



## تحلیل

## بازگشت اعتماد به سیاستگذار پولی

موفقیت بانک مرکزی در تداوم روند نزولی نرخ رشد نقدینگی، بهبود وضعیت بانک‌های ناتراز و عملیات موفقیت‌آمیز کنترل مقداری رشد ترازنامه بانک‌ها اعتماد عمومی را به سیاستگذار پولی بازگرداند



افزایش اعتماد عمومی به نهادهای سیاستگذار در امر اقتصاد، بر کنترل انتظارات تورمی و کاهش عدم اطمینان فعالان اقتصادی تأثیر قابل توجهی دارد. یکی از نهادهای سیاستگذار در سطح اقتصاد کلان، بانک مرکزی است که بواسطه تعیین و اجرای سیاست‌های پولی و ارزی از یک سو و وظیفه کنترل تورم و حفظ ارزش پول ملی از سوی دیگر، در کنار سازمان برنامه و بودجه و وزارت اقتصاد یکی از اضلاع مثلث سیاستگذاری در اقتصاد ایران است.

مطالعات مختلفی نیز نشان می‌دهد که افزایش سطح اعتماد عمومی به سیاستگذار پولی، میزان انتظارات تورمی را کاهش می‌دهد؛ به بیان دیگر در صورتی که فعالان اقتصادی و عموم مردم جامعه نسبت به سیاست‌های اعلامی بانک مرکزی اعتماد کنند، سطح نا اطمینانی نسبت به آینده به شدت افت می‌کند و همین امر فضای شفافتری را در سطح اقتصاد کلان ایجاد می‌کند. فضای شفاف در سطح اقتصاد کلان، فضای کسب و کار را در سطح خرد تسهیل می‌کند و چالش‌هایی را که بنگاه‌های اقتصادی به هنگام تصمیم‌گیری نسبت به اجرای پروژه‌ها و طرح‌های توسعه و سرمایه‌گذاری خود دارند به طور قابل توجهی از بین می‌برد. نقطه آغاز این فرایند جلب اعتماد عمومی نسبت به سیاست‌های اعلامی بانک مرکزی است و آثار آن را می‌توان در ثبات بازارهای مالی و دارایی، کاهش سطح انتظارات تورمی مشاهده کرد.

اینکه بانک مرکزی بتواند سیاست‌های اعلامی خود را به درستی اجرا کند و در اعمال آنها نیز جدیت لازم را داشته باشد، این سیگنال به فعالان اقتصادی داده می‌شود که چهارچوب سیاست‌های پولی کشور از استحکام کافی برخوردار است و عدم اطمینان‌های موجود در ذهن فعالان اقتصادی نسبت به تغییرات نرخ بهره، اجرای سیاست‌های احتیاطی بانک مرکزی، روند کل‌های پولی و سایر پارامترهای مؤثر در بازار پول و اعتبار از بین رفته و منجر به تسریع تحقق اهداف سیاستگذار پولی در مهار تورم و ثبات اقتصاد می‌شود.

قرار گرفتن در شرایط جنگ روایت‌ها، یک سمت ارائه آمار، اطلاعات صحیح و تحلیل از وضع حقیقی اقتصاد ایران است که به مرجعیت سیاستگذار پولی ارائه می‌شود و یک سمت ارائه تحلیل‌های سوگیرانه، غلط و بی‌اساس است که تلاش برای ایجاد التهاب در فضای اقتصاد کلان دارد و تهیه انتظارات تورمی را دنبال می‌کند. در این وضعیت در صورت عدم اعتماد به نهاد سیاستگذار پولی ممکن است پیش‌بینی‌های سوگیرانه مخالفان اقتصاد ایران، بواسطه پیروزی در جنگ روایت به صورت خودمحقق‌شونده ظاهر شود که آسیب‌های جدی را به اقتصاد ایران وارد می‌کند. به عنوان نمونه در شرایطی که نرخ رشد نقدینگی در نیمه تابستان به کانال ۲۶ درصد کاهش یافته بود موج خبر عبور نقدینگی از ۷ هزار همت ایجاد شد در حالی که اساساً نقدینگی از ۷ هزار همت هنوز عبور نکرده بود و این موج سعی داشت تا اعتماد عمومی را نسبت به متغیرهای پولی از بین ببرد. یا به عنوان نمونه دیگر بارها در مقاطعی که دست بازارساز ارزی پر است و منابع باکیفیت برای تأمین، تخصیص و مدیریت بازار ارز دارد مصاحبه‌های در راستای بلوکه شدن منابع ارزی یا مشابه آن منتشر می‌شود. این قبیل اقدامات که نتیجه آن تهییج انتظارات تورمی و کاهش اعتماد مردم به سیاستگذار پولی است آسیب‌های جدی را به اقتصاد وارد می‌کند. موفقیت بانک مرکزی در تداوم روند نزولی نرخ رشد نقدینگی، بهبود وضعیت بانک‌های ناتراز و عملیات موفقیت‌آمیز کنترل مقداری رشد ترازنامه بانک‌ها اعتماد عمومی را به سیاستگذار پولی بازگرداند.

