

پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



# تبیین رابطه سیاستگذاری پولی و ثبات مالی در مقام اجرا

گزارش سیاستی

تابستان ۱۴۰۰

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)





## پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

کد گزارش: MBRI-PR-1408

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: تبیین رابطه سیاستگذاری پولی و ثبات مالی در مقام اجرا

نویسندگان: مهدی هادیان

ناظر علمی: دکتر سیداحمدرضا جلالی نائینی

داور: محمدهادی سلطان‌العلمایی

واژگان کلیدی: ثبات مالی، کنترل تورم، سیاست احتیاطی کلان، سیاست پولی

طبقه‌بندی JEL: G21، G12، G23، E52

تاریخ انتشار گزارش: تابستان ۱۴۰۰

این پژوهش به سفارش و با حمایت مالی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران انجام شده است.



## خلاصه مدیریتی

هدف این پژوهش بررسی نحوه واکنش مقامات پولی به بی ثبات مالی در اقتصاد ایران است. بطور خاص این سوال مطرح است که آیا در فرآیند سیاستگذاری پولی، اولویت با ثبات قیمت‌ها است یا ثبات مالی؟ یعنی آیا در این فرآیند، تمرکز بر ثبات قیمت‌ها به تحقق ثبات مالی منجر می‌شود یا خیر؟ و اگر مهار تورم و ثبات قیمت‌ها لزوماً به ثبات مالی منجر نمی‌شود، ملاحظات ثبات مالی چگونه در سیاست پولی چگونه لحاظ می‌شود؟

بطور کلی تا قبل از بروز بحران مالی جهانی، رویکرد غالب در سیاستگذاری پولی توجه به ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم بود و در این زمینه موفقیت‌های چشمگیری نیز در عرصه ثبات اقتصادی در کشورهای مجری هدف‌گذاری تورم آشکار شد. اما بروز بحران مالی جهانی کارایی و نفع خالص این چارچوب را با ابهاماتی همراه ساخت و ضرورت توجه مقامات پولی به پویایی‌های بخش مالی و انباشت عدم تعادل‌های فزاینده در این بخش را برجسته کرد و به همین جهت راهکارهای مختلفی توسط اقتصاددانان پولی و مالی برای چگونگی برخورد با بی‌ثباتی مالی مطرح شده است.

بررسی مبانی نظری و مطالعات تجربی موید آن است که به دلیل تعامل بخش حقیقی و بخش مالی اقتصادها، برجسته بودن نقش بانک‌های بزرگ تجاری و سرمایه‌گذاری در اجرای سیاست پولی و به ویژه عملیات بازار باز و همچنین نقش آخرین ملجا بانک مرکزی در صورت بروز بحران مالی، تحقق ثبات پولی و مهار تورم بدون توجه به مساله ثبات مالی امکان‌پذیر نیست؛ بگونه‌ای که در این شرایط تمرکز بانک‌های مرکزی بر کنترل تورم طی یک دوره نسبتاً کوتاه دو تا سه ساله، مانع از واکنش فعال آنها به عدم تعادل‌های مالی رو به رشد شده و باعث افزایش آسیب‌پذیری و شکنندگی در بخش مالی می‌شود که در نهایت می‌تواند دستاوردهای آنها در کنترل تورم را مخدوش نماید. بر این اساس پیشنهاد می‌شود که در اقتصاد ایران نیز چارچوب سیاست پولی با در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به ثبات مالی بازنگری شود. دلالت این نتایج، اصلاح چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری (انعطاف‌پذیر) تورم و لحاظ ثبات مالی در تصمیم‌گیری تعیین مسیر بهینه تورم است.

با وجود این، لحاظ هدف ثبات مالی در چارچوب سیاست پولی نیز چالشها و بده-بستان‌هایی را بین اهداف ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی به همراه خواهد شد و بصورت بالقوه با چالشهایی از جنس مخاطرات اخلاقی، کاهش اعتبار سیاستگذار و همچنین مساله ناسازگاری زمانی روبه رو خواهد بود. علاوه بر این، تمرکز مقامات نظارتی و احتیاطی بر مساله ثبات مالی نیز می‌تواند در کوتاه مدت و بلندمدت در ساحت سیاستگذاری و اجرا دارای تضادهایی با سیاست پولی باشد که بدین منظور سازوکار و ساختاری برای حل و فصل تعارضات بین سیاست پولی و سیاست احتیاطی مورد نیاز خواهد بود. در این خصوص، سازوکار پیشنهادی رویکردی تحت عنوان هدف‌گذاری تورمی یکپارچه است که با تاکید بر نقش مکملی سیاست‌های پولی و احتیاطی، مستلزم همکاری نزدیک بین مقامات به واسطه ایجاد کمیته ثبات مالی برای هماهنگی اقدامات سیاستی و نظارتی است. در این راستا، باید تصمیمات جلسات و گزارشات ادواری مربوط به ثبات مالی و ملاحظات آن بصورت مرتب منتشر و در دسترس عموم قرار گیرد تا توابع واکنش سیاستی نزد کارگزاران اقتصادی مشخص شود و به نوعی در جهت سیگنال دهی به انتظارات آنها موثر واقع شود.

شایان ذکر است در اقتصاد ایران وضعیت شبکه بانکی دارای اشکالات و ضعف‌های اساسی در شاخص‌های مختلف سلامت و ثبات مالی است. مشکلات ترازنامه بانکها، تنها متأثر از جریان سپرده‌گیری و وام‌دهی و مسائل مترتب بر آن مانند نرخ سود سپرده و مطالبات غیرجاری نیست. به عبارت دیگر در بخش نظارتی، مساله ثبات مالی بانک‌ها نباید صرفاً با تمرکز بر بخش جذب منابع (سپرده و استقراض از بانک مرکزی) و تخصیص منابع (وام‌دهی به بخش خصوصی و دولتی) دیده شود. بلکه ضروری است که عوامل شکل‌دهنده بی‌ثباتی مالی در طیف وسیعی از دارایی‌های بانک‌ها شامل حوزه‌های ارزی، سرمایه‌گذاری، بنگاهداری و املاک و مستغلات دیده شود و در اولین گام، با اعمال مقررات و سازوکارهای احتیاطی مختلف مانند الزامات سرمایه‌ای کافی و نسبت‌های اهرمی مشخص، اشتباهات ریسک بانکها را مهار و درونی سازی کرد تا با پرهیز از کژمنشی و کاهش مخاطرات اخلاقی، از تامین مالی پروژه‌های پرریسک و یا از قراردادن دارایی‌های پرتفوی در معرض ریسک زیاد جلوگیری شود. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود که کمیته ثبات مالی فوق‌الذکر متشکل از مدیران واحدهای اقتصادی، نظارت، اعتبارات ریالی و ارزی بانک مرکزی باشد تا در مواقع تعارض اقدامات و یا نیاز به اقدامات همزمان، سیاست‌های پولی، اعتباری، ارزی و احتیاطی با اجماع تصویب و اجرایی شود. البته همانگونه که مشخص است این کمیته در درون ساختار بانک مرکزی و برای پاسخگویی به ملاحظات ثبات مالی سیستم بانکی پیشنهاد شده است.



## فهرست مطالب

۱	مقدمه	۱
۲	ادبیات موضوع	۲
۲	۱.۲ مبانی نظری	۲
۵	۲.۲ مطالعات تجربی	۵
۷	۳ مطالعه موردی: سیاست‌های پولی و احتیاطی در آمریکا	۷
۸	۱.۳ تعارض در اهداف سیاستی	۸
۱۰	۲.۳ تعارض در اجرای سیاست‌ها	۱۰
۱۲	۳.۳ رویه‌های حل و فصل تعارضات	۱۲
۱۲	۴ هدفگذاری تورم و ثبات مالی در کشورهای در حال توسعه	۱۲
۱۳	۱.۴ ویژگی‌ها و پیش‌شرط‌های هدفگذاری تورم	۱۳
۱۴	۲.۴ چالش‌های رویکرد هدفگذاری تورم	۱۴
۱۶	۳.۴ طراحی و اجرای رویکرد هدفگذاری تورمی یکپارچه	۱۶
۱۷	۵ جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی	۱۷
۲۱	منابع و مآخذ	۲۱





پویایی و تحول سیستم‌های اقتصادی سبب شده است که سیاستگذاری اقتصادی نیز در راستای نیل به اهداف آن با پیچیدگی‌های متعددی مواجهه شود. تا قبل از بروز بحران مالی جهانی، رویکرد غالب در سیاستگذاری پولی توجه به ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم بود و در این زمینه موفقیت‌های چشمگیری نیز در عرصه ثبات اقتصادی و ثبات مالی در کشورهای مجری هدف‌گذاری تورم آشکار شد. اما بروز بحران مالی جهانی کارایی و نفع خالص این چارچوب را با ابهاماتی همراه ساخت و این سوال را مطرح کرد که چارچوب سیاست پولی متمرکز بر ثبات قیمت‌ها تا چه اندازه باید اهداف ثبات مالی را مدنظر قرار دهد؟ بر همین اساس، طی دهه اخیر مباحث متعددی در خصوص استفاده از ابزارهای سیاست احتیاطی کلان با هدف ارتقای ثبات مالی و همچنین نحوه تعامل آن با سیاست پولی در راستای دستیابی به اهداف ثبات قیمتی و ثبات مالی مطرح شده است.

بطور مشابه در اقتصاد ایران نیز در مقاطعی، سیاست پولی با هدف کنترل تقاضا و کاهش تورم اجرایی شد و باعث شد که بطور مثال طی دوره چهار ساله ۱۳۹۶-۱۳۹۲ نرخ تورم از کانال ۳۰ درصد به کمتر از ۱۰ درصد تنزل یافت. مهار تقاضا و کاهش تورم که به واسطه پرداخت نرخ‌های سود سپرده بالا انجام شد، به وضوح سبب رشد بدهی‌های شبکه بانکی و انباشت ریسک در ترازنامه شبکه بانکی شد. با وخیم شدن اوضاع بانک‌ها در پرداخت سودهای حقیقی مثبت، استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی افزایش یافت و علاوه بر کاهش انضباط پولی، آسیب‌پذیری شبکه بانکی و در نتیجه بی‌ثباتی مالی بانک‌ها را به همراه داشت که در نهایت با بروز شوک‌های برونزا و تحقق ریسک سیستماتیک، سلسله‌ای از نوسانات و التهابات قیمتی در بازارهای دارایی و کالایی به وقوع پیوست. به عبارتی دیگر، اینگونه به نظر می‌رسد که طی دوره مورد اشاره، تاکید بیش‌ازحد بر ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم و لذا غفلت از ملاحظات ثبات مالی بانک‌ها، سبب شکل‌گیری و انباشت ریسک‌های سیستماتیک شده است و این ریسک‌ها نیز پس از تحقق و بروز اختلال در بخش مالی اقتصاد، مجدداً آثار نامطلوبی بر بخش حقیقی اقتصاد برجای گذاشته و سبب انحراف از اهداف اقتصاد کلان به ویژه نرخ تورم از مسیر بلندمدت آن شده است.

در شرایط کنونی اقتصاد ایران، با توجه به ماندگاری تورم در سطوح بالای ۳۰ درصدی این سوال مطرح است که برای جلوگیری از تکرار تجربه قبلی، در مهار تورم تا چه میزان باید به مساله ثبات مالی نیز توجه داشت؟ ضرورت این بحث در شرایطی که بانک مرکزی اخیراً برای مهار تورم، با اعلان تورم هدف، چارچوب سیاست پولی را از مدیریت کل‌های پولی به مدیریت نرخ‌های سود کلیدی تغییر داده است، دو چندان خواهد بود. در این راستا، سوال فوق را به این شکل نیز می‌توان بیان کرد که در فرآیند سیاستگذاری پولی، آیا اولویت با ثبات قیمت‌ها است و یا ثبات مالی؟ به عبارت دیگر آیا برای کاهش تورم فعلی، می‌توان با نادیده‌گرفتن وضعیت ثبات مالی در سایر بازارها و نهادها و به ویژه شبکه بانکی، نرخ سود را به میزان معناداری افزایش داد؟ در صورتی که پاسخ خیر است، این سوال مطرح خواهد شد که اگر پیگیری هدف ثبات قیمت‌ها توسط سیاست پولی می‌تواند به بی‌ثباتی مالی در سایر بازارها و کاهش سلامت مالی بانک‌ها و موسسات اعتباری منتهی شود و با انباشت ریسک در شبکه بانکی باعث بی‌ثباتی مالی در بخش مالی گردد، مقام پولی در اجرای سیاست پولی و مهار تورم تا چه اندازه باید ملاحظات مربوط به ثبات مالی را داشته باشد؟ در این زمینه سازوکار عملیاتی شدن توامان ثبات قیمتی و ثبات مالی در تعامل با نهاد نظارتی و یا تنظیم مقررات بخش مالی به چه شکلی خواهد بود؟ البته بدیهی است که بحث ثبات مالی در کلیت بخش مالی نیز مطرح است، اما با توجه به بانک محور بودن نظام تامین مالی کشور، در این مرحله از پژوهش، بحث ثبات مالی بیشتر بر شبکه بانکی که تحت نظارت مقام پولی است متمرکز است. هر چند که در مراحل بعدی می‌توان آن را به سطح فراگیر و در مجموعه بازارهای دارایی شامل پول و سرمایه بررسی کرد که در این شرایط بحث ترتیبات نهادی و ارتباطات آن با سایر سیاستگذاران نیز در پیگیری هدف ثبات مالی تعیین‌کننده خواهد بود.

در این پژوهش برای بررسی سوالات فوق، ابتدا به مرور ادبیات موضوع پرداخته می‌شود؛ در این قسمت مباحث نظری در خصوص ارتباط سیاست پولی و ثبات مالی بررسی می‌شود و سپس با تکیه بر این دیدگاه‌ها، مطالعات تجربی پیرامون وضعیت ثبات مالی کشورهای دارای سیاست پولی با رویکرد هدفگذاری تورمی با توجه به دو عامل اثرگذار مهم یکی کیفیت نهادی کشورها و دیگری سطح توسعه آنها بررسی می‌شود. در ادامه به مرور تحولات سیاستگذاری پولی در اقتصاد آمریکا طی دهه اخیر به عنوان یک مطالعه موردی پرداخته می‌شود. در این قسمت با توجه به مطرح شدن بحث ثبات مالی در سیاست پولی، به بررسی تضادهای اهداف و عملیات سیاستگذاری پولی و احتیاطی در کوتاه‌مدت و بلندمدت و همچنین ساختار و نحوه حل و فصل این تعارضات پرداخته می‌شود. در بخش سوم نیز این بحث با تمرکز بر کشورهای در حال توسعه بررسی می‌شود. در این قسمت بحث می‌شود که اساساً چارچوب سیاست پولی مبتنی بر هدفگذاری تورم دارای چه پیش‌شرطهایی است و این سیاست در کشورهای مبتنی بر صادرات مواد اولیه و خام و با نظام مالی بانک‌محور همانند اقتصاد ایران دارای چه چالش‌هایی در حوزه ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی است. در نهایت در بخش پایانی نیز با استفاده از این تجارب، راهکارهای سازگار با ساختار اقتصاد ایران و دلالت‌های سیاستی آن در خصوص نحوه برخورد مقام پولی با ملاحظات ثبات مالی با تاکید بر شبکه بانکی ارایه خواهد شد.



## ۲ ادبیات موضوع

## ۱.۲ مبانی نظری

بعد از بروز بحران مالی و ناکامی چارچوب کلاسیک سیاست‌های پولی در جلوگیری از بحران، سیاست‌های احتیاطی کلان از مدافعان بیشتری برخوردار شده است. هرچند که این مقررات و ابزارهای احتیاطی کلان برای دستیابی به هدف ثبات مالی معرفی شده است اما بین اقتصاددانان پولی و مالی مباحثی در خصوص اینکه آیا برای تحقق ثبات مالی باید چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم‌بازنگری شود یا خیر، مطرح شده است. به طور عمده سه دیدگاه در این رابطه قابل شناسایی است.

**الف- دیدگاه اجماع جکسون هال (تمرکز سیاست پولی بر ثبات قیمت‌ها)**

پیروان این دیدگاه معتقدند که هر یک از مقامات پولی و مالی باید با استفاده از ابزارهای مختص خود بر همان هدف مشخص متمرکز شوند. بدین معنی که مقامات پولی هدف ثبات قیمت‌ها (و تثبیت اشتغال ظرفیت‌های تولیدی در سطوح پایدار) و در مقابل مقامات احتیاطی کلان نیز هدف ثبات مالی را پیگیری نمایند. طبق این دیدگاه ملاحظات ثبات مالی تنها تا اندازه‌ای مورد توجه مقامات پولی خواهند بود که چشم‌انداز ثبات قیمتی و فعالیت‌های اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهند<sup>۱</sup>. در میان پیروان این دیدگاه مهمترین درس بحران مالی اخیر، ضرورت ایجاد یک چارچوب معتبر و کارا برای اعمال سیاست‌های احتیاطی کلان به منظور تحقق ثبات مالی است. بنابراین زمانی که این نهاد تاسیس شد، سیاستگذار پولی نیز می‌تواند همانند گذشته بر هدف ثبات قیمت‌ها (و یا چارچوب انعطاف‌پذیر (آن) متمرکز شود و تغییرات ناشی از عملکرد اقتصاد و فرآیند انتقال پولی تحت تاثیر عوامل مالی را مد نظر قرار دهد. به عبارت دیگر، ملاحظات مربوط به ثبات مالی به صورت غیرمستقیم و تا آنجایی که ارزیابی از ریسک‌های سیستماتیک چشم‌انداز قیمت‌ها و انتظارات از فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد را تغییر دهد، در تصمیمات سیاست پولی لحاظ خواهد شد. بنابراین به نوعی تبادل اطلاعات و رصد وضعیت ثبات مالی با مقام احتیاطی کلان مورد نیاز خواهد بود<sup>۲</sup>.

