بنگلادش در پایان چشم‌انداز کوتاه‌مدت، به ۸۰٫۲ درصد افزایش یابد. در همین حال پیش‌بینی می‌شود که این نسبت از تسهیلات غیرجاری در بانک‌های تجاری دولتی در افق میان‌مدت به ۲۰٫۳ درصد و در بانک‌های تجاری خصوصی به ۱۵٫۱ درصد برسد که میزان قابل توجه و چالش‌برانگیزی خواهد بود. در ژوئن ۲۰۲۳، بانک مرکزی بنگلادش برنامه‌های خود را در ارتباط با طرح ملی توسعه بانکداری دیجیتال، برای تبدیل این کشور به یک جامعه بدون نیاز به پول نقد اعلام کرد. بدین ترتیب، بنگلادش قصد دارد حداقل ۷۵ درصد از تراکنش‌های داخلی شبکه بانکی خود را تا سال ۲۰۲۷ به صورت دیجیتالی انجام دهد. طرح توسعه بانکداری دیجیتال، بخشی از هدف‌گذاری دولت در برنامه کلان "بنگلادش هوشمند تا سال ۲۰۴۱" است.

### چشم‌انداز رقابتی آتی در صنعت بانکداری بنگلادش

صنعت بانکداری بنگلادش، در اتمسفری

تورم، توسعه کوتاه‌مدت این صنعت محدود خواهد بود. معضل اصلی صنعت بانکداری بنگلادش در چشم‌انداز کوتاه‌مدت آتی، نرخ بالای وام‌های غیرجاری (NPL) در اثر ناکارآمدی عملکردی بانک‌های دولتی خواهد بود که پیش‌بینی می‌شود این نرخ با سرعت بیشتری افزایش یابد، زیرا افزایش مستمر نرخ بهره بانکی و تشدید التهابات تورمی در بنگلادش، توانایی دریافت‌کنندگان تسهیلات بانکی برای بازپرداخت به موقع اقساط را مختل خواهد کرد و همین امر موجب نکول بیشتر وام‌ها و در نتیجه، تضعیف بیشتر کیفیت دارایی‌های بانکی خواهد شد. (نمودار ۱)

با توجه به استمرار تورم بالا و ادامه اعمال سیاست‌های پولی سختگیرانه‌تر، پیش‌بینی می‌شود که نرخ رشد تسهیلات و اعتبارات بانکی در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، کاهش یابد و از ۱۲٫۵ درصد فعلی به ۱۰٫۵ درصد برسد. همچنین انتظار می‌رود که نسبت ناخالص وام‌های غیرجاری به کل تسهیلات



افزایش شمول  
مالی و رشد  
درآمد سرانه  
تضمین می‌کند  
که پتانسیل  
خوبی برای  
رشد بلندمدت  
در صنعت  
بانکداری  
بنگلادش  
وجود دارد

۷۸



شماره ۸۵ - اردیبهشت ۱۴۰۴

از بانک‌های دولتی بیمار و پُرچالش با سطوح بالای بدهی بدو بانک‌های خصوصی و خارجی دارای کیفیت دارایی بهتر، قرار دارد. حاشیه سود خالص نظام بانکی بنگلادش به دلیل حجم بالای وام‌های غیرجاری و سطوح ضعیف بافرهای سرمایه‌ای بانک‌های دولتی، به شدت پایین است. تنش‌های عدیده و مشکلات فراوان موجود در صنعت بانکی بنگلادش، خطرات بالقوه‌ای برای ثبات کلان مالی کل اتمسفر اقتصادی این کشور خواهد داشت. در حال حاضر، ۶۱ بانک عامل در بنگلادش فعال هستند و برخی از آنها، بخش اعظمی از خدمات خود را از طریق تلفن همراه و به صورت دیجیتال ارائه می‌دهند.