## اعتماد، پیش شرط کاهش انتظارات تورمی

اعتماد عمومی به نهاد سیاستگذار پولی را می‌توان به عنوان یک اصل فراموش ناشدنی در کنترل انتظارات تورمی دانست. به عنوان نمونه (Blinder et al; ۲۰۰۸) در مقاله خود به این موضوع پرداختند که اعتماد به بانک مرکزی اروپا بر انتظارات و عدم اطمینان افراد در مورد تورم تأثیر می‌گذارد. شواهد تجربی مبتنی بر یک ماژول پرسشنامه در بررسی آنها از نمونه نماینده از جمعیت هلند این تحلیل را ارائه می‌کند که سطح بالای اعتماد به بانک مرکزی، انتظارات تورمی را کاهش می‌دهد. در طول تاریخ نیز، بانک‌های مرکزی توجه زیادی به انتظارات تورمی شکل گرفته میان فعالان اقتصادی داشته‌اند و می‌توان گفت مهار پایدار تورم بدون کاهش انتظارات تورمی میسر نخواهد شد.

## جلب اعتماد عمومی، رکن سیاستگذار پولی موفق

اعتماد عمومی میزان اثرگذاری سیاست‌های اتخاذ شده بانک‌های مرکزی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، اعتماد عمومی به بانک‌های مرکزی برای دستیابی به شرایط با ثبات و کاهش نوسان اقتصاد نیز کمک می‌کند زیرا سطح بالاتر اعتماد منجر به پیش‌بینی‌های دقیق‌تر تورم توسط افراد می‌شود و انتظارات تورمی نزدیک‌تر به هدف تورمی بانک مرکزی را میسر می‌سازد. بانک‌های مرکزی در جهان ارتباطات خود با عموم مردم را راهی برای افزایش اعتماد عمومی می‌دانند. ادبیات اقتصادی نیز نشان می‌دهد که اعتماد پایین می‌تواند پیامدهای زیانباری از طریق تضعیف تأثیر سیاست پولی برای بانک مرکزی داشته باشد. همچنین از منظر اقتصاد سیاسی نیز این موضوع نیز قابل توجه است. می‌توان گفت با کاهش اعتماد عمومی نسبت به سیاست‌های بانک مرکزی، استقلال این نهاد در برابر دولت تضعیف می‌شود. اندازه‌گیری سطح اعتماد امری دشوار است و سطح اعتماد فقط تحت عوامل کنترلی بانک‌های مرکزی تعیین نمی‌شود اما جلب اعتماد عمومی امری حیاتی است.

بهره کنترل می‌شود. شما می‌بینید الان هر کمیته سیاست‌های پولی فدرال زرزو که می‌خواهد تشکیل جلسه دهد، همه بازارهای مالی گوش به زنگ هستند که نرخ بهره قرار است، چقدر تغییر پیدا کند که براساس آن انتظارات و نرخ‌های دارایی‌ها و کالاها شکل می‌گیرد.

ولی در اقتصاد ایران، متأسفانه آن لنگر، نرخ ارز است و این بار بسیار سنگینی روی دوش بانک مرکزی است، چون اینطور نیست که بانک مرکزی همواره ذخایر نامحدودی برای تزریق به بازار ارز داشته باشد و از آن انتظار برود که هر آنچه که ذخایر دارد به بازار بریزد تا نرخ ارز را کنترل کند.

