

## ابزارها و قواعد شناخته شده سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران مطالعه موردی: برنامه سوم توسعه اقتصادی و اجتماعی

محمود ختایی\*

رویا سیفی‌پور\*\*

تاریخ دریافت: ۸۴/۶/۹ تاریخ پذیرش: ۸۴/۹/۱۵

### چکیده

تقلیل دخالت‌های مستقیم بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی و حضور کم‌رنگ‌تر دولت‌ها چه استقرار در بازارهای مالی ویژگی‌های مهمی است که در دو دهه آخر قرن بیستم در بیشتر اقتصادها ملاحظه می‌شوند. از طرف تحولات بازارهای مالی و ابداع ابزارهای متنوع مالی توسط مؤسسات مالی و حتی غیرمالی موجب شده است که حجم پول و نقدینگی به صورت متغیری درونزا درآید. از این رو اعمال سیاست‌های پولی به صورت غیرمستقیم بیشتر از کانال اثرگذاری بر نرخ بهره و از آن طریق اثرگذاری بر بخش حقیقی اقتصاد است.

مطالعه موردی سیاست‌های پولی کشور در طول برنامه سوم ناسازگاری‌های گسترده‌ای به جهت نکات فوق نشان می‌دهد. نقش ناکافی نرخ سود در سیستم مالی، عدم استفاده از شاخص شرایط پولی حاکم و به کارگیری ابزارهای پولی محدود سنتی، بی‌توجهی به قواعد شناخته شده سیاست‌های پولی و اعمال سیاست‌های انبساطی مالی توسط دولت بدون توجه به ابعاد پولی آن اعمال سیاست‌های پولی را به لحاظ اثرگذاری بر اهداف نهایی اگر نگوئیم غیرممکن، حداقل بسیار دشوار نموده است. توسل به اعمال قاعده تیلور و برداشت خاصی از قاعده تیلور با روش اقتصادسنجی که مناسب با شرایط پولی ایران است نیز نشان می‌دهد در طول برنامه سوم، اهداف کنترل نرخ تورم و مقابله یا شکاف GDP سیاستی متفاوت با سیاست پولی حاضر طلب می‌کند. کاهش نرخ سود در جهت این اهداف نیست. سیاست‌های پولی کشور دنباله رو هزینه‌های دولت و درآمدهای نفتی کشور بوده و نتوانسته است در راستای حصول اهداف معمول سیاست پولی حرکت کند.

طبقه‌بندی JEL: E52، E3، E58.

کلید واژه: گسترش مالی، اهداف سیاست‌های پولی، شاخص شرایط پولی MCI، ابزار سیاست پولی، قاعده تیلور، مدل اقتصادسنجی.

\* عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی.

\*\* عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.

## ۱- مقدمه

ابداع پول به‌عنوان اولین ابزار مالی و استفاده از آن به‌جای معاملات مستقیم جهشی بزرگ به‌جهت افزایش بهره‌وری از طریق صرفه‌جویی در عوامل تولید در جریان مبادله و فراهم کردن زمینه برای تقسیم کار و تخصصی شدن فعالیتها و در نتیجه تحقق رشد بیشتر بوده است. به‌طریق مشابه‌گسترش انواع بازارهای مالی با ابزارهای مالی متنوع در سطحی کاملاً گسترده‌تر امکان تحقق رشد اقتصادی بیشتر جوامع را فراهم نموده است. امکان تصمیم‌گیری‌های سریعتر، تأمین منابع مالی آسان‌تر و ارزان‌تر، قابلیت نقدینگی بالاتر انواع دارایی‌های مالی، وجود منابع مالی مختلف با توجه به‌نیازها و شرایط استفاده‌کنندگان منابع، تخصیص بهینه منابع و بسیاری از امتیازات دیگر همه حاصل بهبود عملکرد بازارهای مالی است. به‌کارگیری درست نظام مالی، نظارت و کنترل آن وظیفه سیاست‌های پولی است که می‌تواند توانایی‌های بالقوه نظام مالی را در خدمت بخش حقیقی اقتصاد قرار دهد.

از یک طرف پیدایش ابزارهای متنوع مالی، دخالت دولت در بازارهای مالی را در شکل سنتی سیاست‌های پولی منتهی نموده است. چنان‌که بازارهای مالی شاهد حذف تدریجی ذخیره قانونی و حرکت به‌سوی خصوصی‌سازی خلق پول هستند. از طرف دیگر به‌سبب تحولات و گسترش بازارهای مالی ابزارهای بسیار کارا تر و مؤثرتری در خدمت سیاستگذاران پولی قرار گرفته است که تغییرات حجم پول و نرخ بهره را به‌صورت دقیق‌تری توسط مقامات پولی ممکن ساخته است. در چنین شرایطی عدم‌استفاده از این مجموعه گسترده ابزارهای سیاستی مبین قبول هزینه‌های سنگین در بخش عمومی و خصوصی به‌جهت کاهش بهره‌وری و در نتیجه رشد اقتصادی است.

در این مقاله، پس از مقدمه، قسمت دوم به‌اهداف سیاست‌های پولی و دشواری‌های به‌کارگیری آن و معرفی ابزارهای جدید سیاست پولی اختصاص دارد. ابزارهای جدید سیاست پولی در اقتصاد ایران مورد استفاده قرار نگرفته است. قسمت سوم، به‌بررسی سیاست‌های پولی و ابزارهای مورد استفاده در طول برنامه

سوم می‌پردازد. قسمت چهارم مقاله شامل مروری بر سیاست‌های پولی و بیان قاعده تیلور و ارزیابی کمی به‌کارگیری سیاست‌های پولی و ابزارهای آن در برنامه سوم است. در بخش پایانی یافته‌ها و توصیه‌های سیاستی مقاله آورده می‌شود.

## ۲- ابزارها و سیاست‌های پولی

براساس فرایند انتقالی پولی، سیاستگذاران پولی معمولاً ابزارهای سیاستی خود را مستقیماً به اهداف نهایی مرتبط نمی‌کنند زیرا آثار عملیات پولی در طول زمان مبهم و نامعلوم است و در رابطه با اثربخشی سیاست‌های پولی نااطمینانی وجود دارد. به این لحاظ سیاستگذاران از هدفگذاری میانی استفاده می‌کنند. در سیاست‌های پولی یک فرایند سه مرحله‌ای وجود دارد (نمودار ۱). در مرحله اول، بانک مرکزی ابزار و امکاناتی دارد که توسط آنها احتمالاً می‌تواند اهداف خود را تحقق بخشد. به‌عنوان مثال می‌توان از پایه پولی، مدیریت سپرده‌های دولتی، موافقت‌نامه‌های بانک مرکزی در بازار شبانه، عملیات بازار باز و... نام برد. در مرحله دوم کاربرد این ابزار بر اهداف میانی مانند حجم پول (براساس یکی از تعاریف موردنظر)، نرخ بهره و یا پیش‌بینی جاری نرخ تورم اثر می‌گذارند. واژه اهداف میانی از این جهت انتخاب شده است که نیل به آنها به‌خودی خود بیانگر رفاه و رضایت خاطر عمومی جامعه نیست. البته باید توجه شود که اهداف میانی به‌صورت انحصاری فقط از ابزار عملیات پولی در مرحله اول تأثیر نمی‌پذیرند بلکه از عوامل دیگری نیز تأثیر می‌پذیرند که در اختیار تصمیم‌گیرندگان اقتصادی اعم از افراد و شرکتها قرار ندارند. به‌عنوان مثال ضریب افزایش پایه پولی، سرعت گردش پول (یا به‌بیان دیگر تقاضای پول) و درجه اعتبار سیاست‌های پولی<sup>۱</sup> نیز اهداف میانی را متأثر می‌سازد. مرحله سوم فرض بر این است که اهداف میانی در جهت مطلوب، اقتصاد را به‌سوی اهداف نهایی همچون سطح خاصی از تورم، نرخ خاصی از بیکاری، نرخ معین ارز، رشد اقتصادی، ثبات نسبی نرخ بهره و ثبات بازارهای مالی هدایت خواهد نمود.

1- Credibility Policies.

از آنجایی که اهداف میانی تحت کنترل کامل بانک مرکزی نیستند، امکان حصول قطعی اهداف نهایی مورد تردید است. ولی حتی اگر اهداف میانی که شکل‌دهنده اهداف نهایی هستند کاملاً قابل کنترل باشند، مشکل سیاستگذاران اقتصادی چگونگی اندازه‌گیری اهداف نهایی، تعیین میزان آن و انتخاب چند هدف نهایی در زمان واحد است که در بعضی موارد سازگاری میان آنها وجود ندارد. به‌عنوان مثال اگر نرخ تورم به‌عنوان هدفی نهایی انتخاب شود، پرسش‌های جدی در مورد روش اندازه‌گیری آن وجود دارند. معمولاً شاخص بهای مصرف‌کننده CPI به‌عنوان معیار اندازه‌گیری نرخ تورم استفاده می‌شود که خود می‌تواند مورد سؤال باشد. علاوه بر آن چگونگی محاسبه‌درست CPI پرسش جدی برای سیاستگذاران و مردم است. ارقام محاسباتی در مواردی بیش از واقع یا کمتر از آن بوده است. علاوه بر آن این پرسش مطرح است که چه نرخ‌ی از CPI بیانگر ثبات نسبی قیمتها به‌عنوان هدف نهایی باشد. ارقام مطرح شده از سوی صاحبه‌نظران بین صفر تا سه درصد است.

در مورد انتخاب هم‌زمان چند هدف نهایی علاوه بر مشکلات فوق‌ناسازگاری‌های احتمالی میان آنها نیز می‌تواند وجود داشته باشد. به‌عنوان مثال کم و بیش پذیرفته شده است که میان نرخ بیکاری و نرخ تورم رابطه عکس وجود دارد.

به‌همین ترتیب تغییرات نرخ ارز نیز متأثر از تغییرات نرخ بهره است که موضوع هدف ثبات نرخ بهره را در مقابل هدف نرخ ارز معین مورد سؤال قرار می‌دهد. مشکل انتخاب اهداف میانی برای حصول اهداف نهایی نیز علاوه بر مسائل عنوان شده در مورد اهداف میانی به‌جهت درجه اثرگذاری آن بر اهداف نهایی نیز وجود دارد. مثال شناخته شده کنترل عرضه پول در مقابل کنترل نرخ بهره است. با علم بر این‌که هر دو هدف میانی عنوان شده در نهایت اهداف نهایی مورد نظر اقتصاد را که مورد توجه اصلی سیاستگذاران اقتصادی است متأثر می‌کنند اما این پرسش مطرح می‌شود که انتخاب کدامیک باید ترجیح داده شود. مطالعات تجربی بیشتر در تأثیر انتخاب نرخ بهره به‌جای عرضه پول به‌عنوان یک هدف میانی برای

تثبیت نوسان‌های تولید است. به نظر می‌رسد در دهه ۱۹۹۰ و قرن حاضر نرخ بهره به‌عنوان یک هدف عملیاتی بیشتر مورد توجه مقامات پولی کشورهای توسعه یافته است. به‌گونه‌ای که دشواری‌های موجود در تعیین نرخ بهره مناسب برای همه کشورهای عضو اتحادیه اروپا، عامل اصلی فلج شدن بانک مرکزی اروپا بود.

