

تحلیل فقهی - حقوقی ابزارها و شیوه‌های عملیاتی سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین: دلالت‌هایی جهت اصلاح قانون پولی و بانکی در راستای اقتصاد مقاومتی^۱

حسین میسمی*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۵/۴

تاریخ تأیید: ۱۳۹۳/۵/۲۴

چکیده: این تحقیق تلاش می‌کند تا با اتخاذ رویکردی کل‌نگر، چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین را تبیین نماید. علاوه بر این، سعی می‌کند تا مهم‌ترین شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده بانک‌های مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی را نیز از منظر فقهی-حقوقی مورد بحث قرار دهد. در نهایت پیشنهادهای مشخصی جهت اصلاح قانون پولی و بانکی ارائه می‌دهد. برخی از مهم‌ترین یافته‌های این تحقیق که به روش تحلیلی - توصیفی به دست آمده‌اند عبارتند از این‌که: اولاً، در حال حاضر این اجماع میان متفکرین دانش اقتصاد پولی شکل گرفته است که سیاست‌گذاری پولی مستقیماً نمی‌تواند به اهدافی مانند: رشد اقتصادی، کاهش فقر، مقاوم‌سازی اقتصاد در برابر شوک‌های بیرونی کمک کند؛ اما با کنترل تورم در سطحی معقول، می‌تواند نقشی بسیار اساسی در دستیابی به اهداف مذکور داشته باشد. ثانیاً، در چارچوب نوین سیاست پولی، بانک‌های مرکزی به سمت قاعده‌محوری در سیاست‌گذاری پولی حرکت نموده‌اند و در اجرایی نمودن این رویکرد، از قواعد مقداری (مانند: قاعده فریدمن) به سمت قواعد قیمتی (مانند: قاعده تیلور) حرکت کرده‌اند. این تغییر در نگرش در عمل به صورت حرکت از ابزار سیاستی «حجم پول» به سمت «نرخ بهره کوتاه‌مدت» نمود یافته است. ثالثاً، در چارچوب اسلامی علاوه بر این‌که اهداف بانک مرکزی باید مشروع باشد (مانند کنترل تورم)، شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده جهت دستیابی به این هدف نیز باید از مشروعیت برخوردار باشد. این در حالی است که شیوه‌های اصلی مورد استفاده در بانکداری متعارف (مانند: عملیات بازار باز^۲ و تسهیلات قاعده‌مند^۳) عمدتاً بر مبنای عقد قرض همراه با بهره صورت می‌پذیرند که از منظر فقه امامیه و حقوق موضوعه ایران قابلیت استفاده ندارد.

کلیدواژه‌ها: سیاست‌گذاری پولی، بانکداری مرکزی نوین، قانون پولی و بانکی، اقتصاد مقاومتی، عملیات بازار باز.

* کارشناس ارشد پژوهش‌کده پولی و بانکی و دانشجوی دکترای رشته اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).

بر اساس تبیین مقام معظم رهبری:

«اقتصاد مقاومتی معنایش این است که ما یک اقتصادی داشته باشیم که هم روند رو به رشد اقتصادی در کشور محفوظ بماند، هم آسیب‌پذیری‌اش کاهش پیدا کند. یعنی وضع اقتصادی کشور و نظام اقتصادی طوری باشد که در برابر ترندهای دشمنان که همیشگی و به شکل‌های گوناگون خواهد بود، کمتر آسیب ببیند و اختلال پیدا کند».

مسلماً بخش‌های مختلف نظام اقتصادی کشور (مانند: نظام بانکی، نظام بیمه، بازار سرمایه و غیره)، در راستای مقاوم‌سازی اقتصاد دارای نقش‌های گوناگونی می‌باشند. اما سؤال آن است که: «وظیفه سیاست‌گذار پولی در راستای تحقق اقتصاد مقاومتی در بازار پول چیست؟».

از طرف دیگر، امروزه در دانش سیاست‌گذاری پولی و بانکداری مرکزی نوین این اجماع بین متفکرین شکل گرفته است که سیاست‌گذاری پولی مستقیماً نمی‌تواند به اهدافی مانند: رشد اقتصادی، کاهش فقر و غیره کمک کند، اما با کنترل تورم در سطحی معقول و کنترل‌شده، می‌تواند نقشی بسیار اساسی در دستیابی به اهداف مذکور داشته باشد. این موضوع را هم نظریه‌های سیاست‌گذاری پولی و هم تجربه کشورهای گوناگون، به اثبات رسانده‌اند.

در واقع درحالی‌که شاید در دهه‌های پیش، مسئله تورم یکی از چالش‌های اقتصادی اکثر کشورهای جهان (در کنار چالش‌های دیگری چون فقر، بیکاری و نابرابری درآمدی) قرار داشت، در دهه اخیر عملاً تورم در اغلب اقتصادها کنترل شده و در سطحی زیر ۵ درصد قرار گرفته است. به عبارت دیگر، مسئله کنترل تورم در اکثر کشورها موضوعی خاتمه یافته و چالشی حل شده است که به اذعان محققین گوناگون، استفاده از چارچوب‌ها، ابزارها و شیوه‌های نوین سیاست‌گذاری پولی، در این رابطه نقش اساسی داشته است. به‌عنوان مثال کشورهایمانند: کانادا، انگلستان، سوئد، فنلاند، اسپانیا و استرالیا که همگی در نیمه اول دهه نود میلادی نسبت به استفاده از الگوهای

نوین سیاست‌گذاری پولی اقدام نمودند، توانستند با تورمی زیر چهار درصد وارد هزاره سوم شوند (اسونسن^۵، ۲۰۰۸: ۱۲۴).

با توجه به آنچه مطرح شد، تحقیق حاضر تلاش می‌کند تا به این سؤالات پاسخ دهد:
یک. جایگاه قاعده سیاستی در سیاست‌گذاری پولی نوین چیست و کدام لنگر اسمی در حال مورد توجه بانک‌های مرکزی جهان قرار گرفته است؟
دو. ابزارها و شیوه‌های عملیاتی سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین کدام‌اند؟
سه. ماهیت حقوقی شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده جهت سیاست‌گذاری پولی چیست؟
چهار. آیا ماهیت حقوقی شیوه‌های عملیاتی با فقه امامیه سازگار است؟

ساختار تحقیق بدین صورت است که پس از این مقدمه، پیشینه تحقیق مورد بحث واقع شده و در ادامه چارچوب سیاست‌گذاری پولی در نظام اقتصادی متعارف، به صورت مختصر مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد. در ادامه مهم‌ترین ابزارها و شیوه‌های عملیاتی که در حال حاضر در اکثر بانک‌های مرکزی جهان جهت سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده واقع می‌شود، تبیین شده و ماهیت حقوقی و سپس فقهی آن‌ها، مورد بحث واقع می‌شود. در نهایت توصیه‌هایی سیاستی جهت اصلاح قانون پولی و بانکی در راستای تقویت چارچوب سیاست‌گذاری پولی ارائه می‌گردد.

۱. پیشینه تحقیق

هرچند مقوله بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی در چارچوب فقه اسلامی از مباحث جدید در حوزه بانکداری اسلامی بوده و کمتر مورد توجه محققان واقع شده است، اما لازم است ابتدا به برخی از این پژوهش‌ها اشاره شود.

نظرپور (۱۳۸۴) به مقوله استفاده از صکوک استصناع جهت سیاست‌گذاری پولی پرداخته و ظرفیت‌های این اوراق را برجسته می‌نماید. یافته‌های این تحقیق نشان‌دهنده آن است که امکان جایگزینی اوراق قرضه با اوراق استصناع به‌عنوان ابزار سیاستی وجود دارد.

نودهی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرای‌سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین نمودن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته

می‌نماید. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود.

کیائی (۱۳۸۷) به مقایسه ابزارهای سیاست پولی پیشنهادی اهل سنت با فقه امامیه و نحوه عملیاتی کردن آن‌ها می‌پردازد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که عمده‌ترین ابزارهایی که در اقتصاد متداول برای اعمال سیاست پولی مورد استفاده قرار می‌گیرند (مانند نرخ تنزیل و عملیات بازار باز)، مبتنی بر نرخ بهره بوده و بنابر نظر اقتصاددانان مسلمان نمی‌توان آن‌ها را به همان شکلی که در اقتصاد متداول استفاده می‌شود، در اقتصاد اسلامی مورد استفاده قرار داد. از این‌رو، اقتصاددانان اهل سنت و امامیه در سال‌های اخیر همواره سعی کرده‌اند تا ابزارهایی را برای اعمال سیاست پولی پیشنهاد دهند که هم با مبانی شرعی سازگار باشند و هم بتوانند تا حد ممکن اهداف و وظایف سیاست پولی را محقق سازند. در مقابل، با توجه به وجود برخی مشکلات در این ابزارهای پیشنهادی و مستحده بودن مسئله سیاست‌گذاری پولی، نگاه دیگری به این موضوع قابل طرح است که ماهیت بهره در فرآیند سیاست‌گذاری پولی توسط بانک مرکزی را متفاوت از ربای قرضی می‌داند؛ زیرا بانک مرکزی به‌عنوان یک نهاد سیاست‌گذار، دارای نگاهی کلان به پول است و بدون هیچ انگیزه سودآوری تنها به دنبال ایجاد شرایط تعادلی در اقتصاد است. به‌این‌ترتیب این احتمال وجود دارد که بهره در عملیات سیاست‌گذاری بانک مرکزی از مصادیق ربای قرضی محسوب نشود.

مؤمنی و حری (۱۳۸۸) به مقوله تجربه کشورهای اسلامی در سیاست‌گذاری پولی اسلامی می‌پردازند. یافته‌ها چنین نشان می‌دهد که بین کشورهای اسلامی و دیگر کشورها، در عمل تفاوت معنی‌داری در کاربرد ابزارهای پولی وجود نداشته و این کشورها نتوانسته‌اند ابزارهای سیاست‌گذاری پولی مناسب با شرایط خود را ارائه نموده و مورد استفاده قرار دهند. در واقع کشورهای اسلامی یا به‌طورکلی از ابزارهای بانکداری مرسوم برای کنترل پولی استفاده می‌کنند و یا به دنبال پیدا کردن و استفاده از ابزار مناسب و کارآمد مورد تأیید در نظام اسلامی نیستند. از طرف دیگر در بیشتر کشورهای اسلامی، بین شبکه پولی و مدیریت پولی در استفاده از ابزارهای پولی

هماهنگی وجود ندارد. این عدم هماهنگی بین شبکه بانکی کشور و مدیریت پولی، موجب بروز ناکارآمدی در سیاست‌گذاری پولی شده است.

عباسی مقدم (۱۳۸۸) به امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیر قرضه‌ای به‌عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی می‌پردازد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بانک مرکزی در گسترش عملیات بازار باز باید چهار قاعده (اصل) را در نظر داشته باشد که عبارتند از: حفظ استقلال ابزاری، حداقل‌سازی اثرات عملیات بانک مرکزی بر تخصیص اعتبارات و قیمت‌های نسبی، دستیابی به نقدینگی پرتفولیو و کنترل ریسک و نهایتاً شفافیت و محاسبه‌پذیری.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) به بررسی به تبیین کارکردهای اسناد خزانه اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی می‌پردازند. در این دیدگاه اسناد خزانه اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (عموماً دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آن‌ها در آینده می‌باشند. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار دولت‌ها منتشر شده و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی می‌باشند.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورّم را مورد بحث قرار می‌دهند. یافته‌های این تحقیق که بر روی چهار نوع صکوک یعنی اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و استصناع تمرکز می‌کند نشان‌دهنده آن است که اوراق مذکور قادر به کاهش تورّم پولی، تورّم فشار هزینه، تورّم فشار تقاضا و تا حدودی تورّم وارداتی می‌باشند.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین به‌صورت پراکنده برخی از ابعاد سیاست‌گذاری پولی را مورد بررسی قرار داده‌اند و لذا تاکنون تحقیقی که با رویکردی جامع چارچوب، ابزارها و شیوه‌های عملیاتی در سیاست‌گذاری پولی نوین را از منظر حقوقی تبیین نموده و سپس به تحلیل فقهی آن‌ها بپردازد (و توصیه‌هایی نیز برای اصلاح قوانین ارائه کند)، انجام نشده است. از این منظر پژوهش حاضر دارای نوآوری می‌باشد.