در ذخایر ارزی بانک مرکزی مثل موجودی انبار سایر بنگاه‌های تجاری است. آنها موجودی انبار نگه می‌دارند برای چه؟ برای روز مبادا. خب بانک مرکزی هم باید برای روز مبادا ذخایری داشته باشد؛ پس نمی‌شود انتظار داشت بانک مرکزی به محض اینکه کوچک‌ترین اتفاق و شوکی به بازار ارز وارد می‌شود، هر آنچه که منابع دارد را وارد بازار ارز کند و به فکر آینده نباشد. در نتیجه تصور من این است که باید تلاش کنیم که دیگر مردم انتظارات‌شان را براساس نرخ ارز شکل ندهند. البته این کار یک‌شبه اتفاق نمی‌افتد و شاید سال‌ها و حتی دهه‌ها طول بکشد، ولی بانک مرکزی و مجموعه سیاستگذاری اقتصادی کشور باید به این سمت برود که لنگر انتظارات تورمی، دیگر ارز نباشد.

#### اقدامات بانک مرکزی از جمله راه‌اندازی مرکز مبادله و آزادسازی منابع ارزی را در این شش ماهه چطور ارزیابی می‌کنید؟

تصور من این است که بسیار خوب بوده است. به خاطر اینکه که چه بخواهیم و چه نخواهیم الان لنگر انتظارات تورمی ایران، نرخ ارز است. در نتیجه بانک مرکزی نمی‌تواند اجازه دهد یک دفعه نرخ ارز جهش پیدا کند. مثلاً در یک روز ۵ هزار تومان افزایش پیدا کند؛ چون به محض اینکه این اتفاق بیفتد، تقاضای سفته‌بازی در بازار ارز شدت افزایش پیدا می‌کند.

وقتی تقاضای سفته‌بازی در بازار ارز افزایش یابد، قیمت ارز جهش پیدا می‌کند. زمانی که شوک‌های خبری وارد می‌شود، اگر بانک مرکزی در همان روزهای اول نتواند با هر اقدامی مثل تزریق ارز به بازار آن را کنترل کند و از یک حدی بیشتر طول نکشد، تقاضای سفته‌بازی ناخودآگاه افزایش بیشتری پیدا می‌کند. چون همه کارگزاران اقتصادی نگران می‌شوند و پس‌اندازهای خودشان را تبدیل به پس‌انداز دلاری می‌کنند، در نتیجه تقاضای سفته‌بازی افزایش پیدا می‌کند و شدت روی بازار اثر می‌گذارد. با توجه به همه این موارد، مداخلات بانک مرکزی بموقع بوده و توانسته نرخ ارز را کنترل کند. البته نباید به این مفهوم باشد که مثل دوره‌های قبل نرخ ارز همینطور سرکوب شود و ثابت بماند تا چند سال بعد دوباره این فتر از دست بانک مرکزی در برود.

ولی در حال حاضر، چاره‌ای بجز این وجود ندارد که بالاخره یک آرامشی در بازار ارز برقرار شود تا بقیه بازارها هم آرام شوند، انتظارات تورمی یک مقدار کاهش پیدا کند و پس‌اندازها وارد بقیه قسمت‌های اقتصاد ایران بشوند.

افزایش پیدا می‌کند. اینطوری همه سختی‌ها به گردن بانک مرکزی است که باید باید بانک‌های ناتراز را هم نجات دهد که در پی آن بی‌ثباتی مالی به وجود می‌آید؛ یعنی اثر اولیه یکسان است، اما اثر ثانویه با همدیگر فرق می‌کند.