اهداف نهایی	اهداف میانی	ابزار عملیاتی
نرخ تورم (ثبات نسبی قیمت‌ها)	حجم پول براساس یکی از تعاریف آن	پایه پولی
نرخ بیکاری	پیش‌بینی تورم	مدیریت سپرده دولتی
نرخ ارز	نرخ بهره	موافقت بانک مرکزی در
رشد اقتصادی ثبات نرخ بهره	عوامل غیرقابل کنترل بر اهداف میانی: ضریب افزایش پایه پولی، سرعت گردش پول، درجه اعتبار سیاست‌های پولی	بازار شبانه
ثبات در بازار مالی		عملیات بازار باز

#### نمودار ۱- ابزار و اهداف سیاست پولی

مسئله دیگر در رابطه با سیاست‌های پولی آن است که فعالان بازارهای مالی و اقتصاددانان علاقمند هستند از شرایط پولی حاکم (انبساطی و انقباضی بودن آن) و موضع عملی بانک‌های مرکزی در مورد سیاست‌های پولی اطلاع یابند. در اقتصادهای باز و بزرگ مانند اقتصاد امریکا پیش‌بینی حرکات نرخ بهره برای شناخت مواضع بانک مرکزی کافی است (R بالا مترادف با اتخاذ سیاست انقباضی پولی خواهد بود). در اقتصادهای کوچک و باز آگاهی و حدس در مورد حرکات نرخ بهره نمی‌تواند بیانگر مواضع سیاست حاکم پولی باشد. در این زمینه از یک

شاخص ترکیبی نرخ بهره و نرخ ارز، شاخص شرایط پولی MCI<sup>1</sup>، استفاده می‌شود. یک نرخ بهره در سال مبنا و یک میانگین وزنی نرخ ارز در مقابل پول چند کشور اصلی طرف تجارت خارجی (نرخ ارز مؤثر) در سال مبنا انتخاب می‌شود. سال مبنا کم و بیش سالی در نظر گرفته می‌شود که سیاست پولی معتدلی، نه سخت و نه آسان اعمال شده باشد. سپس جمع وزنی تفاوت‌های نرخ بهره سال جاری و نرخ ارز مؤثر سال جاری با موارد نظیر در سال مبنا محاسبه می‌شود که شاخص شرایط پولی حاکم خواهد بود. براین اساس مقدار شاخص در سال مبنا برابر صفر خواهد بود. حال به‌عنوان مثال در صورت کاهش ارزش خارجی پول داخلی، نرخ ارز مؤثر، شاخص شرایط پولی (MCI) کاهش می‌یابد که علامتی است برای بانک مرکزی تا با افزایش نرخ بهره مانع سقوط MCI شود. در اینجا شاید یک سیاست انبساطی پولی گذشته چنین شرایطی را حاکم نموده است که حال باید با سیاست انقباضی یعنی افزایش نرخ بهره خنثی شود. به این ترتیب کاهش و افزایش MCI می‌تواند به ترتیب میزان آسان و سخت بودن شرایط حاکم پولی را تعیین کند. به بیان دیگر بالا رفتن MCI و بیش از صفر بودن آن چه به سبب R بالا و یا تقویت پول داخلی حاکم از وجود یک سیاست سخت پولی است. در مقابل MCI کوچک‌تر از صفر حاکی از سیاست آسان پولی است که حاصل آن R پایین و تضعیف پول بوده است. در عین حال MCI چراغ راهنمایی برای اعمال سیاست‌های پولی آتی نیز است. به‌عنوان مثال در صورتی که MCI بزرگتر از صفر باشد سیاست پولی حاکم سیاست سخت پولی است و باید در جهت تعدیل آن اقدام شود.

صندوق بین‌المللی پول با محاسبه MCI در کشورهای مختلف مواضع عملی بانک‌های مرکزی را به جهت سیاست‌های پولی تعیین می‌کنند.

1- Monetary Condition Index.

## ۲-۱- ابزار سیاست‌های پولی

### ۲-۱-۱- ابزارهای سنتی

در حالی که به سبب تحولات بازارهای مالی و ابداعات مالی، ابزارهای سنتی مورد استفاده بانک همچون نرخ ذخیره قانونی، نرخ تنزیل مجدد، اعتبارات بسیار کوتاه مدت بانک مرکزی به مؤسسات مالی، عملیات بازار باز به جهت محدودیت‌های خود و احتمال خنثی شدن کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرند. در مقابل ابزارهای جدید مالی مورد بحث در بازار پول توسط بانک مرکزی مورد استفاده قرار گرفته تا اهداف مورد نظر مثلاً تأمین نقدینگی در سطح لازم و از آن طریق نرخ بهره خاص تحقق یابد. در اینجا در حالی که مکانیزم بازار تأمین کننده نقدینگی و نرخ بهره است، بانک مرکزی بدون دخالت‌های دستوری، هدف مورد نظر خود را تأمین می‌کند.

### ۲-۱-۲- بازار شبانه

در بازار پول شبانه با توسل به ابزارهایی خاص، منابع مالی از نوع کوتاه‌ترین سررسید یعنی فقط حداکثر به طول یک روز کاری توسط مؤسسات مالی بزرگ (بانک‌ها) زیر نظر بانک مرکزی عرضه و تقاضا می‌شوند. سررسید این منابع تا زمان روز کاری بعد است. ساعات کاری این بازار پول ساعاتی قبل از شروع روز کاری تا ساعاتی بعد از پایان روز کاری است.

با توجه به این که بخشی از اعمال سیاست پولی از طریق این بازار است، دامنه تغییرات نرخ بهره در این بازار به جهت سقف و کف آن معمولاً توسط بانک‌های مرکزی اعلام و اعمال می‌شود. علاوه بر آن ممکن است بانک مرکزی، نرخ بهره هدف برای بازار پول شبانه اعلام کند. عملاً نرخ بهره شبانه نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی می‌تواند بر آن اعمال نفوذ بیشتری داشته باشد. اعلام دامنه تغییرات ابزاری است که از طریق آن فعالان بازار پول از موضع مقامات پولی به جهت نرخ

بهره مطلع می‌شوند.<sup>۱</sup>

### ۳-۱-۲- اسناد خزانه<sup>۲</sup>

اسناد خزانه اوراق بهاداری است که مبین میزان معینی از بدهی دولت است. قیمت زمان انتشار<sup>۳</sup> آن از طریق حراج میان مؤسسات مالی مشخص می‌شود و برای آن نرخ بهره‌ای پیش‌بینی نشده است. در مقابل این اوراق به قیمت تخفیفی<sup>۴</sup> یعنی کمتر از قیمت روی برگ<sup>۵</sup> (قیمت اسمی) فروخته می‌شوند. تفاوت قیمت روی برگ و قیمت تخفیفی (قیمت بازاری)، مبین بازده و نرخ بهره اسناد خزانه است. عمر این اوراق بین ۳۰ روز تا یکسال است. نوع معمول آن بیشتر ۹۰ روزه است. در اقتصاد ایران پیش از انقلاب این اسناد در سطح محدودی در جریان بوده است.

### ۴-۱-۲- موافقتنامه مخصوص خرید و فروش مجدد (SPRA)<sup>۶</sup>

در شرایطی که بانک مرکزی نتواند به صورت غیرمستقیم نرخ بهره شبانه را به سطح مورد نظر خود برساند، می‌تواند با خرید و فروش مستقیم خود در بازار شبانه مداخله نموده و نرخ بهره را به سطح مطلوب برساند. یکی از روش‌های مورد استفاده، SPRA است که متضمن یک مبادله دو مرحله میان بانک مرکزی و مؤسسه مالی عضو بازار شبانه است (مؤسسه مالی بیشتر از گروه سرمایه‌گذاران مالی هستند). طی این مبادله اوراق بهادار کوتاه‌مدت از مؤسسات مالی خریداری شده و همین اوراق روز بعد به مؤسسات مالی مجدداً فروخته می‌شود. به این ترتیب به مدت یک روز نقدینگی به نظام مالی تزریق می‌شود که حاصل آن کاهش فشار بر نرخ بهره شبانه است. توجه شود از آنجایی که مؤسسات مالی بزرگ در بازار شبانه حضور دارند، نرخ بهره این بازار تعیین‌کننده نرخ بهره در مجموعه اقتصاد

1- Siklós (2004).

2- Treasury Bias.

3- Issue Price.

4- Discount Price.

5- Face Value.

6- Special Purchase and Resale Agreements.



است. از طرف دیگر حرکات آن تعیین‌کننده شرایط انبساطی یا انقباضی حاکم بر بازار مالی کشور است. در نتیجه با بررسی این حرکات و روند آنها بانک مرکزی می‌تواند با آگاهی کافی از شرایط حاکم مالی سیاست مناسب اتخاذ کند. بانک مرکزی برای تقلیل حجم نقدینگی در بازار شبانه از معکوس موافقت نامه‌های خرید و فروش مجدد<sup>۱</sup>، PRA، و یا موافقت‌نامه مخصوص فروش و خرید مجدد<sup>۲</sup>، SSRA، استفاده می‌کند.

#### ۵-۱-۲- خط اعتباری بانک مرکزی<sup>۳</sup>

بانک‌های مرکزی آخرین منبع تأمین وجوه برای مؤسسات مالی بزرگ در هنگام دشواری‌های مالی هستند. این خط اعتباری چند روزه بوده و نرخ بهره آنها نرخ بهره بانک مرکزی است. به سبب یا جهت انعکاس نامطلوب مالی، استفاده از این خط اعتباری، ماهانه حداکثر یک یا دو بار است. چگونگی اعطای اعتبار از این طریق ابزاری برای بانک مرکزی است تا سیاست پولی مقتضی را اعمال کند.

