

### راهکارهای کنترل تورم در سناریوهای متفاوت پیش روی کشور

مهدی دارابی<sup>۲</sup>

تیمور رحمانی<sup>۱</sup>

عمران طاهری ریکنده<sup>۳</sup>

#### چکیده

اقتصاد ایران در شرایط تورمی دشواری قرار گرفته است. در طول ۵ دهه گذشته که اقتصاد ایران درگیر تورم دورقمی بوده است، هیچ‌گاه به مدت ۴ سال تورم‌های بسیار بالا نسبت به متوسط بلندمدت را تجربه نکرده است. همان‌طور که دولت محترم اعلام کرده است، این موضوع ایجاب می‌کند که کاهش چشمگیر تورم در اولویت سیاست‌گذاری قرار گیرد. از آنجاکه اقتصاد ایران به مدت ۵ دهه تورم دورقمی داشته است، نمی‌توان این تورم دورقمی بالا و ماندگار را به هیچ عاملی غیر از ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید اقتصاد نسبت داد و در نتیجه درمان اساسی تورم نیز در خاتمه دادن به این موضوع نهفته است. در مقاله حاضر ضمن تشریح وضعیت تورمی در طول ۵ دهه و تشریح دلایل کند شدن یا جهش موقتی تورم در مقاطعی، به تحلیل رفتار بلندمدت و رفتار مقطعی تورم پرداخته شده است. شواهد مختصری از تجربه کنترل تورم با استفاده از هدف‌گذاری تورمی ارائه شده است. آنگاه به ارائه راهکار و استراتژی کلی کنترل تورم تحت دو سناریوی تداوم تحریم و رفع تحریم پرداخته شده است. اصل نتیجه‌گیری مقاله نیز آن است که تحت سناریوی تحریم ضرورت انقباض بیشتر همراه با مدیریت سطح توقعات رفاهی برای کنترل تورم ضروری است و تحت سناریوی غیر تحریم، ضمن آنکه اجرای هدف‌گذاری تورمی آسان می‌شود، ضرورت دارد به تثبیت نرخ حقیقی ارز و همچنین جلوگیری از انباشت ریسک در بخش مالی اقتصاد که به‌طور طبیعی مستعد آن در این سناریو است، توجه بیشتری شود.

واژه‌های کلیدی: هدف‌گذار تورمی، نرخ حقیقی ارز، انباشت ریسک.

طبقه‌بندی JEL: E31, E40.

<sup>۱</sup> عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران؛ Trahmani@ut.ac.ir

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران؛ M.daraby@ut.ac.ir

<sup>۳</sup> دانشجوی دکتری دانشکده اقتصاد و توسعه کشاورزی دانشگاه تهران؛ Etaheri@ut.ac.ir

### ۱ مقدمه

اقتصاد ایران پس از یک دهه تورم بسیار پایین و رشد اقتصادی بسیار بالا همراه با سایر نشانه‌های ثبات اقتصاد کلان در دهه ۱۳۴۰، از شروع دهه ۱۳۵۰ وارد شرایط بی‌ثباتی اقتصادی کلان به شکل متوسط تورم‌های بالا و بی‌ثبات، کاهش چشمگیر متوسط رشد اقتصادی و ناپایداری رشد اقتصادی و بقیه نشانه‌های بی‌ثباتی اقتصاد کلان گردید که کم‌وبیش تاکنون ادامه داشته و در دهه ۱۳۹۰ بی‌ثبات‌ترین شرایط اقتصاد کلان به همراه دو بحران بزرگ بانکی و بازار سرمایه را نیز تجربه کرده است.