۲. سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد متعارف

مسئله‌ای که لازم است در مباحث فقهی و حقوقی، ابتدا لازم است تصویر صحیحی از ماهیت سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین و قواعد سیاستی مورد استفاده ارائه شود. در واقع مباحثی که در این قسمت مطرح می‌شود به‌نوعی موضوع سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد متعارف می‌باشد. در ادامه ابتدا تعریف و اهداف سیاست‌گذاری پولی ارائه شده و سپس به مقوله قواعد سیاستی پرداخته می‌شود.^۶

۱-۲. تعریف سیاست پولی

اولین مسئله‌ای که لازم است در مقوله سیاست‌گذاری پولی مورد بحث واقع شود، تعریف است. در این رابطه فرهنگ لغات اقتصادی پالگریو^۷ در ذیل مدخل سیاست‌گذاری پولی بیان می‌دارد:

«سیاست پولی عملی است که به‌وسیله بانک مرکزی و یا مقام پولی یک کشور جهت اثرگذاری بر عرضه، تقاضا و هزینه اعتبارات انجام‌شده تا ضمن کنترل تورم، در نهایت اهداف مانند رشد اقتصادی و اشتغال کامل تقویت گردد»^۸
(فرهنگ اقتصادی پالگریو، ۱۹۹۲، ج ۲: ۲۲).

در برداشتی دیگر می‌توان سیاست پولی را مجموعه‌ای از ظرفیت‌ها، اهداف، ابزارهای در اختیار و فرآیندهای اعمال سیاست (از طریق ابزارها) در نظر گرفت. مجموعه‌ای که در نهایت به ثبات سطح عمومی قیمت‌ها در وهله نخست و تقویت زمینه‌های رشد اقتصادی و کاهش بیکاری در سطوح بعد، می‌انجامد (کراکت،^۹ ۱۹۹۴: ۲۲).

۲-۲. اهداف

بررسی نظریه و تجربه بانکداری مرکزی و سیاست‌گذاری پولی به‌خوبی نشان می‌دهد که هرچند در گذشته علاوه بر مسئله کنترل تورم، اهداف گوناگونی مانند تقویت رشد اقتصادی، کاهش بیکاری، کنترل بازار ارز و غیره، جزو اهداف بانک‌های مرکزی و سیاست‌گذاران پولی در نظر گرفته می‌شدند، اما در دهه اخیر این اجماع بین نظریه‌پردازان و بانکداران مرکزی شکل گرفته است که مهم‌ترین و اصلی‌ترین هدف

بانک مرکزی در سیاست‌گذاری پولی باید صرفاً کنترل تورّم باشد و بانک مرکزی اساساً توان و ظرفیت پیگیری مستقیم سایر اهداف را ندارد.^{۱۰}

شاید به همین دلیل است که در حال حاضر، در اکثر کشورهای توسعه‌یافته و حتی در حال توسعه، مأموریت اول بانک‌های مرکزی (به‌عنوان نهاد تدوینگر و اجراکننده سیاست پولی)، کنترل نرخ تورّم بوده و راهبرد سیاست پولی نیز بر این پایه تنظیم شده است. علت اصلی تفویض این مأموریت به بانک مرکزی آن است که دیگر نهادهای سیاست‌گذار، اساساً ساختار سازمانی، دانش تخصصی و ابزارهای لازم برای دسترسی به این هدف (به‌میزانی که برای بانک‌های مرکزی میسر است)، را در اختیار ندارند (کینگ^{۱۱}، ۲۰۰۳: ۲۲).

البته این بدان معنی نیست که سایر اهداف به‌طور کامل از دستور کار بانک مرکزی خارج می‌شود. بلکه منظور آن است که اصلی‌ترین اولویت و هدف بانک مرکزی کنترل تورّم است و پیگیری سایر اهداف صرفاً در صورتی قابل قبول است که با این هدف در تعارض نباشد. بر همین اساس مأموریت (دستور کار) بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف را می‌توان به چند نوع طبقه‌بندی کرد که عبارتند از: چندفرمانی (چندهدفی) با رتبه‌بندی اولویت‌ها^{۱۲}، دوفرمانی^{۱۳} و تک‌فرمانی.^{۱۴} البته شیوع نوع اول بیشتر از بقیه بوده و در حال حاضر بسیاری از بانک‌های مرکزی (مانند اروپا، بانک انگلیس، ترکیه و غیره) ثبات قیمتی را هدف اصلی سیاست‌گذاری پولی دانسته و اشتغال و رشد اقتصادی را در صورت عدم تعارض با تورّم مجاز می‌دانند^{۱۵} (والش^{۱۶}، ۲۰۱۰: ۲۱۱).

در جمع‌بندی مقوله اهداف بانک مرکزی می‌توان این‌طور بیان نمود که تجارب کشورهای گوناگون که در زمینه کنترل تورّم و تقویت رشد اقتصادی به موفقیت‌های چشم‌گیری دست یافته‌اند به‌خوبی نشان می‌دهد که اگر هدف اصلی بانک مرکزی چیزی غیر از کنترل تورّم باشد و یا این‌که چندین هدف متضاد برای سیاست‌گذاری پولی تعیین شود، در عمل تقریباً نمی‌توان به هیچ‌یک از اهداف دست پیدا نمود؛ چراکه ظرفیت یا به‌اصطلاح «تکنولوژی بانکداری مرکزی»^{۱۷} صرفاً برای کنترل تورّم ساخته شده است (گالی^{۱۸}، ۲۰۰۸: ۲۲۱).

در مقابل اگر بانک مرکزی (به جای پیگیری مستقیم رشد بلندمدت اقتصادی)، اولویت اصلی خود را کنترل تورم قرار داده و در عمل نیز به صورت جدی در این رابطه مسئول و پاسخگو باشد، می تواند با کاهش نااطمینانی در بین ذینفعان اقتصادی، زمینه تحقق سایر اولویت های اقتصادی را نیز فراهم کند. به تعبیر برنآن که:

«سیاست پولی نمی تواند کار زیادی در مورد رشد بلندمدت (طرف عرضه اقتصاد) انجام دهد. تمام تلاشی که ما می توانیم انجام دهیم آن است که با برنامه ریزی صحیح پولی، دوره هایی که اقتصاد به دلیل کمبود تقاضا متبض شده است را مدیریت کنیم» (برنآن که^{۱۹}، ۲۰۱۳: ۲).

۲-۳. جایگاه و اهمیت قاعده سیاستی

یکی از مباحث مهم در بانکداری مرکزی نوین مقوله ضرورت وجود «قاعده^{۲۰}» در سیاست گذاری پولی است. در واقع در حال حاضر هم نظریه سیاست پولی و هم تجربه کشورهای گوناگون نشان داده است که رویکرد مبتنی بر قاعده در سیاست گذاری پولی، به بانک های مرکزی در راستای دستیابی به هدف اصلی خود (کنترل تورم) کمک شایانی می کند.

بررسی ادبیات اقتصادی در این رابطه نشان می دهد که رویکرد «قاعده محور^{۲۱}» در سیاست گذاری پولی، در مقابل دیدگاه مبتنی بر «استصواب^{۲۲}» قرار گرفته و این خود زمینه بحث و گفتگو میان اندیشمندان اقتصادی را فراهم کرده است. در واقع گروهی از اقتصاددانان از ضرورت قاعده محور و پیش بینی پذیر بودن سیاست گذاری پولی سخن گفته اند و گروهی دیگر معتقدند که سیاست پولی باید به شیوه صلاح دیدی و بر اساس تشخیص بانکداران مرکزی در شرایط گوناگون، به شیوه های متفاوت اعمال شود (فریدمن^{۲۳}، ۱۹۶۰: ۲۳).

در رویکرد مبتنی بر قاعده^{۲۴} لازم است سیاست گذاری پولی از چند ویژگی اساسی برخوردار باشد که اولین مورد آن، در نظر گرفتن و تصریح هدفی مشخص برای متغیر میانی مورد نظر سیاست گذار می باشد. ویژگی دوم آن است که هدف تعیین شده به ندرت و در فواصل زمانی زیاد تغییر داده می شود. علاوه بر این، تعدیل در سیاست پولی

عمدتاً برای دستیابی به اهداف منظور شده برای متغیر میانی انجام می‌گیرد. ویژگی چهارم آن که قاعده، ابزار سیاستی مورد استفاده توسط سیاست‌گذار پولی را صرفاً تابعی معین از متغیرهای از پیش تعیین شده یا متغیرهای جلونگر (و یا هر دو) قرار می‌دهد و ویژگی آخر آن که رویکرد مبتنی بر قاعده قابلیت پیش‌بینی رفتار سیاست‌گذار را در ذینفعان بازار پول^{۲۵} تقویت می‌کند (جلالی نائینی، ۱۳۹۳: ۳۱).

هر دو گروه اقتصاددانان (طرفداران قاعده‌محوری و طرفداران چارچوب مبتنی بر استصواب) استدلال‌های گوناگونی را در دفاع از رویکرد منتخب خود ارائه می‌کنند. اندیشمندان گروه اول معتقدند که مبتنی بودن سیاست‌گذاری پولی بر قواعد مشخص باعث می‌شود که: شفافیت سیاست پولی افزایش یابد، مدیریت بازار پول قابلیت پیش‌بینی پیدا کند، تأثیر انگیزه‌های سیاسی و غیرفنی در تصمیمات بانکداران مرکزی کاهش یابد و نهایتاً مدیران تصمیم‌گیر همواره خود را در معرض نوعی ارزیابی دیده و مجبور به پاسخگویی باشند. در این دیدگاه سیاست‌های استصوابی منجر به بی‌ثباتی اقتصاد کلان، ایجاد تورش تورمی و لابی‌گری جهت تحت تأثیر گذاردن بر تصمیمات سیاست‌گذاران پولی می‌شود (تیلور^{۲۶}، ۱۹۹۳: ۶۷).

در مقابل، اقتصاددانان معتقد به رویکرد استصوابی معتقدند که رویکرد مبتنی بر قاعده سیاست‌گذاران را با نوعی انفعال همراه می‌سازد و توانمندی اعمال سیاست‌های پولی را کاهش می‌دهد. بر این اساس طرفداران استصواب مخالف هرگونه قاعده سیاست‌گذاری ثابت بوده و معتقدند که سیاست‌های پیریزی شده بر اساس یک قاعده ثابت، جوابگوی تکان‌های پیش‌بینی نشده و شرایط غیرعادی پیش آمده نیست. در این چارچوب پیگیری قواعد سیاستی مشخص توسط بانک‌های مرکزی امری ناکارآمد و پرهزینه در نظر گرفته شده و بر همین اساس، باز بودن دست سیاست‌گذاران جهت تعیین سیاست‌های پولی بر اساس صلاحدید، اطلاعات موجود و پیش‌بینی‌هایی که از متغیرهای اقتصادی در آینده دارند، یک ضرورت تلقی می‌شود (فیشر^{۲۷}، ۱۹۹۰: ۳۱).

به لحاظ تاریخی دهه ۶۰ و ۷۰ میلادی، دوره اوج اتخاذ رویکرد استصوابی و صلاحدید در سیاست‌گذاری پولی بود. در این دوره بانک‌های مرکزی در عمده

کشورها بر اساس صلاحدید به اعمال سیاست‌ها اقدام می‌نمودند که تجربه ایالات متحده آمریکا نمونه‌ای از آن است. در این دوره بانک‌های مرکزی معمولاً با مداخله مکرر در بازار پول از طریق تغییر نرخ رشد متغیرهای پولی و یا تغییر نرخ بهره بازار پول به اعمال سیاست‌های استصوابی مورد نظر خود اقدام می‌ورزیدند. در واقع بانک‌های مرکزی ضرورتی به ملتزم نمودن سیاست پولی به یک روند معین زمانی قیمت‌ها و یا کنترل نرخ تورم تحت یک مقدار معین و هدف شده احساس نمی‌کردند. به‌هرحال چالش‌های پیش‌آمده در دهه ۷۰ در زمینه کنترل تورم، مبانی رویکرد استصوابی در سیاست‌گذاری پولی را با چالش جدی مواجه ساخت و زمینه‌های تقویت گفتمان قاعده‌محور را برجسته نمود. به‌طور مشخص، در دهه هفتاد (و حتی اوایل دهه ۸۰ میلادی) متوسط نرخ تورم در شمار زیادی از کشورهای جهان، از جمله کشورهای توسعه‌یافته، افزایش قابل توجهی یافت. هرچند که بروز شوک نفتی (بر اثر جنگ کشورهای عربی با رژیم اشغالگر قدس) برافزایش نرخ تورم تأثیرگذار بود، اما مخالفان سیاست‌های استصوابی افزایش نرخ تورم را در وهله نخست معلول سیاست‌های غیرانضباطی پولی می‌دانستند (جلالی نائینی، ۱۳۹۳: ۳۳).

