

سیاست گذاری پولی و ثبات مالی

سخنران:

دکتر مهدی هادیان (عضو هیئت علمی پژوهشکده پولی و بانکی)

اعضای پنل:

دکتر سید احمدرضا جلالی نائینی (عضو هیئت علمی موسسه عالی آموزش و پژوهش

مدیریت و برنامه ریزی)

محمدهادی مهدویان (اقتصاددان و خبره حوزه پولی و بانکی)

دبیر جلسه:

دکتر سید احمدرضا جلالی نائینی (عضو هیئت علمی موسسه عالی آموزش و پژوهش

مدیریت و برنامه ریزی)

۱۴۰۰/۰۴/۱۶

مطالب مندرج در این گزارش منحصرآ گفته‌های سخنرانان است و به هیچ وجه منعکس کننده نظر موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی نیست.



نشست "سیاست‌گذاری پولی و ثبات مالی" با سخنرانی آقای دکتر مهدی هادیان (عضو هیئت علمی پژوهشکده پولی و بانکی) و با حضور آقایان دکتر سید احمدرضا جلالی نائینی (عضو هیئت علمی موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی) و محمدهادی مهدویان (اقتصاددان و خیره حوزه پولی و بانکی) به عنوان اعضای پنل و با شرکت جمعی از کارشناسان و علاقه‌مندان در تاریخ ۱۴۰۰/۰۴/۱۶ به صورت آنلاین برگزار گردید.

دکتر سید احمدرضا جلالی نائینی

در زمان بحران مالی سال ۲۰۰۷ که تبدیل به بحران اقتصادی در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ شد، سوال اصلی برای بانک‌های مرکزی دنیا این بود که سیاست‌گذاری پولی چه اثراتی بر ثبات مالی می‌تواند داشته باشد و آیا ابزار سیاست پولی باید برای سیاست ثبات مالی به طور فعال استفاده شود؟ در این باره دو نظر متفاوت وجود دارد. رابرت تیلور در مقاله‌ای حباب قیمت دارایی‌ها و بی‌ثباتی ناشی از آن را بررسی می‌کند و می‌گوید که اگر قاعده تیلور یعنی تعدیل نرخ‌های بهره سیاستی با تغییرات نرخ تورم اجرا می‌شد، نرخ‌های بهره سیاستی در اقتصاد آمریکا و اروپا بالا می‌رفت و از ایجاد حباب قیمت دارایی‌ها جلوگیری می‌کرد. از طرف دیگر، نظر آقای اسپنسون آن است که ابزار سیاست پولی باید در خدمت کنترل شکاف نقدینگی، شکاف تورم و شکاف تولید باشد و برای ثبات پولی، سازمان‌های نظارتی کشورها و بانک‌های مرکزی باید حجم اعتبار نسبت به تولید ناخالص داخلی را کنترل کنند تا سیستم مالی بیش از حد اعتبار ایجاد نکند. زیرا افزایش این اعتبارات موجب ایجاد حباب‌های قیمتی می‌شود. نظر من این است که برای اقتصاد ایران ابزارهای لازم برای سیاست‌گذاری پولی در شرایط ایده‌آل که بتوان هدف‌گذاری تورم را اجرا کرد، کنترل نرخ سود و نوسانات نرخ ارز است. اما در شرایط فعلی که بازار ما عمیق نیست و مشکلات ساختاری سیستم بانکی وجود دارد، مجموعه‌ای از ابزارها مانند نرخ سود بانکی، کنترل رشد ترازنامه شبکه بانکی و نرخ ارز باید مورد استفاده قرار گیرد. به علاوه اینکه مسئله سلامت و ثبات مالی بانک‌ها باید از اهداف بانک مرکزی برای عبور از این شرایط مشکل باشد. بنابراین استفاده از یک ابزار کارایی نداشته و باید سیاست‌گذاری پولی با مجموعه‌ای از ابزارها انجام شود.