نکته بااهمیت در فهم وضعیت تورمی ایران و لذا چاره‌اندیشی درمان آن، این است که در طول حدود ۵ دهه ایران هم متوسط تورم بالا داشته و هم جهش‌های تورمی را تجربه کرده است. این بدان معنی است که حتی اگر جهش‌های تورمی مانند نیمه اول دهه ۱۳۷۰، ابتدای دهه ۱۳۹۰ و انتهای دهه ۱۳۹۰ را کنار بگذاریم که به‌گونه‌ای مرتبط با جهش ارزی و محدودیت منابع ارزی یا استفاده از آن منابع بوده است، در بقیه این دوره طولانی نیز نرخ تورم نسبتاً بالا بوده و به‌ندرت تورم تک‌رقمی مشاهده شده است. معدود موارد تورم تک‌رقمی مشاهده شده و کم‌دوام، بیانگر آن است که درمان تورم در این موارد موقتی بوده است. از طرف دیگر، در طول این دوره حدود ۵ دهه متوسط رشد اقتصادی ایران هم پایین بوده است و در ضمن موارد متعددی از رشد منفی اقتصادی مشاهده شده است. در مورد رشد اقتصادی نیز حتی اگر رشدهای منفی مرتبط با تحریم و یا شرایط جنگ را کنار بگذاریم، باز هم متوسط رشد اقتصادی پایین بوده است. لذا، هنگامی که به تحلیل تورم و درمان آن در ایران می‌اندیشیم، به نظر می‌رسد هر درمانی برای تورم که متوسط نرخ تورم را پایین آورد و بی‌ثباتی آن را کاهش دهد، باید بتواند متوسط رشد اقتصادی را هم افزایش دهد و رشد اقتصادی را پایدار نماید.

موضوع دیگری که در نحوه تحلیل و درمان تورم باید مورد توجه قرار گیرد، آن است که در طول حدود ۵ دهه تورم‌های بالا و بی‌ثبات، رشد کمیت‌های پولی و ازجمله حجم نقدینگی نیز بالا بوده است. گرچه یک تحلیل نظری کم‌وبیش پذیرفته‌شده در اقتصاد وجود دارد که رشد نقدینگی بالا را منجر به تورم بالا می‌داند، اما حتی اگر آن تحلیل تئوریک را هم نپذیریم، نمی‌توانیم منکر همبستگی بالای تورم و رشد نقدینگی باشیم و گویی رشد بالای نقدینگی ماهیت جعبه سیاهی را دارد که تمام نیروهای شکل‌دهنده تورم را در خود جای می‌دهد. به‌عبارت‌دیگر، نمی‌توان تصور کرد که تورم به‌صورت پایدار کنترل شود بدون آنکه به کاهش قابل‌توجه رشد نقدینگی منجر شود. این بدان معنی است که هرگونه درمان تورم قاعده‌تاً همراه با محدود کردن متوسط رشد نقدینگی هم هست.

در نوشتار کنونی، ابتدا تحلیلی از تاریخ حدود ۶۰ ساله اقتصاد ایران که برای آن داده اقتصاد کلان وجود دارد، خواهیم داشت و چگونگی محدود شدن و جهش تورمی در دوره‌های مختلف را مرور می‌کنیم. پس از آن، تفکیک تورم به جزء ماندگار و شوک‌های تورمی را خواهیم داشت. در ادامه، اشاره‌ای مختصر به تجربه جهانی در کنترل تورم خواهیم داشت. در بخش پنجم به رابطه نرخ ارز، نقدینگی و تورم در ایران و کشورهای صادرکننده نفت خواهیم پرداخت. در بخش بعد، به کنترل تورم تحت شرایط تحریم و تحت شرایط رفع تحریم‌ها خواهیم پرداخت. در انتها نیز نتیجه‌گیری مقاله ارائه می‌شود.