شکست رویکرد مبتنی بر صلاحدید در عمل منجر به آن گردید که اقتصاددانان طرفدار قاعده‌محوری فرصتی برای بازسازی مدل‌های نظری خود پیدا کنند. در واقع در این دوره اندیشمندان در پی پاسخ به این سؤال بودند که چرا بانک مرکزی در دوره‌ای که با اختیارات زیاد و بر اساس صلاحدید به اعمال سیاست‌های پولی اقدام می‌نمود، نتوانست از ایجاد تورم جلوگیری کند؟ در راستای ارائه پاسخ علمی و نظری به این چنین سؤالی، الگوهای مختلفی توسط اقتصاددانان ارائه شد که مهم‌ترین آن‌ها مدل‌های «ناسازگاری بین زمانی»^{۲۸} کیندلند و پرسکات^{۲۹} (۱۹۷۷) و بارو و گوردون^{۳۰} (۱۹۸۳) بود. این نظریات در کنار دیدگاه‌های مرتبط با «ختثائی پول»^{۳۱} در بلندمدت که توسط لوکاس^{۳۲} (۱۹۷۲) مطرح گردید، مبانی نظری لازم برای حرکت از صلاحدید به سمت قاعده در سیاست‌گذاری پولی را فراهم کرد.

به عنوان نمونه مدل‌های مبتنی بر ناسازگاری بین زمانی بر این نکته تأکید دارند که انگیزه‌های سیاست‌گذار پولی در طول زمان تغییر می‌کند و لذا سیاستی که در زمان صفر بهینه تلقی می‌شد، به راحتی می‌تواند در زمان یک غیر بهینه در نظر گرفته شود. این می‌تواند منجر به آن شود که انگیزه‌های بانکداران مرکزی در زمینه کنترل تورم در طول زمان دستخوش تغییرات اساسی گردد. در واقع سیاست‌گذار پولی در زمان یک علی‌رغم اطلاع کامل از هزینه‌های اجتماعی تورم و مشکلاتی که در آینده ایجاد خواهد نمود، باز هم به هر دلیل (مثلاً انگیزه‌های سیاسی و انتخاباتی) کنترل تورم را سیاست بهینه در زمان یک تلقی نمی‌کند (کیندلند و پرسکات، ۱۹۷۷: ۲۲؛ بارو و گوردون، ۱۹۸۳: ۳۴).

در جمع‌بندی این بخش می‌توان به دو نکته اشاره نمود: اولاً، تجربه جهانی به خوبی نشان می‌دهد که رویکرد سنتی در سیاست‌گذاری پولی که آن را صلاح‌دید و در چارچوب استصواب قرار می‌دهد، موفقیت زیادی در مقوله کنترل تورم نداشته است و به همین دلیل سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین، مبتنی بر قواعد مشخص اجرائی می‌گردد. ثانیاً، بانک‌های مرکزی در عملیاتی‌سازی رویکرد مبتنی بر قاعده، از قواعد مقداری (مانند: قاعده فریدمن) به سمت قواعد قیمتی (مانند: قاعده تیلور) حرکت کرده‌اند. این تغییر در نگرش در عمل به صورت حرکت از ابزار سیاستی^{۳۳} «حجم پول» به سمت «نرخ بهره کوتاه‌مدت» نمود یافته است.

۲-۴. لنگر اسمی و گزینش ابزار مناسب

یکی از مباحث اساسی در رویکرد قاعده‌محور به سیاست‌گذاری پولی، مسئله مدیریت نمودن انتظارات از طریق تعیین «لنگر اسمی»^{۳۴} در اقتصاد می‌باشد. لنگر اسمی متغیری اسمی است که بانک مرکزی جهت دستیابی به هدف نهایی خود (کنترل تورم) مورد استفاده قرار می‌دهد. لنگر اسمی علاوه بر این که هدایت سیاست پولی را بر عهده دارد، انتظارات تورمی مردم را هم کنترل می‌کند. به عنوان مثال، اگر بانک مرکزی هدف مشخصی برای حجم پول اعلام کند، مردم درمی‌یابند که

سیاست‌گذار پولی انضباط پولی را رعایت خواهد نمود و لذا تورم در آینده باثبات خواهد بود (هویت^{۳۵}، ۲۰۱۱: ۲۱).

در ادبیات اقتصاد پولی و بانکداری مرکزی، تعیین لنگر اسمی و ابزار سیاست پولی مناسب، از قدم‌های اولیه و اساسی در سیاست‌گذاری پولی در نظر گرفته می‌شود. به عبارت دیگر، انتخاب لنگر پولی شایسته با توجه به اقتضائات اقتصاد، به عنوان یکی از وظایف مهم سیاست‌گذاران پولی مطرح می‌گردد. البته در طول زمان با توجه به دلایل گوناگون (مانند: نوآوری‌های مالی، تغییر ساختارهای اقتصادی و تجارب به دست آمده در عمل) از اهمیت برخی از لنگرهای اسمی کاسته شده و بر گروهی دیگر افزوده شده است. در ادامه به سه مورد از مهم‌ترین لنگرهای اسمی که در نظریه‌های سیاست پولی در دهه‌های اخیر به صورت جدی مورد بحث واقع شده‌اند، اشاره می‌شود.

۲-۴-۱. لنگر ارزی

در این چارچوب پولی که اصطلاحاً «هدف‌گذاری ارزی^{۳۶}» نامیده می‌شود، بانک مرکزی واحد پولی خود را به واحد پول یک کشور با تورم کم و شرایط اقتصادی باثبات لنگر کرده و متعهد می‌شود که نرخ برابری بین واحدهای پولی را حفظ کند. این تعهد باعث می‌شود که به صورت خودکار از خلق بی‌رویه پول پر قدرت که موجب کم‌ارزش شدن پول ملی می‌شود، جلوگیری گردد.

ویژگی اصلی سیاست هدف‌گذاری ارزی، که در بسیاری از کشورها (به‌ویژه کشورهای در حال توسعه از جمله ایران) تجربه شده، آن است که به بانک مرکزی کمک می‌کند تا با استفاده از یک ابزار و یا اصطلاحاً لنگر، تورم اقتصاد را کنترل کند. به عبارت دیگر، در این شیوه بانک مرکزی جهت دست‌یابی به «هدف نهایی^{۳۷}» که کنترل تورم است، بر روی «هدفی میانی^{۳۸}» به نام نرخ ارز تمرکز می‌کند. در این شرایط «ابزارهای سیاستی^{۳۹}» در اختیار سیاست‌گذار^{۴۰} (مانند نرخ بهره و یا پایه پولی) و «شیوه‌های اجرایی^{۴۱}» مورد استفاده جهت ایجاد تغییر در ابزارها (مانند عملیات بازار باز و خرید و فروش ارز)، صرفاً در جهت مدیریت هدف میانی (نرخ ارز) مورد استفاده واقع

شده و در نهایت از طریق تثبیت قیمت کالاهای وارداتی، به مدیریت تورم کمک می‌کند (میلر و دیگران^{۴۲}، ۲۰۱۲: ۲۲۳).

لنگر نرخ ارز دارای نقاط قوت و ضعف مشخصی می‌باشد. برخی از مهم‌ترین نقاط قوت آن عبارتند از: ایجاد اعتبار برای بانک‌های مرکزی با سابقه بد، وجود چارچوب خودتعدیلی (اعمال سیاست انقباضی با افزایش فشار به نرخ ارز)، سادگی و کاربردی بودن برای کشورهای در حال توسعه، شفافیت بالا، پیام‌رسانی و قابل مشاهده بودن برای عموم مردم. مهم‌ترین نقاط ضعف نیز عبارتند از: وابسته شدن کامل اقتصاد به ارز خارجی، ناممکن بودن در شرایط تحریم اقتصادی، خارج شدن ابزار حجم پول از دسترس بانک مرکزی و وابستگی کامل آن به تحولات نرخ ارز، انتقال شوک‌های خارجی به داخل اقتصاد و نهایتاً وجود تبعات و آثار سیاسی (آستروی و دیگران^{۴۳}، ۲۰۱۲: ۴۵).

۲-۴-۲. لنگر پولی

در نظر گرفتن لنگر پولی که اصطلاحاً «هدف‌گذاری پولی^{۴۴}» نامیده می‌شود، شیوه‌ای می‌باشد که از اوایل دهه هفتاد تا اواسط دهه هشتاد در بسیاری از کشورها مورد استفاده واقع می‌گردید. آلمان، سوئیس و انگلیس، نمونه‌ای از مهم‌ترین کشورهایی می‌باشند که در تاریخچه سیاست‌گذاری پولی خود، به صورت جدی از چارچوب هدف‌گذاری پولی استفاده کرده‌اند (میلر و دیگران، ۲۰۱۲: ۲۷۶).

چارچوب هدف‌گذاری پولی، که ایده اولیه آن توسط پولیون مطرح گردید، بر مبنای هدف‌گذاری پایه پولی و یا کل‌های گسترده پولی (مانند نقدینگی) شکل می‌گیرد. پیش‌فرض اساسی این دیدگاه آن است که سیاست‌های انبساطی پولی صرفاً اثرات کوتاه‌مدت داشته و در بلندمدت تأثیری بر رشد تولید ناخالص ملی ندارند.

این چارچوب نیز دارای نقاط قوت و ضعف مشخصی می‌باشد. مهم‌ترین ویژگی هدف‌گذاری پولی را به طور کامل در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد. علاوه بر این، مسئله سیاست‌گذاری پولی را مرتبط با مسائل اقتصاد داخلی می‌کند (بر خلاف لنگر ارزی). نهایتاً این که این لنگر خاصیت «شفافیت و پیام‌رسانی» دارد. به این معنی که

اطلاعات در مورد هدف‌های تعریف‌شده برای لنگر پولی از طریق انتشار کل‌های پولی و مقایسه آن با عملکرد، قابل ردیابی است. انتشار این اطلاعات می‌تواند به سرعت، سیاست پولی و میزان پایداری سیاست‌گذاران به کنترل تورّم را به عموم مردم علامت دهد (جلالی نائینی، ۱۳۹۳: ۴۴).

نقطه ضعف اصلی این رویکرد آن است که عملکرد هدف‌گذاری پولی را اساساً به این مسئله وابسته می‌کند که رابطه معنادار و مطمئنی بین پایه پولی (و یا کل‌های پولی) با هدف نهایی (تورّم) وجود داشته باشد و در غیر این صورت سیاست‌گذار در اعمال سیاست پولی با مشکل جدی مواجه خواهد شد. این در حالی است که در دهه‌های اخیر به علت توسعه مالی (افزایش دارایی‌های جانشین)، رابطه پایه پولی و یا کل‌های پولی با تورّم تا حدودی تضعیف شده است. علاوه بر این، ممکن است در طول زمان تعریف و شیوه محاسبه کل‌های پولی تغییر کند که این مشکلاتی در هدف‌گذاری پولی ایجاد می‌نماید. نهایتاً این که اگر از کل‌های پولی به عنوان لنگر استفاده شود، قدرت مانور بانک مرکزی کاهش می‌یابد. چراکه علاوه بر بانک مرکزی، بانک‌ها و عموم مردم نیز در تغییرات کل‌های پولی نقش خواهند یافت (مک‌کالوم و نلسون^{۴۵}، ۲۰۰۵: ۱۸).

۲-۴-۳. لنگر نرخ تورّم

آخرین و مهم‌ترین چارچوب سیاست‌گذاری پولی، لنگر نرخ تورّم است که اصطلاحاً «هدف‌گذاری تورمی^{۴۶}» نامیده می‌شود. در این شیوه، هدف میانی سیاست‌گذار، نرخ تورّم و یا سطح قیمت‌ها بوده و ابزار مورد استفاده «نرخ بهره سیاستی^{۴۷}» می‌باشد که در ادبیات سیاست پولی، از آن با تعابیر متفاوتی مانند: نرخ بهره شبانه^{۴۸}، نرخ بهره بازار بین‌بانکی^{۴۹}، نرخ بهره بازار پول^{۵۰} و نرخ بهره کوتاه‌مدت^{۵۱}، یاد می‌شود. در هدف‌گذاری تورمی بانک مرکزی به جای آن‌که از متغیری میانی مانند نقدینگی جهت مدیریت نرخ رشد قیمت‌ها استفاده کند، نرخ مشخص برای تورّم را به عنوان لنگر اسمی در نظر می‌گیرد و با اعمال تغییرات مورد

نظر در ابزار (نرخ بهره سیاستی)، تلاش می‌کند تا به لنگر اسمی مورد نظر دست یابد (برنانکه و دیگران، ۱۹۹۹: ۱۲۱).