#### ۶-۱-۲- جابجایی وجوه دولت

از آنجایی که بانک مرکزی بانکدار یا کارگزار مالی دولت است، می‌تواند با جابجایی سپرده‌های دولت از بانک مرکزی به مؤسسات مالی و بالعکس حجم ذخایر آنها را به ترتیب افزایش و کاهش دهد که این تغییر به ترتیب موجب کاهش و افزایش نرخ‌های بهره می‌شود. به عنوان مثال در حالت اول بانک‌ها ذخایر بیشتری یافته و با امکان وام دهی بیشتر نرخ‌های بهره کمتری را اعمال خواهند کرد.<sup>۴</sup>

در گذشته زمانی که نرخ سپرده قانونی در کنترل حجم پول و از آن طریق در تغییر نرخ‌های بهره اهمیت داشت، جابجایی سپرده‌های دولتی توسط بانک مرکزی به لحاظ اثرگذاری بر حجم سپرده‌های قانونی بانک‌ها بیشتر مورد استفاده

1- Purchase and Resale Agreements.  
2- Special Sale and Re Purchase Agreement.  
3- Advances.  
4- Siklos(2004).

قرار می‌گرفت. در اقتصاد ایران روش سپرده قانونی و انتقال سپرده‌های دولتی به جهت امکان افزایش مانده اعتبارات اعطایی بانک‌ها و نه به منظور اثرگذاری بر نرخ بهره مورد استفاده قرار می‌گیرد. البته می‌توان فرض کرد افزایش و کاهش مانده اعتبارات به ترتیب موجبات کاهش و افزایش نرخ بهره بازار پول غیرمتشکل کشور و متوسط نرخ بهره اقتصاد را فراهم می‌سازد.

#### ۷-۱-۲- نظام انتقال مبالغ کلان (LVTS)<sup>۱</sup>

تسویه دریافت و پرداخت‌ها میان بانک‌ها از جمله تسویه چک‌ها، میزان سپرده‌های آن‌ها را در بانک مرکزی تغییر داده و از این طریق بر امکانات وام دهی آنها و یا به بیان گسترده‌تر بر امکانات مبادلات مالی آنها اثر می‌گذارد. طولانی بودن زمان تسویه نه تنها موجب راکد شدن منابع مالی مؤسسات می‌شود بلکه از آنجایی که نهادهای مالی معمولاً با فرض وصول مطالبات خود از مؤسسات مالی دیگر اقدام به فعالیت‌های مالی می‌کنند شکل ریسک سیستماتیک را به وجود می‌آورد.

نظام یا روش انتقال مبالغ کلان برای مقابله با ریسک سیستماتیک و راکد ماندن منابع مالی طراحی شده است. اعضای LVTS به صورت الکترونیکی با یکدیگر مرتبط می‌باشند و در نتیجه زمان میان ارائه دستور پرداخت (به‌عنوان مثال چک) و دریافت وجه آن به میزان قابل ملاحظه‌ای تقلیل می‌یابد. در شکل ایده‌آل دستور پرداخت‌ها می‌توانند به صورت آنی پرداخت شوند.

فراهم نمودن منابع مالی توسط بانک مرکزی از طریق LVTS برای مؤسسات مالی موجب می‌شود از یک طرف حجم منابع مالی و حجم پول در کل اقتصاد افزایش یابد. از طرف دیگر با فراهم شدن منابع مالی برای مؤسسات مالی، نرخ بهره شبانه که پایه نرخ‌های بهره دیگر است فوراً تقلیل می‌یابد. به این ترتیب LVTS به صورت ابزاری برای اعمال سیاست‌های پولی بانک مرکزی برای کنترل فوری حجم پول و نرخ بهره درآمده است.

1- Large Value Transfer System.

### ۳- بررسی سیاست‌های پولی در طول سال‌های ۸۳-۱۳۷۹

#### ۳-۱- بررسی ابزارهای سیاست‌های پولی در طول سال‌های ۸۳-۱۳۷۹

##### الف) ابزارهای پولی مستقیم

##### ۱- نرخ سود

یکی از ابزارهای پولی مستقیم نرخ‌های اداری سود تعیین شده توسط مقامات پولی برای وام‌ها و سپرده‌های بانکی است. بانک مرکزی با کاهش نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار در سال ۱۳۸۰ نسبت به سال قبل سیاست پولی انبساطی اعمال نموده است. کاهش نرخ سود انتظاری تسهیلات برای بخش‌های مختلف اقتصادی در سال ۱۳۸۱ به میزان یک واحد درصد نسبت به سال قبل حاکی از اتخاذ سیاست پولی انبساطی است. در سال ۱۳۸۲ دامنه نرخ‌های سود کنار گذاشته شد و نرخ سود در بخش‌های مسکن، بازرگانی و خدمات و صادرات کاهش داشته و این کاهش در سال ۱۳۸۳ در بخش‌های صنعت و معدن و صادرات نیز ادامه داشته است (جدول ۱ و ۲). میزان کاهش نرخ سود تسهیلات در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۳ همراه با کاهش نرخ سود سپرده‌ها نبوده است. در نتیجه حاشیه درصد سود بانک‌ها از محل این مابه‌التفاوت کاهش یافته است.

جدول ۱- نرخ سود مورد انتظار تسهیلات اعطایی در بخش‌های مختلف اقتصادی (درصد)

۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۱۳/۵	۱۳/۵	۱۳-۱۴	۱۴-۱۵	۱۳-۱۶	کشاورزی
۱۵	۱۶	۱۵-۱۷	۱۶-۱۸	۱۷-۱۹	صنعت و معدن
۱۵	۱۵	۱۴	۱۵	۱۵-۱۶	مسکن و ساختمان
حدافل ۲۱	حدافل ۲۱	حدافل ۲۲	حدافل ۲۳	۲۲-۲۵	بازرگانی و خدمات
۱۴	۱۵	۱۷	۱۸	۱۸	صادرات

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

جدول ۲- نرخ سود علی الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار (درصد)

۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۷	۷	۷	۷	۸	کوتاه‌مدت
۹	۹	۹	۹	۱۰	کوتاه‌مدت ویژه
					بلندمدت
۱۳	۱۳	۱۳	۱۳	۱۴	یک‌ساله
۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۵	دو‌ساله
۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۶	سه ساله
۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۳-۱۷	۱۷	چهار ساله
۱۷	۱۷	۱۷	۱۷	۱۸/۵	پنج ساله

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف

## ۲- سقف‌های اعتباری

یکی از ابزارهای مستقیم کنترل نقدینگی، سقف‌های اعتباری است. تعیین سقف‌های اعتباری در قالب بودجه سنواتی، مشخص نمودن نحوه تخصیص تسهیلات محدود شده در قالب سقف‌های اعتباری، انعطاف‌پذیری سیاست پولی را کاهش می‌دهد. در قانون برنامه پنج‌ساله سوم توسعه (۸۳-۱۳۷۹) به‌آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها و کاهش حجم تسهیلات تکلیفی توجه خاص شده است. در بند (الف) ماده ۸۴ قانون مزبور آمده است که افزایش در مانده تسهیلات تکلیفی طی سال‌های برنامه به‌طور متوسط سالانه ۱۰ درصد نسبت به رقم مصوب سال ۱۳۷۸ (مبلغ ۶ تریلیون ریال) کاهش خواهد یافت. به این ترتیب افزایش در مانده تسهیلات تکلیفی در سال ۱۳۷۹ به ۵/۴ تریلیون ریال و در سال‌های ۱۳۸۰، ۸۱، ۸۲ و ۸۳ به ترتیب ۴/۸، ۴/۲، ۳/۶ و ۳ تریلیون ریال محدود شد. در طول برنامه سوم میزان عملکرد افزایش در مانده تسهیلات اعطایی تکلیفی کمتر از ارقام مصوب است (جدول ۳). کاهش حجم تسهیلات تکلیفی و اختصاص منابع آزادشده به بخش‌های غیردولتی (با فرض بهره‌وری بالاتر) نمادی از گسترش بازارهای مالی است که سبب افزایش رشد اقتصادی می‌شود.

همچنین بر اساس تبصره ذیل ماده یک آیین‌نامه اجرایی تبصره (۳) قانون بودجه سال‌های ۸۳-۱۳۷۹ کل کشور هیات وزیران، بانک‌ها مجاز شدند که به ترتیب معادل ۲۰، ۲۰، ۲۵، ۳۰ و ۳۵ درصد از افزایش در مانده تسهیلات به‌بخش غیردولتی را خارج از سهم‌های تعیین شده برای بخش‌های مختلف اقتصادی اعطاء کنند. با توجه به درصد افزایش اعتبارات به‌میزانی بیش از نرخ تورم سیاست پولی کشور یک سیاست انبساطی بوده است. در مجموع آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها و انتقال وجوه به‌سمت بخش غیر دولتی در دوره ۸۳-۱۳۷۹ نیز بیانگر اتخاذ سیاست انبساطی پولی بانک مرکزی بوده است.

جدول ۳- افزایش در مانده تسهیلات تکلیفی بانک‌ها بر اساس آیین‌نامه (اجرای تبصره (۳))  
قانون بودجه (تریلیون ریال)

عدول (+) یا عدم عدول (-) از سقف اعتباری	تغییر در مانده			سال
	عملکرد	مصوب	سقف بودجه	
-۱/۶	۲/۸	۴/۴	۵/۴	۱۳۷۹
-۱/۴	۲	۳/۴	۴/۸	۱۳۸۰
-۰/۱	۱/۵	۱/۷	۴/۲	۱۳۸۱
-۰/۱	۱/۴	۱/۵	۳/۶	۱۳۸۲

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

#### ب) ابزار پولی غیرمستقیم

##### ۱- نرخ سپرده قانونی

نسبت سپرده قانونی از جمله ابزارهای غیرمستقیم پولی است که به‌صورت دستوری از بانک مرکزی به بانک‌ها ابلاغ می‌شود در برنامه سوم توسعه، سیاست بانک مرکزی در جهت یکسان‌سازی نرخ‌های سپرده قانونی است به‌نحوی که در سال ۱۳۸۰ نرخ‌های سپرده قانونی برای انواع سپرده‌ها را به‌میزان ۵ الی ۱۰ درصد کاهش داده است (جدول ۴). البته در اقتصاد ایران روش سپرده قانونی به‌جهت امکان افزایش یا کاهش مانده اعتبارات اعطایی بانک‌ها و نه به‌منظور

اثرگذاری بر نرخ بهره مورد استفاده قرار می‌گیرد. البته افزایش و کاهش مانده اعتبارات به ترتیب موجبات کاهش و افزایش غیرمستقیم نرخ بهره در بازار پول غیرمتشکل و متوسط نرخ بهره اقتصاد را فراهم می‌سازد. از جهت ابزار نرخ سپرده قانونی نیز در دوره مورد مطالعه سیاست پولی اتخاذ شده از نوع انبساطی بوده است.