دکتر مهدی هادیان

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. 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. در این راستا سوال‌هایی مطرح می‌شود مانند اینکه آیا در فرآیند سیاست‌گذاری پولی، اولویت با ثبات قیمت‌ها است یا ثبات مالی؟ آیا در این فرآیند، تمرکز بر ثبات قیمت‌ها به تحقق ثبات مالی منجر می‌شود یا خیر؟ اگر مهار تورم و ثبات قیمت‌ها لزوماً به ثبات مالی منجر نمی‌شود، ملاحظات ثبات مالی چگونه در سیاست‌گذاری پولی لحاظ می‌شود؟

بعد از بروز بحران مالی و ناکامی چارچوب کلاسیک سیاست‌های پولی در جلوگیری از بحران، سیاست‌های احتیاطی کلان از مدافعان بیشتری برخوردار شده است. همچنین بین اقتصاددانان پولی و مالی مباحثی در خصوص اینکه آیا برای تحقق ثبات مالی باید چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم بازنگری شود یا خیر، مطرح شده است. در این مورد سه دیدگاه وجود دارد:

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

ب- دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه

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

طبق دیدگاه "تمرکز سیاست پولی بر ثبات قیمت‌ها"، هر یک از مقامات پولی و مالی باید با استفاده از ابزارهای مختص خود بر همان هدف مشخص متمرکز شوند. اهداف، ابزارها و مکانیسم‌های انتقال سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان به آسانی قابل تفکیک است؛ در نتیجه تعاملات بین ابزارهای سیاست پولی و احتیاطی کلان محدود است و 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. مهمترین درس بحران مالی اخیر، ضرورت ایجاد یک چارچوب معتبر و کارا برای اعمال سیاست‌های احتیاطی کلان به منظور تحقق ثبات مالی است. 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.

طبق دیدگاه "سیاست پولی محافظه‌کارانه"، 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. 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 به طور متقابل 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 مورد نظر قرار گیرد. 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 را شبیه‌سازی می‌کند.

در دیدگاه "تمرکز سیاست پولی بر ثبات مالی"، 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 تأمین ثبات نظام مالی را بر عهده دارد و باید کژکاردهای بازارهای مالی را اصلاح نموده و فرآیند انتقال سیاست پولی را تطهیر نماید. 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 تنگنای 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.

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، به ویژه 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. اگر ابزارهای احتیاطی کلان در مدیریت سیکل‌های مالی ناکارا باشد، ممکن است پیگیری ثبات مالی برای

ابزارهای پولی مناسب‌تر باشد. اگر سیاست پولی متمرکز بر ثبات قیمتی خود یک منبع رشد عدم تعادل‌های مالی باشد، ممکن است در نظر گرفتن دلالت‌های ثبات مالی برای سیاست پولی مناسب باشد. اگر سیاست پولی در زمان‌های بحران قادر به تثبیت بخش مالی نباشد، ممکن است همکاری دو نهاد مفید باشد چرا که بسیاری از ابزارهای سیاست پولی غیرمتعارف (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 محافظه کارانه در مقابل شکل-گیری حساب‌ها داشته باشند.

بررسی‌های تاریخی این فرضیه را مطرح کرده است که چارچوب هدف‌گذاری تورم یکی از دلایل اصلی شکست مقامات دولتی در واکنش به توسعه عدم تعادل‌های مالی و افزایش بی‌ثباتی مالی بوده است. 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 (بوردو و ویلاک ۱۹۹۸). زیرا با تمرکز بر هدف‌گذاری تورم، دولت‌ها ممکن است توجه سطحی به وضعیت بازارهای مالی داشته باشند و از عدم تعادل‌های آن غفلت داشته باشند (برونر میر و همکاران، ۲۰۱۰). همچنین، تورم پایین و پایدار همراه با یک سیاست ضدتورمی معتبر امکان شناسایی و رویت عدم تعادل‌های مالی مانند حساب‌داری‌ها را سخت‌تر می‌کند (باریو، ۲۰۰۵؛ باریو و لوی، ۲۰۰۲؛ مونتز و پیکسوتو، ۲۰۱۴). علاوه بر آن در شرایط نرمال، پایین‌بندی به سطوح تورم پایین سیاست اقتصادی را خیلی محدود می‌کند. بنابراین با نزدیک شدن نرخ سیاستی به محدوده صفر، در صورت بروز رکود امکان اثرگذاری نرخ بهره برای بهبود اقتصاد را کاهش می‌دهد. در این شرایط دو سوال اصلی وجود دارد که باید مدنظر قرار داد. اول اینکه آیا اجرای هدف‌گذاری تورم با شکنندگی مالی بیشتر همراه است؟ و دوم اینکه آیا واقعا بانک‌های مرکزی که بر ثبات قیمت‌ها متمرکز می‌شوند، بحث ثبات مالی را در سیاست‌گذاری نادیده می‌گیرند؟ مطالعات نشان داده است که ارزیابی تعامل ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی بدون کنترل عوامل موثر مخدوش خواهد بود. بطور مشخص سطح کیفیت نهادی کشورها و سطح توسعه آنها از عوامل اثرگذار در این رابطه است.