### بانک‌های عامل برتر بنگلادش

در اقیانوس ۲۰۳۲

#### • بانک اسلامی بنگلادش

(Islami Bank Bangladesh)

بانک اسلامی بنگلادش با مجموع دارایی ۱۰۷۳ تریلیون تاکای بنگلادش، بزرگترین بانک تجاری این کشور از نظر حجم و ارزش دارایی محسوب می‌شود. این بانک که در سال ۱۹۸۳ تأسیس شده، یکی از مهم‌ترین نهادهای بانکی و مالی بنگلادش بوده که به بیش از ۱۷ میلیون مشتری خود در قالب حدود ۱۵۰۰ شعبه فیزیکی و با بیش از ۲۵ هزار کارمند، خدمات حضوری و دیجیتال بانکی ارائه می‌دهد. همچنین این موسسه خدمات مالی و بانکی، مهم‌ترین و پویاترین بانک اسلامی در این کشور و یکی از فعال‌ترین نهادهای مالی اسلامی در جنوب شرق آسیا است. صنعت بانکداری اسلامی در بنگلادش در یک دهه اخیر، به میزان زیادی گسترش یافته است. این کشور دارای هشت بانک اسلامی است که دو بانک اسلامی بنگلادش (IBBL) و بانک اسلامی فرست سکيوریتی (FSIBL) از نظر حجم و ارزش دارایی، در بین ۱۰ بانک برتر این کشور قرار دارند.

#### • شرکت سهامی عام سونالی بانک بنگلادش

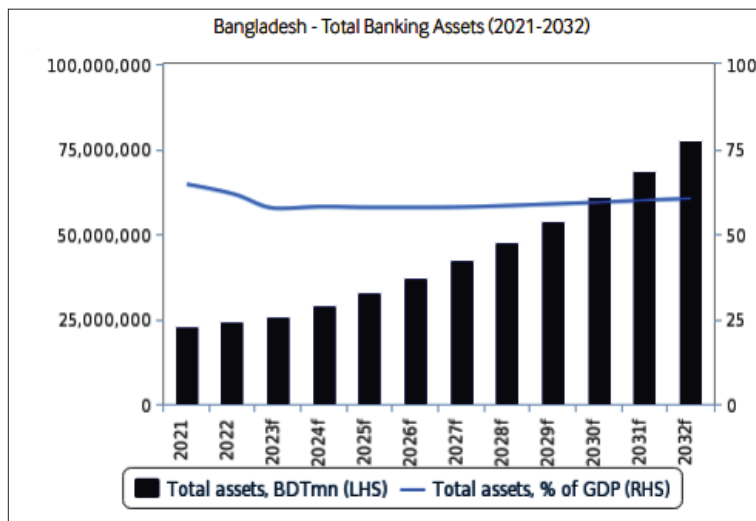
(Sonali Bank)

شرکت سهامی عام سونالی بانک بنگلادش، با ارزش دارایی ۱۰۷۲ تریلیون تاکای بنگلادش، در جایگاه دومین بانک بزرگ تجاری این کشور قرار گرفته است. این بانک کاملاً دولتی، در سال ۱۹۷۲ به دستور بانک مرکزی بنگلادش تأسیس شد. سونالی بانک برنامه‌های اقتصادی - اجتماعی مدنظر دولت این کشور را تأمین مالی می‌کند و به همین دلیل، با ایجاد حجم بسیار بالای وام‌های غیرجاری، به جای یک نهاد مالی و بانکی سودآور، به ابزار سیاسی حاکمیت بنگلادش تبدیل شده است. در سال ۲۰۰۷، این بانک رسماً به یک شرکت سهامی عام با مالکیت ۱۰۰ درصدی دولت تغییر یافت. سونالی بانک دارای حدود ۱۸ هزار کارمند است که در ۱۲۱۵ شعبه در کشور بنگلادش به مشتریان خدمات رسانی می‌کنند.

### بازار خدمات صنعت بیمه در بنگلادش

ماهیت توسعه نیافته صنعت بیمه بنگلادش با ضریب نفوذ بسیار پایین در هردو بخش بیمه عمر و بیمه‌های عمومی و تخصصی، ویژگی اصلی این بازار است. عدم مقرون به صرفه بودن و فقدان تنوع خدمات بیمه‌ای، بر تقاضای این صنعت اثر منفی گذاشته است. با این حال، ما انتظار داریم که بهبود وضعیت اقتصاد داخلی بنگلادش در افق میان مدت تا بلندمدت ۲۰۳۲ و رشد نرخ اشتغال و افزایش سطح سرانه درآمد ملی، به افزایش نفوذپذیری و رشد حق بیمه‌های ثبت شده رسمی در این بازار کمک کند.