جدول ۴- نسبت سپرده قانونی به تفکیک انواع سپرده (درصد)

سپرده	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
<b>بانک‌های تجاری</b>					
سپرده قرض‌الحسنه جاری	۳۰	۲۰	۲۰	۲۰	۱۷
سپرده قرض‌الحسنه پس‌انداز	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۱۷
سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت	۲۵	۲۰	۲۰	۲۰	۱۷
سرمایه‌گذاری یکساله	۲۵	۲۰	۲۰	۲۰	۱۷
سرمایه‌گذاری دو ساله	۱۵	۱۰	۱۰	۱۰	۱۷
سرمایه‌گذاری سه ساله	۱۵	۱۰	۱۰	۱۰	۱۷
سرمایه‌گذاری چهارساله	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۷
سرمایه‌گذاری پنج ساله	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۷
پیش پرداخت اعتبارات اسنادی	۳۰	۳۰	۳۰	۳۰	۱۷
<b>بانک‌های تخصصی</b>					
سپرده قرض‌الحسنه جاری	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰
سپرده قرض‌الحسنه پس‌انداز	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰
سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰
سرمایه‌گذاری یکساله	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰
پیش‌پرداخت اعتبارات اسنادی	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

## ۲- عملیات بازار باز

ابزار اصلی عملیات بازار باز در اقتصاد ایران انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی است که بانک مرکزی را در زمینه کنترل نقدینگی و مداخله در بازار پول انعطاف‌پذیرتر می‌کند. در سایر کشورها اوراق قرضه توسط خزانه‌داری (دولت) منتشر شده و بانک مرکزی با خرید و فروش آنها بر حجم نقدینگی اثر می‌گذارد ولی در ایران بانک مرکزی مستقیماً با فروش آن موجبات کاهش نقدینگی را فراهم می‌سازد. در کشور ما به دلیل حذف بهره از فعالیت‌های بانکی، استفاده از ابزار متکی بر موازین اسلامی ضروری است. در این رابطه در ماده ۹۱ قانون برنامه عمرانی سوم به بانک مرکزی اجازه داده شد با تصویب شورای پول و اعتبار، علاوه بر موارد مندرج در بند (۶) ماده (۲۰) قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب ۱۳۶۲/۶/۸ از اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به شرط عدم‌مغایرت با قانون عملیات بانکی بدون ربا استفاده کند. از این‌رو در سال‌های ۸۳-۱۳۸۰ عمده‌ترین ابزار پولی استفاده شده در جهت کنترل حجم نقدینگی و تورم، اوراق مشارکت بانک مرکزی است.

جدول ۵- مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی (تریلیون ریال)

۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۲۰	۱۷	۱۷	۱۰	.	مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی در پایان سال

ماخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

با توجه به جدول (۵) مقامات بانک مرکزی در سال‌های ۸۱ و ۱۳۸۰ سیاست پولی انقباضی و در سال ۱۳۸۳ سیاست پولی انقباضی اعمال نموده است. البته در اقتصاد ایران عملیات بازار باز در سطح محدودی با استفاده از اوراق مشارکت و بیشتر از طریق بازار اولیه آن معمول است. در ایران خرید و فروش اوراق مشارکت دولتی و اوراق مشارکت بانک مرکزی از طریق معامله گران سرمایه‌گذاری و

بانک‌ها انجام نمی‌گیرد بلکه بانک‌ها فقط نقش کارگزار را برای بانک مرکزی ایفا می‌کنند.

### ج) پایه پولی

در دوره مورد مطالعه پایه پولی کشور از جهت منابع شامل خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، خالص مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی، مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها و خالص سایر اقلام است. مقدار پایه پولی از ۸۴/۴ تریلیون ریال در سال ۱۳۷۹ به ۹۷/۲ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۰ و به ۱۱۹/۶ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۱ و ۱۳۳/۴ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۲ و ۱۵۲ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۳ رسیده است.

بخش عمده‌ای از افزایش آن ناشی از سیاست مالی انبساطی دولت با اتکاء به درآمدهای ارزی حاصل از افزایش قیمت‌های نفتی بوده است. طی این دوره در حالی که دارایی خارجی کشور ۲۴ برابر و مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی ۲ برابر شده است پایه پولی کشور فقط ۱/۸ برابر افزایش نشان می‌دهد. افزایش پایه پولی کشور، منابع مالی بیشتری در اختیار مؤسسات مالی برای افزایش حجم پول و نقدینگی براساس ضریب افزایش پول قرار داده است. حاصل آن افزایش حجم پول از ۱۱۴/۴ تریلیون ریال در سال ۱۳۷۹ به ۲۵۲/۶ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۳ و نقدینگی از ۲۴۹/۱ تریلیون ریال در سال ۱۳۷۹ به ۶۸۵/۷ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۳ است. افزایش حجم پول طی این دوره ۵ ساله از رشدی معادل ۲۴/۹، ۲۷/۸، ۱۹ و ۱۶/۲ درصد به ترتیب در سال‌های ۸۰، ۸۱، ۸۲ و ۸۳ برخوردار بوده است همچنین رشد حجم نقدینگی طی دوره مورد مطالعه معادل ۲۸/۸، ۳۰/۱، ۲۶/۱ و ۳۰/۲ درصد به ترتیب در سال‌های ۸۰، ۸۱، ۸۲ و ۸۳ است. به این ترتیب ملاحظه می‌شود که سیاست پولی کشور به جهت افزایش اقلام نقدینگی انبساطی بوده است و ترکیب نقدینگی حرکت از پول به سمت شبه پول است که آثار انبساطی شبه پول کمتر از آثار انبساطی حجم پول است (جدول ۶ و ۷).



## جدول ۶- پایه پولی و اجزای آن (تریلیون ریال)

۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۱۵۱/۲	۱۳۳/۶	۱۱۹/۶	۹۷/۲	۸۴/۴	پایه پولی
۱۸۳/۲	۱۱۸	۸۱/۴	۱۱/۷	۷/۶	خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی
۶۶۰	۷۸	۸۰/۱	۴۸/۲	۴۱/۳	خالص مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی
۲۱/۵	۲۸/۳	۲۴/۳	۱۲/۱	۲۳/۶	مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها
-۱۱۹	-۹۱	-۶۶/۲	۲۵/۱	۱۲	خالص سایر اقلام

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

## جدول ۷- نقدینگی بر حسب پول و شبه پول (تریلیون ریال)

۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۲۵۲/۶	۲۱۷/۴	۱۸۲/۷	۱۴۳	۱۴/۴	پول
۴۴/۸	۳۸/۷	۳۴/۸	۲۹/۲	۲۵/۲	اسکناس و مسکوک در دست اشخاص
۲۰۷/۸	۱۷۸/۶	۱۴۸	۱۱۴	۸۹/۲	سپرده‌های دیداری
۴۳۳/۱	۳۰۹/۲	۲۳۴/۹	۱۷۸	۱۳۴/۷	شبه پول
	۴۵/۷	۳۸/۱	۲۹/۸	۲۲	سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز
	۲۵۱/۷	۱۸۵/۹	۱۴۱/۱	۱۰۳/۴	سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار
	۱۱/۸	۱۱	۷/۱	۹/۳	سپرده‌های متفرقه
۶۸۵/۷	۵۲۶/۶	۴۱۷/۵	۳۲۱	۲۴۹/۱	نقدینگی

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

## د) بررسی روند ابزارهای پولی

بررسی روند ابزارهای پولی مبین نکات زیر است:

۱- سیاست‌های پولی اعمال شده توسط بانک مرکزی در طول برنامه سوم، عمدتاً سیاست‌های انبساطی پولی بوده است. با به‌کارگیری ابزار نرخ بهره، سقف اعتباری و نرخ ذخیره قانونی سیاست پولی انبساطی اعمال شده است. سیاست انبساطی مالی از طریق افزایش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی این روند را تشدید نموده است. بانک مرکزی فقط از طریق انتشار اوراق مشارکت متعلق به خود و با تحمل هزینه‌های بهره‌ای آن تا اندازه‌ای اقدام به کنترل سیاست پولی انبساطی نموده است.

۲- ابزارهای مورد استفاده بانک مرکزی محدود و سنتی می‌باشند در حالی که با گسترش بازارهای مالی، ابزارهای پولی جدیدی نیز معرفی شده است مانند بازار شبانه، اسناد خزانه، موافقتنامه مخصوص خرید و فروش مجدد، نقل و انتقالات اقلام بزرگ، ... مجموعه این سیاستها در عین حال که غیر مستقیم عمل می‌نمایند، اثر قطعی، آنی و دقیق‌تری به جهت اهداف سیاست‌های پولی بر اقتصاد دارد. به‌عنوان مثال یکی از ابزارهای عمده، بازار پول شبانه است که در کوتاه‌ترین سررسید یعنی یک روز کاری می‌تواند با توجه به نیاز بازارهای مالی اقدام به تزریق منابع مالی و یا گردآوری منابع مالی مازاد بر نیازهای اقتصاد بکند تا حجم نقدینگی متناسب با نیازهای اقتصاد و اهداف سیاست‌های اقتصادی باشد.

۳- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران شاخصی برای اندازه‌گیری وضعیت پولی (MCI) ندارد تا با اطلاع از شرایط حاکم پولی به جهت کمبود بازار نقدینگی متوسل به سیاست پولی مناسب شود. عدم‌آگاهی از شرایط پولی حاکم می‌تواند در دوره‌های خیلی کوتاه‌مدتی که اقتصاد به جهت افزایش تقاضای معاملاتی پول و یا عملیات سوداگرانه نیاز پولی بیشتری دارد، با عدم‌تأمین آن موجبات رکود و عدم‌استفاده کامل از عوامل تولید را فراهم کند. در حالت عکس عدم‌جذب منابع مالی اضافی، موجب تورم و فشارهای انبساطی خواهد شد.