#### ناظر بر همین بحث، سیاست کنترل ترازنامه بانک‌ها را که بانک مرکزی اجرایی کرد چطور ارزیابی می‌کنید؟

تا زمانی که سیستم بانکی و بانک مرکزی ما از نرخ بهره به عنوان ابزار متعارف سیاست پولی استفاده نکنند، این مشکل وجود دارد. در هر کشوری نرخ بهره حقیقی منفی باشد مشکل ترازنامه‌های برای بانک‌ها به وجود می‌آید، چه سیاست‌های کنترلی خارجی باشد یا نباشد؛ چون بالاخره هر چیزی که در اقتصاد وجود دارد یک قیمتی دارد. نرخ بهره هم قیمت در بازار پول است. شما اگر از طریق آن قیمت نتوانید بازار را کنترل کنید، طبیعتاً از راه‌های دیگر کنترل بازار بسیار سخت خواهد بود و نرخ بهره منفی باعث می‌شود که منابعی که در اختیار وام‌گیرنده‌ها قرار می‌گیرد، برود در جاهایی که هزینه فرصت آن به اندازه کافی مورد مطالعه قرار نگرفته، سرمایه‌گذاری شود. ممکن است آن پروژه به هر دلیلی به شکست بینجامد و منابع بانک‌ها که وام داده‌اند سوخت شود و ترازنامه بانک دچار مشکل شود. منظورم این است که مهم‌ترین ابزار کنترلی که در سیستم بانکی وجود دارد نرخ بهره است و نمی‌شود یک کشوری سالیان سال نرخ بهره منفی داشته باشد. این باعث می‌شود که در آن اقتصاد، کنترل تورم بی‌نهایت سخت شود.

#### یکی از محورهای سیاست تثبیت بانک مرکزی برای کنترل تورم ثبات نرخ ارز است. در هفت ماهه ابتدای امسال هم تقریباً این هدف محقق شد و ثبات نسبی در بازار حاکم بود. بازار ارز را در آینده چطور پیش‌بینی می‌کنید و ارزیابی‌تان نسبت به سیاست‌های بانک مرکزی در این حوزه چیست؟

ببینید مسأله این است که متأسفانه در اقتصاد ایران لنگر انتظارات تورمی، نرخ ارز است. هیچ جای دنیا لنگر انتظارات تورمی، نرخ ارز نیست، بلکه لنگر سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی است که به کارگزارهای اقتصادی سیگنال می‌دهد. اما در ایران، سیگنال برای تمام بازارها از بازارهای دارایی گرفته تا بازار کالاها، نرخ ارز است. چرا؟ به خاطر این است که یک تجربه ۵۰ تا ۶۰ ساله پشت این مسأله وجود دارد که نرخ ارز وقتی ارزان است می‌توانیم واردات انجام دهیم و کالاها را به قیمت ارزان وارد و تورم را کنترل کنیم.

وقتی که ارز به هر دلیلی کمیاب می‌شود، به دلیل شوک‌های نفتی، ارزان شدن قیمت نفت، به دلیل تحریم و ... ممکن است شوک خارجی برای اقتصاد ایران حساب شود. وقتی که ارز جهش کند ارزش پول ملی پایین می‌آید، در نتیجه قرار است تورم در همه بخش‌ها بالا برود. قیمت‌های دارایی‌ها جهش کند، تورم در بازار کالاها به وجود آید، واردات مواد اولیه و واسطه‌ای کم شود. تمام اینها نهایتاً می‌آید در نرخ تورم خودش را نشان می‌دهد، ولی در بقیه نقاط دنیا ابزار متعارف سیاست پولی، نرخ بهره است و نرخ



همان بدهی دولت است و اعتبار است. چون جامعه به این موضوع حساس شده، در نتیجه از طریق تسهیلات تکلیفی و ... بار تأمین مالی روی دوش بانک‌ها افتاده و بانک‌ها مجبور می‌شوند از بانک مرکزی استقراض کنند. یعنی بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی افزایش پیدا کرده و اثر آن روی نقدینگی مثل اثر افزایش سایر منابع پایه پولی است، ولی یک مشکلی ایجاد می‌کند و آن این است که بانک‌ها در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند.

بنابراین استقراض شبانه را افزایش می‌دهند و بسیاری از مصیبت‌های مربوط به ناترازی بانک‌ها به وجود می‌آید و ثبات مالی کشور به خطر می‌افتد. منظورم این است که فرقی ندارد که از کدام منبع، پایه پولی افزایش پیدا کند. در مرحله اول نقدینگی را افزایش می‌دهد، ولی آثار ثانویه‌اش با همدیگر فرق دارد. یک زمان نقدینگی از محل افزایش ذخایر ارزی بانک مرکزی افزایش پیدا می‌کند، ولی دست بانک مرکزی برای کنترل نرخ ارز باز است. یک زمانی است که از طریق افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، پایه پولی و نقدینگی

شود که عمدتاً فعالیت‌های عمرانی هستند که متأسفانه این اتفاق نیفتاد. صندوق بیشتر در بخش‌های مربوط به نفت، صنایع نفتی و ... سرمایه‌گذاری کرد و بخش خصوصی را پوشش نداد. بنابراین راه حل تعریف شد، ولی به انجام نرسید.