حال باید دید که اثر کیفیت نهادی کشورها چگونه است. کشورهای دارای نهادهای باکیفیت بالا نسبت به کشورهایی که دارای کیفیت نهادی پایین‌تری هستند، به طور موثرتری قادر به طراحی و فرموله کردن سیاست‌های اقتصادی برای مقابله با شوک‌های اقتصادی هستند. فازیو و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که ثبات مالی بانک‌ها در کشورهای دارای چارچوب هدف‌گذاری تورم و با کیفیت نهادی بالا چندان تفاوتی با کشورهای فاقد چارچوب هدف‌گذاری تورم ندارد، در حالی که کشورهای با کیفیت نهادی متوسط از این چارچوب منتفع شده‌اند. 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 منافعی 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.

برای بررسی اثر سطح توسعه کشورها نیز پژوهش‌هایی انجام شده است. کاسترو (۲۰۱۱) با تخمین قواعد تیلور انباشته شده از نوع خطی، غیرخطی و غیرمتمقارن میزان واکنش و ملاحظات بانک انگلستان، فدرال رزرو و بانک مرکزی اروپا، ثبات مالی را بررسی کرده و نتیجه می‌گیرد که به نظر می‌رسد تنها بانک مرکزی اروپا در مواقع گسترش عدم تعادل‌های مالی، نسبت به انقباض سیاست پولی اقدام می‌کند و در مقابل، رویکرد سایر بانک‌ها نسبت به عدم تعادل‌های مالی بیشتر درمانی است تا پیشگیری. فوجیو (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 پژوهش وی نشان می‌دهد که سیاست پولی در کشورهایی با هدف‌گذاری تورم 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. سیاست پولی هدف‌گذاری تورم و ارتباط آن با بحث ثبات مالی در کشورهای منطقه خاورمیانه و کشورهای در حال توسعه با مسایل 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 تکانه‌های خارجی و جریان‌های سرمایه‌ای از مهمترین موارد اثرگذار بر نحوه تعامل سیاست پولی با ملاحظات ثبات مالی است (آگنور و داسیلوا، ۲۰۱۹).

در هدف‌گذاری تورم باید چهار پیش‌شرط را مد نظر قرار داد. نخست: درجه بالای استقلال بانک مرکزی که نه تنها در تعیین هدف تورمی بلکه در انتخاب و نحوه استفاده و تغییر ابزارهای سیاستی باید وجود داشته باشد. بنابراین بانک مرکزی باید در برابر فشارهای سیاسی برای تحریک اقتصاد در کوتاه‌مدت مقاومت کند و از سلطه مالی و ایجاد مالیات تورمی جلوگیری کند. دوم: فقدان عملی اهداف دیگری همانند نرخ ارز رسمی که به عنوان یک لنگر قبل از هدف تورم مد نظر باشد. بسیاری از مقامات در کشورهای در حال توسعه نظام ارزی را شناور انعطاف‌پذیر (آزاد مدیریت شده) 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. سوم: شفافیت و مسئولیت‌پذیری است. بانک مرکزی هدف‌گذار تورم، باید تصمیمات سیاستی خود را بصورت عمومی از طریق انتشار منظم گزارش‌های تورمی (و سایر متغیرهای مهم کلان اقتصادی طی سال جاری و سال‌های پیش رو) توضیح و توجیه نماید و همچنین علت تفاوت بین اهداف تورمی و عملکرد واقعی آن را تبیین نماید. چهارم: نظام مالی سالم و بایانات است. در صورت وجود موسسات پولی و اعتباری ناسالم، بانک مرکزی به اجبار بصورت مداوم مقادیر زیادی نقدینگی برای حمایت از آنها تزریق می‌نماید. این ضعف‌ها حتی توانایی بانک مرکزی در تغییرات نرخ بهره را نیز محدود می‌کند. بنابراین ضرورت دارد اصلاحات ساختاری و بازسازی نظام مالی و تقویت مقررات و نظارت بانکی در دستور کار قرار گیرد.