جدول ۸- ابزارهای سیاست پولی در طول سال‌های ۸۳-۱۳۷۹

ابزار	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
نرخ سود سپرده	-	کاهش نرخ سود سپرده (سیاست پولی انبساطی)	-	-	-
نرخ سود تسهیلات	-	کاهش نرخ سود تسهیلات (سیاست پولی انبساطی)	کاهش نرخ سود تسهیلات (سیاست پولی انبساطی)	کاهش نرخ سود تسهیلات (سیاست پولی انبساطی)	کاهش نرخ سود تسهیلات (سیاست پولی انبساطی)
سقف اعتباری	کاهش تسهیلات تکلیفی آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها (سیاست پولی انبساطی)	کاهش حجم تسهیلات تکلیفی آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها (سیاست پولی انبساطی)	کاهش حجم تسهیلات تکلیفی آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها (سیاست پولی انبساطی)	کاهش حجم تسهیلات تکلیفی آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها (سیاست پولی انبساطی)	کاهش حجم تسهیلات تکلیفی آزادسازی نسبی منابع بانک‌ها (سیاست پولی انبساطی)
نرخ ذخیره قانونی	-	کاهش نرخ ذخیره قانونی (سیاست پولی انبساطی)	-	-	کاهش نرخ ذخیره قانونی (سیاست پولی انبساطی)
مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی	.	افزایش مانده اوراق مشارکت (سیاست پولی انقباضی)	افزایش مانده اوراق مشارکت (سیاست پولی انقباضی)	-	افزایش مانده اوراق مشارکت (سیاست پولی انقباضی)

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

### ۲-۳- بررسی روند عمومی سیاست‌های پولی در طول سال‌های ۸۳-۱۳۷۹

در اولین سال از اجرای برنامه سوم توسعه، مقامات پولی طبق تبصره (۳) مبادرت به کاهش حجم تسهیلات تکلیفی به میزان ۱۰ درصد نسبت به مصوب سال ۱۳۷۸ نمودند. همچنین بانک‌ها مجاز شدند تا ۲۰ درصد از افزایش در مانده تسهیلات برنامه‌ریزی شده به بخش غیردولتی را خارج از سهم‌های تعیین شده به بخش‌های تولیدی تخصیص دهند. تخصیص منابع بیشتر به بخش‌های غیردولتی

گامی در جهت گسترش بازارهای مالی بود. از این رو طی این سال سیاست پولی اتخاذ شده انبساطی بود.

مقایسه مقادیر هدف و تحقق یافته تورم و نرخ رشد نقدینگی سال ۱۳۷۹ نشان می‌دهد که نرخ رشد نقدینگی تحقق یافته فراتر از هدف بود که با توجه به نوع سیاست اتخاذ شده چنین امری انتظار می‌رفت. البته نرخ تورم کمتر از هدف تورمی بود که به دلیل افزایش قیمت نفت و بهبود وضع مالی دولت و کاهش انتظارات تورمی بوده است (جدول ۹).

در سال ۱۳۸۰، بانک مرکزی با ادامه کاهش حجم تسهیلات تکلیفی و آزادسازی نسبی منابع بانکها مبادرت به اتخاذ سیاست پولی انبساطی نمودند. همچنین طبق ماده ۹۱ قانون برنامه سوم بانک مرکزی اجازه یافت برای تحقق اهداف سیاست پولی مبادرت به انتشار اوراق قرضه کند. در کنار این سیاست بانک مرکزی اقدام به کاهش نرخ سود تسهیلات برای بخش‌های مختلف اقتصادی و نرخ سود سپرده قانونی بانک‌های تجاری برای انواع سپرده‌ها کند.

در سال مزبور نرخ رشد نقدینگی از هدف برنامه سوم فراتر رفت و لیکن از مقدار ۲۹/۳ درصد در سال ۱۳۷۹ به مقدار ۲۸/۸ درصد در سال ۸۰ رسید. کاهش تورم در سال ۱۳۸۰ به دلیل ادامه روند افزایش قیمت نفت و در نتیجه بهبود وضع مالی دولت است همچنین ثبات نرخ ارز در بازار ارز باعث اصلاح انتظارات تورمی در جامعه شد از این رو نرخ تورم از مقدار هدف در برنامه بسیار پایین تر بود.

در سال ۱۳۸۱، مهم‌ترین ابزار کنترل نقدینگی استفاده از اوراق مشارکت است به نحوی که کلیه اوراق مشارکت عرضه شده جایگزین گشته و نیز ۷۶۰۶/۸ میلیارد ریال اوراق مشارکت نیز به فروش رسیده است. سیاست‌های سقف اعتباری نیز همچون سال‌های قبل ادامه داشت. علاوه بر آن نرخ سود انتظاری تسهیلات را کاهش داده‌اند. به نظر می‌رسد سیاست پولی اتخاذ شده در سال ۸۱، انبساطی‌تر است و نرخ رشد نقدینگی نیز افزایش یافته و به ۳۰/۱ درصد رسیده است.

در سال ۱۳۸۲ سیاست انبساطی پولی بانک مرکزی ادامه داشته است، مهم‌ترین ابزار کنترل نقدینگی عملیات بازار باز است که در این راستا اقدام

به جایگزینی اوراق قرضه قبلی نموده است و لیکن مانده اوراق قرضه نسبت به سال گذشته تغییر یافته است. از جمله ابزار پولی دیگر می‌توان به کاهش حجم تسهیلات تکلیفی، آزادسازی منابع بانک‌ها و کاهش نرخ سود تسهیلات در برخی از بخش‌ها اشاره نمود. در سال مورد نظر، نرخ رشد تورم و نقدینگی بیشتر از مقادیر هدف است (جدول ۹).

جدول ۹- نرخ تورم و نرخ رشد نقدینگی (درصد)

۸۳	۸۲	۸۱	۸۰	۷۹	
۱۳	۱۴	۱۵/۳	۱۷/۵	۱۹/۹	نرخ تورم هدف
۱۳/۱	۱۴/۲	۱۵/۷	۱۸	۲۰/۸	نرخ رشد نقدینگی هدف
۱۵/۲	۱۵/۶	۱۵/۷	۱۱/۴	۱۲/۶	نرخ تورم
۳۰/۲	۲۶/۱	۳۰/۱	۲۸/۸	۲۹/۳	نرخ رشد نقدینگی

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی سال‌های مختلف.

در سال ۱۳۸۳ نیز دولت با ادامه سیاست انبساطی مالی و بانک مرکزی با ادامه سیاست انبساطی پولی (کاهش سقف اعتباری و کاهش نرخ سود تسهیلات) موجب استمرار تورم و حتی افزایش آن از سطح هدف برنامه سوم شد. فشارهای انبساطی سیاست‌های پولی و مالی می‌توانست به نرخ تورم بالاتری منجر شود ولی خوشبختانه گشایش‌های حاصل در طرف عرضه اقتصاد به‌ویژه افزایش درآمدهای ارزی ناشی از افزایش قیمت جهانی نفت بخشی از فشارهای انبساطی مالی و پولی را خنثی نمود.

ارزیابی عمومی سیاست‌های پولی کشور طی برنامه پنج ساله ۸۳-۱۳۷۹ حاکی از استمرار یک سیاست انبساطی پولی مستمر فراتر از اهداف برنامه پنج ساله سوم بوده است. گرچه این نکته نیز باید تأکید شود که طراحی سیاست‌های پولی پنج ساله نیز بیش از نیازهای اقتصادی کشور انبساطی بوده است که حاصل آن قبول نرخ تورم دو رقمی طی برنامه سوم است در عمل

انبساطی تر شدن سیاست پولی، نرخ تورم واقعی را به سطحی بالاتر از نرخ هدف رسانده است.

#### ۴- ارزیابی کمی سیاست‌های پولی

##### ۴-۱- سیاست‌های پولی و مطالعات تجربی

سؤال محوری سیاست‌های پولی این است که آیا رشد پولی اثری بر متغیرهای حقیقی اقتصاد دارد. مرور ادبیات خنثایی پول نشان می‌دهد این موضوع که رشد پول در کوتاه‌مدت بر خنثی است و به‌تغییر دیگر بر رشد بخش حقیقی اقتصاد اثر می‌گذارد مورد قبول کینز و پولیون است. از دیدگاه کینزیها، یکی از عوامل مهم در اثرگذاری سیاست‌های پولی بر متغیرهای واقعی اقتصاد، پایین بودن میل نهایی به پس‌انداز است که به‌بزرگتر شدن ضریب فزاینده منجر می‌شود و در افزایش تقاضای کل نقش مهمی را ایفاء می‌کند. از سوی دیگر، کینزیها معتقدند که با افزایش حجم پول، به‌علت افزایش تقاضا برای اوراق قرضه و یا خزانه، قیمت آنها افزایش یافته، سبب کاهش نرخ بهره می‌شود. از آنجایی که سرمایه‌گذاری را نسبت به نرخ بهره حساس در نظر می‌گیرند. کاهش نرخ بهره منجر به افزایش سرمایه‌گذاری شده و تقاضای کل را افزایش می‌دهد.

پولیون در مورد اقتصاد کشورهای پیشرفته عقیده دارند که با تغییر مقدار پول، به‌دلیل آن که بازده پول کاهش می‌یابد، صاحبان سرمایه سعی می‌کنند ترکیب دارایی‌های خود را آنچنان تغییر دهند که بازده آنان حداکثر شود. یعنی در حالت تعادل، بازده تمام دارایی‌ها در شرایط رقابت آزاد یکسان می‌شود. در این شرایط با افزایش تقاضا برای سایر دارایی‌ها، قیمت آنها افزایش یافته و در نتیجه نرخ بهره کاهش می‌یابد. کاهش نرخ بهره می‌تواند سرمایه‌گذاری و تقاضای کل را افزایش دهد و بر میزان تولید اثر بگذارد. اما وجود تاخیرهای زمانی طولانی، کاربرد سیاست‌های پولی را به‌عنوان ابزار کنترلی نامناسب می‌سازد. به‌این جهت است که پولیون تأکید فراوان بر استفاده از قواعد پولی معین و اعلام شده برای اعمال

سیاست‌های پولی دارند. هدف پولیون ایجاد و قواعدی برای سیاست‌گذاری بود که محیط باثباتی با نرخ توأم پایین به وجود می‌آورد. طرح چنین پیشنهادی در شکل ساده خود قبلاً توسط میلتون فریدمن<sup>۱</sup> برنده جایزه نوبل اقتصاد عنوان شده است که اعتقاد دارد برای ثبات تورم بانک مرکزی باید نرخ رشد ثابتی برای عرضه پول تعیین نموده و اعلام و اعمال کند. آلن ملتزر<sup>۲</sup> در مورد چنین قاعده‌ای عنوان می‌کند که "این قاعده چیزی بیش از یک فرایند تصمیم‌گیری سیستماتیک نیست که طی آن اطلاعات موجود به صورتی سازگار، منظم و قابل پیش‌بینی مورد استفاده قرار گیرند."

در سی و نهمین کنفرانس کارنگی روچستر<sup>۳</sup>، تیلور<sup>۴</sup> برای ارزیابی سیاست‌های پولی قاعده‌ای جبری را در مقابل مباحث نظری مطرح نمود. اهمیت این قاعده آن است که فرایند پولی را بر حسب نرخ بهره کوتاه‌مدت بیان می‌کند و به‌طور مستقیم نشان می‌دهد که چه اثراتی بر اهداف عملی سیاست پولی یعنی تورم و رشد اقتصادی دارد.