شایان ذکر است، طبق این دیدگاه، اهداف، ابزارها و مکانیسم‌های انتقال سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان به آسانی قابل تفکیک است؛ در نتیجه اولاً تعاملات بین ابزارهای دو سیاست پولی و احتیاطی کلان محدود است، دوماً در دوران ماقبل بحران وضعیت سیاست پولی بطور معناداری در تشکیل عدم تعادل‌ها نقشی نداشته است و سوماً در مقایسه با سیاست احتیاطی کلان، نرخ بهره کوتاه‌مدت ابزار موثری برای مقابله با آن عدم تعادل‌ها نیست در نتیجه ثبات مالی صرفاً از طریق ابزارهای سیاست احتیاطی کلان محقق می‌شود.

این دیدگاه در مطالعه کلارد و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) مدلسازی شده است. این مطالعه یک چارچوب بهینه‌یابی مشترک بین سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان را با لحاظ چسبندگی‌های قیمتی و اصطکاک‌های مالی مدلسازی کرده و آثار آن را بر ادوار تجاری تحلیل کرده است. در این مدل، شکنندگی مالی و رفتار ریسک‌پذیری فزاینده بانک‌ها منبث از مسئولیت محدود آنها و وجود بیمه سپرده‌ها است که باعث ریسک‌پذیری فزاینده آنها در تامین مالی پروژه‌ها به دلیل عدم بروز زیانهای بزرگ ناشی از حمایت‌های قانون تجارت با مسئولیت محدود می‌شود. بنابراین وجود الزامات سرمایه‌ای کافی و بزرگ همواره می‌تواند بانکها را به در نظر گرفتن درجه ریسک وام‌ها وادار کند و در نتیجه اشتباهات ریسک آنها را مهار نماید. علاوه بر این، استدلال می‌شود که سیاست پولی چندان برای مواجهه با چنین شرایطی مناسب نیست چرا که عمدتاً از طریق حجم اعتبارات و نه ترکیب آنها عمل می‌کند و هیچ اثر ابتدایی بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری بانک‌ها ندارد. بنابراین برخلاف مدل‌هایی که بر سیکل‌های اعتباری تاکید دارد، این چارچوب قائل به وجود ارتباط مستحکمی بین سیاست نرخ بهره و ثبات مالی نیست. در نتیجه در مواجهه با تکانه‌هایی که بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری بانک‌ها بدون اثر است، سیاست احتیاطی باید الزامات سرمایه‌ای را ثابت نگه دارد و در مقابل سیاست پولی باید نرخ بهره را برای حفظ ثبات قیمت‌ها تعدیل نماید. همچنین در مواجهه با تکانه‌هایی که ریسک‌پذیری بانک‌ها را افزایش می‌دهد سیاست احتیاطی باید الزامات سرمایه‌ای را افزایش دهد و سیاست پولی نیز باید نرخ بهره را کاهش دهد تا اندازه آثار سیاست احتیاطی بر وام‌دهی بانک‌ها و در نتیجه تولید را کاهش دهد. بنابراین در این حالت دو سیاست طی سیکل در خلاف جهت یکدیگر حرکت می‌کنند. نویسندگان همچنان نشان می‌دهند که اگر انگیزه‌های ریسک‌پذیری با اندازه وام‌ها افزایش یابد، بروز یک تکانه مثبت بهره‌وری می‌تواند به سیاست بهینه انقباض مشترک در سیاست احتیاطی و سیاست پولی منتهی

<sup>۱</sup> از پیروان این دیدگاه به برنانکه و گرتر (۱۹۹۹) و گرینسپین (۲۰۰۲) می‌توان اشاره کرد که در مطالعات جدید بین و همکاران (۲۰۱۰)، گریچ (۲۰۱۰) و سونسون (۲۰۱۲ و ۲۰۱۳) نیز مورد تاکید قرار گرفته است.

<sup>۲</sup> آدریان و لیانگ (۲۰۱۳)

<sup>۳</sup> Collard et al.



شود. در چنین شرایطی دو سیاست نقش مکملی خواهند داشت به نحوی که با افزایش الزامات سرمایه‌ای، نیاز به افزایش کمتر نرخ بهره خواهد بود.

البته در برخی دیگر از مدل‌های استاندارد کینزین‌های جدید با لحاظ محدودیت‌های اعتباری و بخش واسطه‌گری مالی، سیاست نرخ بهره و سیاست احتیاطی کلان (همانند محدودیت گذاشتن بر نسبت وام-به-ارزش<sup>۱</sup> یا نسبت‌های سرمایه‌ای بانک‌ها) تعاملات بیشتری از طریق اثرگذاری مشترک بر هزینه تامین مالی دارند و در نتیجه نیاز به تعامل و هماهنگی مقامات سیاست پولی و احتیاطی برجسته خواهد بود. به عنوان مثال، یکی از نتایج جالب توجه در مدل سچتی و کهلر<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) این است که صرف انتخاب ابزار خودش اهمیتی ندارد و هر یک از مقامات پولی یا احتیاطی می‌توانند این کار را انجام دهند چرا که مثلاً الزامات سرمایه‌ای که عرضه وام را تحت تاثیر قرار می‌دهد و یا نرخ بهره سیاستی کنترل شده که هر دو طرف عرضه و تقاضای وام را در بر می‌گیرد، جانشین کامل هستند. در چنین شرایطی، راه حل بهینه از طریق بهینه‌یابی هماهنگ‌شده دو ابزار یعنی زمانی که هر یک از سیاستگذاران پیامدهای ابزارش بر سیاستگذار دیگر را در نظر می‌گیرد، قابل دستیابی است.<sup>۳</sup>

در اینجا بحث مهم آن است که درگیر شدن بانک مرکزی در ثبات مالی می‌تواند اعتبار آن در تحقق ثبات قیمتی را تحت تاثیر قرار دهد و این نیز ممکن است از طریق دو کانال روی دهد یکی شهرت و دیگری ناسازگاری زمانی. نخست اینکه ورود بانک مرکزی به مساله ثبات مالی مستلزم اعمال قدرتمندتر سیاست‌های بازتوزیعی و همچنین عملیات شبه-مالی دولت است. بدیهی است که این امر نیز نیازمند مسئولیت‌پذیری بیشتر و حمایت‌های اقتصاد سیاسی است که می‌تواند بحث استقلال بانک مرکزی را خدشه دار کند و در نتیجه فشارهای سیاسی را افزایش دهد. مورد دوم این است که درگیر شدن بانک مرکزی در ثبات مالی می‌تواند مشکلات ناسازگاری زمانی مهمی برای سیاست پولی ایجاد کند. چرا که تحت این فرآیند در صورتی که مشکلات بنیادی عدم تعادلها و بدهی‌های انباشت شده متعاقب بروز بحران مورد توجه قرار نگیرد، ممکن است بانک مرکزی نقدینگی بیشتری نسبت به آن چیزی که در مسیر ثبات قیمتی بلندمدت مورد نیاز است، تزریق نماید.

در مجموع مطالعات این دیدگاه نشان می‌دهد که اولاً، سیاست‌های احتیاطی کلان برای مقابله با سیکل‌های مالی (ناشی از انتظارات بسیار خوشبینانه یا انتظارات کاهش ریسک) و افزایش رفاه مفید است؛ ثانیاً، تحت تاثیر ماهیت هم‌افزایی ابزارهای دو سیاست مسائل هماهنگی بالقوه‌ای وجود دارد، هرچند که شروع سیاست‌های احتیاطی کلان تابع واکنش بهینه سیاست پولی را چندان تغییر نمی‌دهد. با این وجود، سوالی که مطرح شود نحوه مواجهه این دیدگاه با نقش بانک‌های مرکزی به عنوان آخرین وام‌دهنده است چرا که بعد از بروز بحران مالی، این بانک‌های مرکزی هستند که به عنوان آخرین ملجا به اعطای خطوط اعتباری به بانکها و موسسات دارای کسری اقدام می‌کنند و یا با اجرای سیاست‌های تسهیل مقداری و بازخرید اوراق و دارایی‌های نهادهای مالی با هدف تحریک اقتصاد، از بروز شرایط خشکی اعتبار و کمبود نقدینگی جلوگیری می‌کنند که این امر نیز خود می‌تواند در آینده فشارهای تورمی را ایجاد کند.

### ب- دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه

در این رویکرد استدلال می‌شود که تمرکز بانک‌های مرکزی بر کنترل تورم طی یک دوره نسبتاً کوتاه دو تا سه ساله مانع از واکنش فعال آنها نسبت به عدم تعادل‌های مالی رو به رشد می‌شود.<sup>۴</sup> پیروان این دیدگاه اعتقاد دارند که سیکل مالی بطور کامل توسط سیاست‌های احتیاطی قابل کنترل نیست و از طرق متعدد و عمدتاً غیر خطی بر ادوار تجاری اثر می‌گذارد. از سوی دیگر، سیاست پولی نیز می‌تواند رفتار ریسک‌پذیری واسطه‌گران بخش مالی را تحت تاثیر قرار دهد و متقابلاً شکنندگی و بی‌ثباتی نهادهای مالی نیز فرآیند انتقال پولی و چشم‌انداز ثبات قیمت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد. بنابراین ملاحظات ثبات مالی باید به عنوان بخشی از اهداف ثانویه راهبردهای سیاست پولی مد نظر قرار گیرد؛ همچنین از آنجا که سیکل‌های مالی معمولاً طولانی‌تر از سیکل‌های تجاری هستند<sup>۵</sup>، این اقدام سبب طولانی‌تر شدن افق دید مقامات سیاست پولی می‌شود. به عبارت دیگر، دلالت این دیدگاه، اصلاح چارچوب هدف‌گذاری انعطاف‌پذیر تورم و لحاظ ثبات مالی در تصمیم‌گیری تعیین مسیر بهینه تعدیل شده تورم است که از این جهت دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه<sup>۶</sup> را شبیه‌سازی می‌کند.

<sup>۱</sup> Loan-to-Value ratio

<sup>۲</sup> Cecchetti & Kohler

<sup>۳</sup> مطالعات دیگری مانند کانان، ربنال و اسکات (۲۰۰۹)، آنجلینی، نیری و پانتها (۲۰۱۱)، داراق، سورنسن و رودریگز (۲۰۱۱) لامبرتینی، مندسینو و پانزی (۲۰۱۱)، بایلو، مه و ژانگ (۲۰۱۲)، نیز نتایج مشابهی در یک چارچوب پویا مبتنی بر شاخص‌های رفاه و یا حداقل سازی توابع زیان ارائه کرده‌اند.

<sup>۴</sup> این دیدگاه استراتژی‌های سیاست پولی که توسط باریو و لوی (۲۰۰۲)، وایت (۲۰۰۶) و آیسینگ (۲۰۱۱) ارائه شده است را مورد تاکید قرار می‌دهد.

<sup>۵</sup> درخمن، باریو و تساتسارونیس (۲۰۱۲) شواهد تجربی این بحث را ارائه کرده‌اند.

<sup>۶</sup> Leaning against the wind



در این راستا وودفورد (۲۰۱۲) پیرو مدل کوردیا و وودفورد<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) مدلی را برای تحلیل دلالت‌های عدم تعادلی مالی در سیاست پولی ارائه کرده است. برای اینکار نیز یک مدل خلاصه شده که در آن متغیر درونزایی مانند اهرم مالی بر احتمال بروز بحران اثرگذار است را در نظر می‌گیرد و بررسی می‌کند که لحاظ ثبات مالی در چارچوب هدف‌گذاری تورم تا چه میزان سیاست پولی بهینه متعارف را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در این شرایط قاعده بهینه علاوه بر شکاف تولید و تورم شامل نماگری از ریسک‌های سیستماتیک بخش مالی نیز خواهد شد. به عبارت دیگر در این نسل از مدلها کانال ریسک‌پذیری بانک‌ها (واسطه‌گرهای مالی) در چارچوب سیاست پولی و اقتصاد کلان لحاظ می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که در قاعده بهینه پولی، ملاحظات ثبات مالی طی مسیر تعدیل مد نظر قرار می‌گیرد اما هدف اولیه ثبات قیمت‌ها در افق طولانی‌تر و میان مدت مد نظر خواهد بود. این مدل دلالت بر آن دارد که به عنوان مثال در مواجهه با رونق اعتبار، سیاست پولی حتی اگر مستلزم کاهش موقت شکاف تولید و تورم به سطوح مورد هدف میان مدت خود نیز باشد، مداخله نماید. بدیهی است در چارچوب دیدگاه محافظه‌کارانه سیاست پولی، بانک مرکزی با مرادده (بده-بستان) بیشتری بین اهداف چندگانه مواجه خواهد شد و لذا نیاز به اعتبار بیشتری برای هدف ثبات قیمت‌ها خواهد داشت که این امر هر چند چارچوب سیاست پولی را عوض نمی‌کند ولی پیچیدگی‌های آن را افزایش می‌دهد. وودفورد (۲۰۱۲) اعتقاد دارد که این پیچیدگی تا زمانی که قاعده بهینه پولی دلالت بر تعهد به هدف ثبات قیمت‌ها باشد، مشکل چندانی نخواهد بود. این بدان معناست که هر گونه انحراف سطح قیمت‌ها که منبث از تغییر انتظارات از چشم‌انداز ریسک و بروز بحران مالی نشأت گیرد، باید معکوس و مدیریت شود. این دیدگاه در حال حاضر توسط تعدادی از بانک‌های مرکزی همانند بانک مرکزی اروپا (ECB) عملیاتی شده است.

### ج- دیدگاه معادل بودن ثبات مالی با ثبات قیمتی (تمرکز بر ثبات مالی)

دیدگاه سوم معتقد است که باید در اهداف سیاست پولی تغییر اساسی ایجاد کرد. در این دیدگاه استدلال می‌شود که ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی آنقدر به یکدیگر گره خورده‌اند که تفکیک بین این دو امکان‌پذیر نیست در نتیجه سیاست پولی در هر چارچوبی که باشد نقش اول تامین ثبات نظام مالی را بر عهده دارد و باید کژکاردهای بازارهای مالی را اصلاح نموده و فرآیند انتقال سیاست پولی را تطهیر نماید. علاوه بر این با توجه به مساله ناسازگاری زمانی و همچنین خطرات مرتبط با سلطه بخش مالی (Financial Dominance) همکاری سیاست پولی با هدف ثبات مالی حیاتی است.<sup>۲</sup>

یکی از مدل‌هایی که وابستگی نزدیک سیاست پولی و ثبات مالی را دربر می‌گیرد، تئوری مداخله برون‌میر و سانیکوف<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) است که اصطکاک‌های مالی را در قلب مکانیسم انتقال سیاست پولی قرار می‌دهد. طبق این تئوری، ثبات قیمت‌ها، ثبات مالی و ثبات بودجه به دلیل اصطکاک‌های مالی به یکدیگر گره خورده‌اند. بنابراین در زمان افول، سیاست پولی بهینه باید قفل‌های ترازنامه‌ای که مانع جریان وجوه بین بخش‌های فعال اقتصاد است، شناسایی و آنها را باز کند. در دوران رونق نیز، به منظور جلوگیری از ناترازی‌هایی که اقتصاد را نسبت به شوک‌های نقدینگی و خطرات سقوط قیمت‌ها آسیب‌پذیر می‌سازد، یک نوع هوشیاری و ظرافت برای اقدامات پیشگیرانه لازم است.

در این دیدگاه ارتباط نزدیک بین ثبات قیمتی و ثبات مالی از این حقیقت نشأت می‌گیرد که ثبات و سلامت واسطه‌گران بخش مالی درجه خلق پول درونی و همچنین قیمت ریسک در اقتصاد را تعیین می‌کند. بنابراین سیاست پولی با بازتوزیع ثروت باید به نحوی عمل کند که آثار بزرگنمایی شده ناشی از تنگناهای ترازنامه‌ای را کاهش دهد. به عنوان نمونه، کاهش نرخ بهره می‌تواند ارزش اوراق قرضه بلندمدت را افزایش دهد و در نتیجه ترازنامه بانک‌ها را تقویت نماید. همچنین، خرید دارایی‌های مشخصی مانند اوراق رهنی با حمایت از بهای املاک و مستغلات سبب کمک به خانوارهایی می‌شود که از بار بدهی مازاد رنج می‌برند. در جدول زیر خلاصه‌ای از سه دیدگاه آمده است.

<sup>1</sup> Curdia & Woodford

<sup>۲</sup> البته افرادی مثل والن (۲۰۱۳) اعتقاد دارند که با وسیع‌تر کردن اهداف بانک مرکزی و لحاظ ثبات مالی، ثبات قیمتی و شکاف تولید، مرادده‌های موجود بین اهداف به شکل کارایی مدیریت می‌شود و در نتیجه ناسازگاری زمانی بروز نخواهد کرد.

<sup>3</sup> Brunnermeier & Sannikov



جدول ۱ - نگرش‌های سیاست پولی به ثبات مالی

حداکثر دخالت (ثبات مالی به مثابه ثبات قیمتی)	بینابین (سیاست محافظه کارانه)	عدم دخالت (اجماع جکسون هال)	
اهداف همزاد و پایه‌پا هستند. رفع اختلالات ترازنامه‌ها. جلوگیری از عدم تعادل‌های مالی در دوران رونق	ثبات مالی هدف ثانویه است گسترش افق سیاست پولی اثرگذاری بر رفتار ریسک‌پذیری	عدم تغییر چارچوب سیاست پولی آثار محدود سیاست پولی بر اعتبار و ریسک‌پذیری ابزار ناکارا برای مواجهه با عدم تعادل‌های مالی	سیاست پولی
عدم تمایز آن با سیاست پولی	عدم توانایی کنترل سیکل مالی	موثر و مشخص	سیاست احتیاطی
ثبات مالی و ثبات قیمتی به یکدیگر گره خورده‌اند.	شکندگی مالی بر انتقال پولی و ثبات مالی اثرگذار است	تعامل محدود و تفکیک آسان اهداف و ابزارها	تعامل سیاست‌ها
مشکلات ناسازگاری زمانی	نحوه هماهنگی سنگین کردن وظایف پولی	نحوه هماهنگی نقش آخرین وام‌دهنده بانک مرکزی	ملاحظات
برونر میر و سانیکوف (۲۰۱۲)	باریو وودفورد (۲۰۱۲)	سونسون (۲۰۰۷)؛ کلارد و همکاران (۲۰۱۳)	مدل

### د- کدام سیاست؟

بدیهی است که سه دیدگاه فوق دلالت‌های متفاوتی برای چارچوب نهادی بهینه سیاست‌های ثبات قیمتی و ثبات مالی دارند. در دیدگاه عدم مداخله (اجماع جکسون هال) تا زمانی که اشتراک‌گذاری اطلاعات بین مقامات پولی و احتیاطی به خوبی انجام شود، هیچ‌گونه نیازی به تعامل دو سیاستگذار نیست. در مقابل، در دیدگاهی که معتقد است ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی بطور عمده‌ای همپوشانی دارند، تفکیک دو هدف و ابزارهای آنها برای رسیدن به آن اهداف مشکل است.