به لحاظ تاریخی، الگوی هدف‌گذاری تورمی هم به لحاظ نظری و هم تجربی بعد از دو الگوی هدف‌گذاری ارزی و پولی مطرح شده است. در واقع با توجه به نقاط ضعف نظریات مرتبط با این دو الگو از یک‌سو و تجارب عمدتاً ناموفق بانک‌های مرکزی در دهه‌های شصت، هفتاد و هشتاد میلادی از سوی دیگر، اندیشمندان اقتصادی به سمت طراحی الگوی هدف‌گذاری تورمی روی آوردند. بر این اساس در اوایل دهه ۹۰ میلادی، مبانی نظری این رویکرد نوین در قالب الگوی اقتصاد کلان نوکینزی با سه مؤلفه انتظارات عقلایی، رقابت انحصاری و چسبندگی اسمی با تبیین خرد مطرح گردید و در سال‌های بعد بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف در عمل توانستند با اجرائی‌سازی این الگو، تجارب بسیار موفق در زمینه کنترل تورم ایجاد کنند (هویت، ۲۰۱۱: ۲۶).

سازوکار اعمال سیاست‌های پولی در چارچوب هدف‌گذاری تورمی بدین صورت است که بانک مرکزی ابتدا بر اساس پیش‌بینی‌هایی که دارد، تورم هدف خود در میان‌مدت را تعیین نموده و آن را به‌عنوان هدف میانی (Intermediate Target) به عموم اعلام می‌کند. در ادامه تلاش می‌کند تا با در نظر گرفتن ابزاری مناسب (Instrument)، به هدف مذکور دست یابد. ابزار اصلی سیاست‌گذار پولی در راستای دستیابی به هدف تورمی (در اکثر کشورها)، نرخ بهره سیاستی در بازار بین‌بانکی (بازار پول) می‌باشد. در واقع بانک مرکزی با بالا و پائین نمودن این نرخ در بازار پول، عرضه و تقاضای ذخایر را تغییر داده و از این مسیر اقتصاد را به سمت تورم هدف‌گذاری شده هدایت می‌کند. بانک‌های مرکزی به‌منظور اعمال تغییرات در نرخ بهره سیاستی، از شیوه‌های عملیاتی (Tools) گوناگونی (مانند: عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند و نرخ ذخیره قانونی) استفاده می‌کنند^{۵۲} (دبروور و گیلبرت^{۵۳}، ۲۰۱۳: ۱۹).

ویژگی یا نقاط قوت اصلی رویکرد هدف‌گذاری تورمی ایجاد شفافیت در عملکرد بانک مرکزی، استقلال سیاست پولی از سیاست مالی دولت، بیان صریح یک هدف عددی برای تورم میان‌مدت، تعهد نهادی برای حفظ ثبات قیمت‌ها، اطلاع‌رسانی و ایجاد ساختار ارتباطی میان بانک مرکزی و عموم مردم، استفاده از مجموعه وسیعی از اطلاعات برای سیاست‌گذاری و افزایش پاسخ‌گویی نسبت به اهداف تورمی می‌باشد. در مقابل تمرکز بیش از حد بر تورم و عدم انعطاف‌پذیری از جمله مهم‌ترین انتقادات وارد بر این چارچوب می‌باشند (برنانکه و میشکین^۴، ۲۰۰۷: ۲۳۱).

با توجه به این که نقاط قوت چارچوب هدف‌گذاری تورمی قابل توجه و نقاط ضعف آن کم و قابل مدیریت می‌باشد^۵ و از طرف دیگر، تجارب کشورهای گوناگون در دو دهه اخیر حاکی از موفقیت نسبی این چارچوب در عمل نیز بوده است، به جرات می‌توان گفت در حال حاضر رویکرد غالب و اصلی در دانش سیاست‌گذاری پولی و همچنین در عملیات بانکداری مرکزی نوین در کشورهای مختلف، لنگر نرخ تورم می‌باشد. جدول ذیل نیز به مقایسه سه الگوی سیاست‌گذاری مورد بحث در این قسمت پرداخته است.

جدول ۱. مقایسه هدف‌گذاری ارزی، پولی و تورمی

سطح / استراتژی	هدف‌گذاری ارزی	هدف‌گذاری پولی	هدف‌گذاری تورمی
هدف نهایی (Goals)	یک. ثبات قیمت‌ها، دو. شکاف تولید و سه. ثبات مالی		
هدفی میانی (Intermediate Targets)	نرخ ارز اسمی	پایه پولی و یا کل‌های پولی	نرخ تورم
ابزارهای سیاستی (Policy Instruments)	پایه پولی یا نرخ بهره	ذخایر بانک‌ها	نرخ بهره بین‌بانکی
شیوه‌های اجرایی (Tools)	عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند، نرخ ذخیره قانونی، خرید و فروش ارز و سایر شیوه‌ها		

<ul style="list-style-type: none"> ♦ ایجاد شفافیت در عملکرد بانک مرکزی ♦ استقلال سیاست پولی از سیاست مالی دولت ♦ بیان صریح یک هدف عددی برای تورم ♦ ایجاد ساختار ارتباطی میان بانک مرکزی و عموم ♦ استفاده از مجموعه وسیعی از اطلاعات برای سیاست‌گذاری ♦ افزایش پاسخگویی نسبت به اهداف 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ مرتبط نمودن سیاست‌گذاری پولی با مسائل اقتصاد داخلی ♦ شفافیت و پیام‌رسانی ♦ افزایش پاسخگویی بانک مرکزی 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ ایجاد اعتبار برای بانک‌های مرکزی ♦ باسابقه بد ♦ وجود چارچوب خودتعدیلی ♦ سادگی و کاربردی بودن ♦ شفافیت بالا و پیام‌رسانی 	نقاط قوت
<ul style="list-style-type: none"> ♦ تمرکز بیش از حد بر تورم ♦ عدم انعطاف‌پذیری 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ مشروط بودن به وجود رابطه بین پایه پولی تورم ♦ تغییرپذیری تعریف کل‌های پولی 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ وابسته شدن کامل اقتصاد به ارز خارجی ♦ ناممکن بودن در شرایط تحریم اقتصادی ♦ خارج شدن ابزار حجم پول از دسترس ♦ انتقال شوک‌های خارجی به داخل اقتصاد ♦ وجود تبعات و آثار سیاسی 	نقاط ضعف

۳. ابزارها و شیوه‌های اجرایی سیاست‌گذاری پولی

همان‌طور که قبلاً ذکر گردید، یکی از مسائل اساسی در چارچوب سیاست‌گذاری پولی نوین، شیوه‌های اجرایی (Tools) مورد استفاده جهت هدایت ابزار (نرخ بهره سیاستی) می‌باشد. شیوه‌های اجرایی از منظر عملیاتی، مهم‌ترین سطح در اجرای برنامه سیاست‌گذاری پولی می‌باشند و در صورتی که شیوه‌های صحیحی در اختیار بانک مرکزی نباشد، به هیچ‌عنوان امکان مدیریت ابزار سیاستی و دستیابی به اهداف تعیین شده برایش فراهم نخواهد بود. نکته اساسی در رابطه این شیوه‌ها آن است که

هدف نهایی تمامی آنها، تاثیرگذاردن بر «ذخایر^{۵۶}» بانکها نزد بانک مرکزی یا به طور کلی تغییر عرضه و تقاضای ذخایر در بازار پول به نحوی است که نرخ بهره سیاستی (ابزار) در سطح مشخص و هدف قرار گیرد (اسونسن، ۲۰۰۹: ۱۳).

بررسی تجارب کشورهای مختلف نشان می‌دهد که بانکهای مرکزی از شیوه‌های اجرائی گوناگونی جهت دستیابی به اهدافی که دارند استفاده نموده‌اند. اما برخی از شیوه‌ها تقریباً در اکثر کشورها مشترک بوده و از آنها به صورت گسترده در سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌شود. عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند، ذخایر قانونی، خرید و فروش ارز و ترغیب اخلاقی^{۵۷} برخی از مهم‌ترین این موارد می‌باشند. در ادامه به توضیح مختصر آنها (برحسب اهمیت) پرداخته می‌شود.

۳-۱. عملیات بازار باز

اولین و مهم‌ترین شیوه اجرائی جهت مدیریت ذخایر در بازار پول، عملیات بازار باز است. این عملیات تقریباً در تمامی بانکهای مرکزی جهان به شیوه‌های گوناگون مورد استفاده واقع می‌شود. در ساده‌ترین حالت می‌توان عملیات بازار باز را خرید و فروش اوراق قرضه با کیفیت توسط بانک مرکزی باهدف تأثیرگذاری بر متغیرهایی مانند حجم پول و نرخ بهره بازار در نظر گرفت. در واقع سیاست‌گذاران پولی با خرید و فروش اوراق قرضه، سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی را به اجرا می‌گذارند. به این صورت که در شرایط رکودی، بانک مرکزی با خرید اوراق قرضه باعث می‌شود عرضه پول در اقتصاد افزایش یافته و نرخ بهره کاهش یافته و در سطح هدف قرار گیرد. در مقابل در شرایط تورمی، فروش اوراق قرضه توسط بانک مرکزی، عرضه پول را در اقتصاد کاهش و نرخ بهره را افزایش می‌دهد (میشکین، ۲۰۱۳: ۴۵۱).

۳-۲. تسهیلات قاعده‌مند

تسهیلات قاعده‌مند (SF) مجموعه‌ای از ابزارهای مالی هستند که امکان قرض‌دهی و قرض‌گیری بسیار کوتاه‌مدت (شبانه) بین بانک مرکزی و بانکها را فراهم می‌کنند. این ابزارها که معمولاً در بازار بین‌بانکی مورد استفاده واقع می‌شوند، به بانکهای فعال در

بازار کمک می‌کنند تا در صورتی که با چالش‌های موقت نقدینگی مواجه شدند، بتوانند نیاز خود را از بانک مرکزی برطرف کنند و در مقابل، در صورتی که در کوتاه‌مدت با مازاد منابع مواجه بودند، منابع خود را نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری نمایند^{۵۸} (بانک مرکزی اتحادیه اروپا^{۵۹}، ۲۰۱۳: ۱۸).

امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری در این روش عملاً به نحوی تعیین می‌شود که «کریدور نرخ بهره^{۶۰}» شکل گیرد. در واقع در این کریدور، کف نرخ، میزان بهره‌ای می‌باشد که بانک مرکزی به منابع سپرده‌گذاری شده بانک‌ها نزد خود پرداخت می‌کند و سقف آن نیز، نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی بابت ارائه تسهیلات به بانک‌های متقاضی درخواست می‌نماید. هدف اصلی نظام کریدوری محدود کردن نوسانات نرخ بهره شبانه است؛ چراکه با وجود این نظام، بانک‌های فعال در بازار بین‌بانکی دلیلی برای پرداخت نرخ بالاتر از «نرخ سقف کریدور بانک مرکزی» برای استقراض و جوه شبانه نخواهند داشت و در مقابل (زمانی که ذخایر اضافی را نگهداری می‌کنند)، دلیلی برای پذیرفتن نرخ پایین‌تر از «نرخ کف کریدور» نخواهند داشت. در این شرایط طبعاً بانک‌ها تلاش خواهند نمود تا نیازهای خود را در بازار بین‌بانکی و از طریق مراجعه به سایر بانک‌ها برطرف نمایند و جز در موارد ضرورت، به منابع بانک مرکزی روی نیاورند (بیندسیل^{۶۱}، ۲۰۱۴: ۷۰).