مطالعه روند سیاست‌های پولی در برنامه سوم نشان داد که ابزارهای پولی مورد استفاده محدود و سنتی می‌باشند و از ابزارهای جدید و متداول در دنیا مانند بازار شبانه، جابجایی وجوه دولت و... استفاده نمی‌شود. همچنین از قواعد پولی شناخته شده دنیا به‌عنوان راهنمای سیاست پولی استفاده نمی‌شود. نرخ سود در ایران توسط مقامات پولی و بدون توجه به عرضه و تقاضای پول تعیین می‌شود. بنابراین از نرخ سود نمی‌توان در مکانیزم‌های اثرگذاری پولی استفاده شود. از طرف دیگر، اگر هزینه هر واحد سرمایه‌گذاری را به‌دو بخش ریسک سرمایه‌گذاری و نرخ سود بانکی تقسیم شود. نرخ ریسک به‌عنوان هزینه متوسط ناخواسته بر هر واحد سرمایه‌گذاری بسیار بالاتر از نرخ سود بانکی است. از این‌رو هنگامی که نرخ ریسک بالا است، تغییر در نرخ سود بانکی تأثیر کمتری در هزینه کل هر واحد

1- Fridman(1995).

2- Meltezer (1998).

3- Cornegie Rochester.

4- Taylor(1993).

سرمایه‌گذاری و در نتیجه در حجم سرمایه‌گذاری خواهد داشت و بالطبع بر سطح تولید اثر کمتری دارد. همچنین سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران انفعالی است و بیشتر دنباله‌روی هزینه‌های دولت و درآمدهای نفتی کشور است. مطالعات متعددی به‌مکانیزم اثرگذاری سیاست پولی در ایران پرداخته‌اند.<sup>۱</sup>

مطالعه ابریشمی و مهرآرا<sup>۲</sup> نیز حاکی از آن است که کارایی سیاست پولی در ادوار مختلف بر حسب اثرگذاری بر تورم و رشد اقتصادی متفاوت بوده و نمی‌توان با اتکاء به یک قاعده پولی، اهداف دلخواه تورم و رشد اقتصادی را تأمین کرد و نقش رشد پولی در شکل‌گیری تورم نسبت به رشد اقتصادی بیشتر است.

#### ۲-۴- قاعده تیلور در شکل معمول

قاعده ساده برای اعمال سیاست‌های پولی استفاده از قاعده تیلور توسط بانک‌های مرکزی در تعیین نرخ بهره است که مبتنی بر تئوری کینزی‌ها است. کینزی‌ها معتقدند که نرخ بهره پایین تقاضا را تحریک می‌کند و منجر به تورم بالاتر و نرخ رشد اقتصادی بالاتر می‌شود. بر اساس قاعده مذکور، سیاست‌های پولی باید بر اساس شکاف رکودی و تورمی تعیین شود بنابراین نرخ بهره کوتاه‌مدت با توجه به مقیاس تورم و شکاف تولید تنظیم و تعدیل می‌شود طبق این قاعده اهمیت شکاف تولید و تورم برای سیاست‌گذاران یکسان است. قاعده تیلور در شکل عمومی خود به‌صورت زیر بیان می‌شود:

$$R_t = \bar{\pi}_t + 0/5(\bar{\pi}_t - \pi^*) + 0/5(y_t - \bar{y}_t) + \bar{\rho} \quad (1)$$

$R_t$ : نرخ بهره‌ای پایه مانده نرخ بهره بازار شبانه

$\bar{\pi}_t$ : متوسط نرخ تورم (به‌عنوان مثال میانگین متحرک چهارفصل گذشته)

$\pi^*$ : نرخ رسمی یا غیررسمی هدف برای تورم

۱- برای مطالعه بیشتر به منابع زیر رجوع کنید:

کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، فرهاد خداداد، محسن نظری (۱۳۷۲).

کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، رویا طباطبایی، جاوید بهرامی، کوروش معدلت، فیروزه شکر آبی (۱۳۷۴).

کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، رویا طباطبایی، یوسف فرجی، فیروزه شکرآبی، کوروش معدلت (۱۳۷۵).

۲- ابریشمی، حمید و محسن مهرآرا (۱۳۷۷).



$y_t$ : نرخ رشد GDP حقیقی واقعی اقتصاد  
 $\bar{y}_t$ : نرخ رشد GDP حقیقی بالقوه اقتصاد (که می‌تواند از روند GDP حقیقی واقعی اقتصاد برآورد شود)  
 $\bar{p}$ : متوسط نرخ بهره حقیقی

در حالت خاص اگر  $\bar{\pi} = \pi^*$  و  $\bar{y} = y_t$  باشد طبق نظر فیشر نرخ بهره برابر متوسط نرخ بهره حقیقی و متوسط نرخ تورم انتظاری خواهد بود. به این ترتیب عدم‌فاصله از هدف تورمی و نبودن شکاف GDP حاکی از موفقیت سیاست پولی است، نتیجه آن ثبات نسبی نرخ بهره خواهد بود. در صورتیکه شکاف GDP مثبت باشد، قاعده تیلور حکم به  $R_t$  بالاتر می‌دهد تا این شکاف تقلیل یافته و اقتصاد در مسیر رشد بلندمدت خود قرار گیرد. به همین ترتیب در صورت  $\bar{\pi} > \pi^*$  باشد برابر قاعده تیلور باید  $R_t$  بالاتری اعمال شود تا از فشارهای تورمی کاسته شود. سیاستی خلاف این قاعده سیاستی نادرست خواهد بود.

از ویژگی‌های اصلی قاعده تیلور آن است که اولاً وزن یکسان به‌فاصله تورم واقعی از تورم هدف و شکاف GDP داده شده است. ارفانید (۲۰۰۱) معتقد است که به‌شکاف تورم باید وزنی بیشتری داده شود زیرا با تورم پایین می‌توان به‌رشد بالاتر و پایدارتر دست یافت. ثانیاً قاعده تیلور برای اقتصاد بسته تعریف شده است. در چنین اقتصادی بانک مرکزی تنها نرخ بهره تمرکز دارد. اما در اقتصاد باز قاعده تیلور باید مورد تجدید نظر قرار گیرد. بال (۱۹۹۹) معتقد است که به‌جای قاعده تیلور باید از شاخص شرایط MCI استفاده شود. این شاخص مجموع وزنی نرخ بهره و نرخ ارز با وزنهایی بر اساس اهمیت نسبی اثرات این دو متغیر در کل اقتصاد است. در این صورت اثرات موقت تغییرات نرخ ارز بر تورم نیز در نظر گرفته می‌شود. ثالثاً مشکلات محاسباتی در زمینه تولید حقیقی بالقوه اقتصاد وجود دارد. معمولاً این متغیر بر اساس رفتار داده‌های گذشته اقتصاد کلان شکل می‌گیرد. از این رو قاعده تیلور نگاه عقب‌نگر دارد. استرکن (۲۰۰۳) برای محاسبه شکاف تولید از روش‌های نااطمینانی بهره می‌گیرد و معتقد است که در این صورت قاعده تیلور

راهنمای مناسب‌تری برای مقامات پولی است.

### ۳-۴- استفاده از قاعده تیلور در شکل شناخته شده آن در ایران

با توجه به قاعده تیلور می‌توان نرخ بهره‌ای که می‌بایست عمل می‌شد را در مقابل نرخ بهره واقعی که حاصل عملکرد بانک مرکزی است ترسیم کرد تا ضمن ارزیابی درستی و نادرستی سیاست‌های پولی، انقباضی و انبساطی بودن بیش از حد آن را در دوره‌های معینی تعیین نمود.

در این بخش قاعده تیلور را برای دوره ۸۳-۱۳۷۹ به صورت فصلی و سالانه محاسبه می‌شود. به منظور محاسبه نرخ بهره به صورت سالانه براساس قاعده تیلور دو سناریو برای تعیین نرخ تورم هدف تعریف می‌شود. در سناریو اول، از نرخ تورم هدف در برنامه سوم به عنوان پراکسی  $\pi^*$  استفاده می‌شود و در سناریو دوم فرض می‌شود که هدف اقتصاد دستیابی به نرخ تورم تک رقمی به عنوان مثال ۹ درصد است. در دو سناریو از برآورد روند GDP حقیقی اقتصاد به روش فیلتر هودریک پرسکات<sup>۱</sup> به عنوان نماینده‌ای برای نرخ رشد GDP حقیقی بالقوه اقتصاد استفاده شده است. روش‌های مختلفی برای محاسبه شکاف تولید وجود دارد، از جمله روش میانگین متحرک - خودبازگشت، تخمین تابع تولید، فیلتر هر یک پرسکات، روش کالمن فیلتر. در این مقاله از روش فیلتر هودریک پرسکات استفاده شده است که مزیت آن تفکیک شوک‌های عرضه و تقاضا توسط فیلتر مذکور در آنالیز واریانس عوامل مؤثر بر سطوح تولی حائز اهمیت است و در زمینه شناسایی سطح بالقوه تولید را ایجاد نموده و پایداری رفتار تولید را در مقابل سیاست‌های مختلف عرضه و تقاضا را مهیا می‌سازد<sup>۲</sup>. برای تعیین  $\bar{p}$ ، نرخ موزون تسهیلات اعطایی بانک‌ها از نرخ تورم همان دوره کسر شده تا نرخ سود حقیقی به دست آید. میانگین نرخ سود حقیقی در دوره ۸۳-۱۳۷۹، ۱/۶۴ درصد محاسبه شده است. البته می‌توان برای استفاده کاربردی از آن و دقت عمل بیشتر برای تعیین نرخ

1- Hodrick Perscat.

۲- ولیمقدم زنجانی، محمد، حسین باستانزاد و مهناز بهرامی (۱۳۷۹).

سود حقیقی، نرخ تورم انتظاری را به‌روش‌های اقتصادسنجی تخمین زد و یا از نرخ تورم یک دوره جلوتر استفاده نمود.

جدول ۱۰- محاسبه  $R_t$  براساس قاعده تیلور (درصد)

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
$R_t$ (سناریو اول)	۱۱/۲۴	۸/۷	۱۸/۵	۱۸/۷	۱۷/۸
$R_t$ (سناریو دوم)	۱۶/۷	۱۳	۲۱/۶	۲۱/۲	۱۹/۸
$R_t$ اقتصاد	۱۶/۴	۱۶/۴	۱۵/۵	۱۵/۴	۱۳/۶

همان‌طور که در جدول (۱۰) مشاهده می‌شود طبق سناریو اول، در سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ نرخ بهره قاعده تیلور کمتر از نرخ سود اقتصاد است این موضوع نشان می‌دهد که مسؤولان پولی کشور اهمیت بیشتری به نرخ تورم پایین به‌عنوان یک هدف نهایی سیاست پولی در مقایسه با شکاف GDP قائل بوده‌اند و سیاست اعمال شده بیش از اندازه انقباضی است. در مقابل در سال‌های ۸۳-۱۳۸۱ نرخ بهره قاعده تیلور بیشتر از نرخ سود اقتصاد است که حاکی از اهمیت بیشتر مسؤولان پولی کشور به شکاف GDP در مقایسه با نرخ تورم پایین است و سیاست اعمال شده بیش از اندازه انبساطی است.