هر چند که هر یک از این دیدگاه‌ها به اهمیت تعامل سیاست احتیاطی و سیاست پولی در تحقق هدف ثبات مالی واقف هستند اما سطوح برداشت از این تعامل، اثربخشی سیاست احتیاطی مستقل، اندازه‌ای که سیاست پولی می‌تواند منبع بی‌ثباتی مالی باشد و اندازه‌ای که سیاست پولی می‌تواند مانع بروز بی‌ثباتی مالی شود، علی‌الخصوص در زمان‌های بحران متفاوت است. نخست، اگر اثرات متقابل ارتباط دو سیاست شدید باشد، هنگامی که بانک مرکزی هر دو هدف را دنبال می‌کند، نقش همکاری دو نهاد بسیار برجسته خواهد بود. همچنین، اگر سیاست پولی در زمان‌های بحران قادر به تثبیت بخش مالی نباشد، ممکن است همکاری دو نهاد مفید باشد چرا که فی‌نفسه بسیاری از ابزارهای سیاست پولی غیر متعارف (مانند تغییر ذخایر قانونی) به عنوان ابزارهای بالقوه سیاست احتیاطی دیده می‌شود. علاوه بر این با توجه به اینکه بعد از ترکیب حساب‌ها، بانک‌های مرکزی در خط مقدم بسته‌های حمایتی هستند، باید از قبل انگیزه کافی برای سیاست محافظه‌کارانه در مقابل شکل‌گیری حساب‌ها داشته باشند.

### ۲.۲ مطالعات تجربی

برخی از مباحثی که بعد از بروز بحران مالی اخیر شکل گرفته است اعتقاد دارد که چارچوب هدفگذاری تورم یکی از دلایل اصلی شکست مقامات دولتی در واکنش به توسعه عدم تعادل‌های مالی و افزایش بی‌ثباتی مالی بوده است. بوردو و ویلاک<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهند که در میان چندین بحران مالی که طی قرن نوزدهم و بیستم روی داده است، شدیدترین آنها در دوره‌های بعد از تورم‌زدایی عمده و ناگهانی اتفاق افتاده است. از جمله مهمترین دلایلی که برای این ارتباط ارایه می‌شود عبارتند از:

<sup>1</sup> Bordo & Wheelock



الف- با تمرکز بر هدفگذاری تورم، دولت‌ها ممکن است توجه سطحی به وضعیت بازارهای مالی داشته باشد و از عدم تعادل‌های آن غفلت داشته باشند. (برونر میر و همکاران، ۲۰۱۰)

ب- تورم پایین و پایدار همراه با یک سیاست ضدتورمی معتبر امکان شناسایی و رویت عدم تعادل‌های مالی مانند حباب دارایی‌ها را سخت‌تر می‌کند. آماتو و شین<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) معتقدند که در مدل‌هایی که در آن کارگزاران نسبت به وضعیت اقتصاد (مانند تورم) اطلاعات ناقصی دارند اما به طور کامل به سیگنال‌های اعلام شده توسط دولت باور دارند (سیگنال‌های بسیار معتبر)، به دلیل دادن وزن زیاد به سیگنال‌های دولت نسبت به آنچه بنیان‌های واقعی اقتصاد است، عقاید کارگزاران می‌تواند دچار اختلال شود. در چنین شرایطی ممکن است اعلان‌های تورم نسبت به وضعیت اقتصاد مخدوش باشد و در نتیجه عدم تعادل‌های مالی شکل گرفته و گسترش یابد. تحت چنین شرایطی دولت می‌تواند قربانی موفقیت خود شود که در ادبیات به عنوان پارادوکس اعتبار شناخته می‌شود (باریو، ۲۰۰۵؛ باریو و لوی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲؛ مونتز و پیکسوتو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴)

ج- در شرایط عادی، پایبندی به سطوح تورم پایین سیاست اقتصادی را خیلی محدود می‌کند؛ به نحوی که با نزدیک شدن نرخ سیاستی به محدوده صفر، در صورت بروز رکود امکان اثرگذاری نرخ بهره برای بهبود اقتصاد را کاهش می‌دهد (عدم انعطاف نرخ بهره نزدیک صفر در مواجهه با رکود).

با وجود این مباحث، یک دیدگاه قدیمی توسط شوارتز<sup>۴</sup> (۱۹۹۵) بیان شده و استدلال می‌کند که دوره‌های همراه با سطوح قیمتی بی‌ثبات منجر به برداشتهای اشتباه کارگزاران نسبت به آینده اقتصاد و بازدهی حقیقی سرمایه‌گذاری می‌شود و در نتیجه به تصمیمات وام‌دهی و قرض‌گیری ناکارآمد، افزایش نکول وام‌ها، اختلال در سبد وام شبکه بانکی و افزایش ورشکستگی منجر می‌شود. در این شرایط هدفگذاری تورم سبب بهبود پیش‌بینی‌پذیری سیاست اقتصادی می‌شود و درجه ناطمینانی نسبت به سطوح قیمتی در بلندمدت کاهش می‌یابد.

علی‌رغم پیشرفت ادبیات بنظر می‌رسد کماکان دو سوال اصلی وجود دارد اینکه آیا اجرای هدفگذاری تورم با شکنندگی مالی بیشتر همراه است؟ دوم اینکه آیا واقعا بانک‌های مرکزی که بر ثبات قیمت‌ها متمرکز می‌شوند، بحث ثبات مالی را در سیاست‌گذاری نادیده می‌گیرند؟ این موضوع تا قبل از بروز بحران مالی اخیر چندان مورد توجه نبود. بعد از بروز بحران مالی مطالعات مختلف از زوایایی متعددی به این بحث توجه کرده‌اند. در ادامه این مطالعات با تمرکز بر دو بعد کیفیت نهادی کشورها و همچنین سطح توسعه آنها بررسی می‌شود.

### الف- اثر کیفیت نهادی کشورها

بعد از بحران مالی اخیر، بحث کیفیت نهادی توجهات زیادی را به خود جلب کرده است. کشورهای دارای نهادهای باکیفیت بالا نسبت به کشورهایی که دارای کیفیت نهادی پایینتری هستند، به طور موثرتری قادر به طراحی و صورت‌بندی سیاست‌های اقتصادی برای مقابله با شوک‌های اقتصادی هستند. فازیو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) بحث می‌کنند که اعتماد افراد به دولت در کشورهای غیرفاسد نسبت به کشورهای بسیار فاسد بیشتر است. بنابراین می‌توان این نکته را آزمون کرد که آیا اثر هدفگذاری تورم بر ثبات مالی به کیفیت حکمرانی دولت مرکزی وابسته است یا خیر. البته باید یک سطح حداقلی از اعتماد به دولت و مقامات سیاستگذار برای اثربخشی سیاست‌ها وجود داشته باشد. همچنین ممکن است به دلیل سطح بسیار بالای حکمرانی و وجود حداقلی از شرایط ثبات مالی، هدفگذاری تورم اثرات چندان معناداری بر ارتقای ثبات مالی نداشته باشد<sup>۶</sup>. بدین منظور آنها با تحلیل اطلاعات شبکه بانکی ۶۶ کشور طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۹۸ به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که کیفیت نهادی کشورهای مختلف چگونه در کشورهایی که هدفگذاری تورم دارند و یا ندارند، می‌تواند بر ثبات مالی تاثیر گذار باشد.

نتایج فازیو و همکاران (۲۰۱۸) نشان می‌دهد ثبات مالی بانکها در کشورهای با کیفیت نهادی بالا که دارای چارچوب هدفگذاری تورم هستند چندان تفاوتی با کشورهای فاقد چارچوب هدفگذاری تورم ندارد، در حالی که کشورهای با کیفیت نهادی متوسط از این چارچوب منتفع شده‌اند. علاوه بر این، در کشورهای با سطوح پایین کیفیت نهادی، ثبات مالی و هدفگذاری تورم رابطه معکوس دارند.

<sup>1</sup> Amato & Shin

<sup>2</sup> Borio & Lowe

<sup>3</sup> Montes & Peixoto

<sup>4</sup> Schwartz

<sup>5</sup> Fazio et al

<sup>۶</sup> آماتو و شین (۲۰۰۳)



این امر نشان‌دهنده وجود منحنی معکوس U شکل بین هدفگذاری تورم و ثبات مالی با توجه به سطوح مختلف کیفیت نهادی است. به عبارت دیگر، در کشورهای دارای نهادهای با کیفیت، هدفگذاری تورم، نسبت به کشورهایی که هدفگذاری تورم ندارند، ثبات مالی بیشتر یا کمتری ایجاد نمی‌کند. اما بانک‌های کشورهای دارای نهادهای با کیفیت پایین، تحت سیاست هدفگذاری تورم عملکرد ضعیف‌تری دارند. به عبارت دیگر برای اثربخشی سیاست هدفگذاری تورم و ایجاد منافع برای ثبات مالی، یک حداقلی از اعتماد و اعتبار برای دولت لازم است و در نتیجه سیاستی که توسط یک دولت کم اعتبار و یا فاقد کیفیت نهادی مناسب اجرا شود بصورت درونزا شکست خواهد خورد. همچنین در کشورهای دارای کیفیت حکمرانی متوسط هدفگذاری تورم و ثبات قیمت‌ها می‌تواند به سطح بالاتری از ثبات مالی بانکها منجر شود. بنابراین تعهد به ثبات قیمت‌ها همراه با شفافیت و مسئولیت‌پذیری بیشتر که از ویژگی‌های کشورهای دارای هدفگذاری تورم است، در کشورهایی که دارای کیفیت نهادی نه خیلی بالا و نه خیلی کم هستند، باعث کاهش رفتار ریسک‌پذیری بانک‌ها می‌شود.

### ب- اثر سطح توسعه کشورها

فراپا و میسونیر<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) وضعیت نظام مالی در ۱۷ کشور توسعه یافته مشتمل بر دو گروه کشوری دارای هدفگذاری تورم و فاقد هدفگذاری تورم بررسی کرده است و نشان می‌دهد که هدفگذاری تورم با قیمت‌های حقیقی بالاتر در مسکن و نسبت قیمت-به-اجاره بالاتر همراه است و به نوعی این نسبت بالا را نشانه‌ای از بی‌ثباتی مالی می‌داند؛ به بیان دیگر بصورت نسبی در کشورهای مجری چارچوب هدفگذاری تورم، بخش مالی بی‌ثبات است. در مقابل، کاسترو<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) با تخمین قواعد تیلور انباشته شده از نوع خطی و غیرمبتنی بر میزان واکنش و ملاحظات بانک انگلستان، فدرال رزور و بانک مرکزی اروپا به بحث ثبات مالی را بررسی کرده و نتیجه می‌گیرند که به نظر می‌رسد تنها بانک مرکزی اروپا در مواقع گسترش عدم تعادل‌های مالی، نسبت به انقباض سیاست پولی اقدام می‌کند. باکسا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) نیز این موضوع را برای کشورهای آمریکا، بریتانیا، استرالیا، کانادا و سوئد بررسی کرده و نتیجه می‌گیرد که رویکرد این بانکها نسبت به عدم تعادل‌های مالی بیشتر درمانی است تا پیشگیری؛ به عبارت دیگر، سعی کرده‌اند در زمانهای تنش مالی و بروز بحران نرخ‌های بهره را کاهش دهند تا اینکه بخواهند در مقابل افزایش ریسکها و تشکیل حسابها نرخ بهره را افزایش دهند. فوجیو<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) با مطالعه ۲۶ کشور نوظهور این نکته را بررسی کرده که آیا آسیب‌پذیری مالی در کشورهای با هدفگذاری تورم با غیرهدفگذاری تورم متفاوت است؟ نتایج وی نشان می‌دهد که سیاست پولی در کشورهای دارای هدفگذاری تورمی نسبت به ریسک‌های مالی از حساسیت بالایی برخوردار است و حتی علی‌رغم واکنش سیاستگذار به عدم تعادل‌های مالی، شکنندگی مالی در این کشورها بیشتر است. این دیدگاه بر خلاف دیدگاهی است که بیان می‌کند سیاست پولی با ابزار نرخ بهره می‌تواند ثبات بخش مالی را ارتقا دهد و در نتیجه دلالت بر آن دارد که تورم باید مهمترین هدف سیاست پولی باشد و سیاستهای احتیاطی کلان نیز برای تحقق ثبات مالی به مقامات احتیاطی سپرده شود.

تجارب فوق نشان می‌دهد که هدفگذاری تورم نیاز به یکسری پیش‌شرطها دارد و علاوه بر این، اثرات آن در سطوح مختلف کیفیت نهادی و میزان توسعه کشورها متفاوت است؛ لذا تا زمانی که این مباحث مورد ملاحظه سیاستگذاران اقتصادی قرار نگیرد حصول اهداف هدفگذاری تورم بدون اخلاف در سایر اهداف کلان و من جمله ثبات مالی مقدور نخواهد بود. با توجه به اهمیت این موضوع، در ادامه ابتدا به مرور ساختار سیاستگذاری مرتبط با ثبات قیمت و ثبات مالی در اقتصاد آمریکا پرداخته می‌شود و سپس به بررسی این سیاستها در اقتصادهای در حال توسعه پرداخته می‌شود.

### ۳ مطالعه موردی: سیاست‌های پولی و احتیاطی در آمریکا

در این قسمت به بررسی تحولات سیاستگذاری پولی در ایالات متحده طی دهه اخیر پرداخته می‌شود و اینکه چگونه فدرال رزور مسئول هر دو هدف ثبات مالی و سیاست پولی شده است، و چه تعارض‌هایی بین این دو هدف ممکن است وجود داشته باشد، بررسی می‌شود. چارچوب تنظیم سیاستگذاری اقتصادی در ایالات متحده دارای اهداف اقتصادی و مالی متعدد همراه با یک سیستم پیچیده برای حل تعارضات بین این اهداف است. در کنار اهداف حداکثر اشتغال، ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی، این اهداف شامل

- حمایت از مصرف‌کنندگان، سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران؛
- اطمینان از یک سیستم مالی عادلانه، منظم، شفاف، رقابتی و کارآمد؛

<sup>1</sup> Frappa and Mésonnier

<sup>2</sup> Castro

<sup>3</sup> Baxa et al

<sup>4</sup> Fouejieu



- تسهیل تشکیل سرمایه؛
- تقویت بازار رهنی ثانویه؛
- و حفظ یک سیستم بانکی ایمن و سالم است.

مسئولیت اصلی این اهداف با هشت نهاد نظارتی مالی فدرال است که بخشی از شورای نظارت بر ثبات مالی<sup>۱</sup> (FSOC) هستند. به هر یک از این هشت نهاد بیش از یک هدف محول شده است و مسئولیت دستیابی به بسیاری از این اهداف نیز به بیش از یک نهاد اختصاص یافته است.

اگرچه فدرال رزرو در مسئولیت نظارتی خود دستخوش تغییرات چشمگیری شده است<sup>۲</sup>، اما تنها مقام ناظر احتیاطی نیست و سایر نهادهای FSOC نیز مسئولیت نظارت احتیاطی در حیطه اختیارات مربوطه خود دارند. حتی در محدوده نظارت بانکی، این مسئولیت فدرال رزرو هنوز با شرکت فدرال بیمه سپرده‌ها<sup>۳</sup> FDIC (که بر اکثریت قریب به اتفاق بانک‌ها نظارت می‌کند) و دفتر نظارت بر ارز<sup>۴</sup> (OCC) (که بر بزرگترین بانک‌ها نظارت می‌کند)، مشترک است. اما، آنچه که فدرال رزرو را از سایرین متمایز می‌کند این است که طبق قوانین کنگره، هم از مقامات سیاست‌گذاری پولی و هم از مقامات تنظیم‌گری احتیاطی بر شرکت‌های هلدینگ بانکی و موسسات مالی غیربانکی مهم برخوردار است. در نتیجه اهداف سیاست پولی فدرال رزرو می‌تواند هم بر هدف تنظیم‌گری احتیاطی آن تأثیر بگذارد و هم از آن تأثیر پذیرد. همچنین، اهداف سیاست پولی به طور طبیعی باعث می‌شود که فدرال رزرو نگران ثبات مالی و ریسک سیستمی کلیت بخش مالی یعنی چیزی فراتر از ایمنی و سلامت تک تک موسسات مالی باشد. این در آمیختگی سیاست‌های پولی و نظارت احتیاطی در فدرال رزرو است که مسئله را جالب توجه می‌کند. در ادامه این قسمت به بررسی وجود تعارض در مرحله سیاست‌گذاری پولی و احتیاطی در کوتاه‌مدت و بلندمدت و همچنین تعارضهایی در مرحله اجرای سیاست پولی و احتیاطی و نحوه حل و فصل آنها پرداخته می‌شود.