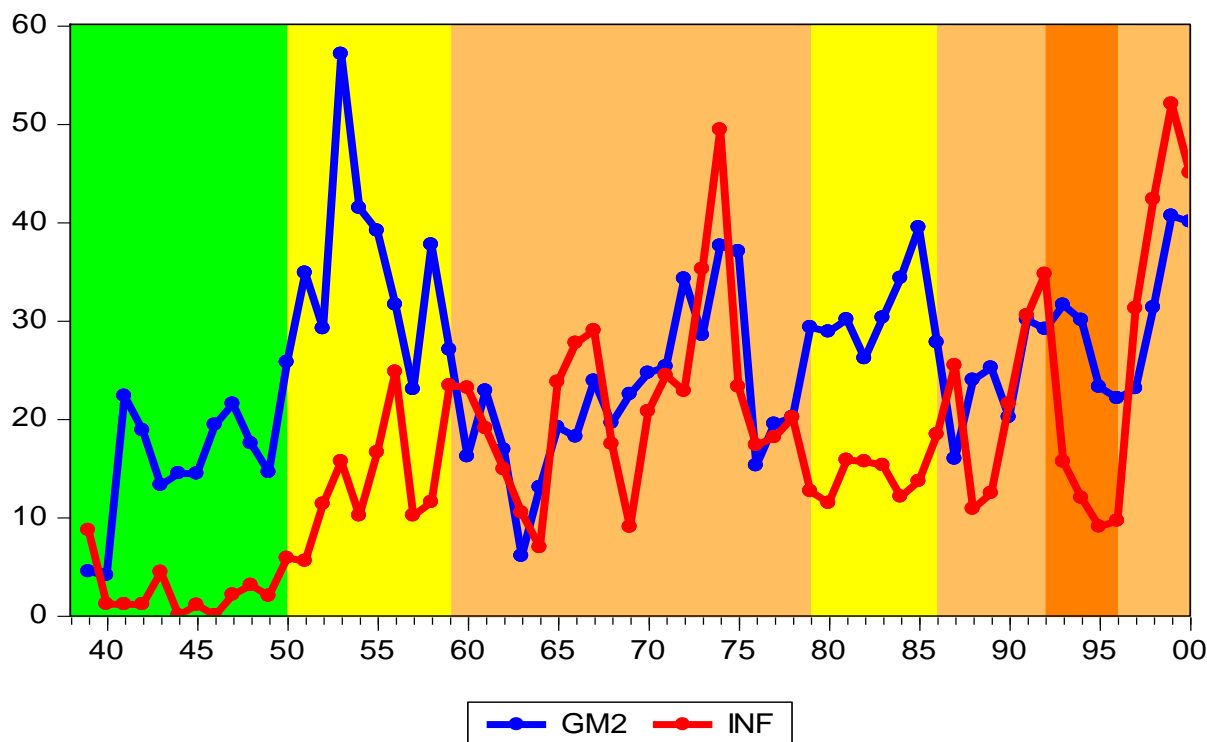
### ۲ تحلیل تاریخی تورم در ایران

برای آنکه درک بهتری از وضعیت تورم و چگونگی محدود یا تشدید شدن آن نسبت به عامل بنیادی ایجاد تورم را داشته باشیم، در شکل ۱ نرخ تورم و نرخ رشد نقدینگی را از سال ۱۳۳۹ تا سال ۱۴۰۰ به نمایش گذاشته‌ایم. منطق ورای نمایش این شکل ۱ آن است که فرض شده است نرخ رشد نقدینگی فراتر از آنچه رشد اقتصادی و کشش درآمدی تقاضای نقدینگی ایجاد می‌کند، سبب تورم می‌شود. این بدان معنی نیست که الزاماً نظریه پول‌گرایی فریدمن را پذیرفته‌ایم بلکه بدان معنی است که عوامل ایجادکننده رشد نقدینگی فراتر از آنچه رشد اقتصادی و کشش درآمدی تقاضای نقدینگی ایجاد می‌کند، در واقع در حال ایجاد تقاضا برای کالاها و خدمات فراتر از توان تولید کالاها و خدمات هستند که به‌طور اجتناب‌ناپذیر تورم به بار می‌آورند. درواقع آن نیروها هر دو رشد نقدینگی و تورم را سبب می‌شوند.

# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۱. نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم، ۱۳۳۸-۱۴۰۰.

بر اساس آنچه در شکل ۱ مشاهده می‌شود، می‌توان تاریخ تورم ایران از زمانی که داده‌های اقتصاد کلان وجود دارد را به چند دوره متمایز زیر تقسیم کرد:

دوره اول (۱۳۳۸-۴۹): دوره رشد اقتصادی بسیار بالا و تورم بسیار پایین؛

دوره دوم (۱۳۵۰-۵۸): دوره رشد اقتصادی بالا و بی‌ثبات و تورم بالا؛

دوره سوم (۱۳۵۹-۷۸): دوره رشد اقتصادی پایین و بی‌ثبات و تورم بالا؛

دوره چهارم (۱۳۷۹-۸۶): دوره رشد اقتصادی متوسط و باثبات و تورم نسبتاً پایین؛

دوره پنجم (۱۳۸۷-۹۲): دوره رشد اقتصادی پایین و بی‌ثبات و تورم بالا؛

دوره ششم (۱۳۹۳-۹۶): دوره رشد اقتصادی پایین و تورم نسبتاً پایین؛ و

دوره هفتم (۱۳۹۷-۱۴۰۰): دوره رشد اقتصادی بسیار پایین و تورم بسیار بالا.