ضریب نفوذ بخش بیمه عمر در حال حاضر بیشتر از بخش بیمه‌های عمومی و تخصصی است و پیش‌بینی می‌شود که با رشد ۴۰٫۸ درصدی در پایان افق کوتاه مدت، ارزش کل بازار بیمه عمر را به ۱۱۸۰۴ میلیارد توکای بنگلادش برساند.



یک بازار کوچک و در حال گسترش است که بیش از ۵۰ شرکت در آن فعال هستند. پس زمینه اقتصادی ملتهب و تورم بالا، انتظارات برای توسعه پُرشتاب این صنعت در افق کوتاه‌مدت پیش‌رو را کاهش می‌دهد. در صورت تنوع‌پذیری و توسعه طیف وسیع‌تری از محصولات و خدمات حوزه سرمایه‌گذاری، رشد صنعت مدیریت دارایی بنگلادش در دهه‌های آینده بهبود خواهد یافت. در مارس ۲۰۲۳، کمیسیون بورس و اوراق بهادار بنگلادش اعلام کرد که در پایان افق کوتاه‌مدت پیش‌رو، سقف سرمایه‌گذاری در بورسِ صندوق‌های دارایی این کشور را به ۸۰ درصد خواهد رساند. در حال حاضر، شرکت‌های مدیریت دارایی بنگلادش موظفند حداقل ۶۰ درصد از وجوه خود را در بورسِ داکا و ۴۰ درصد باقی‌مانده را در هر ابزار سرمایه‌گذاری در داخل یا خارج از این کشور سرمایه‌گذاری کنند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار بنگلادش این تغییر را پس از مشاهده اینکه برخی از شرکت‌های مدیریت دارایی، حجم زیادی از وجوه صندوق‌های مشترک را در بخش غیرمولد

اما سهم حوزه بیمه عمر از تولید ناخالص داخلی بنگلادش به شدت پایین است و در محدوده ۰.۳ درصد قرار دارد که نشان‌دهنده مراحل اولیه توسعه بازار بیمه‌های عمر و نرخ‌های پایین حق بیمه‌های این بخش است. در بخش بیمه‌های عمومی و تخصصی، پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت، حکایت از رشد قوی‌تر ۱۳.۵ درصدی دارد که می‌تواند ارزش کل این بازار را در پایان چشم‌انداز کوتاه‌مدت آتی، به ۷۸.۱ میلیارد توکای بنگلادش برساند. همچنین سهم حوزه بیمه‌های عمومی و تخصصی از تولید ناخالص داخلی بنگلادش در محدوده ۰.۲ درصد قرار دارد که همچنان به مراتب از وضعیت کلی توسعه بازار پایین‌تر است، اما امکان رشد قابل توجه در افق میان‌مدت و بلندمدت ۲۰۳۲ در این بخش وجود دارد. بیمه حوزه حمل و نقل و وسائط نقلیه، پُرتقاضاترین بخش بیمه‌های عمومی و تخصصی در بنگلادش است.

### بازار خدمات صنعت مدیریت دارایی در بنگلادش

صنعت مدیریت دارایی بنگلادش،

پیش بینی  
می شود که نرخ  
رشد تسهیلات  
و اعتبارات  
بانکی در افق  
کوتاه مدت  
پیش رو، کاهش  
یابد و از ۱۲.۵  
درصد فعلی  
به ۱۰.۵ درصد  
برسد

سرمایه گذاری کرده و بازدهی آنها به صفر  
رسیده است، اعمال نمود.