### ۱.۳ تعارض در اهداف سیاستی

اهداف سیاست‌های پولی که توسط کنگره به فدرال رزرو اختصاص یافته است به طور عمده تحت وظایف دوگان حداکثر اشتغال و ثبات قیمت‌ها یاد می‌شود. هدف تنظیم‌گری مالی نیز بطور معمول بر حسب حفظ ایمنی و سلامت سیستم بانکی دیده می‌شود اما در فدرال رزور می‌تواند در سطحی فراگیر برای انعکاس ثبات بخش مالی و عملکرد روان بازارهای مالی دیده شود. این اهداف که هر یک می‌تواند ثبات مالی و اقتصاد کلان را برای دستیابی به حداکثر رشد پایدار و ثبات قیمت‌ها در بلندمدت فراهم کند، بطور بالقوه در تئوری سازگار هستند. فدرال رزرو به دلیل ملاحظات اندازه‌گیری، بطور صریحی حداکثر اشتغال را هدف‌گذاری نمی‌کند چرا که انجام این کار می‌تواند به ایجاد چرخه‌های رونق و تشدید آن منجر شود. برای تورم نیز نرخ دو درصد که بیشتر با چارچوب یک اقتصاد پویا و در حال رشد سازگارتر است را هدف قرار می‌دهد. بطور مشابه سیاست احتیاطی کلان نیز به دنبال حذف ریسک نیست، بلکه بر کاهش ریسک‌های مالی متناسب با مسیر حداکثر رشد پایدار اقتصاد متمرکز است. با وجود اینکه هدف نهایی هر دو سیاست پولی و احتیاطی کلان بر مسیر رشد پایدار اقتصاد متمرکز است، هیچ‌گونه معیار قابل مشاهده مشخصی برای مفهوم حداکثر رشد پایدار بلندمدت وجود ندارد. بنابراین در سیاست‌گذاری پولی، کمیته بازار باز فدرال<sup>۵</sup> (FOMC) به دنبال کنترل انحراف تورم و بیکاری از مسیر بلندمدت آن است. در خصوص سیاست احتیاطی کلان نیز معیار مورد اجماعی برای ثبات مالی وجود ندارد و معیارهایی که تا کنون نیز معرفی شده است توانایی کافی برای هشدار اولیه بروز بی‌ثباتی ندارند تا بتوان بر مبنای آن تغییرات مشخصی در ابزارهای احتیاطی اعمال کرد.

وجود اهداف قابل اندازه‌گیری دلالت‌های مهمی برای هدایت سیاست‌ها دارد. مقامات پولی برای ارتباط دادن اقداماتشان به اهداف سیاست پولی دارای مدل‌های مقداری هستند. ولی هیچ‌یک از مقامات پولی و مقامات احتیاطی (خرد و کلان) از این مدل‌ها برای اهداف قابل اندازه‌گیری ثبات مالی برخوردار نیستند. فراتر از این، مقامات احتیاطی کلان از مدل مقداری قابل قبول برای ارتباط دادن اقدامات سیاست خود به تغییرات تورم و تولید نیز برخوردار نیستند. یکی از دلایل عمده آن نیز به بحث پیچیدگی بخش مالی و اینکه پویایی‌های آن از بخش‌های مختلفی نشأت می‌گیرد و در نتیجه لحاظ آن را در مدل‌های اقتصاد کلان دشوار کرده است، بر می‌گردد. این مشکل هنگامی رخ می‌دهد که از مقامات پولی درخواست شود که برای کاهش بی‌ثباتی مالی از مسیر سیاست پولی بهینه و مطلوب خود منحرف شوند.

<sup>1</sup> Financial Services Oversight Council

<sup>۲</sup> اهدافی که در حال حاضر برای فدرال رزرو تعیین شده شامل ترویج سیستم پرداخت کارآمدتر، اجرای قوانین حمایت از حقوق مصرف‌کننده و اجرای قوانین ضد انحصاری در مورد ادغام بانک‌ها و شرکت‌های هلدینگ بانکی است.

<sup>3</sup> Federal Deposit Insurance Corporation

<sup>4</sup> Office of the Comptroller of the Currency

<sup>5</sup> Federal Open Market Committee





متقابلاً ممکن است از مقامات احتیاطی کلان درخواست شود که برای حمایت از اهداف اقتصاد کلان از سیاست‌های بهینه خود فاصله بگیرند؛ به عنوان مثال الزامات سرمایه‌ای بانک‌ها را کاهش دهند تا با افزایش وام‌دهی رشد اقتصادی را ارتقا دهد در حالی که این امر باعث بروز ریسک‌های بی‌ثباتی مالی می‌شود. در ادامه این تعارضها در کوتاه‌مدت و بلندمدت بحث می‌شود.

### الف- تضاد در کوتاه مدت

سیاست پولی از کانال‌های متفاوتی با اثر گذاری بر تقاضای کل متغیرهای اقتصاد کلان را تحت تاثیر قرار می‌دهد. یکی از کانال‌های مهم ریسک‌پذیری است که از طریق کاهش نرخ بهره باعث افزایش تمایل کارگزاران اقتصادی به افزایش سطح بدهی و اهرم‌های مالی می‌شود. متقابلاً یکی از کارکردهای مهم مقررات احتیاطی کلان کاهش سطوح بدهی و ریسک‌پذیری در اقتصاد با تعارض همراه شوند. این موقعیت به ویژه طی دوران ترمیم اقتصاد بعد از بروز بحران که بسته‌های نجات طراحی می‌شود ممکن است روی دهد؛ یعنی زمانی که سیاست پولی برای تحریک رشد اقتصادی اجازه تامین مالی مصرف و سرمایه‌گذاری را می‌دهد، اما مقامات احتیاطی کلان ممکن است بر تقویت تعادل‌های ترازنامه کارگزاران، به ویژه بنگاه‌های مالی متمایل باشند.

در مطالعه صندوق بین‌المللی پول (۲۰۱۱ و ۲۰۱۳) بحث تفکیک مسئولیت سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان با دو هدف ثبات قیمتی و ثبات مالی مطرح شده است. در مدل پایه، سیاست پولی صرفاً به دنبال ثبات قیمتی است چرا که نمی‌تواند تمام منابع بی‌ثباتی مالی را تحت پوشش قرار دهد. سیاست احتیاطی نیز صرفاً به دنبال ثبات مالی است چون اساساً ابزاری برای کنترل تورم نیست. در این شرایط، مقام پولی باید آثار سیاست احتیاطی کلان بر تقاضای کل را نیز در نظر گیرد و بر کانالهایی غیر از افزایش اهرم مالی برای تحریک اقتصاد متمرکز شود. متقابلاً مقامات احتیاطی نیز باید آثار سیاست پولی بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری را در نظر گیرند. اما در این مسیر، مشکلات اجرایی ناشی از دانش ناقص، محدودیت‌های نهادی، نارسازگاری زمانی و محدودیت‌های سیاسی وجود دارد.

کشورهای با نظام مالی پیشرفته در کاربرد مقررات احتیاطی برای ارتقای سلامت مالی مؤسسات بصورت انفرادی تجربه قابل ملاحظه‌ای دارند اما در خصوص استفاده از آنها برای اهداف ثبات مالی تجربه کمی دارند. علاوه بر این، کالیبره کردن ابزارها برای ریسک‌های جاری بی‌ثباتی مالی تحت تاثیر دو عامل وقفه‌های تصمیم‌گیری و اجرایی و همچنین ناطمینانی نسبت به آثار تغییرات در ابزارها خواهد بود. در چنین وضعیتی از مقررات و نظارت احتیاطی، ممکن است سیاست پولی به حوزه ثبات مالی وارد شود ولی باز هم در خصوص وزنی که باید سیاست پولی به ثبات مالی بدهد و نحوه بده بستان بین رشد اقتصادی و ثبات مالی سوالات و ابهاماتی مطرح است. در هر صورت با توجه به اینکه سیاست‌های احتیاطی کلان اولین خط مقدم در مقابله با بی‌ثباتی مالی است، بعد از استفاده از تمام ظرفیت‌های احتیاطی، سیاست پولی می‌تواند به عنوان آخرین ملجا کاهش ریسک‌های بی‌ثباتی مالی استفاده شود.

متقابلاً، هر چند که ثبات قیمت‌ها و رشد اقتصادی بطور عمده‌ای در حیطه سیاست پولی است، به دلیل تعامل بخش مالی و حقیقی اقتصاد، موافقی وجود دارد که برای تسریع در خروج از رکود و آغاز بهبود اقتصادی و یا مهار رونق و جلوگیری از افزایش شدید قیمت‌ها، سیاست احتیاطی نیز می‌تواند به سیاست پولی کمک کند و از اعمال سیاست‌های انقباضی یا انبساطی شدید پرهیز شود. به عنوان مثال در دوران رکود با کاهش الزامات سرمایه‌ای، ظرفیت وام‌دهی بانک‌ها افزایش یابد تا با تقویت تقاضای سرمایه‌گذاری و مصرفی، تقاضای کل بهبود یافته و تولید را به حرکت درآورد و در دوران رونق نیز با افزایش الزامات سرمایه‌ای ظرفیت وام و اعتبار محدود شود تا از انتخاب پروژه‌های پرخطر و تامین مالی ریسکی پرهیز شود و از شتاب رشد قیمت‌ها کاسته شود. به عبارت دیگر در این شرایط نقش مکملی سیاست‌ها مطرح خواهد بود. هر چند که در ایالات متحده به صورت رسمی سیاست‌های ضدسیکلی احتیاطی کلان اعلان نشده است اما در تجربه بحران اخیر، بعد از بروز بحران و ضرر و زیان آنها، افزایش نسبت‌های سرمایه‌ای بانکها به مقادیر بلندمدت آن بطور سریع انجام نشد و به تدریج طی چند مرحله و در قالب برنامه جامع بازبینی و تحلیل سرمایه<sup>۱</sup> (CCRA) برگرفته شده از قوانین بال ۳ توسط فدرال رزرو اجرایی شد.

### ب- تضاد در بلندمدت

تجارب بحرانهای قبلی نشان داده است که متعاقب بروز بحرانهای مالی، در نهایت فدرال رزرو برای کاهش عمق رکود مداخله کرده و با ابزارهای در دسترس برای برگشت ثبات مالی اقدام کرده است. این اقدامات احتمالاً بر اثربخشی و کارایی نظم بازارها آثار بلندمدت‌تری خواهد داشت. در هر صورت زمانی که برداشت سرمایه‌گذاران اینگونه باشد که احتمال بروز یک رکود عمیق به دلیل هموارسازی آن توسط فدرال رزرو

<sup>1</sup> Comprehensive Capital Analysis and Review



کم است و از آن مهمتر نسبت به بحران مالی بسیار ریسک‌گریز است، ممکن است استراتژی بهینه خود را در انتخاب پروژه‌های ریسکی‌تر که بازدهی انتظاری بیشتری دارد، شناسایی کند. علاوه بر این زمانی که سرمایه‌گذاران احساس کنند برخی موسسات مالی خاص که با عنوان بسیار-بزرگ-برای-ورشکستگی<sup>۱</sup> اطلاق می‌شوند، به دلیل نقش خاص آنها در عملکرد بخش مالی در صورت بروز بحران از مزایای خاص بسته‌های نجات برخوردار خواهند بود، این امر باعث می‌شود که از یک طرف سرمایه‌گذاران ریسک این موسسات را کمتر برآورد کنند و از سوی دیگر مدیران این نهادها نیز برای افزایش بازدهی نسبت به تامین مالی پروژه‌های پرریسک وسوسه شوند.

بنابراین سیاست پولی متناسب با تحقق این وظیفه دوگان، خطر ایجاد بی‌ثباتی مالی در آینده را با خود به همراه دارد. دو واکنش ممکن در اینجا وجود دارد: یا اینکه سیاست‌گذار پولی اجازه دهد برخی از تکانه‌های وارده به نظام مالی به بخش حقیقی اقتصاد وارد شود؛ یا اینکه مقامات نظارتی و احتیاطی خرد و کلان مقررات سخت‌گیرانه‌تر و نظارت بیشتری را اعمال کنند. هرچند که فدرال رزرو نشان داده است که همیشه به شوک‌های مالی که تهدیدی برای بخش حقیقی نیستند (مانند حباب دات‌کام در اوایل دهه ۲۰۰۰ و سقوط‌های سریع) پاسخ نخواهد داد، اما این احتمال نیز وجود ندارد که در پاسخ به شوک‌های بزرگ منبعث از بخش مالی، کنگره از فدرال رزرو درخواست کند که اقدامات خود در جهت رسیدن به وظایف دوگان را متوقف نماید. بنابراین، برای کاهش احتمال بحران مالی و محدود کردن شدت آثار آن در صورت بروز، وظایف کاهش انگیزه‌های ریسک‌پذیری فزاینده و بهبود انعطاف‌پذیری سیستم مالی بر عهده تنظیم‌گران مالی است. ولی این نیز نسخه درمان تمام مشکلات نیست. چرا که حتی با ترکیبی از سیاست‌های پولی برای کاهش تمایل ریسک‌پذیری و سیاست‌های احتیاطی که محدودیت‌ها و نظاری‌های دقیق‌تر را برقرار می‌کند، انگیزه‌های بیشتری برای اجتناب و فرار از مقررات و تنظیم‌گری شکل می‌گیرد.

### ۲.۳ تعارض در اجرای سیاست‌ها

بسیاری از نهادها و بازارهایی که برای اجرای سیاست پولی مهم هستند برای حفظ ثبات مالی نیز مهم هستند. بنابراین، بطور بالقوه ممکن است روش اجرای سیاست پولی آثار نامطلوبی بر ثبات مالی داشته باشد و متقابلاً روشهای اجرای مقررات احتیاطی آثار نامطلوبی بر سیاست پولی داشته باشد. این تعارض اجرایی نیز می‌تواند یکی از دلایل توجیه اختصاص دو وظیفه فوق به یک نهاد یا سازمان باشد تا بتواند نسبت به شناسایی و حداقل سازی آنها اقدام نماید.

تا قبل از بروز بحران مالی جهانی اخیر، سیاست پولی بطور عمده از طریق تغییر در عرضه ذخایر مازاد بانک‌ها به منظور نزدیک شدن نرخ وجوه فدرال به نرخ هدف اعلام شده توسط FOMC اجرا می‌شد. بدین ترتیب میز عملیات بازار باز در فدرال رزرو نیویورک در معاملات شبانه و رپو کوتاه مدت برای رساندن ذخایر به سطح مطلوب وارد می‌شد. این عملیات از طریق معامله‌گران اختصاصی<sup>۲</sup> انجام می‌شود که مجموعه‌ای از معامله‌گران بانکی و غیربانکی هستند که متعهد به شرکت در هر دو عملیات بازار باز و حراج اوراق قرضه جدید هستند. هرچند این روش به فدرال رزرو اجازه می‌دهد که سیاست پولی را بطور عمده در ساختارهای بازار موجود انجام دهد ولی باعث می‌شد که سیاست پولی نیز به طور عمده بر معامله‌گران اختصاصی که بازیگران کلیدی بازار اوراق و رپو هستند، متکی باشد و در نتیجه به طور سیستماتیک آنها را به موسسات مهم تبدیل می‌کند.

بعد از بروز بحران مالی، تحت تاثیر سیاست پولی تسهیل مقداری ذخایر زیادی در قالب خرید عمده انواع اوراق به ترازنامه بانکها تزریق شد. با وجود این ابزارهای جدیدی نیز برای کنترل نرخ‌های کوتاه‌مدت در قالب پرداخت بهره به ذخایر مازاد<sup>۳</sup> (IOER) رایج شد که سبب کاهش هزینه نگهداری ذخایر مازاد شد. همچنین ابزارهای تکمیلی دیگری همانند توافق‌نامه‌های بازخرید معکوس شبانه<sup>۴</sup> (ONRRP) که در بازار رپو سه طرفه بر روی اوراق قرضه انجام می‌شود، مورد استفاده قرار گرفت. طرفین فعال در این بازار علاوه بر معامله‌گران اختصاصی شامل شرکت‌های دولتی<sup>۵</sup> (GSEs)، بانک‌های مورد تایید و صندوق‌های بازار پول نیز می‌شوند. البته سهم معامله‌گران اختصاصی در این بازار از آن جهت که در بازارهای پولی قرض‌گیرنده خالص هستند کم است و در مقابل سهم صندوق‌های بازار پول حدود ۸۰ درصد گزارش شده است<sup>۶</sup>. در ادامه بحث به تعامل بین اجزای نهادی در اجرای سیاست‌های پولی و تعارض‌های بالقوه از منظر اثرگذاری آنها بر ثبات مالی که کاربرد سیاست‌های احتیاطی را ضروری می‌نماید و مجدداً ممکن است سبب اختلالاتی در سیاست پولی شود، اشاره می‌شود.

<sup>1</sup> Too big to fail

<sup>2</sup> Primary dealers

<sup>3</sup> interest on excess reserves

<sup>4</sup> overnight reverse repurchases agreements

<sup>5</sup> government sponsored enterprises

<sup>6</sup> اندرسون و هاتر (۲۰۱۶)

## الف- معامله گران اختصاصی

بدیهی است که به دلیل سهم بالای معامله گران اختصاصی در هر دو بازار اوراق خزانه داری و اوراق بهادار با درآمد ثابت، نقش آنها در ثبات مالی برجسته است. تسلط آنها بر بازار اوراق بهادار منتشر شده به پشتوانه دارایی (ABS) که در سال ۲۰۰۸ متعاقب بروز بحران منجمد شده بود، سبب ایجاد تسهیلات وام دهی اوراق بهادار مدت دار<sup>۱</sup> (TSLF) و همچنین تسهیلات اعتباری معامله گران اختصاصی<sup>۲</sup> (PDCF) برای ارایه نقدینگی و جلوگیری از افزایش انجماد بازار اعتبارات شد. هر چند که معامله گران اختصاصی دیگر هسته مرکزی اجرای روزانه عملیات بازار باز نیستند ولی هنوز برای اجرای سیاست پولی مهم هستند. سایر طرفین در بازار رپوی معکوس تنها به عنوان عرضه کنندگان و جوه در رپوهای معکوس هستند و سایر معاملات اوراق بهادار که توسط فدرال رزرو شروع می شود باید از طریق سیستم معامله گران اختصاصی اجرا شود. بنابراین فدرال رزرو هنوز برای قبض و بسط ترانزانه (فروش و خرید اوراق بهادار) و اجرای سیاست پولی به معامله گران اختصاصی وابسته است. برای پرهیز از این وابستگی انحصاری به معامله گران اختصاصی یکی از راهکارها گسترش دامنه فعالیت خرید و فروش اوراق بهادار فدرال رزرو با طیفی از بانک های تحت نظارتی است که از سلامت مالی و نسبت های سرمایه ای کافی برخوردار هستند. این راهکار توسط بانک مرکزی اروپا (ECB) مورد استفاده قرار گرفته است و هیچگونه سیستم معامله گران اختصاصی ندارد. این امر باعث می شود که از یک سو قبل از بروز بحران مالی (ex ante) مخاطرات اخلاقی مربوط به انتخاب یک سری از بانکها به عنوان معامله گران اختصاصی روی نهد و از سوی دیگر بعد از بروز بحران مالی (ex post) نیز مکانیسم انتقال پولی به دلیل ناتوانی معامله گران اختصاصی مختل نشود.