در رابطه با این ابزار لازم است به چند نکته مهم اشاره شود. اولاً، در حال حاضر اکثر بانک‌های مرکزی جهان از شیوه تسهیلات قاعده‌مند به منظور انجام وظیفه «آخرین ملجأ قرض‌دهندگی^{۶۲}» استفاده می‌شود. در این شیوه بانک مرکزی به بانک‌هایی که از یک طرف با مشکلات شدید نقدینگی مواجه هستند (و راهی غیر از مراجعه به منابع بانک مرکزی ندارند) و از طرف دیگر، جزو «بانک‌های با اهمیت نظام‌وار^{۶۳}» به حساب آمده (و ورشکستگی آن‌ها ممکن است اثرات نامطلوبی بر کل بازار پول بر جا بگذارد)، تسهیلات مشخصی با نرخ سقف اعطا می‌کند. ثانیاً، در این شیوه بانک‌ها شروع‌کننده بوده و ابتکار عمل را بر عهده دارند. در واقع بانک مرکزی کف و سقف مشخصی به بانک‌ها ارائه نموده و بانک‌ها جهت دریافت تسهیلات در نرخ سقف و یا سپرده‌گذاری

در نرخ کف دارای آزادی عمل خواهند بود. ثالثاً. در اکثر کشورها، بانک مرکزی محدودیت حجمی بر روی تسهیلات قرض‌داده شده و یا سپرده شده وضع نمی‌کند و صرفاً بر نرخ بهره تأکید دارد. در این شرایط بانک‌ها می‌توانند در نرخ‌های کف و سقف، به هر میزانی که علاقمند بودند از بانک مرکزی قرض بگیرند و یا این‌که منابع مازاد خود را نزد این بانک سپرده‌گذاری نمایند. نهایتاً این‌که قرض‌دهی منابع بانک مرکزی در این شیوه می‌تواند در مقابل وثیقه^{۶۴} باشد و یا بدون وثیقه‌گذاری (بیندسیل، ۲۰۱۴: ۷۴).

۳-۳. ذخایر قانونی

شیوه اجرایی دیگر در سیاست‌گذاری پولی ذخیره قانونی می‌باشد. در واقع در بسیاری از موارد، بانک‌ها ملزم به نگهداری قسمتی از سپرده‌های تودیع‌شده نزد خود، در بانک مرکزی می‌باشند که این نسبت را «نسبت سپرده قانونی» و میزان سپرده مسدود شده در نزد بانک مرکزی را «سپرده قانونی» می‌نامند. نسبت سپرده قانونی می‌تواند قدرت خلق پول در شبکه بانکی را تحت تأثیر قرار داده و به همین دلیل شیوه‌ای جهت اعمال سیاست‌های انقباضی و انبساطی به حساب می‌آید (کورتیمان و وینکلر^{۶۵}، ۲۰۱۳: ۳۴).

بر این اساس، اگر سیاست پولی انبساطی مورد نظر بانک مرکزی باشد، با کاهش در نسبت سپرده قانونی، موجب افزایش منابع آزاد بانک‌ها و کاهش نرخ بهره سیاستی شده و در حالتی که سیاست انقباض پولی دنبال می‌شود، با افزایش نسبت سپرده قانونی، زمینه کاهش منابع آزاد بانک‌ها و در نتیجه افزایش نرخ بهره بازار پول را فراهم می‌کند.

نکته جالب‌توجه در اینجا آن است که در بانکداری مرکزی نوین (بر خلاف بانکداری سنتی)، میزان استفاده از این شیوه جهت سیاست‌گذاری پولی بسیار کم بوده و به هیچ‌عنوان قابل‌مقایسه با دو شیوه قبلی نیست. علت اصلی این امر را باید در معایب این شیوه جستجو نمود. چراکه اولاً. این ذخیره نوعی مالیات بر بانک‌ها به حساب می‌آید. ثانیاً. تغییرات متناوب آن مشکل مدیریت نقدینگی برای بانک‌ها ایجاد می‌کند. ثالثاً. تغییرات این نرخ باهدف سیاست‌گذاری، نااطمینانی در نظام بانکی ایجاد می‌کند.

رابعاً، به دلیل این که این نرخ صرفاً بر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری استاندارد وضع می‌گردد (و مؤسسات غیراستاندارد که در بازار پول حضور دارند اما مقررات زیادی شامل آن‌ها نمی‌شود)، بانک‌ها در محیط رقابتی، با چالش مواجه شده و ممکن است مشتریان خود را از دست بدهند (کوردیا و وودفورد^{۶۶}، ۲۰۱۰: ۲۱).

شاید به دلیل همین معایب است که اکثر بانک‌های مرکزی در کشورهای توسعه‌یافته یا اساساً از این ابزار استفاده نمی‌کنند و نرخ آن را صفر نموده‌اند و یا این که این نرخ را به میزان قابل توجهی کاهش داده‌اند. به عنوان مثال بانک انگلیس^{۶۷} (که بانک مرکزی انگلستان به حساب می‌آید) این نرخ را صفر نموده است و یا این که فدرال رزرو، این نرخ را در سطح بسیار پایینی نگه داشته است. علاوه بر این، در اکثر کشورها (مانند آمریکا) بانک‌های مرکزی برای جلوگیری از مالیات‌ستانی از بانک‌ها، برابر میانگین نرخ بهره و جوه بین‌بانکی به این دسته از ذخایر بانک‌ها بهره پرداخت می‌کند. به هر حال در بانکداری مرکزی نوین، این شیوه راهکاری مناسب به منظور اعمال سیاست‌های پولی به حساب نمی‌آید (کورتیمان و وینکلر، ۲۰۱۳: ۳۶).

۳-۴. خرید و فروش ارز

یکی دیگر از شیوه‌های که توسط برخی از بانک‌های مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده واقع می‌شود، خرید و فروش ارز می‌باشد. با توجه به این که در اکثر اقتصادها بانک مرکزی یکی از بازیگران اصلی بازار ارز به حساب می‌آید، لذا می‌تواند با ورود در این بازار و انجام خرید و فروش، بر قیمت ارز و همچنین بر پایه پولی تأثیر بگذارد. این عملیات نیز مبتنی بر بازار بوده و بیشتر با هدف کنترل نوسانات ارزی استفاده می‌شود. البته میزان استفاده از این شیوه در مقایسه با روش‌های قبل بسیار کم و محدود می‌باشد (کوردیا و وودفورد، ۲۰۱۱: ۲۷).

۳-۵. ترغیب اخلاقی

آخرین و شاید ضعیف‌ترین شیوه مورد استفاده جهت اعمال سیاست‌های پولی، ترغیب اخلاقی می‌باشد. این شیوه، سیاستی غیررسمی است که برخی از بانک‌های مرکزی

جهت ترغیب ذینفعان اقتصادی به منظور متابعت از اهداف مورد نظر بانک مرکزی (در تعیین نرخ بهره یا حجم پول) پیش می‌گیرند. راهکاری که معمولاً جهت ترغیب مورد استفاده واقع می‌شود، انتشار «بیانیه‌های سیاستی»^{۶۸} در رابطه با اهداف مطلوب سیاست‌گذار پولی می‌باشد. این شیوه به نحوی جایگزین اجبار قانونی بانک‌ها و سایر ذینفعان بازار پول به متابعت از هدفی خاص می‌باشد (جرتلر و کارادی^{۶۹}، ۲۰۱۱: ۱۷).

۴. ماهیت حقوقی ابزارها و شیوه‌های عملیاتی سیاست‌گذاری پولی

حال سؤالی که مطرح می‌شود آن است که ماهیت حقوقی سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی متعارف چیست؟ در این رابطه بررسی کتب و مقالات موجود نشان می‌دهد مسئله ماهیت حقوقی سیاست‌گذاری پولی بسیار کم مورد توجه محققین واقع شده است که دلیل اصلی آن، نبود مانع در استفاده از عقد «قرض همراه با بهره» در نظام حقوقی متعارف می‌باشد. اما به دلیل آن‌که در چارچوب اسلامی علاوه بر صحیح بودن هدف اصلی سیاست‌گذاری پولی یعنی کنترل تورم، ابزارها و شیوه‌های صحیح و مشروع نیز باید جهت دستیابی به هدف مورد استفاده واقع شوند، لذا شناخت ماهیت حقوقی سیاست‌گذاری پولی متعارف اهمیت پیدا می‌کند.

بر این اساس اگر با دقت بیشتری به فرآیند سیاست‌گذاری پولی نوین نگریسته شود ملاحظه می‌شود که این فرآیند از چهار سطح تشکیل شده است که عبارتند از:

سطح اول. تعیین ثبات قیمت‌ها به‌عنوان هدف نهایی (Goals).

سطح دوم. در نظر گرفتن نرخ تورم پیش‌بینی شده در میان‌مدت به‌عنوان هدفی میانی (Intermediate Targets).

سطح سوم. استفاده از نرخ بهره کوتاه‌مدت به‌عنوان ابزار سیاستی (Policy Instruments)،
سطح چهارم. به‌کارگیری شیوه‌های اجرائی (Tools) به‌ویژه ذخایر قانونی، تسهیلات
قاعدمند و عملیات بازار باز جهت تغییر نرخ ابزار.

نکته اساسی در اینجا آن است که سه سطح اول از نوع سیاست‌گذاری هستند و رابطه مالی در آن سطوح شکل نمی‌گیرد که مقوله ماهیت حقوقی رابطه اهمیت پیدا کند. فقط در سطح چهارم یا استفاده از شیوه‌های اجرائی است که سیاست‌گذار وارد

معامله با ذینفعان بازار پول شده و عملاً به اعمال سیاست‌های مورد نظر خود می‌پردازد. بنابراین تحلیل ماهیت حقوقی صرفاً در سطح شیوه‌های اجرائی معنی پیدا می‌کند.

اولین شیوه اجرائی مورد استفاده ذخایر قانونی هستند. در واقع بانک‌ها موظف‌اند بخش مشخصی از منابع خود را به‌عنوان ذخایر قانونی نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند. در اکثر کشورها بانک‌های مرکزی بر روی این دسته از ذخایر بهره‌ای نمی‌پردازند و لذا ماهیت حقوقی آن «قرض بدون بهره» به حساب می‌آید. اما در برخی دیگر از کشورها بانک مرکزی به این دسته از ذخایر نیز (مشابه ذخایر مازاد) بهره پرداخت می‌کند که ماهیت حقوقی آن «قرض با بهره» به حساب می‌آید (والاس^۷، ۲۰۱۳: ۲۵۱).

دومین شیوه اجرائی، تسهیلات قاعده‌مند (SF) می‌باشد. این شیوه در واقع مجموعه‌ای از ابزارهای مالی هستند که امکان قرض‌دهی و قرض‌گیری بسیار کوتاه‌مدت (شبانه) بین بانک مرکزی و بانک‌ها را فراهم می‌کنند. این ابزارها که معمولاً در بازار بین‌بانکی مورد استفاده واقع می‌شوند، به بانک‌های فعال در بازار کمک می‌کنند تا مشکلات نقدینگی کوتاه‌مدت خود را برطرف نمایند.

امکانات قرض‌گیری یا سپرده‌پذیری بانک مرکزی، در واقع دریافت ذخایر مازاد بانک‌ها و پرداخت نرخ بهره‌ای حداقلی به آن‌ها می‌باشد. در واقع بانک‌ها می‌توانند علاوه بر ذخایر قانونی، منابع مازاد خود را نیز نزد بانک مرکزی سپرده کرده و از بهره‌ای حداقلی برخوردار شوند. بانک مرکزی با این کار عملاً کف کریدور نرخ بهره در بازار پول را شکل می‌دهد. ماهیت حقوقی این دسته از سپرده‌ها نیز «قرض همراه با بهره» است. در واقع بانک‌ها ذخایر خود را به بانک مرکزی قرض می‌دهند و این بانک نیز نرخ مشخص به آن‌ها پرداخت می‌نماید.

اما امکانات قرض‌دهی بانک مرکزی به بانک‌ها در کشورهای مختلف اصطلاحاً «پنجره تنزیل» نامیده می‌شود. هرچند در گذشته این تسهیلات عملاً حالت تنزیل داشت و بانک‌ها جهت دریافت آن مجبور بودند اسناد مطالباتی خود (مانند: چک و سفته) را نزد بانک مرکزی تنزیل کنند، اما امروزه در عمل تنزیلی انجام نشده و بانک مرکزی مستقیماً ذخایر را به بانک‌ها برای بازه زمانی کوتاه‌مدت قرض می‌دهد (البته در برخی شرایط از اسناد

مطالباتی به عنوان وثیقه وام استفاده می شود). بنابراین ماهیت حقوقی ابزار قرض دهی بانک مرکزی نیز «قرض همراه با بهره» می باشد (لیبر و گاراولی^{۷۱}، ۲۰۰۵: ۱۱۸).