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. 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 (پارادوکس اعتبار). بنابراین پیشنهاد می‌شود که در اقتصاد ایران نیز چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم با در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به ثبات مالی بازنگری شود.

سیاست پولی مشمول هدف ثبات مالی، به صورت 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 مسئله ناسازگاری زمانی منتهی شود.

لحاظ هدف ثبات مالی در چارچوب سیاست پولی نیز چالش‌ها و بده‌بستان‌هایی را بین اهداف ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی به همراه خواهد داشت. همچنین با توجه به اثرگذاری سیاست پولی و مقررات احتیاطی کلان بر مکانیسم‌های انتقال یکدیگر، نحوه ترکیب بهینه این دو سیاست مهم خواهد بود. در این خصوص، سازوکار پیشنهادی که در کشورهای دیگری نیز تجربه شده است، رویکردی تحت عنوان هدف‌گذاری تورمی یکپارچه است که با تاکید بر نقش مکملی سیاست‌های پولی و احتیاطی، مستلزم همکاری نزدیک بین مقامات در مدیریت نرخ‌های بهره سیاستی و ابزارهای احتیاطی کلان مخالف چرخه‌ای 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.

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 کند. به همین جهت ضروری است که تصمیمات جلسات و گزارشات ادواری مربوط به ثبات مالی و ملاحظات آن به صورت مرتب منتشر شود و در دسترس عموم قرار گیرد تا توابع واکنش سیاستی نزد کارگزاران اقتصادی مشخص شود و به نوعی در جهت سیگنال‌دهی به انتظارات آنها موثر واقع شود.

علاوه بر این می‌توان به منظور کاهش مسئله ناسازگاری زمانی و افزایش اعتبار سیاست‌گذار، با ارائه قواعد احتیاطی کلان مشخص، نقشه راه اقدامات مقامات نظارتی را از قبل تبیین کرد به گونه‌ای که هر زمان یکسری از شرایط و معیارهای بروز عدم تعادل مالی شناسایی شد، الزامات و اقدامات احتیاطی مشخص و متناسب فعال شود.

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 غیر جاری نیست. در بخش نظارتی، مسئله 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 کل شبکه بانکی استفاده می‌شود. بنابراین در این خصوص، معاونت نظارتی بانک مرکزی باید وضعیت سلامت و ثبات مالی (در شاخص‌های مختلف) را به صورت مداوم رصد نماید و تحلیل جامعی از کیفیت دارایی‌های آن‌ها بر مبنای ریسک‌های وارده داشته باشد و با شناسایی منابع تشکیل عدم تعادل‌های مالی در هر مقطع زمانی، بانک‌های متأثر از آن را در دسته‌بندی‌های مختلف قرار دهد و برای حل و فصل معضلات مالی هر یک نیز توره‌های ایمنی و اقدامات و سازوکارهای مشخصی داشته باشد.