### چشم انداز رقابتی آتی در صنعت مدیریت دارایی

صنعت مدیریت دارایی بنگلادش، یک  
بازار توسعه نیافته و به شدت متمرکز بر  
روی صندوق های سرمایه گذاری متقابل  
است. طبق آخرین گزارش کمیسیون  
بورس و اوراق بهادار بنگلادش، این کشور  
دارای ۳۵ صندوق سرمایه گذاری مشترک،  
۸۴ صندوق سرمایه گذاری باز، ۵۴ شرکت  
مدیریت دارایی فعال در حوزه بیمه و  
بازنشستگی و ۲۵ صندوق بانکی است.  
صندوق های سرمایه گذاری مشترک در  
بنگلادش می توانند به سرمایه گذاران  
بی تجربه، بستری از سرمایه گذاری حرفه ای  
را به عنوان جایگزینی برای سرمایه گذاری  
خُرده فروشی در بازار سهام ارائه دهند.  
بسیاری از صندوق های سرمایه گذاری  
مشترک که در محدوده سال ۲۰۱۰ تأسیس  
شدند، از سقوط بازار سرمایه بنگلادش  
در سال های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱، به شدت متضرر  
شدند. فقدان تجربه و تخصص حرفه ای  
و قابل اتکا در بین مدیران و شرکت های  
مدیریت دارایی، همچنان اعتماد  
سرمایه گذاران به این صنعت را پایین نگه  
می دارد.

### بستر خدمات بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار

دو بازار بورس و اوراق بهادار در بنگلادش  
فعال هستند که دسترسی به سرمایه  
سهامی را برای متقاضیان، فراهم کرده و به  
ارمغان می آورند. با این حال، بازار سرمایه  
بنگلادش، به عنوان یک بازار توسعه  
نیافته در منطقه جنوب شرق آسیا شناخته  
می شود که به شدت تحت سلطه بخش  
مخابرات و بخش بانکی قرار دارد. وضعیت  
ناپسامان سودآوری در صنعت بانکداری،  
بحران نقدینگی بالقوه و استانداردهای

ضعیف نظارتی، اقبال سرمایه گذاران را  
به بازارهای سهامی بنگلادش به شدت  
کاهش داده است.

### آینده بازار سرمایه بنگلادش

بنگلادش دارای دو بستر بورسی است،  
بورس داکا (DSE) که در سال ۱۹۵۴ تأسیس  
شده و بورس اوراق بهادار چیتاگونگ که در  
سال ۱۹۹۵، پایه گذاری شد. معاملات توسط  
یک سیستم معاملاتی خودکار کامپیوتری  
در هر دو صرافی انجام می شود و در واقع  
این بازار سهامی، نهادهای خود تنظیمی  
بخش خصوصی با قوانین عملیاتی تایید  
شده توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار  
بنگلادش (BSEC) هستند. هر دو بازار بورس  
بنگلادش کوچک و توسعه نیافته هستند  
و به همین دلیل تاکنون نتوانسته اند به  
افزایش نرخ سرمایه گذاری در اقتصاد این  
کشور کمک کنند. این مسئله موجب شده  
که بخش خصوصی در بنگلادش همچنان  
به تامین مالی بانکی تکیه کند و بازارهای  
سهامی در این بخش از اقتصاد بنگلادش،  
در حاشیه باقی بمانند.

گردش مالی در هر دو بازار سهامی داکا  
و چیتاگونگ نسبتاً پایین و هر دو بستر  
سهامی، فاقد عمق قابل توجه هستند.  
بازار سرمایه بنگلادش، تحت سلطه  
معامله گران سوداگر که به دنبال سودهای  
کوتاه مدت هستند، قرار دارد. بیشترین  
معاملات در بازار سرمایه بنگلادش متعلق  
به اوراق قرضه دولتی و محصولات مشتقه  
توسعه نیافته است.

در حقیقت، فقط یک نوع اوراق مشارکت  
در این بازار معامله می شود و اوراق بدهی  
خزانه در بورس های بنگلادش، مورد  
تبادل قرار نمی گیرند. آغاز و توسعه روند  
خصوصی سازی می تواند بازار سرمایه  
بنگلادش را تقویت کند، اما به دلیل  
مداخلات فراقانونی و بوروکراتیک  
سیاسی، اقدام موثری در این حوزه صورت  
نگرفته است.