## ب- بازار رپوی سه طرفه

بازار رپوی سه طرفه بازاری است که در آن معامله گران اوراق بهادار پرتفوی خود را بصورت شبانه و کوتاه مدت با استفاده از یک بانک تصفیه گر به عنوان واسطه گر تامین مالی می کنند. با توجه به اینکه فدرال رزور از این بازار برای هدایت عملیات ON RRP استفاده می کند، این بازار نقش مهمی در اجرای سیاست پولی دارد. با این وجود رییس شعبه نیویورک فدرال رزور در سال ۲۰۱۳ آن را ذاتا بی ثبات معرفی کرده است و سه دلیل عمده را ذکر می کند: نخست آنکه این بازار بر تریلیون ها دلار اعتبارهای روزانه توسط دو بانک جی پی مورگان<sup>۳</sup> و ملون بی ان وای<sup>۴</sup> به عنوان زیرساخت های بازار متکی است. دوم آنکه بازار نتوانسته ریسک های دو بانک تصفیه گر را شناسایی کند و سوم اینکه ریسک های موجود به خوبی قیمت گذاری نشده است.

طی دهه گذشته برخی از ریسک های این بازار علی الخصوص حجم بالای اعتبارات روزانه بصورت چشمگیری کاهش یافته است اما سایر جنبه های آن کماکان خودنمایی می کند. در سال ۲۰۱۶ نیز جی پی مورگان اعلام کرد که قصد دارد از این بازار خارج شود و بانک ملون به عنوان تنها ارایه کننده زیرساخت در بازار اوراق بهادار دولتی باقی بماند و متعاقب آن نیز فدرال رزور اعلام کرد که با توجه به خروج بانک جی پی مورگان سیاست های احتیاطی بر بانک ملون افزایش می یابد. با این حال، به دلیل ماهیت آن و وجود بانکها و موسسات عمده مالی، این بازار دارای درهم تنیدگی کوتاه مدت مهمی بین بازیگران آن است. علاوه بر این، درجه این درهم تنیدگی به دلیل ماهیت تعاملات کوتاه مدت بین بازیگران، در زمانهای بحران مبهم و بی ثبات است.

## ج- پرداخت بهره به ذخایر اضافی و رپو معکوس شبانه

زمانی که فدرال رزور در قالب سیاست های تسهیل مقداری خرید عمده اوراق بهادار را شروع کرد، انتظار داشت که با پرداخت نرخ بهره به ذخایر مازاد (IOER) می تواند یک کف را برای جوه فدارل و سایر نرخ های شبانه تعیین کند. ایده نیز این بود که بانکها تا زمانی که هزینه کسب وجوه کمتر از نرخ های IOER است در عملیات بازار باز و افزایش نرخ ها فعالیت خواهند کرد. با وجود این تغییر در سیاست های تنظیمی بانکها (هم شامل نسبت های اهرمی سخت گیرتر و هم شامل ارزیابی بیمه سپرده ها)، هزینه های مقرراتی بیشتری بر بانکهای درگیر در آربیتراژ بازار IOER ایجاد کرد و باعث شد که نرخ های تعادلی کوتاه مدت کمتر از کف نرخ IOER باشد. در نتیجه، ادامه افزایش نرخ های کوتاه مدت عمدتا توسط بانکهای خارجی انجام می شد که مشمول مقررات سخت گیرانه ترانزانه ای نبودند و می خواستند که نزد فدرال رزور وجوهی را نگهداری کنند. این مثال به خوبی نشان داد که چگونه تغییر در مقررات احتیاطی می تواند با اجرای سیاست پولی دارای تعارض باشد.

<sup>1</sup> Term Securities Lending Facility

<sup>2</sup> Primary Dealer Credit Facility

<sup>3</sup> JPMorgan

<sup>4</sup> Mellon BNY



### ۳.۳ رویه‌های حل و فصل تعارضات

با توجه به تعارض‌های موجود در سیاستگذاری و اجرای سیاست‌های پولی و احتیاطی، ساختار حکمرانی این دو سیاست باید به چه شکلی باشد؟ زمانی که اهداف متفاوت و بعضاً متضاد به یک دستگاه سپرده می‌شود، باید یک توازن مناسب بین آنها ایجاد کرد که عمدتاً در این شرایط یک ساختار حل و فصل داخلی مطرح است. اما زمانی که این وظایف به بیش از یک دستگاه سپرده می‌شود، نیازمند حل و فصل بیرونی است که حصول به یک توافق مشترک و هماهنگ برای اکثر مسائل پیرامون اهداف مشترک دستگاه‌ها را ممکن سازد. اما زمانی که امکان همکاری بین دستگاه‌ها وجود نداشته باشد و هر یک از نهادها بخواهد سیاست‌های مستقل خود را پیگیری نماید، ممکن است کنگره برای حل تعارضها وارد شود (آیزن‌بیز و هرینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

صندوق بین‌المللی پول (۲۰۱۳) استدلال می‌کند که سیاست‌های پولی و احتیاطی کلان باید تحت کنترل یک نهاد باشد و آن نهاد نیز باید بانک مرکزی باشد. این رویکرد توسط بریتانیا اتخاذ شده است و بانک انگلیس مسئولیت آن را پذیرفته است. اصولاً بانک‌های مرکزی ظرفیت عمیق و نیروهای خبره‌ای برای درک و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به تورم و ثبات قیمتی دارند که در سایر دستگاه دولتی به ندرت یافت می‌شود. اما همانگونه که در ابتدا گفته شد، در عمل ایالات متحده وظایف متعددی را به دستگاه‌های مختلفی سپرده است و همچنین بسیاری از بنگاه‌های مالی تحت نظارت مقررات احتیاطی نیستند. در نتیجه فدرال رزرو به عنوان بانک مرکزی از قدرت قانونی برای اینکه به تنهایی بتواند سیاست‌های ثبات مالی را بر روی تمام کسب‌وکارهای مالی اعمال کند، برخوردار نیست. برای رفع این چالش، شورای نظارت ثبات مالی<sup>۲</sup> (FSOC) به منظور تسهیل هماهنگی بین نهادهای مقرراتی متعدد که مسئول نظارت بر بنگاه‌های مالی هستند، ایجاد شد. با این وجود اکثر نهادها، حوزه عمل خود را مهمترین حوزه می‌دانند و در نتیجه ثبات مالی کل سیستم مالی را به عنوان وظیفه خود نمی‌دانند. علاوه بر این، شورای نظارت ثبات مالی برای اعمال هزینه‌های چشم‌گیر بر نهادهایی که با اولویت دادن به اهداف خود مانع از اقدامات ثبات مالی می‌شوند، قدرت محدودی دارد. در نهایت اینکه استدلال‌های قبل در خصوص عدم کارایی و یا ضعف دانشی در خصوص شدت اثرگذاری سیاست‌های احتیاطی کلان برای ثبات مالی، می‌تواند توسط سایر دستگاه‌ها استفاده شود و در نتیجه اعمال مقررات محدودکننده ثبات مالی که می‌تواند سایر اهداف دستگاهها را با مانع مواجه نماید، با عدم هماهنگی مواجه خواهد شد.

راهکار جایگزین دیگر ارایه قواعد احتیاطی از قبل است بگونه‌ای که هر زمان یکسری شرایط صدق کند، الزامات احتیاطی مشخص و مناسبی فعال شود. البته مشکل این رویکرد نیز ضعف و یا فقدان اطلاع از ارتباطات قابل اطمینان از شاخص‌های ثبات مالی و ابزارهای احتیاطی کلان است. هر چند که این رویکرد می‌تواند ابتدا به دلیل مقررات سخت‌گیرانه‌تر، سبب افزایش تاب‌آوری نظام مالی شود ولی طی زمان و با کسب تجارب مختلف، تنظیم‌گران قادر خواهند بود ابزارهای موجود را در راستای اهداف مد نظر کالیبره کنند. همچنین، در شرایطی که ارتباط بین سیاست پولی و ثبات مالی شفاف‌تر و فشارهای سیاسی کمتر باشد، رویکرد بهتر تمرکز بر ضعف‌های ساختاری در بازارها و نهادهای مالی است که منجر به بی‌ثباتی مالی می‌شود. بزرگترین ریسک‌ها برای ثبات مالی نه شکست یک موسسه و یا ریسک انفرادی موسسات مالی است بلکه ناشی از ضعف‌های پخش شده بین موسسات مالی است که در معرض یک ریسک مشترک هستند<sup>۳</sup>. بنابراین ضروری است که بازارهای مهم شناسایی شوند و هر یک تحت نظارت مقام تنظیم‌گر مسئول قرار گیرند به نحوی که در هر یک از آنها منبع ریسک و متاثران نهایی از آن ریسک شناسایی شود. در نتیجه این ارزیابی‌ها، روش‌ها و شیوه‌های سالم و ناسالم که می‌تواند در ارتقا یا تضعیف ثبات مالی نقش داشته باشد، شناسایی خواهد شد.

### ۴ هدفگذاری تورم و ثبات مالی در کشورهای در حال توسعه

تجربه بحران مالی اخیر نشان داده که ثبات قیمت‌ها شرط کافی برای ثبات مالی نیست. تمرکز بر ثبات قیمت‌ها از طریق دمیدن بر انتظارات خوشبینانه نسبت به چشم‌انداز اقتصاد، افزایش تمایلات وام‌دهنده و وام‌گیرنده به ریسک‌پذیری بیشتر و همچنین رشد حباب‌های دارایی‌ها و تشدید آسیب‌پذیری‌های مالی در شرایط تورم پایین و پایدار از جمله مواردی است که لزوم توجه سیاست پولی به لحاظ ریسک‌های بالقوه برای ثبات اقتصاد و به عبارتی دیگر پیشگیری از شکل‌گیری عدم تعادل‌های مالی به جای تلاش برای درمان آن بعد از بروز بحران را برجسته می‌کند. همانگونه که گفته شد بعد از بروز بحران مالی اخیر، دیدگاه‌های مختلفی در خصوص اثربخشی هدفگذاری تورم (محض یا انعطاف‌پذیر) شکل گرفته است. گروهی معتقدند که سیاست پولی باید به عدم تعادل‌های مالی توجه کند و گروهی دیگر نیز همچنان معتقدند که ثبات قیمت‌ها به تنهایی فواید متعددی برای اقتصاد دارد و ثبات مالی باید به مقامات احتیاطی کلان سپرده شود.

<sup>1</sup> Eisenbeis & Herring

<sup>2</sup> Financial Services Oversight Council

<sup>3</sup> وال، ۲۰۱۵



علاوه بر مباحث تئوریک، سیاست پولی هدفگذاری تورم و ارتباط آن با بحث ثبات مالی در کشورهای منطقه خاورمیانه و کشورهای در حال توسعه با مسائل بیشتری مواجه است که در هنگام ارزیابی سیاست پولی و تعامل آن با بخش مالی باید مورد توجه قرار گیرد. ملاحظات عملیاتی و اعتبار سیاستگذار پولی، سلطه مالی و تنگناهای بودجه، تفاوت‌های نظام مالی و محیط قانونگذاری در این کشورها با کشورهای توسعه‌یافته و آسیب‌پذیری بیشتر آنها نسبت به تکان‌های خارجی و جریان‌های سرمایه‌ای از مهمترین موارد اثرگذار بر نحوه تعامل سیاست پولی با ملاحظات ثبات مالی است (آگنور و داسیلوا، ۲۰۱۹). بدین منظور در ادامه با ارایه ویژگی‌ها و پیش‌شرط‌های سیاست پولی مبتنی بر هدفگذاری تورم به بررسی چالش‌های اجرای این رویکرد در کشورهای در حال توسعه پرداخته می‌شود و با توجه به تجارب جهانی راهکارهایی برای طراحی و اجرای سیاست پولی سازگار با ثبات قیمت‌ها در این کشورها ارایه می‌شود.

#### ۱.۴ ویژگی‌ها و پیش‌شرط‌های هدفگذاری تورم

چارچوب متعارف هدفگذاری تورم سه ویژگی عمده دارد:

- نخست: اعلان عمومی یک هدف برای نرخ تورم (بر حسب یک نقطه مشخص یا محدوده متقارن یا غیرمتقارن) که طی یک افق مشخص قابل دستیابی و یا نگهداری است.
- دوم: چارچوب تصمیم‌گیری سیاستی آشکار و مشخص برای دستیابی به اهداف اعلام شده
- سوم: درجه بالای شفافیت و راهبرد ارتباطی موثر برای ارایه و تبیین اقدامات برنامه‌ریزی شده بانک مرکزی

شایان ذکر است «شفافیت» هسته مرکزی چارچوب هدفگذاری تورم است؛ چرا که در واقع در نقش لنگر انتظارات و تضمین‌کننده ثبات حداقل تا زمانی که هدف تورمی خیلی بالا نیست، ظاهر می‌شود. سیاست ارتباطی نیز نقش برجسته‌ای دارد چرا که نااطمینانی کارگزاران در خصوص مدت زمانی که قرار است هدف تورمی محقق شود می‌تواند باعث بی‌ثباتی و افزایش نوسانات تورمی شود. در چنین شرایطی، سیاست ارتباطی موثر ضمن کاهش بی‌ثباتی باعث کاهش هزینه‌های مراد و بده بستان بین اهداف کلان خواهد شد و در مجموع یکپارچگی سیاست پولی را افزایش می‌دهد. با این ویژگی‌ها، می‌توان چهار پیش‌شرط را برای چارچوب هدفگذاری تورم ارایه کرد:

**نخست: درجه بالای استقلال بانک مرکزی (نه لزوماً در تعیین هدف تورمی بلکه در انتخاب و نحوه استفاده و تغییر ابزارهای سیاستی)<sup>۱</sup>**

این نکته دلالت بر مقاومت بانک مرکزی در برابر فشارهای سیاسی برای تحریک اقتصاد در کوتاه مدت و همچنین فقدان سلطه مالی است که در آن ملاحظات و سیاست‌های مالی و بودجه‌ای نباید نقش مهمی در تصمیمات سیاست پولی داشته باشد. بدیهی است که این الزامات علی‌الخصوص در کشورهایی که مالیات تورمی یکی از منابع مهم درآمدی دولت است به سختی برآورده می‌شود. در چنین شرایطی فشارهای تورمی ناشی از سیاست مالی می‌تواند اثربخشی سیاست پولی را تحت تاثیر قرار دهد و مثلاً از طریق فشار به بانک مرکزی برای نگهداشت نرخ بهره در سطوح پایین برای جلوگیری از ناپایداری بدهی عمومی دولت، سبب اختلال در اهداف اعلام شده شود.

**دوم: عدم تسلط اهداف دیگری همانند نرخ ارز اسمی (که به عنوان یک لنگر قبل از هدف تورم مد نظر باشد)**

هر چند که بسیاری از مقامات در کشورهای در حال توسعه نظام ارزی را شناور انعطاف‌پذیر (آزاد مدیریت‌شده) اعلام کرده‌اند ولی در عمل توجه بسیار زیادی را برای حفظ ارزش پول ملی نشان داده‌اند که حاکی از وجود یک هدف یا مسیر مشخص برای نرخ ارز است. البته حتی در وضعیت استقلال بانک مرکزی، در صورتی که درجه گذر نرخ ارز<sup>۲</sup> زیاد باشد، بانک مرکزی به نوسانات نرخ ارز توجه ویژه‌ای خواهد داشت و سعی می‌کند که با دخالت در بازار ارز نوسانات پول ملی را کاهش دهد. شایان ذکر است در صورتی که این نوسانات زیاد باشد می‌تواند با اثرگذاری بر نرخ ارز حقیقی سیگنالی به تولیدکنندگان داخلی باشد که تخصیص منابع بین بخش‌های تجاری و غیر تجاری (مبادله‌ای و غیرمبادله‌ای) را تغییر دهند. در مرحله بعد این نوسانات به خصوص در کشورهای دلاریزه شده همانند پرو یا ترکیه با اثرگذاری بر جریان‌ات پرتفوی عمده بین ارزهای خارجی و دارایی‌های مبتنی بر ارز ملی، به بی‌ثباتی در بخش بانکی و بازارهای مالی منتهی شود. در نهایت اینکه در کشورهایی که شرکتها و بانکها تعهدات بین‌المللی چشم‌گیری دارند، کاهش ارزش پول ملی می‌تواند اثرات

<sup>1</sup> Agénor, P. R., & da Silva

<sup>۲</sup> در اینجا تاکید بر استقلال عملیات و ابزار و نه اهداف است. شایان ذکر است می‌توان نشان داد که در مواردی نتایج حاصل از استقلال کامل سیاستگذار پولی به مراتب بدتر از نتایج سلطه مالی خواهد بود و سبب افزایش واریانس تورم و شکاف تولید خواهد شد.

<sup>3</sup> Exchange rate pass-through



نامطلوب شدیدی بر ترازنامه آنها داشته باشد، شدت این آثار علی‌الخصوص در موارد نوسانات شدید نرخهای ارز بعضاً به حدی برجسته است که سیاست‌گذاران را وادار به ارزیابی آسیب‌پذیری‌ها و دخالت در بازار ارز برای حفظ ثبات مالی داخلی نموده است.