سومین و مهم ترین شیوه اجرائی عملیات بازار باز می باشد. همان طور که ذکر شد این عملیات یا با استفاده از اوراق قرضه دولتی انجام می شود و یا با استفاده از اوراق قرضه بانک مرکزی. در حالت اول، به لحاظ حقوقی بانک مرکزی در بازار ثانویه وارد شده و اوراق دولتی که در اختیار دارد را نزد بانک های دارای مازاد منابع تنزیل می کند (عملیات انقباضی) و یا اوراقی که بانک ها در اختیار دارند را تنزیل می کند (عملیات انبساطی). در هر دو صورت این معامله از منظر حقوقی «بیع دین اصل و بهره اوراق قرضه دولتی» می باشد. اما در حالت دوم بانک مرکزی سند بدهی خود را منتشر نموده و آن را در بازار بین بانکی در اختیار بانک های نیازمند قرار می دهد که به لحاظ حقوقی قرض همراه با بهره می باشد. در واقع بانک هایی که این اوراق را می خرند می پذیرند که منابع خود را برای مدتی مشخص به بانک مرکزی قرض داده و در سررسید اصل و بهره آن را دریافت کنند.

نکته مهمی که در اینجا باید به آن توجه شود ماهیت حقوقی عملیات توافق بازخرید (رپو) می باشد. چراکه در حال حاضر تقریباً تمامی بانک های مرکزی از این شیوه نیز جهت اجرائی سازی عملیات بازار باز خود استفاده می کنند. می توان دو تصویر حقوقی برای قرارداد رپو تصور نمود. در تصویر اول بانک مرکزی (مثلاً جهت عملیات انبساطی) اوراق قرضه دولتی بانک ها، که در واقع سند طلبکاری بانک ها از دولت هستند، را خریداری می کند (بیع دین اولیه) به این شرط که پس از مدت مشخصی (مثلاً یک ماه) بتواند آن را به خود بانک با قیمتی جدید (شامل نرخ بهره) بفروشد (بیع دین ثانویه). بنابراین در این تصویر قرارداد رپو شامل دو بیع دین می باشد که به یکدیگر مشروط هستند (سرف^{۷۲}، ۲۰۱۴: ۱۹۳).

در تصویر دوم می توان رپو را صرفاً عملیات قرض دادن و قرض گرفتن در نظر گرفت و ردوبدل شدن اوراق قرضه دولتی را نیز نوعی وثیقه گیری دانست. به عبارت دیگر، بانک مرکزی منابع خود را برای مدت مشخصی به بانک نیازمند منابع

قرض می‌دهد به این شرط که در سررسید اصل و بهره را بازگرداند و برای تضمین بازپرداخت، از بانک می‌خواهد به اندازه اصل و بهره وام، اوراق قرضه دولتی به بانک مرکزی به‌عنوان وثیقه بپردازد. در سررسید اگر بانک اصل و بهره وام را بازگرداند، بانک مرکزی اوراق وثیقه شده را به بانک بازمی‌گرداند و در غیر این صورت، بانک مرکزی با فروش وثائق در بازار ثانویه به منابع خود دست می‌یابد.

لازم به ذکر است که می‌توان شواهدی در نظام‌های پولی متعارف (مانند سیستم فدرال رزرو) یافت که با تصویر حقوقی دوم سازگاری بیشتری دارد. به‌عنوان مثال اگر بانک مرکزی در عملیات بازار باز اوراق قرضه‌ای را بر اساس رپو یک‌ماهه خریداری کند و اوراق مذکور دارای کوپن بهره باشد، بهره متعلق به بانک اولیه خواهد بود و نه بانک مرکزی و عائدی بانک مرکزی از عملیات مذکور صرفاً تفاوت قیمت خرید و فروش است. در برخی از انواع رپو نیز بانک مرکزی موظف است دقیقاً به میزان کوپن دریافتی، وجه نقد به فروشنده اوراق بپردازد که بعضاً «پرداخت‌های مصنوعی ۷۳» نامیده می‌شود. این خود مسئله انتقال مالکیت اوراق از بانک به بانک مرکزی را مبهم می‌سازد؛ چراکه اگر بانک مرکزی حقیقتاً مالک اوراق باشد، باید کوپن بهره نیز به این بانک تعلق گیرد^{۷۴} (الکسیلرود، ۲۰۰۹: ۲۱۱).

۵. تحلیل فقهی شیوه‌های عملیاتی سیاست‌گذاری پولی

یکی از مهم‌ترین مباحثی که در تحلیل چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی مطرح می‌شود و از منظر تحلیل فقهی دارای اهمیت زیادی می‌باشد، تحلیل فقهی شیوه‌های عملیاتی (Tools) مورد استفاده جهت جهت‌دهی به ابزار (نرخ بهره بازار پول) است. با توجه به تبیین ماهیت حقوقی این شیوه‌ها در قسمت‌ها قبل، در این قسمت بر تحلیل فقهی آن‌ها پرداخته می‌شود.

۵-۱. ذخایر قانونی

بانک‌ها تقریباً در تمامی کشورها موظف‌اند بخشی از منابع خود را به‌عنوان ذخیره قانونی نزد بانک مرکزی قرار دهند و بانک‌های مرکزی معمولاً به این دسته از سپرده‌ها

بهره‌ای پرداخت نمی‌کند و لذا ماهیت حقوقی آن یا قرض بدون بهره است که از منظر فقهی چالشی ایجاد نمی‌کند.

۲-۵. تسهیلات قاعده‌مند

تسهیلات قاعده‌مند (SF)، امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری بسیار کوتاه‌مدت (شبانه) بین بانک مرکزی و بانک‌ها در بازار بین‌بانکی می‌باشند. امکانات قرض‌گیری در واقع همان سپرده نمودن ذخایر مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی است که به آن‌ها نرخ بهره‌ای حداقلی پرداخت شده و عملاً کف کریدور نرخ بهره بانک مرکزی تشکیل می‌گردد. با توجه به این‌که ماهیت حقوقی این شیوه قرض همراه با بهره می‌باشد، در چارچوب اسلامی مشمول حکم حرمت ربا بوده و قابلیت استفاده ندارد^{۷۵}. بنابراین، لازم است تلاش شود ابزارهای جایگزین اسلامی بدین منظور طراحی شود.

اما همان‌طور که قبلاً ذکر شد، امکانات قرض‌دهی بانک مرکزی که «پنجره تنزیل» نامیده می‌شود، در حال حاضر عملاً بر اساس تنزیل اسناد مطالباتی (مانند: چک و سفته) اجرائی نمی‌گردد بلکه بانک مرکزی مستقیماً به بانک‌ها قرض همراه با بهره می‌دهد. در تحلیل فقهی این شیوه می‌توان گفت که اگر بانک مرکزی مستقیماً به بانک‌ها قرض همراه با بهره پرداخت کند، به لحاظ فقهی در شمول حکم حرمت ربا قرار می‌گیرد. حتی اگر هم فرض شود که واقعاً اسناد مطالباتی بانک مبنای تنزیل واقع می‌شود، به دلیل آن‌که در نظام بانکی متعارف دیون معمولاً از عقد قرض همراه با بهره شکل گرفته‌اند، قابلیت تنزیل ندارند (البته از منظر برخی از فقها دیون حاصل از اصل قرض قابلیت تنزیل دارد، اما دیون حاصل از بهره قابلیت تنزیل ندارد). بنابراین شیوه متعارف تسهیلات قاعده‌مند چه در تجهیز ذخایر و چه در تخصیص ذخایر در چارچوب فقهی قابلیت کاربرد ندارد.

۳-۵. عملیات بازار باز

همان‌طور که در قسمت‌های قبل توضیح داده شد عملیات بازار باز یا با استفاده از اوراق قرضه دولتی انجام می‌شود و یا با استفاده از اوراق قرضه بانک مرکزی. در حالت

اول، به لحاظ حقوقی بانک مرکزی در بازار ثانویه وارد شده و اوراق دولتی که در اختیار دارد را نزد بانک های دارای مازاد منابع تنزیل می کند (عملیات انقباضی) و یا اوراقی که بانک ها در اختیار دارند را تنزیل می کند (عملیات انبساطی). در هر دو صورت این معامله از منظر حقوقی «بیع دین اصل و بهره اوراق قرضه دولتی» می باشد که از نظر شرعی قابل پذیرش نیست.

در حالت دوم نیز بانک مرکزی سند بدهی خود را منتشر نموده و آن را در بازار بین بانکی در اختیار بانک های نیازمند قرار می دهد که به لحاظ حقوقی قرض همراه با بهره می باشد. در واقع بانک هایی که این اوراق را می خرند می پذیرند که منابع خود را برای مدتی مشخص به بانک مرکزی قرض داده و در سررسید اصل و بهره آن را دریافت کنند. این شیوه نیز دارای مبنای شرعی نبوده و در زمره حکم حرمت ربا قرار می گیرد.

۵-۴. توافق باز خرید (رپو) و چالش بیع العینه

همان طور که قبلاً ذکر گردید، توافق باز خرید می تواند در دو قالب حقوقی تصور شود. در تصویر اول بانک مرکزی (مثلاً جهت عملیات انبساطی) اوراق قرضه دولتی بانک ها، که در واقع سند طلبکاری بانک ها از دولت هستند، را خریداری می کند (بیع دین اولیه) به این شرط که پس از مدت مشخصی (مثلاً یک ماه) بتواند آن را به خود بانک با قیمتی جدید (شامل نرخ بهره) بفروشد (بیع دین ثانویه). بنابراین در این تصویر قرارداد رپو شامل دو بیع دین می باشد که به یکدیگر مشروط هستند. از منظر فقهی این معامله در شمول بیع العینه قرار گرفته و باطل است.

در تصویر دوم می توان رپو را صرفاً عملیات قرض دادن و قرض گرفتن در نظر گرفت و ردوبدل شدن اوراق قرضه دولتی را نیز نوعی وثیقه گیری دانست. به عبارت دیگر، بانک مرکزی منابع خود را برای مدت مشخصی به بانک نیازمند منابع قرض می دهد، به این شرط که در سررسید اصل و بهره را بازگرداند و برای تضمین بازپرداخت، از بانک می خواهد به اندازه اصل و بهره وام، اوراق قرضه دولتی به بانک مرکزی به عنوان وثیقه بپردازد. در سررسید اگر بانک اصل و بهره وام را بازگرداند، بانک مرکزی اوراق وثیقه شده را به بانک بازمی گرداند و در غیر این صورت، بانک مرکزی

با فروش وثائق در بازار ثانویه به منابع خود دست می‌یابد. این تصویر نیز کاملاً منطبق با قرض ربوی بوده و قابلیت کاربرد در چارچوب اسلامی ندارد. بنابراین ابزار توافق با خرید در هر دو تصویر حقوقی دارای اشکال فقهی می‌باشد.

جمع بندی

این تحقیق تلاش نمود تا جایگاه و وظایف سیاست‌گذار پولی در راستای تحقق اقتصاد مقاومتی را مورد بحث قرار دهد. بر این اساس چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین مورد بررسی قرار گرفت و نشان داده شد که بانک‌های مرکزی به سمت قاعده‌محوری در سیاست‌گذاری پولی حرکت نموده‌اند و در این مسیر از چارچوب، ابزار و شیوه‌های عملیاتی خاصی استفاده می‌کنند. علاوه بر این، ماهیت فقهی - حقوقی شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده جهت سیاست‌گذاری پولی نیز مورد بحث قرار گرفت. بر اساس تحلیل‌های ارائه شده می‌توان به نکات ذیل اشاره نمود:

الف. در حال حاضر این اجماع میان متفکرین دانش اقتصاد پولی شکل گرفته است که سیاست‌گذاری پولی مستقیماً نمی‌تواند به اهدافی مانند: رشد اقتصادی، کاهش فقر و غیره کمک کند؛ اما با کنترل تورم در سطحی معقول و کنترل‌شده، می‌تواند نقشی بسیار اساسی در دستیابی به اهداف مذکور داشته باشد.

ب. استفاده از چارچوب‌ها، ابزارها و شیوه‌های نوین سیاست‌گذاری پولی در کشورهای گوناگون در دهه اخیر، منجر به موفقیت چشم‌گیری آن‌ها در کنترل تورم در سطح زیر ۵ درصد گردیده است. در واقع درحالی‌که شاید در دهه‌های پیش، مسئله تورم یکی از چالش‌های اقتصادی اکثر کشورهای جهان (در کنار چالش‌های دیگری چون فقر، بیکاری و نابرابری درآمدی) قرار داشت، در حال حاضر مسئله کنترل تورم در اکثر کشورها موضوعی خاتمه یافته و چالشی حل شده تلقی می‌گردد.