گرچه تقسیم‌بندی فوق عمده‌تاً مرتبط با تورم و نحوه کنترل و جهش آن انجام شده است، اما درس تلخ آن این است که اقتصاد ایران از اقتصادی با تورم بسیار پایین و رشد اقتصادی بسیار بالا در دهه نخست مورد تحلیل، به اقتصادی با تورم بسیار بالا و رشد اقتصادی بسیار پایین در سال‌های آخر دوره مورد تحلیل تغییر وضعیت داده است و اگر سال‌های جنگ را که به‌طور طبیعی مشکلات ایجاد می‌کرده است و همچنین مقطعی را که درآمد سرشار نفت اندکی بهبودی موقتی ایجاد می‌کرده است، نادیده بگیریم، مسیر کلی در جهت شکل‌گیری نیروی بی‌ثباتی اقتصاد کلان و آسیب دیدن سطح رفاه اجتماعی هم از ناحیه پایین بودن رشد اقتصادی و هم از ناحیه تورم بالا بوده است. اکنون به تشریح تک‌تک دوره‌های اشاره‌شده از جهت تورم و محدود شدن یا تشدید شدن آن و نحوه مواجهه سیاست‌گذاری با آن می‌شویم.

در دوره اول که عمده‌تاً متناظر با دهه ۱۳۴۰ می‌باشد، نقش بدون تردید بانک تازه تأسیس مرکزی در سیاست پولی و نظارتی، ثبات اقتصاد جهانی و وجود تعدادی تکنو کرات خوش‌فکر در دستگاه‌های سیاست‌گذاری دست‌به‌دست هم داد تا شرایط برای محیط باثبات اقتصاد کلان به همراه حمایت معقول از فعالان اقتصادی فراهم شود و نتیجه آن رشد اقتصادی

# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱

بسیار بالا و تورم بسیار پایین بود. در این دوره، متوسط نرخ رشد نقدینگی تقریباً ۱۵ درصد، متوسط رشد اقتصادی تقریباً ۱۱/۴ درصد و متوسط نرخ تورم تقریباً ۲/۲ درصد بود. واضح است که رشد نقدینگی در مقایسه با رشد اقتصادی بالا نبوده است و همین موضوع تورم پایین را نیز توضیح می‌دهد. در واقع، گویی در این دوره رشد نقدینگی که ماهیتاً تمایل به ایجاد فشار تورمی دارد، از طریق رشد حقیقی اقتصاد نیروی تورمی آن مهار شده است. لازم است اشاره شود که در این دوران مجموعه اقدامات دستگاه سیاست‌گذاری نرخ رشد بالایی برای نقدینگی ایجاد نکرده است و همان میزان رشد نقدینگی هم به دلیل رشد اقتصادی بالا آثار تورمی به همراه نداشته است.

در دوره دوم که متناظر با جهش شدید درآمدهای نفتی و آغاز اولین بیماری هلندی در اقتصاد ایران است، به دلیل افزایش تولید و صادرات نفت و همچنین رونق فعالیت‌های بخش غیرقابل‌مبادله همچنان رشد اقتصادی بالا باقی ماند گرچه نسبت به دهه ۱۳۴۰ بی‌ثبات گردید و گرچه ترکیب فعالیت‌های اقتصادی عمدتاً به سمت بخش خدمات و نفت تغییر کرد. در این دوران، تزریق درآمدهای نفتی به درون اقتصاد و تضعیف نظارت بانک مرکزی متأثر از شیوع رانت جویی و رونق بخش مسکن و مستغلات، خدمات و تجارت سبب شد تا رشد نقدینگی دچار جهش شدیدی شود و رشد پایه پولی نیز با آن همراهی نماید. بالاترین رشد نقدینگی تاریخ ایران در سال ۱۳۵۳ رخ داد که برابر با ۵۷ درصد می‌باشد. در این دوران، کنترل آثار تورمی ناشی از رشد بالای نقدینگی با توسل به واردات گسترده انجام شد و در واقع تقاضای داخلی به جهان خارج پرتاب شد. در این زیر دوره متوسط رشد نقدینگی حدود ۳۵ درصد، متوسط نرخ رشد اقتصادی حدود ۴/۲ درصد و متوسط نرخ تورم حدود ۱۲/۴ درصد بود. البته با نزدیک شدن به سال‌های پایانی این زیر دوره بر شدت تورم افزوده شد و از رشد اقتصادی به‌طور محسوس کاسته شد. لازم به ذکر است که گرچه توسل به واردات گسترده و تثبیت و سرکوب نرخ ارز مانع از آن شد تا آثار تورمی رشدهای بالای نقدینگی به‌طور کامل آشکار شود، اما به دلیل افزایش قیمت نفت و افزایش تورم در سطح جهانی و شرکای تجاری ایران، امکان پایین نگه‌داشتن تورم از ایران سلب شد و اقتصاد ایران متوسط تورم دورقمی را تجربه کرد و نرخ تورم در سال ۱۳۵۶ به حدود ۲۵ درصد رسید. در ضمن آشکار بود که این شیوه کنترل تورم برای مدت طولانی قابل تداوم نیست و حتی قبل از کاهش درآمدهای نفتی و کاهش امکان واردات برای کنترل تورم و حتی در شرایطی که نرخ ارز ثابت باقی مانده بود، تورم بالا در اقتصاد ایران پدیدار شد.