### سوم: افزایش شفافیت و مسئولیت‌پذیری

یکی از راههای افزایش اعتبار بانک مرکزی نزد کارگزاران اقتصادی شفافیت و مسئولیت‌پذیری آن نسبت به اهداف اعلام شده و نیز تصمیمات سیاستی آن است و با پایبندی به این اهداف، اعتماد عمومی به مقامات پولی افزایش می‌یابد. البته باید توجه داشت که بین اقدامات سیاست‌گذار و آثار آن بر اقتصاد وقفه وجود دارد و با توجه به آنکه تورم تنها معیار ارزیابی مسئولیت‌پذیری این نهاد است، وجود این وقفه باعث می‌شود که به جای پذیرش مسئولیت خطاهای سیاستی، بتوان هر گونه اتفاق غیرقابل پیش‌بینی را مقصر عملکرد ضعیف و ناکافی بانک مرکزی دانست. به همین دلیل، برای کنترل این ریسک لازم و ضروری است که بانک مرکزی هدف‌گذار تورم تصمیمات سیاستی خود را بصورت عمومی از طریق انتشار منظم گزارشهای تورمی (و سایر متغیرهای مهم کلان اقتصادی طی سال جاری و سال‌های پیش‌رو) توضیح و توجیه نماید و همچنین علت تفاوت بین اهداف تورمی و عملکرد واقعی آن را تبیین نماید.

### چهارم: نظام مالی سالم و باثبات

اعمال سیاست پولی مستقل در کشورهایی که دچار نواقص و ضعف‌های شدید در نظام مالی هستند، با چالش مواجه است و نیاز خواهد بود که بانک مرکزی بصورت مداوم مقادیر زیادی نقدینگی برای حمایت از بانکهای ناسالم تزریق نماید. این ضعف‌ها حتی توانایی بانک مرکزی در تغییرات نرخ بهره را نیز محدود می‌کند چرا که افزایش نرخ بهره منجر به افزایش ریسک نکول وام‌ها و ایجاد فشار بیشتر بر ترازنامه بانک‌ها خواهد شد. با این حال، وجود بخش مالی ضعیف یا ناسالم دلیلی برای رد رویکرد هدفگذاری تورم نیست؛ بلکه این عارضه نیاز به اصلاحات ساختاری و بازسازی نظام مالی و تقویت مقررات و نظارت بانکی مقدم بر (یا حداقل همزمان با) پذیرش و اجرای رویکرد هدفگذاری تورم را ضروری کرده است.

### ۲.۴ چالش‌های رویکرد هدفگذاری تورم

هر چند که اختلاف نظر اندکی وجود دارد که مهمترین هدف میان مدت و بلندمدت سیاست پولی، حفظ ثبات قیمتهاست اما پیش شرطهای فوق تا حدودی چالش‌های اجرای چارچوب هدفگذاری تورم در کشورهای در حال توسعه را نیز شناسایی کرده است. از مهمترین این چالشها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

#### نخست: دشواری کسب اعتبار و نگهداری آن

اعتبار مقام پولی به آسانی کسب نمی‌شود و معمولاً طی دوره‌های طولانی‌تر حاصل می‌شود. مطالعات متعددی نشان می‌دهد که فقدان اعتبار یا میزان کم آن باعث می‌شود که انتظارات تورمی بطور نسبتاً بالایی گذشته نگر باشد<sup>۱</sup>. همچنین در کشورهایی که ثبات اشتغال و تولید از منظر عموم مهم تلقی شود، اعتبار هدف تورمی اعلام شده علی‌الخصوص در زمانی که نرخ بیکاری بیش از سطوح آستانه‌ای باشد، بسیار کم اهمیت خواهد بود. شایان ذکر است توسل به اعلام بازه هدف برای نرخ تورم نیز چندان راهگشا نخواهد بود و در واقع نااطمینانی نسبت به ترجیحات بانک مرکزی در خصوص اهداف تورم و تولید، اثرات نامطلوبی بر اعتبار بانک مرکزی خواهد داشت.

#### دوم: ریسک ناشی از تعهدات و سلطه مالی

اعتقادات عمومی نسبت به وضعیت سیاست مالی و آینده آن برای هدایت و عملکرد سیاست پولی اهمیت زیادی دارد. اگر دولت بتواند نااطمینانی نسبت به اقدامات آتی در خصوص تعهدات مالی و کنترل بدهی در میان مدت را کاهش دهد، توانایی بانک مرکزی برای تنظیم نرخ بهره متناسب با اهداف تورمی تقویت می‌شود. در کشورهای در حال توسعه علاوه بر مساله بدهی‌های دولت و حجم آن نسبت به GDP، مساله پیرشدن جمعیت و در نتیجه نیاز به تزریق منابع هنگفت به صندوق‌های بازنشستگی و اجرای طرح‌های هزینه‌آور تامین اجتماعی نیز تهدیدی برای پایداری بدهی دولت و توانایی ایفای دیون و تعهدات محسوب می‌شود. علاوه بر این در صورتی که حجم بدهی‌های داخلی زیاد باشد و سررسید آن نیز کوتاه‌مدت باشد، نگرانی در خصوص پایداری وضعیت بدهی دولت می‌تواند حاشیه ریسک را افزایش دهد و به نوعی معضلات سیاست پولی را افزایش دهد؛ چرا که افزایش نرخ بهره و سیاست‌های پولی سخت‌گیرانه‌تر با افزایش

<sup>1</sup> Agénor and Bayraktar (2010)



نرخ بهره حقیقی می‌تواند به افزایش هزینه‌های تامین مالی دولت و افزایش ریسک نکول بدهی بخش دولتی منجر شود. این پویایی‌ها در چارچوب یک اقتصاد باز، از طریق کاهش ارزش پول ملی تحت تاثیر خروج سرمایه، می‌تواند تورم داخلی را با توجه به درجه گذر نرخ ارز<sup>۱</sup> افزایش دهد و نتیجه نهایی آن شود که یک سیاست پولی انقباضی به تورم بیشتر منجر شود. به بیان دیگر، با ضعف مالی دولت و نااطمینانی سیاستی، سیاست پولی به تنهایی نمی‌تواند انتظارات تورمی را تعیین کند.

### سوم: آثار نوسانات و تکان‌های رابطه مبادله بر سیاست پولی

طی دو دهه گذشته قیمت جهانی انرژی، مواد خام و فلزات اساسی بسیار پرنوسان بوده است. هر چند که از منظر سیاست پولی تکان‌های موقت در قیمت این کالاها (یا بطور کلی رابطه مبادله) نیازمند واکنش سیاستگذار نیست ولی در صورتی که حتی یک تکانه موقت گسترش یابد، می‌تواند از طریق تغییر انتظارات تورمی بر قیمت کالاهای داخلی اثرگذار باشد و در نتیجه نحوه مواجهه با آن در کشورهای هدفگذاری تورم به عنوان یک چالش مطرح باشد. بعضاً استدلال می‌شود که بانکهای مرکزی به جای تورم کلی باید با حذف یا تعدیل وزن کالاهای مرتبط با گروه غذایی و انرژی به آن قسمت از تورم که اصطلاحاً تورم هسته و جزء پایدارتر تورم است، توجه نمایند. هر چند که روشهای مختلفی برای محاسبه تورم هسته ارائه شده است، با این وجود تعداد کمی از کشورهای دارای چارچوب هدفگذاری تورم از تورم هسته استفاده کرده‌اند؛ چرا که به نوعی شانه‌خالی کردن از وظایف سیاست پولی است و باعث خدشه‌دار شدن اعتبار بانک مرکزی می‌شود. همچنین در موارد دیگری نیز استفاده از شاخص بهای تولیدکننده پیشنهاد شده است که این نیز دارای مشکلات عملیاتی دیگری از جمله عدم درک آسان آن توسط عموم جامعه و وقفه‌های اثرگذاری است که سبب بروز مشکلاتی برای سیاست ارتباطی و اعتبار بانک مرکزی خواهد شد.

### چهارم: نقش نوسانات نرخ ارز و ترس از شناورسازی

نوسانات نرخ ارز دلالت‌های مهمی برای مکانیسم انتقال پولی دارد. نرخ ارز به دو شکل مستقیم و غیرمستقیم متغیرهای اقتصاد کلان (تورم و شکاف تولید) را تحت تاثیر قرار می‌دهد. کانال مستقیم از طریق اثرگذاری بر قیمت نهاده‌های وارداتی که با یک وقفه بر بهای تمام شده تولید و متعاقباً مصرف‌کننده نشان داده می‌شود و کانال غیر مستقیم نیز با اثرگذاری بر نرخ ارز حقیقی و قیمت‌های نسبی از طریق تغییر عرضه و تقاضا نشان داده می‌شود. همچنین در کشورهایی که بدهی خارجی بالایی دارند، نوسانات نرخ ارز به واسطه آثار ثروت و ترازنامه‌ای کارگزاران، تقاضای کل را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین نوسانات نرخ ارز در چارچوب هدفگذاری تورم یکی از چالش‌های اساسی است. در چنین شرایطی، اگر حفظ ارزش پول ملی نیز یکی از اهداف بیان شده و یا ضمنی بانک مرکزی باشد، متقاعد کردن عموم افراد در یک فرآیند شفاف و معتبر مبنی بر اینکه اولویت نخست بانک مرکزی تورم است و نه چیز دیگر دشوار خواهد بود. این مورد از آن جهت مهم است که حتی برخی کشورهای در حال توسعه که نظام ارزی شناور را انتخاب کرده‌اند بصورت فعال و با حجم‌های قابل ملاحظه در بازار ارز دخالت می‌کنند که نشان‌دهنده وجود یک مسیر یا هدف مشخص برای حمایت از شرکت‌ها و بنگاه‌های مقروض بر حسب دارایی‌های خارجی است. این دلالت‌ها در مجموع باعث می‌شود که بعد از انتخاب چارچوب هدفگذاری تورم در این کشورها به نوعی ترس از شناورسازی شکل گیرد.

### پنجم: یکپارچگی مالی و افزایش بده‌بستان سیاست‌ها

افزایش اتصالات و روابط بین موسسات و بازارهای مالی سبب شکل‌گیری ریسک‌های سرایت در سطح بین‌المللی می‌شود و همانند سه گانه غیر ممکن در سیاست پولی به نوعی سه گانه غیرممکن در بحث بازارهای مالی به وجود می‌آید. همانگونه که در شرایط آزادی کامل حساب سرمایه (جریان کامل نقل و انتقال سرمایه) دستیابی همزمان به ثبات نرخ ارز و سیاست پولی مستقل امکان پذیر نیست، در شرایط یکپارچگی مالی با بازارهای جهانی نیز، دستیابی همزمان به امکان تنظیم‌گیری و نظارت مالی و ثبات مالی امکان‌پذیر نیست. به بیان دیگر، تنها یکی از جفت اهداف زیر قابل دستیابی خواهد بود: ثبات مالی و یکپارچگی مالی، ثبات مالی و استقلال سیاست‌های مالی و یا یکپارچگی مالی و سیاست مالی مستقل. از آنجا که کشورهای در حال توسعه بیشتر در معرض جریان‌های سرمایه‌ای بین‌المللی هستند، ورود و توقف‌های ناگهانی سرمایه آثار برجسته‌ای بر ثبات مالی و اهداف پولی دارد. در این شرایط بحث کاربرد سیاست‌های احتیاطی کلان مطرح می‌شود که آن نیز در چارچوب هدفگذاری تورم، بحث بده‌بستان بین اهداف و نحوه تعامل دو سیاست را مطرح می‌کند.

<sup>۱</sup> درجه گذر نرخ ارز (Exchange rate pass-through) به میزان انتقال تغییرات نرخ ارز در بهای کالاها و خدمات مصرف‌کننده طی دوره زمانی یکساله درجه گذر نرخ ارز گفته می‌شود. بعنوان نمونه مطالعات نشان داده است که درجه گذر نرخ ارز در اقتصاد ایران بین ۳۰ تا ۴۰ درصد است؛ این بدان معناست که اثر تغییرات نرخ ارز بعد از گذشت ۲ تا ۳ سال بطور کامل در شاخص بهای کالاها و خدمات تخلیه می‌شود. عوامل متعددی از جمله عوامل بین‌کشوری (محیط تورمی، نظام ارزی، سیاست‌های پولی، درجه باز بودن اقتصاد)، عوامل بازاری و بخشی (ساختار بازار، تعرفه‌ها و چسبندگی‌های بازار) و عوامل شرکتی (میزان صادراتی بودن محصولات، میزان وارداتی بودن نهاده‌ها، سهم بازار و...) در درجه گذر نرخ ارز موثر است.

**ششم: بده بستان بالقوه بین ثبات قیمتها و ثبات مالی**

تمرکز بانک مرکز بر هدفگذاری تورم این ریسک را دارد که اطلاعات ناشی از انباشت عدم تعادل‌های مالی که سریعاً به تورم تبدیل نمی‌شود را نادیده بگیرد. در نتیجه ممکن است نرخ بهره به اندازه کافی برای جلوگیری از بروز ریسک سیستماتیک تغییر نکند. همانگونه که در بخش قبل نیز گفته شد، با توجه به اثرگذاری سیاست پولی و مقررات احتیاطی کلان بر مکانیسم‌های انتقال یکدیگر، در صورت کاربرد مقررات احتیاطی کلان، مورد بعدی به نحوه ترکیب بهینه آنها بر می‌گردد. این اثرات می‌تواند بده بستانهای مهمی را در نحوه کاربرد و ترکیب این سیاستها در جهت دستیابی همزمان به دو هدف ثبات مالی و ثبات اقتصاد کلان به همراه داشته باشد. در واقع آثار اعتباری سیاست‌های احتیاطی کلان می‌تواند پویایی قیمت‌ها و در نتیجه تصمیمات سیاست پولی را تحت تاثیر قرار دهد و همینطور سیاست پولی نیز می‌تواند بر شکلگیری عدم تعادل‌های مالی اثرگذار باشد.

موارد فوق نشان می‌دهد که در طراحی و اجرای سیاست پولی و مهار تورم با ملاحظات ثبات مالی در کشورهای در حال توسعه، عوامل متعدد دیگری نیز وجود دارد که باعث اثرگذاری بر هر دوی ثبات اقتصاد کلان (تورم و تولید) و ثبات مالی می‌شود و در نتیجه نیاز خواهد بود که این آثار در تحلیل سیاست پولی و ثبات مالی به شکل مناسبی کنترل شود. در این شرایط می‌توان نسخه سازگاری برای تحلیل چارچوب سیاست پولی با لحاظ ثبات مالی ارائه کرد.

شایان ذکر است، با در نظر گرفتن چالش‌های فوق و اختلاف نظرها در خصوص کارکرد سیاست پولی و بحث ثبات مالی، طی سال‌های اخیر این دیدگاه که طی شرایط مختلفی سیاست‌های پولی و مقررات احتیاطی در دستیابی به هر دوی ثبات قیمتها و ثبات مالی مکمل یکدیگر هستند، مدافعان بیشتری را جذب کرده و مطالعات تجربی متعددی نیز آن را تایید کرده است. برونو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) با تمرکز بر اقتصادهای آسیایی نشان می‌دهد که ترکیب مقررات احتیاطی کلان با سیاست‌های پولی در زمان‌های انقباض پولی نسبت به سایر زمان‌های دیگر نقش مکملی بیشتری دارند. گامباکورتا و مارسیا<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) نیز نشان می‌دهد که سیاست‌های احتیاطی کلانی که به عنوان مکمل سیاست‌های پولی استفاده می‌شود، اثرات انقباضی بزرگتری بر رشد اعتبار نسبت به سایر اقدامات دیگر دارد. این موارد به خوبی نشان می‌دهد که مکانیسم‌های انتقال سیاست پولی و احتیاطی کلان خیلی به یکدیگر نزدیک است. به همین جهت رویکردی تحت عنوان هدف‌گذاری تورمی یکپارچه<sup>۳</sup> که مستلزم همکاری نزدیک بین نرخ بهره‌های سیاستی و ابزارهای احتیاطی کلان مخالف سیکلی است شکل گرفته است. در این رویکرد وظیفه بانک مرکزی به صورت آشکار شامل هدف ثبات مالی نیز می‌شود و در آن نرخ بهره سیاستی مستقیماً به انبساط مازاد اعتبار واکنش نشان می‌دهد و ابزارهای احتیاطی و پولی نیز همزمان کالیبره می‌شود. در ادامه به بررسی بیشتر این رویکرد پرداخته می‌شود.

**۳.۴ طراحی و اجرای رویکرد هدفگذاری تورمی یکپارچه**

در این قسمت برخی از مهمترین گام‌های مرتبط با طراحی و اجرای هدف‌گذاری تورمی یکپارچه شامل نیاز به درک بهتر نحوه تغییر مکانیسم انتقال پولی توسط نظام‌های مقرراتی (مستقیم و غیر مستقیم)، نحوه تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری و اصلاحات نهادی که می‌تواند به تقویت چارچوب مدیریت اقتصاد کلان کمک نماید، بررسی می‌شود.

**الف- درک مکانیسم انتقال پولی و احتیاطی کلان**

در عمل تفکیک بین هدف ثبات سازی و هدف کاهش ریسک سیستماتیک آسان نیست. سیاست احتیاطی کلان که در ارتباط با کاهش ریسک سیستماتیک است می‌تواند از طریق کاهش اندازه سیکل‌های اعتباری به ثبات اقتصاد کلان کمک نماید و سیاست پولی نیز از طریق کاهش نوسانات تجاری و لذا کاهش نوسانات بیش از حد در جریان‌های سرمایه و کاهش ریسک نظام‌مند به ثبات مالی کمک نماید. علاوه بر کانال نرخ ارز، بانکها نیز در کشورهای در حال توسعه و منطقه خاورمیانه نقش مهمی در نظام مالی بر عهده دارند که نقص بازار اعتبارات ویژگی عمده آنهاست. با توجه به آنکه، شدت تعامل نوسانات بخش حقیقی و مالی به درجه نقص بازار اعتبارات و محیط مقررات و نظارت بانکی بستگی دارد، در این زمینه مطالعات آگنور و مانتیل<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) و آگنور و داسیلوا<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) بر کاربرد ابزارهایی همانند ذخایر قانونی، سپر سرمایه مخالف سیکلی و ذخایر تعدیل شده طی سیکل‌ها و تعامل آن با سیاست پولی تاکید دارد.