ج. اگر هدف اصلی بانک مرکزی چیزی غیر از کنترل تورم باشد و یا این‌که چندین هدف متضاد برای سیاست‌گذاری پولی تعیین شود، در عمل تقریباً نمی‌توان به هیچ‌یک از اهداف دست پیدا نمود؛ چراکه ظرفیت یا به اصطلاح «تکنولوژی بانکداری

مرکزی^{۷۶}» صرفاً برای کنترل تورّم ساخته شده است. سایر اهداف صرفاً در شرایطی مورد توجه واقع می‌شوند که نسبت به کنترل تورّم اطمینان کامل وجود داشته باشد. د. تجربه جهانی به‌خوبی نشان می‌دهد که رویکرد سستی در سیاست‌گذاری پولی که آن را صلاح‌دید و در چارچوب استصواب قرار می‌دهد، موفقیت زیادی در مقوله کنترل تورّم نداشته است و به همین دلیل سیاست‌گذاری پولی در بانکداری مرکزی نوین، مبتنی بر قواعد مشخص اجرائی می‌گردد. ثانیاً، بانک‌های مرکزی در عملیاتی‌سازی رویکرد مبتنی بر قاعده، از قواعد مقداری (مانند: قاعده فریدمن) به سمت قواعد قیمتی (مانند: قاعده تیلور) حرکت کرده‌اند. این تغییر در نگرش در عمل به‌صورت حرکت از ابزار سیاستی^{۷۷} «حجم پول» به سمت «نرخ بهره کوتاه‌مدت» نمود یافته است.

ه. آخرین و مهم‌ترین چارچوب سیاست‌گذاری پولی، لنگر نرخ تورّم است که اصطلاحاً «هدف‌گذاری تورمی^{۷۸}» نامیده می‌شود. در این شیوه، هدف میانی سیاست‌گذار، نرخ تورّم و یا سطح قیمت‌ها بوده و ابزار مورد استفاده «نرخ بهره سیاستی^{۷۹}» می‌باشد. در هدف‌گذاری تورمی بانک مرکزی به‌جای آن‌که از متغیری میانی مانند نقدینگی جهت مدیریت نرخ رشد قیمت‌ها استفاده کند، نرخ مشخص برای تورّم را به‌عنوان لنگر اسمی در نظر می‌گیرد و با اعمال تغییرات مورد نظر در ابزار (نرخ بهره سیاستی)، تلاش می‌کند تا به لنگر اسمی مورد نظر دست یابد. و. سازوکار اعمال سیاست‌های پولی در چارچوب هدف‌گذاری تورمی بدین‌صورت است که بانک مرکزی ابتدا بر اساس پیش‌بینی‌هایی که دارد، تورّم هدف خود در میان‌مدت را تعیین نموده و آن را به‌عنوان هدف میانی (Intermediate Target) به عموم اعلام می‌کند. در ادامه تلاش می‌کند تا با در نظر گرفتن ابزاری مناسب (Instrument)، به هدف مذکور دست یابد. ابزار اصلی سیاست‌گذار پولی در راستای دستیابی به هدف تورمی (در اکثر کشورها)، نرخ بهره سیاستی در بازار بین‌بانکی (بازار پول) می‌باشد. بانک‌های مرکزی به‌منظور اعمال تغییرات در نرخ بهره سیاستی، از شیوه‌های عملیاتی (Tools) گوناگونی (مانند: عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند و نرخ ذخیره قانونی) استفاده می‌کنند.

ز. در چارچوب فقهی حقوق تا زمانی که بانک مرکزی در مرحله سیاست‌گذاری و تعیین هدف (تورم) و ابزار (نرخ بهره) می‌باشد، چالش خاصی وجود ندارد. اما زمانی که بانک مرکزی از شیوه‌های عملیاتی استفاده می‌کند، در واقع در بازار بین‌بانکی وارد روابط حقوقی با بانک‌ها می‌گردد که لازم است چارچوب‌های فقه اسلامی مورد توجه قرار گیرد.

ح. در چارچوب اسلامی علاوه بر این که اهداف بانک مرکزی باید مشروع باشد (مانند کنترل تورم)، شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده جهت دستیابی به این هدف نیز باید از مشروعیت برخوردار باشد.

ط. از منظر فقهی شیوه «ذخیره قانونی» تا زمانی که مشمول پرداخت نرخ بهره نباشد، با چالش فقهی مواجه نمی‌باشد. اما تسهیلات قاعده‌مند (SF)، که باهدف تشکیل کف و سقف کریدور نرخ بهره بانک مرکزی ارائه می‌شوند، هر دو بر مبنای عقد قرض همراه با بهره صورت می‌پذیرند که از منظر فقه امامیه و حقوق موضوعه ایران قابلیت استفاده ندارد.

ی. عملیات بازار باز نیز با استفاده از اوراق قرضه دولتی انجام می‌شود و یا با استفاده از اوراق قرضه بانک مرکزی. در حالت اول، به لحاظ حقوقی بانک مرکزی در بازار ثانویه وارد شده و اوراق دولتی که در اختیار دارد را نزد بانک‌های دارای مازاد منابع تنزیل می‌کند (عملیات انقباضی) و یا اوراقی که بانک‌ها در اختیار دارند را تنزیل می‌کند (عملیات انبساطی). در هر دو صورت این معامله از منظر حقوقی «بیع دین اصل و بهره اوراق قرضه دولتی» می‌باشد که از نظر شرعی قابل پذیرش نیست. در حالت دوم نیز بانک مرکزی سند بدهی خود را منتشر نموده و آن را در بازار بین‌بانکی در اختیار بانک‌های نیازمند قرار می‌دهد که به لحاظ حقوقی قرض همراه با بهره می‌باشد. این شیوه نیز دارای مبنای شرعی نبوده و در زمره حکم حرمت ربا قرار می‌گیرد.

ک. یکی از رایج‌ترین شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده توافق با خرید یا رپو می‌باشد. این قرارداد می‌تواند در دو قالب حقوقی تصور شود. در تصویر اول بانک مرکزی (مثلاً جهت عملیات انبساطی) اوراق قرضه دولتی بانک‌ها، که در واقع سند طلبکاری بانک‌ها از دولت هستند، را خریداری می‌کند (بیع دین اولیه) به این شرط که پس از

مدت مشخصی (مثلاً یک ماه) بتواند آن را به خود بانک با قیمتی جدید (شامل نرخ بهره) بفروشد (بیع دین ثانویه). بنابراین در این تصویر قرارداد ربو شامل دو بیع دین می‌باشد که به یکدیگر مشروط هستند. از منظر فقهی این معامله در شمول بیع‌العینه قرار گرفته و باطل است. در تصویر دوم می‌توان ربو را صرفاً عملیات قرض دادن و قرض گرفتن در نظر گرفت و ردوبدل شدن اوراق قرضه دولتی را نیز نوعی وثیقه‌گیری دانست. این تصویر نیز کاملاً منطبق با قرض ربوی بوده و قابلیت کاربرد در چارچوب اسلامی ندارد.

ل. همان‌طور که ملاحظه شد، هرچند چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی (با توجه به تجربه‌های موفق بین‌المللی) در چارچوب اسلامی قابلیت استفاده دارد، اما مشکلی که وجود دارد آن است که شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده در این شیوه عمدتاً بر اساساً عقد قرض همراه با زیاده طراحی شده‌اند که در چارچوب اسلامی امکان کاربرد ندارند. اما به نظر می‌رسد می‌توان از ظرفیت فقه اسلامی در طراحی شیوه‌های جایگزین بدین منظور استفاده نمود که این خود می‌تواند موضوعی برای تحقیقات آتی در این حوزه باشد.

دلالت‌هایی جهت اصلاح قانون پولی و بانکی

با توجه به این‌که قانون پولی و بانکی اصلی‌ترین منبع قانونی در رابطه با عملیات بانک مرکزی است، هدف از این قسمت ارائه توصیه‌های سیاستی مشخص جهت اصلاح قانون مذکور در راستای فراهم نمودن پیش‌نیازهای حقوقی استفاده از چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در کشور می‌باشد. با توجه به مباحث مطرح شده در این مقاله، می‌توان حداقل توصیه‌های سیاستی ذیل را جهت اصلاح قانون مطرح نمود.

یک. در اکثر کشورهای توسعه‌یافته و یا در حال توسعه، بانک‌های مرکزی دارای قانون مخصوص به خود هستند و این قانون اصلی‌ترین بستر حقوقی فعالیت‌های بانک مرکزی را شکل می‌دهد. به‌عنوان مثال در آمریکا «قانون فدرال رزرو»^{۸۰}، در استرالیا «قانون بانک ذخیره»^{۸۱} و در تایلند «قانون بانک تایلند»^{۸۲} به ترتیب در سال‌های ۱۹۱۳،

۱۹۵۹ و ۱۹۴۲ به تصویب رسیده و اجرائی گردیده‌اند. اما در نظام حقوقی کشور، قانون پولی و بانکی هم مسائل مرتبط با بانک مرکزی را شامل می‌شود و هم نظام بانکی را. بر این اساس پیشنهاد می‌شود کلیه مباحث مرتبط با بانکداری مرکزی و سیاست پولی در قانونی واحد تجمیع شود که نام آن می‌تواند «قانون بانکداری مرکزی» باشد. حتی پیشنهاد می‌شود مباحث مرتبط با بانک مرکزی که در فصل چهارم قانون عملیات بانکی بدون ربا مطرح شده است نیز به این قانون جدید منتقل شود. به نظر می‌رسد این اقدام مهم‌ترین اصلاح سیاستی در راستای فراهم نمودن بسترهای قانونی استقرار سیاست‌گذاری پولی نوین در کشور است. البته این مسئله اصلاحی میان مدت است و در کوتاه مدت امکان پذیر نمی‌باشد.

دو. در کوتاه مدت می‌توان اصلاحاتی در قانون پولی و بانکی موجود ارائه کرد. به طور مشخص در حال حاضر در ماده ده قانون آمده است: «هدف بانک مرکزی حفظ ارزش پول، موازنه پرداخت‌ها، تسهیل مبادلات بازرگانی و کمک به رشد اقتصادی کشور» است. در واقع در این ماده چهار هدف متضاد بدون اولویت بندی دقیق مطرح گردیده است. با توجه به مباحث مطرح شده پیشنهاد می‌شود ماده قانونی مذکور اصلاح شده و در آن تأکید گردد که هدف اصلی بانک مرکزی صرفاً ثبات قیمت‌ها بوده و سایر اهداف صرفاً در صورتی که با این هدف هیچ گونه تعارضی نداشته باشد، مورد توجه بانک مرکزی قرار می‌گیرد.

سه. یکی از مهم‌ترین عناصر در چارچوب نوین سیاست‌گذار پولی، استقلال بانک مرکزی از دولت است. اما متأسفانه در قانون پولی و بانکی اکثر اعضای شورای پول و اعتبار دولتی هستند که این آسیبی جدی در فرآیند تصمیم‌گیری تخصصی این شورا ایجاد می‌کند. بر این اساس پیشنهاد می‌شود تعداد اعضای دولتی در شورا کاهش یافته و در مقابل کارشناسان متخصص بانک مرکزی در شورا حضور پررنگ‌تری بیابند.

چهار. در قانون فعلی در رابطه با پاسخگویی شورای پول و اعتبار توضیحی داده نشده است. بر این اساس پیشنهاد می‌شود شورای مذکور موظف به ارائه گزارش سالانه به مجلس در رابطه با عملکرد سیاست‌گذار پولی گردد.

پنج. یکی از مهم‌ترین مباحث در چارچوب نوین سیاست‌گذار پولی، وجود شیوه‌های عملیاتی گوناگون در اختیار بانک مرکزی به نحوی است که بتواند با استفاده از آن‌ها به نرخ‌های سود بازار بین‌بانکی (بازار پول) جهت دهد. عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند دو مورد از این شیوه‌ها هستند. متأسفانه قانون فعلی هیچ‌گونه اشاره‌ای به این دسته از مسائل نداشته است (قانون عملیات بانکی بدون ربا نیز در این رابطه ساکت است). بر این اساس پیشنهاد می‌شود شیوه‌های عملیاتی منطبق با شریعت در بانک مرکزی با کمک دانشگاه‌ها و مراکز پژوهشی طراحی شده و با قانون مذکور اضافه گردد.