طبق سناریو دوم اگر هدف مسؤولان پولی کشور دستیابی به نرخ تورم تک رقمی باشد در سال ۱۳۷۹، سیاست پولی درستی اعمال نموده‌اند ولیکن در سال ۱۳۸۰ سیاست پولی اعمال شده بیش از اندازه انقباضی در سال‌های ۸۳-۱۳۸۱ بیش از اندازه انبساطی است. همچنین در هر دو سناریو مشاهده می‌شود که روند  $R_t$  براساس قاعده تیلور در سال‌های ۸۲-۸۰ افزایشی است یعنی سیاستها باید انقباضی باشد در حالی که روند  $R_t$  اقتصاد نزولی است که حاکی از سیاست‌های انبساطی است. همچنین بررسی روند سیاست‌های پولی در برنامه سوم نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی اعمال شده انبساطی می‌باشند. شکاف میان نرخ سود تسهیلات و نرخ بهره براساس قاعده تیلور در هر دو سناریو می‌تواند در

صورت استقلال بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های پولی بیانگر عدم‌دقت سیاست‌های پولی اتخاذ شده باشد.

همچنین طبق سناریو مشاهده می‌شود اگر نرخ تورم هدف را در مقدار کمتری مثلاً ۵ درصد در نظر بگیریم مقدار  $R_t$  تیلور نیز بالاتر می‌رود. یعنی نرخ سود اقتصاد باید از روند افزایشی و نه کاهشی برخوردار باشد.

نرخ بهره براساس قاعده تیلور برای دوره زمانی ۲:۸۳-۲:۱۳۷۹ به صورت فصلی نیز محاسبه می‌شد. برای این منظور نرخ تورم هدف معادل ۳ درصد در نظر گرفته شد و میانگین نرخ سود حقیقی نیز ۱/۶ درصد به دست آمد. از مقایسه  $R_t$  براساس قاعده تیلور و نرخ سود اقتصاد مشاهده می‌شود که در فصل‌های سال ۱۳۷۹ ارقام  $R_t$  بر اساس قاعده تیلور و نرخ بهره اقتصاد نزدیک به یکدیگر می‌باشند. در حالی که در فصل‌های سال‌های ۸۳-۱۳۸۰، نرخ بهره براساس قاعده تیلور همواره بیشتر از نرخ سود اقتصاد بوده که حاکی از آن است که سیاست‌های پولی اعمال شده باید انقباضی‌تر عمل می‌کردند. نکته حائز اهمیت که از روند  $R_t$  در طول یک سال می‌توان مشاهده کرد آن است که مثلاً در سال ۱۳۸۱، مسؤولان پولی کشور باید براساس قاعده تیلور در فصل‌های اول و دوم سیاست پولی انبساطی و در فصل سوم، سیاست انقباضی و در فصل چهارم سیاست انبساطی اعمال کنند. به این ترتیب براساس روش فصلی نیز ناسازگاری سیاست پولی کشور براساس قاعده شناخته شده تیلور نیز مشاهده می‌شود. به علاوه در شرایط بازارها مالی غیرکنترلی اعمال چنین سیاستی مستلزم توانایی اثرگذاری بر نرخ سود اقتصاد از طریق ابزارهای جدید سیاست‌های پولی است که در حال حاضر اقتصاد ایران فاقد آن است.

جدول ۱۲- محاسبه قاعده تیلور به صورت فصلی (درصد)

۱۳۸۳		۱۳۸۲				۱۳۸۱				۱۳۸۰				۱۳۷۹			
۲	۱	۴	۳	۲	۱	۴	۳	۲	۱	۴	۳	۲	۱	۴	۳	۲	
۱۷/۷	۸/۴	۷/۹	۳/۹	۴/۳	۸/۵	۹/۷	۵/۳۱	۵/۸	۱۰/۱	۷/۹	۴/۲	۲/۸	۵/۲	۵/۵	۴/۵	۲/۱	R <sub>t</sub> قاعده تیلور
۳/۷	۶/۴	۵/۸	۳/۸	۳/۸	۶/۴	۷/۲	۴/۱	۴/۴	۷/۱	۵/۹	۳/۷	۲/۱	۴/۹	۵/۱	۴/۵	۲/۷	R <sub>t</sub> واقعی

## ۴-۴- قاعده تیلور با توجه به شرایط پولی کشور (تابع عکس‌العمل)

همان‌طور که مشاهده شد، سیاست‌های پولی در ایران براساس قاعده معمول تیلور، سیاست‌های دولت و مناسب با شرایط اقتصادی نبوده‌اند. برای ارزیابی اثر سیاست‌های پولی بر اهداف نرخ تورم شکاف تولید با برداشت خاصی از قاعده تیلور که مناسب با شرایط پولی ایران است تابع عکس‌العمل مقامات پولی کشور در مقابل شرایط حاکم اقتصادی تخمین زده شده است تا ملاحظه شود چه اندازه سیاست‌های پولی اتخاذ شده منطبق بر نظریه‌ها و قواعد حاکم اقتصادی است.

با توجه به این‌که در اقتصاد ایران نرخ سود رسمی بانک به صورت دستوری تعیین می‌شود شاخص مناسبی به عنوان ابزار سیاست پولی نیست. داده‌های نرخ سود بازار غیررسمی نیز به صورت رسمی منتشر نمی‌شود همچنین استفاده از میانگین وزنی نرخ سود رسمی و غیررسمی از جهت قابل دسترسی نبودن داده‌های نرخ سود غیررسمی و همچنین وزن و اهمیت بازارها در مقابل یکدیگر جای سؤال دارد. بنابراین بهترین متغیر بعد از نرخ سود، تغییرات حجم نقدینگی است یعنی تغییر حجم پول، متوسط نرخ سود اقتصاد نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. لگاریتم تغییرات حجم نقدینگی ( $LDM_2$ ) را بر شکاف تورم (نرخ تورم منهای تورم هدف معادل ۳ درصد) (INF) و شکاف تولید (نرخ رشد تولید واقعی منهای نرخ رشد تولید بالقوه) (GAPGY) رگرس می‌شود. سیاست پولی درست باید همانند قاعده تیلور در صورت مشاهده شکاف مثبت تورم و رشد پولی کمتر و رکود رشد پولی بیشتر نشان دهد. یعنی با پیشی گرفتن تورم از تورم هدف رابطه عکس و شکاف رکودی رابطه مثبت داشته باشد. از آنجایی که سیاست‌های پولی

در اقتصاد ایران دنباله روی سیاست‌های مالی است یعنی دولت برای پوشش هزینه‌های خود به استقراض از نظام بانکی و یا درآمدهای نفتی متوسل می‌شود که هر دوی آنها اثر انبساطی بر حجم پول دارند. بنابراین لگاریتم هزینه‌های مصرفی دولت (LPC) نیز در این تابع لحاظ می‌شود. همچنین افزایش درآمدهای ارزی حاصل از فروش نفت سبب افزایش پایه پولی و در نتیجه افزایش حجم نقدینگی می‌شود بنابراین لگاریتم درآمدهای نفتی (LOILR) نیز در این تابع وارد شده است.

مدل مورد نظر با استفاده از داده‌های فصلی سال‌های ۸۳-۱۳۷۹ به روش OLS تخمین زده شد:

$$\text{LDM2} = -69.22 - 0.007\text{INF} - 0.001\text{GAPGY}(-1) + 2.95\text{LPC} + 0.24\text{LOILR}$$

$$(t) \quad (-4.04) \quad (0.11) \quad (0.06) \quad (3.48) \quad (2.32)$$

$$R^2=0.59 \quad F=5.2 \quad D.W=1.84 \quad (۲)$$

الگوی فوق از لحاظ اقتصادسنجی قابل قبول است. برای تشخیص خود همبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. همان‌طور که مشاهده شد این آماره وجود خود همبستگی پیاپی در الگو را به خوبی رد می‌کند. میزان  $R^2$  نیز بیانگر آن است که ۵۹ درصد از لگاریتم تغییرات حجم نقدینگی به وسیله متغیرهای درون مدل توضیح داده می‌شود. مقدار آماره F بیانگر پذیرش کلیت رگرسیون در سطح اطمینان ۱۰۰ درصد است. برای باثبات بودن مدل، نتایج آزمون دیکی فولر برای جمله پسماند تابع فوق نشان می‌دهد که پسماند مدل انباشته از رتبه صفر است که دال بر عدم وجود رگرسیون جعلی است.

علائم ضرایب نشان می‌دهند که تغییرات حجم پول که نمایشگر سیاست پوی در کشور است توجهی به شکاف تولید در دوره گذشته ندارد. بلکه به صورت انفعالی توسط سیاست مالی دولت و تغییرات ذخائر خارجی تعیین می‌شود. همچنین اعمال سیاست‌های پولی اثر آنی بر شکاف تورمی ندارد و حداقل با وقفه بر تورم

مؤثر است. به نظر می‌رسد بانک مرکزی نیز برای عقیم‌سازی آثار پولی افزایش ذخایر خارجی ناشی از افزایش درآمدهای نفتی اقدامی انجام نمی‌دهد. در تابع تخمینی ضرایب هزینه‌های دولت و ذخائر خارجی بر حجم پول مثبت و معنی‌دار است که موجب افزایش حجم نقدینگی در دوره بعد می‌شود. با این روش نیز ناسازگاری سیاست‌های پولی کشور با قواعد شناخته شده پولی تایید می‌شود.

$$\text{LDM2} = -24.25 - 0.15\text{INF}(-1) - 0.01\text{GAPGY}(-1) + 4.64\text{LPC} + 0.35\text{LOILR}$$

$$(T) \quad (-3.5) \quad (-2.61) \quad (-0.97) \quad (3.39) \quad (4.18)$$

$$D.w=1.82 \quad F=9.7 \quad R^2 = 0.73 \quad (3)$$

علامت ضرایب برابر با انتظار است. اما ضرایب شکاف تولید و شکاف تورم از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشند نظر به این که سیاست‌های پولی حداقل با یک وقفه دوره زمانی بر اهداف شکاف تورم و تولید مؤثر هستند، شکاف تولید و تورم با یک وقفه در تابع فوق وارد می‌شود.