در اولین گام باید با مقررات و سازوکارهای احتیاطی مختلف مانند الزامات سرمایه‌ای کافی و نسبت‌های اهرمی مشخص، اشتباهی ریسک بانک‌ها را مهار و درونی‌سازی کرد تا با پرهیز از کژمنشی و کاهش مخاطرات اخلاقی، از تامین مالی پروژه‌های پرریسک و یا از قرار دادن سبد دارایی‌ها در معرض ریسک زیاد جلوگیری شود. 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 تهاتر 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 تعیین‌کننده است به گونه‌ای که حتی بهترین سیاست‌های پولی در مهار تورم نیز در صورتی که در شرایط کیفیت پایین نهادی اعمال شود، صرف نظر از درجه موفقیت در کنترل تورم، تهدیدکننده ثبات مالی موسسات و نهادهای مالی خواهد بود. 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. تجارب کشورها موید آن است که شوراهای مالی به صورت فراگیر و در کل بخش مالی و نه صرفاً شبکه بانکی تاسیس شده است. بنابراین ضروری است که در اقتصاد ایران نیز شورای ثبات مالی متشکل از ارکان و مقامات بازار پول و سرمایه و همچنین مقامات مرتبط با بیمه، مسکن و نهادهای سیاست‌گذاری اقتصادی (سازمان برنامه و خزانه‌داری) ایجاد شود.

همچنین رویکرد عملیات بازار باز و تغییر چارچوب هدایت سیاست‌های پولی، امکان واکنش فعالانه و اثربخش بانک مرکزی به پویایی‌های نرخ‌های سود و هدایت نرخ‌های سود اقتصاد در مسیر سازگار با اهداف سیاستی را فراهم می‌کند. 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، هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی به طور عام و پایه پولی به طور خاص طی دوره گذار و تحقق نهایی رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی در راستای تنظیم نرخ‌های سود اقتصاد کلان ضروری خواهد بود.

بنا بر آنچه گفته شد می‌توان دریافت که در کشورهای در حال توسعه، ملاحظات مربوط به سیاست پولی و هدف‌گذاری تورم علاوه بر ثبات مالی با چالش‌های دیگری نیز روبرو است که اساساً همان هدف کلاسیک کنترل تورم را نیز مخدوش نموده است. 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 تکان‌های خارجی و جریان‌های سرمایه از مهمترین این موارد است.

در کشورهای منطقه خاورمیانه که عمدتاً کشورهای مبتنی بر صادرات مواد اولیه و نفت خام 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 ثبات‌ساز ثروت بین نسلی و کاهش نااطمینانی نسبت به روند بدهی‌های دولت بخشی از اقداماتی است که می‌تواند بخشی از آثار بی‌ثباتی مالی بر بخش حقیقی اقتصاد را کاهش داد.

محمدهادی مهدویان

به نظر می‌رسد که بهتر است بحث در چارچوبی وسیع‌تر مطرح شود. بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۷ و بحران اقتصادی متعاقب آن، جهان با فضای جدیدی از سیاست‌گذاری پولی مواجه شده است که در واقع به گونه‌ای ابزارهای سنتی را با ابزارهای نوین مختلط می‌کند و نه تنها بر هدف سنتی بانک مرکزی یعنی ثبات قیمت‌ها توجه دارد، بلکه اهداف دیگری نظیر ثبات مالی، رشد پایدار غیرتورمی، افزایش اشتغال و سلامت نظام ارزی را دنبال می‌کند. در اجرای هدف ثبات مالی موضوع نظارت احتیاطی کلان مطرح است. بسیاری از کشورها این موضوع را در قالب قانون تشکیل کمیته ثبات مالی پیگیری کرده‌اند. در کشور ما نیز در

همان زمان، نیاز به تشکیل این کمیته اعلام شد تا وظایف از قبل تفکیک شده باشد، چارچوب‌های تحلیلی در یک مرکز مورد صافکاری و صیقل قرار گیرد، اختلاف تحلیل‌های اقتصادی که در میان سازمان‌های صاحب‌نظر وجود دارد بررسی شود و یک تحلیل، ملاک عمل سیاست‌گذاری باشد.