پی‌نوشت‌ها:

۱. این تحقیق مستخرج از پایان‌نامه دکتری نویسنده می‌باشد که با عنوان: «طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز (OMO) در نظام بانکی کشور: چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی» در حال انجام است.

2. Open Market Operation (OMO)

3. Standing Facilities (SF)

۴. بیانات رهبر معظم انقلاب در دیدار رئیس‌جمهوری و اعضای هیئت دولت در تاریخ ۱۳۹۱/۶/۲ به نقل از تارنمای: <http://farsi.khamenei.ir/index.html>

5. Svensson

۶. لازم به ذکر است مباحثی که در این قسمت ارائه می‌شود بسیار مختصر و در حد نیازهای این تحقیق می‌باشد. می‌توان مباحث تکمیلی در متون دست‌اول اقتصاد پولی پیگیری نمود.

7. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance

8. “Monetary policy is an action taken by a country’s central bank or monetary authority to influence the supply, demand and cost of credit in order to finally promote economic growth and full employment, while keeping inflation under control”.

9. Crockett

۱۰. لازم به ذکر است که هرچند سیاست‌گذاری پولی (ثبات پولی) را می‌توان مهم‌ترین وظیفه تمامی بانک‌های مرکزی در نظر گرفت، اما وظایف دیگری نیز معمولاً برای این دسته از بانک‌ها تعریف می‌شود که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از: الف. ثبات مالی: به این معنی که بانک مرکزی از طریق سیاست‌گذاری، وضع مقررات و نظارت بر مؤسسات مالی، ثبات بخش مالی را تأمین کند؛ ب. نظارت بر بانک‌ها: به دلیل حساسیت بانک در نظام مالی، بانک مرکزی با وضع مقررات و نظارت بر بانک‌ها، از منافع سپرده‌گذاران در مقابل سهامداران و

مدیران بانک حمایت می‌کند؛ ج. راهبری و پایش نظام‌های پرداخت: بانک مرکزی موظف است با وضع مقررات، زمینه‌های مدیریت صحیح نظام‌های پرداخت را عملیاتی کند.

11. King
12. Hierarchic Multiple Objective
13. Dual Mandate
14. Single Mandate

۱۵. در کشور آمریکا بر اساس قانون، سیاست‌گذاری پولی از نوع دوفرمانی و مستلزم پیگیری همزمان تورم و اشتغال است.

16. Walsh
17. The Central Banking Technology
18. Gali
19. Bernanke
20. Rule
21. Rule-based
22. Discretion
23. Friedman

۲۴. لازم به ذکر است که بر اساس تفسیر سنتی، منظور از قاعده در سیاست‌گذاری پولی در نظر گرفتن نرخ رشدی ثابت برای حجم پول، به‌عنوان ابزار سیاست پولی است که اصطلاحاً قاعده فریدمن نامیده می‌شود (فریدمن، ۱۹۶۰: ۱۴۳). البته از دهه ۹۰ میلادی به بعد قواعد دیگری مانند قاعده تیلور (تعیین نرخ بهره با توجه به شکاف تولید و تورم) نیز مورد توجه قرار گرفت (تیلور، ۱۹۹۳: ۶۷) و در حال حاضر نیز هم در ادبیات و هم در تجربه بانک‌های مرکزی، بیشتر به این قاعده توجه می‌شود (کمپجانی و دیگران، ۱۳۹۲: ۱۵).

۲۵. منظور از بازار پول در ادبیات سیاست پولی، بازاری است که در آن اوراق بهادار با سررسید کمتر از یک سال معامله می‌شوند که معمولاً همان بازار بین‌بانکی می‌باشد.

26. Taylor
27. Fisher
28. Time Inconsistency
29. Kydland and Prescott
30. Barro and Gordon
31. the Neutrality of Money
32. Lucas
33. Instrument
34. Lucas
35. Howitt
36. Exchange-Rate Targeting
37. Goals
38. Intermediate Targets
39. Policy Instruments

۴۰. لازم به ذکر است که در برخی از متون علمی معتبر در حوزه سیاست پولی، به‌جای: «ابزارهای سیاستی» از عبارت: «اهداف عملیاتی» (Operating Targets) استفاده می‌شود.

41. Tools
42. Miller et al.

43. Ostroy et al.
44. Monetary Targeting
45. McCallum and Nelson
46. Inflation Targeting
47. Policy Rrate
48. Overnight
49. Interbank Interest Rate
50. Money Market Interest Rate
51. Short-Term Interest Rate

۵۲. در قسمت بعد در رابطه این شیوه‌ها توضیح داده می‌شود.

53. Debrouwer and Gilbert
54. Mishkin

۵۵. به‌عنوان مثال، اندیشمندان طرفدار الگوی متعارف هدف‌گذاری تورمی در مواجهه با چالش غیرمنعطف بودن، الگوی هدف‌گذاری نرخ تورم منعطف (Flexible Inflation Targeting) و یا هدف‌گذاری تورمی سبک (Inflation Targeting Lite) را مطرح نموده‌اند که در عمل مورد استقبال بسیاری از بانک‌های مرکزی کشورهای گوناگون قرار گرفته است.

56. Reserves
57. Moral Suasion

۵۸. لازم به ذکر است که در گذشته (در اکثر تحقیقات)، آن بخش از تسهیلات قاعده‌مند که بر مبنای قرض‌دهی به بانک‌ها سامان می‌یابد، با عنوان «پنجره تنزیل» (Discount Window) مورد بحث قرار می‌گرفت. اما امروزه در ادبیات سیاست‌گذاری پولی به‌طور عمده از عبارت جامع «تسهیلات قاعده‌مند» استفاده می‌شود.

59. European Central Bank (ECB)
60. Interest Rate Corridor
61. Bindseil
62. Lender of Last Resort
63. Systemically Important Banks (SIBs)
64. Collateral
65. Courtimann and Winkler
66. Curdia and Woodford
67. Bank of England
68. Policy Announcements
69. Gertler and Karadi
70. Wallace
71. Liber and Garavelli
72. Serf
73. Manufactured Payments

۷۴. در رابطه با دو شیوه خریدوفروش ارز و ترغیب اخلاقی، تحلیل حقوقی جدی قابل تصور نیست و به همین دلیل از بحث در رابطه با این دو شیوه خودداری می‌شود.

۷۵. امروزه در برخی از کشورها، حتی بر روی ذخایر قانونی نیز نرخ بهره‌ای حداقلی پرداخت می‌شود که طبعاً تحلیل فقهی آن مشابه تحلیل ذخایر مازاد خواهد بود.

76. The Central Banking Technology
77. Instrument

78. Inflation Targeting
 79. Policy Rate
 80. Federal Reserve Act
 81. Reserve Bank Act
 82. The Bank of Thailand Act

فهرست منابع و مآخذ:

۱. جلالی نائینی، سیداحمدرضا (۱۳۹۳)، سیاست‌گذاری پولی: مبانی نظری و ارزیابی عملکرد در ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲. شعبانی، احمد و قلیچ، وهاب (۱۳۹۰)، «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی»، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۳.
۳. عباسی مقدم، ابوالفضل (۱۳۸۸)، امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیرقرضه‌ای به‌عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی، پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، رشته معارف اسلامی و اقتصاد.
۴. فشاری، مجید و پورغفار، جواد (۱۳۹۳)، «بررسی و تبیین الگوی اقتصاد مقاومتی در اقتصاد ایران»، مجله اقتصادی، شماره ۵.
۵. قضاوی، حسین و بازمحمدی، حسین (۱۳۹۰)، عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۶. کمیجانی، اکبر؛ فرزین‌وش، اسد... و کیا‌الحسینی، سیدضیاءالدین (۱۳۹۲)، «قاعده سیاست پولی مطلوب در محیط بانکداری بدون ربا»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۵۰.
۷. کیایی، حسن (۱۳۸۷)، مقایسه ابزارهای سیاست پولی پیشنهادی اهل سنت با فقه امامیه و نحوه عملیاتی کردن آن، پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، رشته معارف اسلامی و اقتصاد.
۸. مؤمنی، فرشاد و حری، حمیدرضا (۱۳۸۸)، «بانکداری مرکزی در نظام بانکداری اسلامی بدون ربا: شناسایی و ارزیابی ابزارهای پولی کارآمد»، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۶.
۹. نظرپور، محمدنقی (۱۳۸۵)، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع»، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲.

۱۰. نودهی، محسن (۱۳۸۷)، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز»،
نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰.

11. Axilrod, S. (2009), **Inside the Fed**, Cambridge: The MIT Press.
12. Barro, R. and Gordon, D. (1983), “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, **Journal of Political Economy**, Vol. 91, No. 4.
13. Bernanke, B. (2013), “Communication and Monetary Policy”, Speech, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington D. C., November, www.federalreserve.gov.
14. Bernanke, B. and Mishkin, F. (2007), “Central Bank Behavior and the Strategy for Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries”, in F. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, Cambridge: MIT Press.
15. Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F. and Posen, A. (1999), **Inflation targeting: lessons from the international experience**, Washington: Princeton University Press.
16. Bindseil, U. (2014), **Monetary Policy Operations and the Financial System**, London: Oxford University Press.
17. Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011), “The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks’ day-to-day liquidity management”, **ECB Working Paper**, No. 1350.
18. Courtimann, P. and Winkler, B. (2013), “The ECB’s non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure”, **ECB Working Paper Series**, No. 1528.
19. Crockett, A. D. (1994), “Rules Versus Discretion in Monetary Policy”, in J.O.B. Wijnholds, S.C.W. Eijffinger, and L. H. Hoogduin (eds.) **A Framework for Monetary Stability**, Washington: Springer.
20. Curdia, V. and Woodford, M. (2010), “Credit spreads and monetary policy”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 42, No. 3.
21. Curdia, V. and Woodford, M. (2011), “The central bank balance sheet as an instrument of monetary policy”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 58.
22. Debrouwer, G. and Gilbert, J. (2013), **Monetary Policy Reaction Functions in Australia**, Sidney: Australian National University.
23. European Central Bank (2013), **Annual Report**, Frankfurt: ECB.
24. Fischer, S. (1990), “Rules Versus Discretion in Monetary Policy”, **Handbook of Monetary Economics**, in: B. M. Friedman & F. H. Hahn (ed.), **Handbook of Monetary Economics**, edition 1, Vol. 2, chapter 21, London: Elsevier.
25. Friedman, M. (1960), **A Program for Monetary Stability**, New York: Fordham University Press.

26. Gali, Jordi. (2008), **Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework**, Princeton: Princeton University Press.
27. Gertler, M. and Karadi, P. (2011), "A model of unconventional monetary policy", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 58.
28. Howitt, P. (2011), **What Have Central Bankers learned from Modern**.
29. King, M. (2003), **The Role of Money in the Economy**, in P. Mizon (ed.), Central Banking, Monetary Theory and Practice, Essays in the honor of Charles Goodhart, Volume One, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
30. Kydland F. E. and Prescott, E. C. (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, Vol. 85, No. 3.
31. Liber, A. and Garavelli, P. (2005), "Legal Aspects of the European System of Central Banks", Frankfurt: European Central Bank.
32. Lucas, J. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", **Journal of Economic Theory**, Vol. 4.
33. McCallum, B. and Nelson, E. (2005), "Targeting versus instrument rules for monetary policy", Missouri: Federal Bank of St Louis.
34. Miller, S., Fang, W. and Eren, O. (2012), **Inflation Targeting: Does It Improve Performance?**, Nevada: University of Las Vegas.
35. Ostroy, J.; Ghosh, A. and Chamon, M. (2012), "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange rate Policies in Emerging Market Economies", IMF Staff Discussion Notes, Washington: IMF.
36. Serf, G. (2014), **Financial Stability Policy in the Euro Zone: the Political Economy of National Banking Regulation in an Integrating Monetary Union**, London: Springer.
37. Svensson, L. (2008), **What have economists learned about monetary policy over the past 50 years?**, London: Sveriges Riks bank.
38. Svensson, L. (2009), "Evaluating Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No. 15385.
39. Taylor, J. B. (1993), **Discretion versus Policy Rules in Practice**, North Holland: Carnegie-Rochester Series.
40. **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance** (1992), London: Macmillan.
41. Wallace, W. (2013), **The American Monetary System: an Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy**, Springer: Cham Heidelberg.
42. Walsh, E. (2010), "Monetary Theory and Policy", Third Edition, Washington: MIT Press.