<sup>1</sup> Bruno et al

<sup>2</sup> Gambacorta and Murcia

<sup>3</sup> Integrated inflation targeting regime

<sup>4</sup> Agénor and Montiel

<sup>5</sup> Agénor and Pereira da Silva





## ب- قواعد پولی و احتیاطی یکپارچه

بعد از مطرح شدن ضرورت همکاری سیاست پولی و احتیاطی، میزان واکنش سیاست پولی به ثبات مالی و همچنین محدوده عمل سیاست احتیاطی مهم خواهد بود. در تئوری میزان این واکنش از فرآیندهای حداکثرسازی تابع رفاه اجتماعی و یا حداقل سازی تابع زیان سیاستی مشروط به یک مدل اقتصاد استخراج می‌شود. در عمل نیز قواعد تیلور با اضافه شدن یک جمله به عنوان نماگر ثبات مالی همانند شکاف نسبت اعتبار به تولید و یا انحراف رشد اعتبار از مسیر بلندمدت، این رویکرد را عملیاتی می‌کند. با توجه به آنکه داده‌های مربوط به اعتبارات نسبت به عنوان هدف میانی برای ثبات مالی استفاده شود. البته در این مسیر نیز علاوه بر چالش‌های قبلی قواعد تیلور همانند نحوه محاسبه شکاف تورم و شکاف تولید، ملاحظاتی نیز در خصوص نماگر ثبات مالی وجود دارد.

یکی از موضوعات مهم در خصوص معرفی قواعد جدید واکنشی بانک مرکزی به بازیگران، بحث اعتبار سیاستگذار و اخلاص احتمالی در شکل‌گیری انتظارات آنهاست. در وضعیت قبلی بازیگران بازار تجارب مفیدی را در شبیه‌سازی نحوه واکنش سیاستگذار به نوسانات اقتصاد و پیش‌بینی تورم کسب کرده‌اند. اما در این شرایط ضروری خواهد بود که کمیته سیاست پولی و ثبات مالی جلسات دوره‌ای مشخصی داشته باشند که از طریق آن مقام پولی و نظارتی بتوانند با بازیگران بازارها ارتباط برقرار کنند و این سیگنال را به آنها بدهند که در تصمیم‌های سیاستی علاوه بر شرایط اقتصاد به وضعیت نظام مالی نیز توجه می‌شود و در نتیجه انتظارات جدید فعالان بازار بر آن مبنا شکل گیرد. این کار از طریق انتشار گزارش‌های مشترک و یکپارچه که علاوه بر اهداف تورمی و تولید به مساله ثبات مالی نیز توجه می‌کند، امکان‌پذیر خواهد شد.

## ج- اصلاح ترتیبات نهادی

اعتبار سیاستگذار در این سیستم پیچیده جدید، زمانی شکل می‌گیرد که انتظارات بازارها و واکنش پیش‌بینی شده سیاستگذار تا حدود زیادی به یکدیگر همگرا شود. بدیهی است که یک چنین تغییری مستلزم تلاش جدی برای ارتقای شفافیت و ارتباط بهتر فرآیندهای تصمیم‌گیری با عموم جامعه است تا آنها نیز به خوبی بتوانند پیش‌بینی کنند که سیاستگذار پولی و مقام نظارتی کی و چگونه به پویایی‌های اقتصاد واکنش نشان خواهد داد. بدین منظور لازم است که علاوه بر اصلاح ترتیبات نهادی در قالب این چارچوب، در سایر سیاستهای مدیریت اقتصاد کلان و به ویژه سیاستهای بودجه‌ای و مالی دولت نیز اصلاحات سازگاری ایجاد شود.

در مطالعه‌ای که کالوو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) پیرامون ترتیبات نهادی انجام داده‌اند، در ۶۰ درصد نواحی قضایی مورد بررسی، بانک‌های مرکزی مقام عمده احتیاطی کلان هستند هر چند که سایر مقامات نظارتی و حل و فصل مالی نیز در جلسات و کمیته‌های مرتبط با آن شرکت می‌کنند. به عبارت دیگر در ترتیبات نهادی کنونی، بانک مرکزی توانایی بیشتری از منظر حیطه نظارتی و مقررات احتیاطی و در نتیجه هماهنگی بیشتر با مقامات نظارتی را دارا است.

علاوه بر این، مطالعات متعددی نشان داده است که سیاست مالی و مدیریت بودجه دولت، دستیابی به هدف ثبات اقتصاد کلان در کشورهای خاورمیانه را تا حد زیادی مشکل کرده است؛ چرا که این کشورها عمدتاً صادرکننده منابع طبیعی هستند و سیاست‌های بودجه‌ای آنها با توجه به قیمت‌های جهانی مواد خام و مواد اولیه موافق سیکلی است. این ویژگی‌ها باعث می‌شود که سیاست‌های مالی و بودجه‌ای (که با سیاست ثبات نرخ ارز نیز ترکیب می‌شود) انتقال اثرات شوک قیمت کالاهای صادراتی به اقتصاد داخل را تشدید نماید. در این شرایط، طراحی و اجرای قواعد مالی به همراه ایجاد و پایبندی به صندوق‌های ثبات ساز ثروت ملی، علاوه بر افزایش اعتبار دولت باعث محدود شدن شدت انتقال آثار تکانه‌های خارجی و رابطه مبادله به اقتصاد داخلی می‌شود و در نتیجه با ثبات بیشتر محیط اقتصاد کلان، فضای سیاستی پیگیری اهداف ثبات پولی و مالی را افزایش می‌دهد.

## ۵ جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

در این مطالعه به بررسی نحوه واکنش مقامات پولی به بی‌ثبات مالی پرداخته شد. بطور خاص، در شرایطی که نرخ تورم در اقتصاد ایران در سطوح بالای میانگین بلندمدت خود قرار گرفته است، انتظار می‌رود که مقام پولی با تکیه بر سیاستهای کنترل تورم، همانند افزایش نرخ سودهای کلیدی، واکنش فعالی داشته باشد. اما با توجه به بانک محور بودن بخش مالی اقتصاد ایران و همچنین توجه به تجربه وضعیت شبکه بانکی در اواسط دهه ۱۳۹۰، اینگونه به نظر می‌رسد که تمرکز سیاست پولی بر مهار تورم به بی‌ثباتی مالی در شبکه بانکی منجر شود و سلسله‌ای از التهابات قیمتی در بازارهای دارایی و متعاقب آن بخش حقیقی اقتصاد ایجاد شود. در این شرایط دو سوال اصلی مطرح است. نخست اینکه در فرآیند سیاستگذاری پولی، اولویت با ثبات قیمت‌ها است یا ثبات مالی؟ به عبارت دیگر آیا در این فرآیند،

<sup>1</sup> Calvo et al



تمرکز بر ثبات قیمت‌ها به تحقق ثبات مالی منجر می‌شود یا خیر؟ سوال بعدی این است که اگر مهار تورم و ثبات قیمت‌ها لزوماً به ثبات مالی منجر نمی‌شود، در فرآیند سیاست پولی بحث ثبات مالی چگونه لحاظ می‌شود؟.

بطور کلی از دهه ۱۹۸۰ بانکهای مرکزی با اتخاذ سیاست‌های پولی و به ویژه چارچوب هدف‌گذاری تورم، سعی کرده‌اند ثبات قیمت‌ها و در سطحی فراتر ثبات اقتصاد کلان را به همراه داشته باشند بگونه‌ای که کنترل تورم و ثبات قیمت‌ها به عنوان ممتزین هدف سیاست پولی شناخته می‌شود؛ اما بروز بحران مالی ۲۰۰۷، آن هم در زمانی که با موفقیت سیاست‌های پولی در حل نوسانات اقتصاد کلان شناخته می‌شد، ضرورت توجه مقامات پولی به پویایی‌های بخش مالی و انباشت عدم تعادل‌های فزاینده در این بخش را برجسته کرد و به همین جهت راهکارهای مختلفی توسط اقتصاددانان پولی و مالی برای چگونگی برخورد با بی‌ثباتی مالی مطرح شده است.

بررسی مبانی نظری و مطالعات تجربی موید آن است که به دلیل تعامل بخش حقیقی و بخش مالی اقتصادها، تحقق ثبات پولی و مهار تورم بدون توجه به مساله ثبات مالی امکان‌پذیر نیست. امروزه بانک‌های بزرگ تجاری و سرمایه‌گذاری، به عنوان کانال‌های اجرای سیاست پولی و به ویژه مدیریت نرخ بهره سیاستی در عملیات بازار باز، نقش مهمی در فرآیند سیاست پولی و ثبات مالی بر عهده دارند. همچنین، با توجه به آنکه سیکل‌های مالی طی یک دوره بزرگتری نسبت به سیکل‌های تجاری رخ می‌دهد، تمرکز بانک‌های مرکزی بر کنترل تورم طی یک دوره نسبتاً کوتاه دو تا سه ساله، مانع از واکنش فعال آنها به عدم تعادل‌های مالی رو به رشد شده و باعث افزایش آسیب‌پذیری و شکنندگی در بخش مالی می‌شود که این نیز می‌تواند با بروز بحران مالی و متعاقب آن ضرورت مداخله مقام پولی و بازسازی بخش مالی در راستای تحریک بخش حقیقی اقتصاد، دستاوردهای آنها در کنترل تورم را مخدوش نماید. لذا با توجه به آنکه بسیاری از نهادها و بازارهایی که برای اجرای سیاست پولی مهم هستند، برای حفظ ثبات مالی نیز مهم است، و از آن فراتر در صورت تحقق ریسک سیستماتیک و بروز بحران‌های مالی، دخالت بانک‌های مرکزی به عنوان آخرین ملجأ در نقش تامین‌کننده نقدینگی و جلوگیری از سرایت خشکی اعتبار به بخش حقیقی اجتناب‌ناپذیر خواهد شد، پیشنهاد می‌شود که در اقتصاد ایران نیز چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم با در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به ثبات مالی بازنگری شود. دلالت این نتایج، اصلاح چارچوب سیاست پولی و لحاظ ثبات مالی در تصمیم‌گیری تعیین مسیر بهینه تورم است که از این جهت به دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه نیز معروف است چرا که سیاست پیشگیری را کم‌هزینه‌تر از درمان می‌داند.

با وجود این، لحاظ هدف ثبات مالی در چارچوب سیاست پولی نیز چالشها و بده-بستان‌هایی را بین اهداف ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی به همراه خواهد داشت. زمانی که سرمایه‌گذاران احساس کنند که احتمال بروز یک رکود عمیق به دلیل هموارسازی آن توسط مقام پولی که به شدت نسبت به بحران مالی ریسک‌گریز است، اندک خواهد بود، از یک سو استراتژی‌های بهینه خود را در انتخاب پروژه‌های ریسکی‌تر و تشدید رفتارهای ریسک‌پذیری شناسایی خواهند کرد و از سوی دیگر، تمرکز فعالیت‌ها و مراودات مالی نیز به سمت بانک‌ها و موسسات بسیار بزرگ که از فرض ضمنی نجات حتمی در صورت بروز بحران مالی برخوردار هستند، متمایل خواهد شد. بنابراین سیاست پولی مشمول هدف ثبات مالی، بصورت بالقوه با چالشهایی از جنس مخاطرات اخلاقی و بعضاً ایجاد بی‌ثباتی مالی در آینده همراه خواهد بود. این موارد می‌تواند به کاهش اعتبار سیاست‌گذار و همچنین مساله ناسازگاری زمانی منتهی شود.

شایان ذکر است، تمرکز مقامات نظارتی و احتیاطی بر مساله ثبات مالی نیز می‌تواند در کوتاه مدت و بلندمدت در ساحت سیاست‌گذاری و اجرا دارای تضادهایی با سیاست پولی باشد که بدین منظور سازوکار و ساختاری برای حل و فصل تعارضات بین سیاست پولی و سیاست احتیاطی مورد نیاز خواهد بود. از این جهت نیز، نوسانات بخش مالی و آثار آن بر بخش حقیقی اقتصاد، درجاتی از همکاری و تعامل مقام پولی و مقام نظارتی را ضروری کرده است به نحوی که با تشدید اثرات متقابل دو سیاست پولی و احتیاطی، نقش همکاری دو نهاد در کاهش زیان اجتماعی (افزایش رفاه عمومی) برجسته خواهد بود. یکی دیگر از مواردی که زمینه تعامل بیشتر مقام پولی و احتیاطی را فراهم می‌کند فقدان مدل‌های مقداری قابل اتکا برای ارتباط اقدامات سیاستی به اهداف قابل اندازه‌گیری در حوزه ثبات مالی است. در حالی که بانکهای مرکزی عموماً از مدل‌های مقداری برای ارتباط دادن اقدامات سیاست پولی به اهداف تورم و تولید برخوردار هستند، در خصوص ارتباط اقدامات سیاست پولی و احتیاطی به ثبات مالی چنین چیزی وجود ندارد و حتی فراتر از آن مدل مقداری قابل قبولی برای ارتباط اقدامات احتیاطی به تولید و تورم نیز وجود ندارد. البته، هر چند که ممکن است تجاری در خصوص کاربرد سیاست‌های احتیاطی خرد وجود داشته باشد، اما در خصوص کالیبره کردن این ابزارها برای کنترل بی‌ثباتی مالی ابهامات متعددی وجود دارد نسبت به آثار تغییرات در این ابزارها نااطمینانی وجود دارد که در مجموع تحت تاثیر دو عامل وقفه‌های تصمیم‌گیری و اجرایی خواهد بود. عمده دلیل این بحث نیز پیچیدگی پویایی‌های بخش مالی و نشات گرفتن بی‌ثباتی از کانال‌های مختلف است که لحاظ آن را در مدل‌های اقتصاد کلان دشوار کرده است. در این خصوص، تبادل اطلاعات و رصد وضعیت ثبات مالی بین مقام پولی و نظارتی به منظور تسهیل همکاری، افزایش اثربخشی و کاهش اصطکاک‌های سیاست‌گذاری پولی و احتیاطی حیاتی است. در مجموع، با توجه به اثرگذاری سیاست پولی و مقررات احتیاطی کلان بر مکانیسم‌های انتقال یکدیگر، نحوه ترکیب بهینه این دو سیاست مهم خواهد بود، چرا که می‌تواند بده‌بستانهای مهمی را در نحوه کاربرد و ترکیب این سیاست‌ها در جهت دستیابی همزمان به دو



هدف ثبات مالی و ثبات اقتصاد کلان به همراه داشته شد. در این خصوص، سازوکار پیشنهادی که در کشورهای دیگری نیز تجربه شده است، رویکردی تحت عنوان هدف‌گذاری تورمی یکپارچه است که با تأکید بر نقش مکملی سیاست‌های پولی و احتیاطی، مستلزم همکاری نزدیک بین مقامات در مدیریت نرخ‌های بهره سیاستی و ابزارهای احتیاطی کلان مخالف سیکلی است. سازوکار عملیاتی و نهادی این رویکرد نیز، ایجاد کمیته ثبات مالی برای هماهنگی اقدامات سیاستی و نظارتی است تا ابزارها و سیاست‌های پولی و احتیاطی با اثربخشی بیشتری در راستای دستیابی همزمان به کنترل تورم و ثبات مالی تصمیم‌گیری و اجرایی شود.

بدیهی است که این رویکرد جدید در سیاستگذاری پولی به جهت کاهش وزن نسبی اهمیت تورم در فرآیند سیاستگذاری ممکن است شهرت و اعتبار بانک مرکزی در راستای مهار تورم و ثبات قیمت‌ها را مخدوش نماید. به همین جهت ضروری است که تصمیمات جلسات و گزارشات ادواری مربوط به ثبات مالی و ملاحظات آن بصورت مرتب منتشر و در دسترس عموم قرار گیرد تا توابع واکنش سیاستی نزد کارگزاران اقتصادی مشخص شود و به نوعی در جهت سیگنال دهی به انتظارات آنها موثر واقع شود. علاوه بر این می‌توان به منظور کاهش مساله ناسازگاری زمانی و افزایش اعتبار سیاستگذار، با ارایه قواعد احتیاطی کلان مشخص، نقشه راه اقدامات مقامات نظارتی را از قبل تبیین کرد بگونه‌ای که هر زمان یکسری از شرایط و معیارهای بروز عدم تعادل‌های مالی شناسایی شد، الزامات و اقدامات احتیاطی مشخص و مناسب فعال شود. شایان ذکر است در عمل چالش‌های دیگری نیز وجود خواهد داشت که در ادامه با تمرکز بیشتر بحث بر مسائل شبکه بانکی و بانک مرکزی به آن پرداخته می‌شود.

در اقتصاد ایران و وضعیت شبکه بانکی دارای اشکالات و ضعف‌های اساسی در شاخص‌های مختلف سلامت و ثبات مالی است. مشکلات ترازنامه بانکها، تنها متاثر از جریان سپرده‌گیری و وام‌دهی و مسائل مترتب بر آن مانند نرخ سود سپرده و مطالبات غیرجاری نیست. به عبارت دیگر در بخش نظارتی، مساله ثبات مالی بانک‌ها نباید صرفاً با تمرکز بر بخش جذب منابع (سپرده بانکی و استقراض از بانک مرکزی) و تخصیص منابع (وام‌دهی به بخش خصوصی و دولتی) دیده شود. بلکه ضروری است که عوامل شکل‌دهنده بی‌ثباتی مالی در طیف وسیعی از دارایی‌های بانک‌ها شامل حوزه‌های ارزی، سرمایه‌گذاری، بنگاهداری و املاک و مستغلات دیده شود. اصولاً بی‌ثباتی مالی از منابع مختلف و متعددی شکل می‌گیرد و به همین جهت است که تعریف مورد اجماع و شاخص واحدی برای اندازه‌گیری آن وجود ندارد و در عمل ترکیبی از شاخص‌ها در حوزه‌های مختلف برای نشان دادن ثبات مالی بانک‌ها و موسسات اعتباری و یا کلیت شبکه بانکی استفاده می‌شود. بنابراین در این خصوص معاونت نظارتی بانک مرکزی باید وضعیت سلامت و ثبات مالی (در شاخص‌های مختلف) را بصورت مداوم رصد نماید و تحلیل جامعی از کیفیت دارایی‌های آنها بر مبنای ریسک‌ها وارده داشته باشد و با شناسایی منابع تشکیل عدم تعادل‌های مالی در هر مقطع زمانی، بانک‌های متاثر از آن را در دسته بندی‌های مختلف قرار دهد و برای حل و فصل معضلات مالی هر یک نیز توره‌های ایمنی و اقدامات و سازوکارهای مشخصی داشته باشد.