#### یکی از عوامل تورم در بلندمدت، نقدینگی است. رشد نقدینگی براساس آمار کاهش یافته و هدف‌گذاری بانک مرکزی هم برای امسال ۲۵ درصد بوده است. این اقدام را چقدر در کنترل تورم مؤثر می‌دانید؟

برای جامعه و اقتصاد فرقی نمی‌کند که محل خلق نقدینگی و افزایش پایه پولی چیست. بدهی دولت به بانک مرکزی است، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی است، یا افزایش ذخایر ارزی بانک مرکزی است. بالاخره پایه پولی افزایش پیدا می‌کند، نقدینگی را افزایش می‌دهد و به تبع آن تورم افزایش می‌یابد. منتهی مسأله‌ای وجود دارد که هر کدام از اینها درست است بر تورم در مرحله اول اثر دارند، ولی در مرحله دوم وقتی ذخایر ارزی بانک مرکزی افزایش پیدا می‌کند، به خاطر درآمدهای سرشار نفت در سال‌های رونق نفتی، توانایی بانک مرکزی برای مداخله در بازار ارز افزایش پیدا می‌کند و اقدام به سرکوب نرخ ارز می‌کند، واردات زیاد می‌شود و تورم از آن ناحیه کنترل می‌شود.

اگر بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش پیدا کند. در اقتصاد ایران به آن حساسیت وجود دارد و می‌گویند که بدهی دولت به بانک مرکزی زیاد شده و پول بدون پشتوانه چاپ شده است؛ در صورتی که پول بدون پشتوانه مفهومی ندارد، پشتوانه آن

معادل آن ریال وارد اقتصاد کشور می‌شود، راهی هم بجز این وجود ندارد. راه بهتر قرار بود این باشد که درآمدهای نفتی به صندوق توسعه ملی برود و از این طریق فریز شود و در ترازنامه بانک مرکزی قرار نگیرد و روی رشد نقدینگی و پایه پولی و ... اثر نگذارد.

البته این موضوع مباحث خودش را دارد، شما می‌توانید بروید آسیب‌شناسی‌های مربوط به آن را مطالعه کنید تا ببینید که تجربه چندین موفقی در اقتصاد ایران نبود. در خیلی از کشورها مثل نروژ به خاطر اینکه براساس اصول اولیه‌ای که صندوق ثروت ملی طراحی شده بود، عمل کردند، برای آنها تجربه موفقی بود و این سلطه مالی در کشور آنها اتفاق نیفتاد و به مرور زمان محدودتر شد، ولی در کشور ما آن تجربه، تجربه موفقی نبود، هرچند که در قانون بسیار اصول متعالی برای آن نوشته شده بود، ولی در عرصه عمل آن اصول محقق نشد و در نتیجه بانک مرکزی ما هم آن استقلال لازم را پیدا نکرد. منظورم این است که چه در قانون نوشته شود و چه نشود، باید ببینید در عرصه عمل چه اتفاقی می‌افتد. نوشتن قانون فقط کفایت نمی‌کند، باید در عرصه عمل ببینیم چه خواهد شد.

#### چه الزاماتی برای اجرایی شدن استقلال بانک مرکزی باید در نظر بگیریم یعنی مثلاً جدایی بودجه ارزی از ریالی مطرح می‌شود، یا اینکه ارز نفتی وارد اقتصاد نشود. نظر شما چیست؟

ببینید بهترین راه آن همین صندوق توسعه ملی بود که درست عمل کند و درصدی از درآمدهای نفتی به آن صندوق واریز و صرف فعالیت‌هایی



## درآمدهای نفتی، چالشی برای استقلال بانک مرکزی

اگر بانک مرکزی کشورهایی مثل کشورهای اروپایی استقلال نسبی بالاتری دارند، به خاطر این است که آنها یک درآمدهای برون‌زایی به اسم درآمدهای نفتی دارند. طبیعتاً به دلیل وجود درآمدهای نفتی یک مقداری سلطه مالی در بانک مرکزی ما وجود دارد، چه در قانون بگوییم که باید مستقل باشد، یا مستقل نباشد.



## برش