زیر دوره بعدی از ۱۳۵۹ شروع می‌شود و تا حدود سال ۱۳۷۸ ادامه دارد. گرچه این زیر دوره خود قابل تقسیم کردن به چند زیر دوره است، اما ویژگی مشترک این زیر دوره طولانی آن است که ایران فاقد ابزاری برای کنترل آثار تورمی رشدهای نقدینگی بوده است و در نتیجه رشدهای بالای نقدینگی کم‌وبیش به تورم بالا منجر می‌شده است. در حدود یک دهه ابتدایی این زیر دوره ترکیب شوک منفی عرضه ناشی از دولتی شدن تقریباً کل فعالیت‌های بااهمیت اقتصادی، ناشی از تحریم‌های مربوط به تنش میان ایران و آمریکا، و ناشی از صدمات مربوط به جنگ تحمیلی از یک طرف و کسری بودجه ناشی از هزینه‌های بالای جنگ تحمیلی از طرف دیگر به کاهش عرضه کالاها و خدمات از یک طرف و افزایش تقاضای کالاها و خدمات از طرف دیگر و لذا بروز اضافه تقاضای کل انجامید که نتیجه طبیعی آن تداوم و تشدید تورم شروع شده از دهه ۱۳۵۰ بود. با این حال، به دلیل اعمال سقف بر رشد اعتبارات بانکی و اعمال نرخ‌های ذخیره قانونی بالا و همچنین محدود شدن کسب‌وکار خصوصی، از رشد نقدینگی نسبت به دهه ۱۳۵۰ به‌طور محسوس کاسته شد و تا حدی مانع از انفجار تورم شد. در سال‌های پایانی دهه ۱۳۶۰ و نیمه اول دهه ۱۳۷۰ ابتدا ترکیب کاهش انتظارات تورمی و شوک مثبت عرضه ناشی از پایان جنگ تحمیلی و بهبود واردات مواد اولیه و واسط سبب کاهش تورم و افزایش رشد اقتصادی شد، اما در ادامه ترکیب شوک ارزی مربوط به بدهی‌های خارجی، افزایش انتظارات تورمی، سیاست‌های به‌شدت انبساطی مالی و پولی و همچنین آزادسازی قیمت‌ها و کاهش محدودیت بر تسهیلات بانک‌ها سبب جهش شدید تورم و کاهش رشد اقتصادی شد و رکورد تورم پس از دوره جنگ جهانی دوم را شکست. در میانه دهه ۱۳۷۰ تا سال‌های پایانی این دهه با وجود قابل توجه نبودن درآمدهای ارزی، ترکیب سیاست‌های تثبیت و کاهش درجه انبساطی بودن سیاست‌های اقتصادی کلان و همچنین بهبود تعامل با دنیای خارج و لذا خوش‌بینانه شدن انتظارات نسبت به آینده اقتصاد سبب فروکش کردن تورم از یک طرف و پایدار شدن رشد اقتصادی کشور شد.

در زیردوره ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶ افزایش چشمگیر درآمدهای ارزی، تداوم تعامل با جهان خارج، تداوم سیاست‌های خصوصی‌سازی و ازجمله ظهور بانک‌های خصوصی، و تداوم انتظارات خوش‌بینانه نسبت به آینده اقتصاد سبب پایین ماندن نرخ تورم نسبت به مقدار بلندمدت آن و افزایش و ثبات رشد اقتصادی گردید. با این حال، لازم است اشاره شود که در این دوران، کم‌وبیش مشابه دهه ۱۳۵۰ برای کنترل نرخ تورم از واردات گسترده استفاده شد. به عبارت دیگر، بالا نگه داشتن تصنعی ارزش ریال یا پایین نگه داشتن تصنعی نرخ ارز ابزار اصلی کنترل تورم بود. همین موضوع نیز سبب شد تا زمینه ظهور شدیدترین بیماری هلندی تاریخ ایران فراهم شود و با رسیدن به سال‌های میانی دهه ۱۳۸۰ به تدریج اقتصاد در مسیر کاهش رشد اقتصادی و افزایش نرخ تورم قرار گرفت.