بانک مرکزی در بسیاری از کشورها نظام بانکی را تحت نظارت دارد و می‌تواند بر انقباض و انبساط مالی اثر بگذارد و از عدم تعادل‌هایی که در نظام مالی بوجود می‌آید پیشگیری کند. اما در کشور ما با توجه به اثرگذاری قانون عملیات بانکداری بدون ربا و خارج شدن ما از بانکداری متعارف، نرخ بهره اصلا کار نمی‌کند که بخواهیم این کار را انجام دهیم. در طی چند دهه گذشته ما در ایران نرخ واقعی تسهیلات و سپرده مثبت نداشته‌ایم که بتوانند در اقتصاد کار کنند. بنابراین با نرخ‌های منفی، نظام انگیزشی مطلوب ایجاد نمی‌شود و توانایی اعمال سیاست نخواهیم داشت و هر قدر تلاش کنیم به جایی نمی‌رسد.

بعد از بحران اقتصادی سال ۲۰۰۸، سیاست‌گذاری پولی تقریباً برای بسیاری از کشورها شکلی ژلاتینی و انعطاف‌پذیر به خود گرفت و علاوه بر ثبات قیمت‌ها، هدف‌های دیگری مانند ثبات مالی، رشد پایدار غیرتورمی، رشد اشتغال، سلامت تراز پرداخت‌ها، حمایت از نرخ ارز و جلوگیری از نوسان شدید قیمت‌ها در دستور کار بانک‌های مرکزی قرار گرفت. در نتیجه، بانک‌های مرکزی پس از این رویداد، همگی عملگرا شده و به طور مستمر لنگر سیاست پولی خود را تغییر می‌دهند. این امر در توافق با سایر نهادها و یا صرفاً با تمسک به اقتدار حقوقی یا کارشناسی بانک مرکزی صورت می‌پذیرد.

موضوع مهم دیگری که باید در نظر داشت، سیاست مالی یکپارچه جهانی است. در ارتباط با اقتصاد مالی و ارزی یک سه‌گانه ناممکن وجود دارد که بیان می‌کند اگر حساب سرمایه باز و سیاست پولی مستقل باشد به ناچار نرخ ارز باید شناور باشد. اما این نرخ ارز شناور در نهایت ممکن است به دلیل عدم پیش‌بینی و پیش‌نگری تبدیل به نرخ ثابت خزنده شود. در کنار سه‌گانه ناممکن، سیاست‌گذار پولی باید به یک نکته توجه کند که سیاست‌های پولی چند کشور اصلی اقتصاد و به تبع آن سیاست مالی یکپارچه بازارهای مالی جهانی بر کشور در حال توسعه اثر گذاشته و نظام ارزی و هدف‌گذاری ارزی آن کشور را به هم می‌ریزد و بانک‌های مرکزی باید در این زمینه کنش‌گر بوده و پاسخ مناسب داشته باشند. چیزی که باعث بوجود آمدن این نابسامانی می‌شود، ورود سرمایه‌های مالی است. هنگامی که برخی کشورها، پله به پله و با فاصله، سیاست‌های پولی خود را به سمت سیاست‌های تسهیل مقداری می‌برند و در حجم‌های بسیار بزرگ، پول را به اقتصاد تزریق می‌کنند، این پول به دلیل نرخ بهره پایین در این کشورها به کشورهای در حال توسعه وارد می‌شود و در صورت عدم اجرای سیاست‌های تسهیل مقداری در آن کشور، بلافاصله پول ملی آن تقویت می‌شود. اما هنگامی که آن سرمایه‌ها خارج شود، بحران عمیقی را در اقتصاد آن کشور بوجود می‌آورد. لذا بانک‌های مرکزی به ناچار باید برای سه‌گانه ناممکن آمادگی داشته باشند و با پیش‌نگری بتوانند سیاست‌گذاری مناسب را انجام دهند.

بنابراین چه هدف بانک مرکزی ثبات قیمتی باشد، چه ثبات مالی، چه تامین رشد غیر پایدار تورمی و رشد اشتغال، چه هدف سیاست پولی، سلامت تراز پرداخت‌ها، کنترل نرخ ارز و تامین مالی خارجی باشد بانک‌های مرکزی باید به طور مرتب بین اهداف جابجا شده و لنگر سیاست پولی را تغییر دهند.