ملاحظات فوق بیانگر این است که در اولین گام باید با مقررات و سازوکارهای احتیاطی مختلف مانند الزامات سرمایه‌ای کافی و نسبت‌های اهرمی مشخص، اشتباهات ریسک بانک‌ها را مهار و درونی سازی کرد تا با پرهیز از کژمنشی و کاهش مخاطرات اخلاقی، از تامین مالی پروژه‌های پرریسک و یا از قراردادن دارایی‌های پرتفوی در معرض ریسک زیاد جلوگیری شود. این نکته از آن جهت مهم است که ثبات و سلامت بانکها و بطور کلی موسسات پولی و اعتباری درجه خلق پول درونی و قیمت ریسک در اقتصاد را تعیین می‌کند و در نتیجه تا زمانی که مشکلات بنیادی بانکها حل و فصل نشود، درگیر شدن بانک مرکزی با مساله ثبات مالی طی سیکل‌های تجاری می‌تواند سبب تزریق نقدینگی به مراتب بیشتری نسبت به شرایط بعد از بروز بحران شود و به نوعی به شدت بر شهرت و اعتبار بانک مرکزی اثرگذار باشد. البته در این خصوص نیز قیود و محدودیتهای متعددی بر شبکه بانکی مترتب شده است که بعضاً حرکت آنها به سمت بنگاهداری و یا انباشت دارایی‌های مازاد را ناگزیر کرده است. حجم انبوه تسهیلات تکلیفی و تبصره‌ای که در اعطای آن تضامین و وثایق کافی اخذ نمی‌شود، اجبار آنها به خرید تضمینی محصولات کشاورزی، اجبار به خرید اوراق بدهی دولتی و بعضاً تهاوت مطالبات از دولت با شرکت‌های زیان‌ده و ورشکسته، سلامت و ثبات مالی آنها را در خطر قرار داده است؛ بنابراین ضروری است که اصلاحات نهادی در چارچوب اقتصاد سیاسی و با تعامل با سایر ارکان و ذینفعان از جمله شبکه بانکی، دولت و قانونگذاران حل و فصل شود. مطالعات متعدد نیز نشان داده است که اثر کیفیت نهادی در اجرای سیاست‌های اقتصادی تعیین کننده است بگونه‌ای که حتی بهترین سیاست‌های پولی در مهار تورم نیز در صورتی که در شرایط کیفیت پایین نهادی اعمال شود، صرفنظر از درجه موفقیت در کنترل تورم، تهدیدکننده ثبات مالی موسسات و نهادهای مالی خواهد بود. علاوه بر این، هر چند که بروز نوسانات شدید در بازارهای دارایی من جمله ارز، املاک و مستغلات، سهام و طلا تا حدود زیادی توانسته است طی ادوار مختلف در تلطیف آثار بی‌ثباتی مالی شبکه بانکی کمک نماید ولی این موضوع نیازمند توجه جدی است؛ چراکه سلامت بانکها به عنوان مجری سیاست‌های پولی و اعتباری بانک مرکزی نقش تعیین کننده در دستیابی مقام پولی به هدف رشد پایدار غیرتورمی اقتصاد ایران دارد.



در مرحله بعد با توجه به آنکه یک سیکل مالی بطور کامل توسط سیاست احتیاطی قابل کنترل نیست، برای مهار آثار آن بر بخش حقیقی نیازمند سیاست‌های پولی مکمل خواهد بود. این اقدام باعث می‌شود که نیاز به سیاست‌های احتیاطی شدید برای مهار بی‌ثباتی مالی و یا سیاست پولی انقباضی شدید برای مهار تورم نباشد و بخشی از اقدامات مورد نیاز توسط هر سیاست توسط ابزارهای سیاست دیگر تکمیل شود و در واقع فضای بیشتری برای ابزارهای سیاستگذاری در دسترس باشد. به همین منظور پیشنهاد می‌شود که کمیته ثبات مالی فوق‌الذکر متشکل از مدیران معاونت‌های اقتصادی، نظارت، اعتبارات ریالی و ارزی بانک مرکزی باشد تا در مواقع تعارض اقدامات و یا نیاز به اقدامات همزمان، سیاست‌های پولی، اعتباری، ارزی و احتیاطی با اجماع تصویب و اجرایی شود. البته همانگونه که مشخص است این کمیته در درون ساختار بانک مرکزی ایجاد و برای پاسخگویی به ملاحظات ثبات مالی سیستم بانکی پیشنهاد شده است. علاوه بر این، از آنجا که تجارب کشورها مویده آن است که شوراها ثبات مالی بصورت فراگیر و در کلیت بخش مالی و نه صرفاً شبکه بانکی تاسیس شده است، پیشنهاد می‌شود که در ادامه، بانک مرکزی به سبب برخورداری از دانش کافی در تجزیه و تحلیل تحولات بازارها و وجود بدنه کارشناسی متخصص، در این زمینه پیشقدم شود و با در دست گرفتن ابتکار عمل و ارایه لوایح مربوطه برای تصویب جایگاه و مقررات شورای ثبات مالی، نقش رهبری آن که متشکل از ارکان و مقامات بازار پول و سرمایه و همچنین مقامات مرتبط با بیمه، مسکن و نهادهای سیاستگذاری اقتصادی (سازمان برنامه و خزانه داری) است را بر عهده‌گیرد.

در پایان لازم به ذکر است، بررسی‌ها نشان می‌دهد که در کشورهای در حال توسعه ملاحظات مربوط به سیاست پولی و هدفگذاری تورم علاوه بر ثبات مالی با چالش‌های دیگری نیز روبه‌رو است که اساساً همان هدف کنترل تورم را نیز مخدوش نموده است و ضروری است که این عوامل در تحلیل ارتباط سیاست پولی و ثبات مالی با دقت بیشتری مد نظر باشد. استقلال عملیاتی و اعتبار سیاستگذار پولی، تفاوت کیفیت نهادی، سلطه مالی و تنگناهای بودجه، نظام مالی و محیط قانونگذاری در این کشورها با کشورهای توسعه‌یافته و آسیب‌پذیری بیشتر آنها در برابر تکانه‌های خارجی و جریان‌های سرمایه از مهمترین این موارد است. بطور خاص در اقتصاد ایران که سیاستگذاری پولی تحت تاثیر قانون بانکداری بدون ربا است، به دلیل عدم تعمیق بازار بدهی و همچنین تعیین دستوری نرخ‌های سود سپرده و تسهیلات، مکانیسم انتقال پولی از کارایی چندانی برخوردار نیست. به عنوان نمونه مشاهده می‌شود که با تغییر نرخ سود بین بانکی، نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات تغییری نمی‌کند و یا اینکه با تغییر نرخ سود سپرده‌ها توسط شورای پول و اعتبار، تغییری در نرخ سود تسهیلات ایجاد نمی‌شود و به نوعی نرخ‌ها از انعطاف‌پذیری لازم برای اشاعه مکانیسم پولی برخوردار نیستند. در چنین شرایطی، تا زمانی که سهم تراکنش‌های توثیق‌محور پایه پولی به میزان چشم‌گیری افزایش نیابد، مدیریت نرخ‌های سود در قالب عملیات بازار باز نیز چندان اثر بخش نخواهد بود. بنابراین، با توجه به تجارب چند دهه گذشته و شکل‌گیری ساختارهای نهادی در روابط مالی متقابل بین هریک از اجزای دولت، بانک‌ها، و بانک مرکزی به دلایل پولی شدن مستمر کسری خالص پس‌انداز ناخالص داخلی (سلطه مالی)، رشد مستمر خالص ریالی دارایی‌های خارجی، مالیات تسعیر ادواری، و همچنین سهم بالای مبادلات برون‌ترانزنامه‌ای در رشد پایه پولی، کماکان هدفگذاری بر روی کل‌های پولی به‌طور عام و پایه پولی به‌طور خاص طی دوره گذار و تحقق نهایی رویکرد هدفگذاری نرخ‌های سود کلیدی در راستای تنظیم بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان ضروری خواهد بود؛ اما در هر صورت، طی دوره گذار نیز لازم است اقدامات اساسی برای ارتقای کارایی و اثربخشی ابزارهای سیاست پولی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت انجام شود که در این فرایند، تقویت اقدامات نظارتی و احتیاطی بر رشد اقلام ترانزنامه بانک‌ها، توثیقی کردن روابط مالی بخش دولتی و شبکه بانکی با بانک مرکزی، عمق‌بخشی به عملیات بازار باز از طریق راه‌اندازی سیستم معامله‌گران اختصاصی برای پذیره‌نویسی و بازارگردانی اوراق بدهی دولتی، همگام با توسعه بازار بدهی از طریق اوراق بهادارسازی دیون انباشته دولت به نهادهای عمومی و اشخاص حقوقی، اوراق بهادارسازی دیون نهادهای عمومی و رتبه‌بندی آن‌ها، تنوع ابزارهای بازار پول از جمله صندوق‌ها و حساب‌های بازار پول از اهمیتی ویژه برخوردار خواهد بود.

علاوه بر این در کشورهای منطقه خاورمیانه که عمدتاً کشورهای مبتنی بر صادرات مواد اولیه و نفت‌خام هستند، مسائل مربوط به سلطه مالی و هزینه تامین مالی دولت، نظام مالی کم عمق و همچنین مشکلات مربوط به حفظ ارزش پول ملی و متعاقب آن نوسانات نرخ ارز، بهای جهانی کالاها و مواد خام و رابطه مبادله از جمله این چالش‌هاست. در این شرایط علاوه بر تلاش برای اصلاح ساختار شبکه بانکی و افزایش سلامت و ثبات مالی آنها، ترتیبات نهادی باید به گونه‌ای اصلاح شود که سیاست‌های مالی و بودجه‌ای و ارزی نیز از سازگاری بیشتری با هدف ثبات قیمت‌ها برخوردار باشد. در این زمینه طراحی قواعد مالی و بودجه‌ای، ایجاد صندوق‌های ثبات ساز ثروت بین نسلی و کاهش ناطیمانی نسبت به روند بدهی‌های دولت بخشی از اقداماتی است که می‌تواند بخشی از آثار بی‌ثباتی مالی بر بخش حقیقی اقتصاد را کاهش داد.



- Adrian, T., Covitz, D. M., & Liang, N. (2013). Financial stability monitoring. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 601.
- Agénor, P. R., & Bayraktar, N. (2010). Contracting models of the Phillips curve empirical estimates for middle-income countries. *Journal of Macroeconomics*, 32(2), 555–570.
- Agénor, P. R., & Bayraktar, N. (2010). Contracting models of the Phillips curve empirical estimates for middle-income countries. *Journal of Macroeconomics*, 32(2), 555–570.
- Agénor, P. R., & da Silva, L. A. P. (2019). Integrated inflation targeting—Another perspective from the developing world. BIS publications.
- Agénor, P. R., & Montiel, P. J. (2015). *Development macroeconomics*. Princeton university press.
- Agénor, P. R., Alper, K., & da Silva, L. P. (2018). External shocks, financial volatility and reserve requirements in an open economy. *Journal of International Money and Finance*, 83, 23–43.
- Agénor, P-R and P Montiel (2015): *Development Macroeconomics*, 4th ed, Princeton University Press.
- Amato, J. D. and Shin, H. S. (2003). Public and private information in monetary policy models. Bis Working Papers, 138.
- Anderson A, and Huther J (2016). Modelling overnight RRP participation, Finance and economics discussion series 2016–023. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Angelini, P., S. Neri, and F. Panetta. 2011. “Monetary and Macprudential Policies.” Banca d’Italia Discussion Paper No. 801.
- Baillu, J., C. Meh, and Y. Zhang. 2012, “Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter.” Bank of Canada Working Paper No. 2012–06.
- Baxa, J., Horváth, R., & Vašíček, B. (2013). Time-varying monetary-policy rules and financial stress: Does financial instability matter for monetary policy?. *Journal of Financial Stability*, 9(1), 117–138.
- Bean, C., Paustian, M., Penalver, A., & Taylor, T. (2010). Monetary policy after the fall. *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, 26–28.
- Bordo, M. D. and Wheelock, D. W. (1998). Price stability and financial stability: The historical record. Federal Reserve Bank of St Louis Review, September/October:41–62.
- Borio, C. (2005). Monetary and financial stability: So close and yet so far. National Institute Economic Review, 192(1):84–101.
- Borio, C. and Lowe, P. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. BIS Working Papers, 14.
- Borio, C., and P. Lowe. 2002. “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus.” BIS Working Paper No. 114.
- Brunnermeier, M., and Y. Sannikov. 2012. “A Macroeconomic Model with a Financial Sector.” Mimeo, Princeton University.
- Bruno, V, I Shim and H S Shin (2017): “Comparative assessment of macroprudential policies”, *Journal of Financial Stability*, vol 28, February, pp 183–202.
- Bruno, V., Shim, I., & Shin, H. S. (2017). Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, 183–202.
- Calvo, D, J C Crisanto, S Hohl and O Pascual Gutiérrez (2018): “Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?”, *FSI Insights on Policy Implementation*, no 8, April.
- Calvo, D., Crisanto, J. C., Hohl, S., & Gutiérrez, O. P. (2018). *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?*. Bank for International Settlements, Financial Stability Institute.
- Castro, V. (2011). Can central banks’ monetary policy be described by a linear (augmented) Taylor rule or by a nonlinear rule?. *Journal of Financial Stability*, 7(4), 228–246.



- Cecchetti, S., and M. Kohler. 2012. "When Capital Adequacy and Interest Rate Policy Are Substitutes (And When They Are Not)." BIS Working Paper No. 379 (May).
- Collard, F., Dellas, H., Diba, B., & Loisel, O. (2017). Optimal monetary and prudential policies. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(1), 40–87.
- Curdia, V., and M. Woodford. 2011. "The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 58 (1): 54–79
- Drehmann, M., C. Borio, and K. Tsatsaronis. 2012. "Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term." BIS Working Paper No. 380 (June).
- Eisenbeis, R. A., & Herring, R. J. (2016). Playing for Time: The Fed's Attempt to Manage the Crisis as a Liquidity Problem. In *The First Great Financial Crisis of the 21st Century: A Retrospective* (pp. 101–144).
- Fazio, D. M., Silva, T. C., Tabak, B. M., & Cajueiro, D. O. (2018). Inflation targeting and financial stability: Does the quality of institutions matter?. *Economic Modelling*, 71, 1–15.
- Fouejieu, A. (2017). Inflation targeting and financial stability in emerging markets. *Economic Modelling*, 60, 51–70.
- Frappa, S., & Mésonnier, J. S. (2010). The housing price boom of the late 1990s: Did inflation targeting matter?. *Journal of Financial Stability*, 6(4), 243–254.
- Gambacorta, L and A Murcia (2017): "The impact of macroprudential policies and their interaction with monetary policy: an empirical analysis using credit registry data", *BIS Working Papers*, no 636, May.
- Gambacorta, L., & Murcia, A. (2017). The impact of macroprudential policies and their interaction with monetary policy: an empirical analysis using credit registry data.
- Gerlach, S. 2010. "Asset Prices and Monetary Policy: Some Sceptical Observations." In *The Quest for Stability: The Macro View*, ed. M. Balling, J. M. Berk, and M. O. Strauss-Kahn, 45–60. Vienna: SUERF
- Gertler, M., & Bernanke, B. (1999). Monetary policy and asset price volatility. In *in New Challenges for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City: Jackson Hole Conference Proceedings*.
- Greenspan, A. 2002. "Opening Remarks." In *Rethinking Stabilization Policy*. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 29–31.
- International Monetary Fund (2011) Brockmeijer, J., Moretti, M., Osinski, J., Blancher, N., Gobat, J., Jassaud, N., ... & Wu, X. (2011). Macro prudential policy: An organizing framework. *IMF, March, 14*.
- International Monetary Fund (2013) Claessens, S. (2013, October). Interactions between monetary and macroprudential policies in an interconnected world. In *Bank of Thailand-IMF conference on Monetary Policy in an Interconnected World, Bangkok* (Vol. 31).
- Issing, M. O. (2011). *Lessons for monetary policy: What should the consensus be?*. International Monetary Fund.
- Kannan, P., Rabanal, P., & Scott, A. M. (2012). Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms. *The BE Journal of Macroeconomics*, 12(1).
- Lambertini, L., C. Mendicino, and M. Punzi. 2011. "Leaning against Boom–Bust Cycles in Credit and Housing Prices." Banco de Portugal Working Paper No. 8/2011.
- Montes, G. C. and Peixoto, G. B. T. (2014). Risk-taking channel, bank lending channel and the "paradox of credibility": Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 39:82–94.
- Paries, M. D., Sørensen, C. K., & Rodriguez-Palenzuela, D. (2018). Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated dsge model for the euro area. *27th issue (November 2011) of the International Journal of Central Banking*.
- Schwartz, A. J. (1995). Why financial stability depends on price stability. *Economic Affairs*, 15(4):21–25.
- Smets, F. (2018). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?. *35th issue (June 2014) of the International Journal of Central Banking*.
- Svensson, L. E. (2013). "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting." Paper prepared for Riksbank conference on "Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges," Stockholm, June 3.



- Svensson, L. E. (2019). The relation between monetary policy and financial–stability policy. *Series on Central Banking Analysis and Economic Policies no. 26*.
- Whelan, K. 2013. “A Broader Mandate: Why Inflation Targeting Is Inadequate.” In *Is Inflation Targeting Dead?* ed. R. Baldwin and L. Reichlin. VoxEU e–book.
- White, W. 2006. “Is Price Stability Enough?” BIS Working Paper No. 205 (April).
- Woodford, M. 2011. “Monetary Policy and Financial Stability.” Columbia University Working Paper presented at the 2011 NBER Summer Institute, Cambridge, Massachusetts.
- Woodford, M. 2012. “Inflation Targeting and Financial Stability.” *Economic Review (Sveriges Riksbank)* 2012:1, 7–32.



## پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰  
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)