در زیر دوره ۱۳۸۷-۹۲ آثار بیماری هلندی آغاز شده از دهه ۱۳۸۰ خود را نمایان کرد و زمینه بحران بانکی را نیز فراهم کرد. در این دوره، سیاست‌های به شدت انبساطی پولی و مالی فشار تورمی را فراهم کرد اما وجود درآمدهای سرشار نفت مانع از آن شد که آثار تورمی آن کاملاً آشکار شود و همین موضوع سبب این تصور اشتباه شد که رابطه رشد نقدینگی و تورم قطع شده است و احتیاط در سیاست‌گذاری را کاهش داد. از طرف دیگر، بیماری هلندی خود را در قالب تضعیف بخش قابل مبادله و گسترش بخش غیرقابل مبادله نمایان کرد. اقتصاد کشور در معرض تاخت و تاز کالاهای وارداتی به‌ویژه از کشورهای با سطح قیمت پایین قرار گرفت، به گونه‌ای که بسیاری از تولیدات داخلی عملاً فقط نام تولیدات داخلی را داشت. گسترش بخش غیرقابل مبادله و ازجمله در بخش مسکن و مستغلات و صنایع مرتبط با آن و بخش خدمات سبب شکل‌گیری فعالیت‌هایی شد که تداوم سودآوری آنها به شدت وابسته به تداوم تزریق رانت درآمدهای نفتی بود و قطع جریان رانت درآمدهای نفتی به رکود شدید آن فعالیت‌ها می‌انجامید؛ اما بیماری هلندی سبب شکل‌گیری بزرگ‌ترین بحران بانکی تاریخ ایران برای دهه ۱۳۹۰ نیز شد. بیماری هلندی سبب شد تسهیلات و سرمایه‌گذاری بانک‌ها و به‌ویژه بانک‌های خصوصی در فعالیت‌های بخش غیرقابل مبادله درگیر شود که تزریق رانت درآمدهای نفتی آنها را به شدت سودآور کرده بود. از طرف دیگر، با پیدایش بانکداری غیردولتی که قاعداً نیازمند تجهیز نظارتی بیشتری در مقایسه با بانکداری دولتی بود، به دلیل کنترل تورم از طریق توسل به واردات، نگرانی و دغدغه نسبت به فعالیت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بروز نکرد و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مجاز و غیرمجاز به انباشت ریسک در ترازنامه خود پرداختند و برای جذب سپرده به مسابقه بر روی نرخ سود و تغییر ترکیب سپرده‌ها به نفع سپرده‌های غیردیداری روی آوردند. انباشت ریسک در ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری خود از چند موضوع سرچشمه می‌گرفت. موضوع اول الزام بانک‌های دولتی برای اعطای تسهیلاتی بود که عملاً امکان بازپرداخت آن ضعیف بود. موضوع دوم اعطای تسهیلات و سرمایه‌گذاری مستقیم بانک‌ها در فعالیت‌های متکی به تداوم تزریق رانت درآمدهای نفتی (مانند مسکن و مستغلات و صنایع مربوطه) بود که قطع جریان رانت نفت به معنی تبدیل شدن آن تسهیلات و سرمایه‌گذاری‌ها به دارایی موهومی و منجمد بود. نهاد ناظر نیز به دلیل کنترل تورم از طریق گسترش واردات چندان اقدامی برای جلوگیری از این انباشت ریسک انجام نداد. موضوع سوم نیز در فساد مرتبط با اعطای تسهیلات به‌ویژه در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیردولتی بود، به گونه‌ای که از ابتدا گیرنده تسهیلات با قصد عدم بازپرداخت تسهیلات به گرفتن آن مبادرت ورزیده بود و کنار گذاشتن تمام مقررات مرتبط با تسهیلات کلان و ذینفع واحد و مواردی از این دست که با مهارت‌های حسابداری از چشم نهاد ناظر پوشیده ماند. نتیجه آنچه گفته شد، کاهش رشد اقتصادی و پدیدار شدن فشار فزاینده تورمی بود که واردات مانع نمایان شدن کامل آن گشت. با شروع دور اول تحریم‌ها و قطع جریان رانت درآمدهای نفتی، اولاً اقتصاد صدمه‌دیده از بیماری هلندی دچار کاهش شدید رشد اقتصادی شد، ثانیاً تورم که تا آن زمان با توسل به واردات گسترده تا حدی کنترل شده بود، از کنترل خارج شد و جهش شدید ارزی و تورمی کم‌وبیش مشابه نیمه اول دهه ۱۳۷۰ و البته با اثر منفی شدیدتر بر رشد اقتصادی بروز کرد و ثالثاً تسهیلات و سرمایه‌گذاری ریسک‌آمیز بانک‌ها که به آن اشاره شد، تبدیل به دارایی موهومی و منجمد شد و بحران بانکی را رقم زد.