##### ۵- یافته‌های مقاله و توصیه‌های سیاستی

۱- تقلیل دخالت مستقیم دولت در بازارهای مالی و کاهش مقررات کنترلی و دستوری بانک‌های مرکزی (بر فعالیتهای مالی) ویژگی مهمی است که در دو دهه آخر قرن بیستم ملاحظه می‌شود. نوآوری‌های مالی حاصل از امکانات کامپیوتری، اعمال انواع مقررات و دستورالعمل‌های گذشته را غیر ممکن و یا کم رنگ ساخته است. مؤسسات غیرمالی وارد عرصه خدمات بانکی شده و بانک‌های سنتی به خدمات بیمه و اجاره کالاهای بادوام پرداخته‌اند. در چنین فضایی نقش ابزار سنتی سیاست‌های پولی از جمله میزان سپرده قانونی برای اعمال سیاست پولی منتفی شده و یا بسیار تقلیل یافته است.

۲- تحولات بازار مالی و ابداع ابزارهای متنوع مالی توسط مؤسسات مالی و حتی غیر مالی موجب شده است که حجم پول و نقدینگی به صورت متغیری

درون‌زا درآید از این‌رو اعمال سیاست‌های پولی بیشتر از کانال اثرگذاری بر نرخ بهره و از آن طریق اثرگذاری بر بخش حقیقی اقتصاد است. نقش ناکافی نرخ سود در سیستم مالی کشور اعمال سیاست‌های پولی را دشوار نموده است.

۳- ادبیات خنثایی پول نشان می‌دهد که کینز و پولیون این موضوع را که پول در کوتاه‌مدت غیر خنثی است را می‌پذیرند. غیرخنثایی پول در کوتاه‌مدت ناشی از اشتباهات انتظاری کارگران یا اطلاعات ناقص است.

۴- براساس فرایند انتقال پولی، سیاستگذاران پولی برای اثربخشی سیاست‌های پولی از روش هدفگذاری میانی استفاده می‌کنند که فرایند سه مرحله‌ای است. در مرحله اول بانک مرکزی ابزار عملیاتی که می‌تواند اهداف را تحقق بخشد تعریف می‌کند سپس کاربرد این اهداف بر اهداف میانی مانند حجم پول، نرخ تورم پیش‌بینی شده تعریف می‌شود در مرحله سوم اهداف نهایی مانند نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم تعیین می‌شوند.

۵- مشکلاتی در اعمال سیاست‌های پولی مانند تحت کنترل نبودن اهداف میانی، چگونگی اندازه‌گیری اهداف نهایی، انتخاب هم‌زمان چند هدف نهایی و ناسازگاری‌های احتمالی میان آنها وجود دارد.

۶- شاخصی که بتواند موضع عملی بانک‌های مرکزی را در مورد سیاست‌های پولی تعیین کند MCI یا شاخص شرایط پولی نامیده می‌شود که تغییر آن علامتی برای بانک مرکزی است تا با اطلاع از شرایط پولی و با استفاده از ابزارهای مناسب سیاست مورد نظر (انبساطی یا انقباضی) اعمال کند. در اقتصاد ایران چنین شاخصی برای اندازه‌گیری وضعیت پولی وجود ندارد تا اعمال سیاست‌های پولی با آگاهی بیشتری صورت شود.

۷- نوآوری‌های مالی موجب پیدایش ابزارها و روش‌های جدید برای اعمال سیاست پولی مانند بازار پول شبانه، تسویه حساب‌های آنی ارقام کلان، جابجایی سپرده‌های دولتی و موافقتنامه خرید و فروش مجدد یک روزه اوراق بهادار در کنار روش‌های سنتی خط اعتباری بانک مرکزی و عملیات بازار باز شده است. مجموعه این سیاستها در عین حال که غیرمستقیم عمل می‌نمایند، اثر قطعی،



آنی ودقیق‌تری به‌جهت اهداف سیاست‌های پولی بر اقتصاد دارند و می‌توانند به‌صورت مستمر و روز مره برای اعمال سیاست‌های پولی مورد استفاده قرار گیرند.

۸- ابزارهای سیاست‌های پولی در ایران محدود به‌ابزار سنتی، یعنی سقف‌های اعتباری، نرخ ذخیره قانونی و در چند سال اخیر عملیات بازار باز است. البته در اقتصاد ایران روش سپرده قانونی به‌جهت امکان افزایش یا کاهش مانده اعتبارات اعطایی بانک‌ها و نه به‌منظور اثرگذاری بر نرخ بهره مورد استفاده قرار می‌گیرد. عملیات بازار باز در ایران نیز در سطح محدودی و بیشتر از طریق بازار اولیه آن معمول است.

۹- روند به‌کارگیری ابزارهای پولی و اعمال سیاست‌های پولی در ایران نیز نشان می‌دهد که مقامات پولی با ابزارهای محدود سعی می‌کنند بیشتر از طریق تغییرات حجم پول سیاست‌های پولی را اعمال می‌کنند. این ابزارها اجازه اعمال سیاست‌های پولی را در عملیات روزانه و هفتگی و ماهانه نمی‌دهند.

۱۰- ارزیابی سیاست‌های پولی در دوره ۸۳-۱۳۷۹ نشان می‌دهد که مقامات پولی با به‌کارگیری ابزار نرخ سود، سقف اعتباری، نرخ ذخیره قانونی مبادرت به‌اعمال سیاست پولی انبساطی نموده‌اند. سیاست انبساطی مالی هم از طریق افزایش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی این روند را تشدید نموده است. بانک مرکزی فقط از طریق انتشار اوراق مشارکت متعلق به‌خود و با تحمل هزینه‌های بهره‌ای آن تا اندازه‌ای اقدام به‌کنترل سیاست پولی انبساطی ناخواسته نموده است.

۱۱- قاعده ساده برای اعمال سیاست‌های پولی استفاده از قاعده تیلور است. براساس قاعده مذکور، بانک مرکزی نرخ بهره را براساس شکاف تولید و مقیاس تورم تعیین می‌کند. محاسبه‌نرخ بهره قاعده تیلور با هدف داشتن نرخ تورم تک رقمی (۹ درصد) برای سال‌های ۸۳-۱۳۷۹ نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی اعمال شده در این دوره بیش از اندازه انبساطی می‌باشند. در صورتی که هدف دستیابی به‌نرخ تورم پایین‌تر مثلاً ۵ درصد باشد قاعده تیلور حکم به‌نرخ سود بالاتر

برای تسهیلات می‌دهد یعنی نرخ‌های سود باید افزایش و نه کاهش یابند.

۱۲- الگوی اقتصادسنجی برای استخراج تابع عکس‌العمل بانک مرکزی ایران که برداشت خاصی از قاعده تیلور با توجه به شرایط پولی ایران است نشان می‌دهد که اعمال سیاست‌های پولی در ایران بیشتر متأثر از تغییر درآمدهای ارزی حاصل از افزایش قیمت‌های نفت و هزینه‌های مصرفی دولت است. در حالی که قواعد پولی و نظریه‌ای مرتبط با سیاست‌های پولی توصیه می‌کنند که این سیاست‌ها براساس شکاف رکودی و تورمی اقتصاد تنظیم شود.

### فهرست منابع

- ۱- ابریشمی، حمید و محسن مهرآرا (۱۳۷۷)، "تورم و سیاست‌های جبرانی پولی و ارزی در اقتصاد ایران"، پژوهشنامه بازرگانی، فصلنامه شماره ۷، ص ۴۷-۷۳.
- ۲- ختایی، محمود (۱۳۸۳)، "اثرات تحولات جدید بازارهای مالی بر سیاست‌های پولی، مجموعه سخنرانی‌های گروه اقتصاد بازرگانی"، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۳- کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، فرهاد خداداد و محسن نظری، "تبیین پولی تورم در ایران و امکان‌پذیری حصول اهداف برنامه اول پنجساله توسعه اقتصادی، اجتماعی فرهنگی ایران"، مجله اقتصادی معاونت امور اقتصادی و دارایی، شماره ۱ اردیبهشت ۱۳۷۲، ص ۲۵-۴۶، شماره ۲ خرداد ۱۳۷۲، ص ۱۳-۲۵، شماره ۳ مرداد ۱۳۷۲، ص ۲-۱۶.
- ۴- کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، رویا طباطبایی، یوسف فرجی، فیروزه شکرآبی، کورش معدلت، "سیاست‌های پولی و ارزی مناسب جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی در ایران"، مجله اقتصادی معاونت امور اقتصادی و دارایی، سال سوم شماره ۱ و ۲، پاییز و زمستان ۱۳۷۴ ص ۳۰-۷۱.
- ۵- کمیجانی، اکبر، بیژن بیدآباد، رویا طباطبایی، یوسف فرجی، فیروزه شکرآبی، کورش معدلت، "سیاست‌های پولی مناسب جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی در ایران"، مجله اقتصادی معاونت امور اقتصادی و دارایی، شماره ۴ آبان ۱۳۷۵، ص ۲-۱۴، شماره ۵ آذر ۱۳۷۵ ص ۱۲-۲، شماره ۶ دی ۱۳۷۵ ص ۲-۹، شماره ۷ اسفند ۱۳۷۵، ص ۲-۷.
- ۶- کمیجانی، اکبر و سید محمود علوی (۱۳۷۹)، "کارایی سیاست‌های پولی در اثربخشی بر تورم و رشد اقتصادی در ایران"، مجله اقتصاد و مدیریت، شماره ۴۴ و ۴۵، ص

۱۵۴-۱۰۹.

- ۷- ولیمقدم زنجانی، محمد، حسین باستانزاد، مهناز بهرامی، اثرات متغیرهای پیشرو بر سیکل‌های تجاری در اقتصاد ایران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ص ۷۸-۸۰.
- 8- Allan H. Meltzer (1998) Commentary: the Rule of Judgment and Discretion in the Conduct of Monetary Policy, in *changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy, Federal Reserve Banks of Kansas City*, 233.
- 9- Ball L. (1999), "Policy Rules for Open Economies, in: J.B. Taylor(ed.) *Monetary Policy Rules, Chicago University Press: Chicago*, 127-154.
- 10- Fridman, C.(1995), "The Rule of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in Conduct Policy", *Bank of Canada Review*, 53-60.
- 11- Orphanides, A. ,(2001), "Monetary Policy Rules Basecl on Real Time Data", *The American Economic Review*, 91,946-985.
- 12- Siklos, Pierre L. (2004), "*Money, Banking, and Financial Institutions*", 4<sup>th</sup> ed., Toronto, McGraw – Hill.
- 13- Sterken, E. (2003), "Real Time Expectations in The Taylor Rule", <http://www.eco.rug.nl>.
- 14- Taylor, John B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie – Rochester Conference Series on Publicly*, 39, December, 195-214.

Archive of SID