در زیر دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۶ هم نوع نگاه سیاست‌گذاری و هم هویدا شدن بحران بانکی و البته بهبود انتظارات و افزایش واردات سبب شد تورم به شدت دچار کاهش شود اما رشد اقتصادی کم‌وبیش پایین باقی بماند و رشد شدید سال ۱۳۹۵ نیز عمدتاً مرتبط با برگشت تولید و صادرات نفت به وضعیت قبل از تحریم‌ها بود؛ اما چگونه تورم متأثر از بحران بانکی برای

این زیردوره فروکش کرد و حتی تکریمی شد؟ بحران بانکی و پدیدار شدن دارایی منجمد و موهومی در ترازنامه بانک‌ها که زمینه آن از دهه ۱۳۸۰ شکل گرفته بود، سبب شد بسیاری از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در معرض ریسک نقدینگی، ورشکستگی و فرار بانکی قرار بگیرند و برای پرهیز از این موضوع و البته با توجه به مدارای مقرراتی اقدام به افزایش نرخ سود سپرده‌ها برای ماندگار کردن سپرده‌ها شوند؛ اما نرخ سود بالا در شرایطی که بانک‌ها از تسهیلات و سرمایه‌گذاری خود جریان نقدی نداشتند بدان معنی بود که سود بالای سپرده‌ها به اصل سپرده‌ها افزوده می‌شود و در نتیجه رشد بالای نقدینگی از این ناحیه تداوم می‌یابد. همین موضوع توضیح می‌دهد که چرا افزایش شدید نرخ سود اسمی و حقیقی سبب کند شدن رشد نقدینگی نشد؛ اما نرخ سود بالا سبب شد تمام بازارها در رکود قرار گیرد و کاهش شدید سیالیت نقدینگی هم سبب به تأخیر افتادن آثار تورمی رشدهای بالای نقدینگی شد. در عین حال، بهبود درآمدهای ارزی و دسترسی به درآمدهای ارزی امکان گسترش واردات را فراهم کرد و کنترل تصنعی نرخ ارز هم به فروکش کردن تورم کمک کرد. البته باید اشاره شود که عامل اصلی کنترل تورم همان افزایش شدید نرخ سود بود، زیرا اگر صرفاً کنترل نرخ ارز عامل کنترل تورم بود، آنگاه باید بخش مسکن رونق پیدا می‌کرد در حالی که در این دوران بخش مسکن در شدیدترین رکود تاریخی خود فرو رفت. لذا، در این زیر دوره ترکیب بحران بانکی و ناترازی نظام بانکی و اصرار دولت بر محدود کردن رشد پایه پولی در ابتدای سرکار آمدن که منجر به افزایش شدید نرخ سود شدند و از طرف دیگر کنترل نرخ ارز و توسل به واردات سبب فاصله فاحش بین نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم شد و کاملاً آشکار بود که این شیوه کنترل تورم امکان تداوم ندارد و فقط به تأخیر افتاده و نیروی تورمی انباشت شده است.

بالاخره زیردوره آخر سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰ را شامل می‌شود. در این زیردوره ترکیبی از تحریم‌های بسیار شدید که هم کسری بودجه شدید به بار آورد و پولی کردن آن و هم سبب کاهش امکان واردات که مانند یک شوک منفی عرضه بر اقتصاد ایران وارد شد، تخلیه آثار تورمی رشدهای بالای نقدینگی انباشته‌شده طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، بروز انواعی از بحران‌ها و از جمله کووید ۱۹ که بخشی از آن با رشد نقدینگی حل و فصل شد، و بحران بازار سرمایه که هم در مرحله رونق و هم در مرحله سقوط تشدید رشد نقدینگی را اجتناب‌ناپذیر می‌کرد، بدبینانه شدن انتظارات و خروج قابل توجه سرمایه که از طریق فشار بر نرخ ارز به افزایش هزینه‌های تولید و همچنین تشویق صادرات غیرنفتی بر قیمت کالاها و خدمات فشار وارد نمود، سبب شد اقتصاد ایران یکی از شدیدترین جهش‌های تورمی تاریخ خود را ثبت نماید و اگر داده‌های نرخ تورم بانک مرکزی منتشر می‌گردید، احتمالاً رکورد تورمی سال ۱۳۷۴ هم پشت سر گذاشته شده است. در این زیر دوره اقتصاد ایران شرایط قرار گرفتن در وضعیت ابرتورمی را داشت و پیش‌بینی بسیاری از اقتصاددانان این بود که ابرتورم بروز می‌نماید، اما در شرایطی خطیر تلاش متفاوت برای کنترل نرخ ارز (گرچه به‌عنوان راه‌حل بلندمدت مناسب نیست) و مدیریت بحران سبب شد اقتصاد ایران تاکنون از ابرتورم پرهیز کرده باشد.

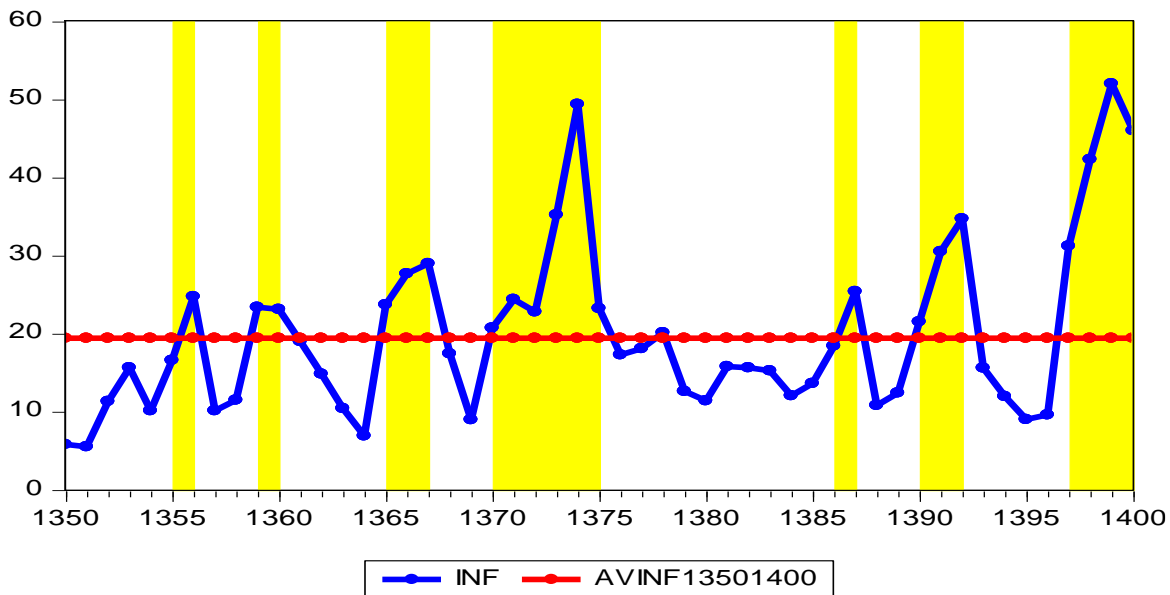
### ۳ تورم ماندگار و جهش‌های تورمی

اقتصاد ایران در طول پنج دهه گذشته نه تنها تورم دورقمی و بالا تجربه کرده است، بلکه تورم بسیار ناپایدار هم بوده است. به‌طور مشخص، اقتصاد ایران چند جهش و شوک تورمی را در کنار تورم متوسط بالا تجربه نموده است که توجه به تفکیک تورم به جزء بلندمدت و جهش‌های تورمی می‌تواند در چگونگی چاره‌اندیشی برای تورم هم سودمند باشد. در شکل ۲ نرخ تورم سالانه به همراه متوسط آن برای کل دوره ۱۴۰۰-۱۳۵۰ نمایش داده شده است. در این شکل ۲، خط افقی بیانگر متوسط نرخ تورم در این دوره طولانی پنج دهه‌ای است که بیانگر متوسط نرخ تورم ۱۹/۴ در سال است. منحنی نیز بیانگر نرخ تورم واقعی هر سال است.

# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

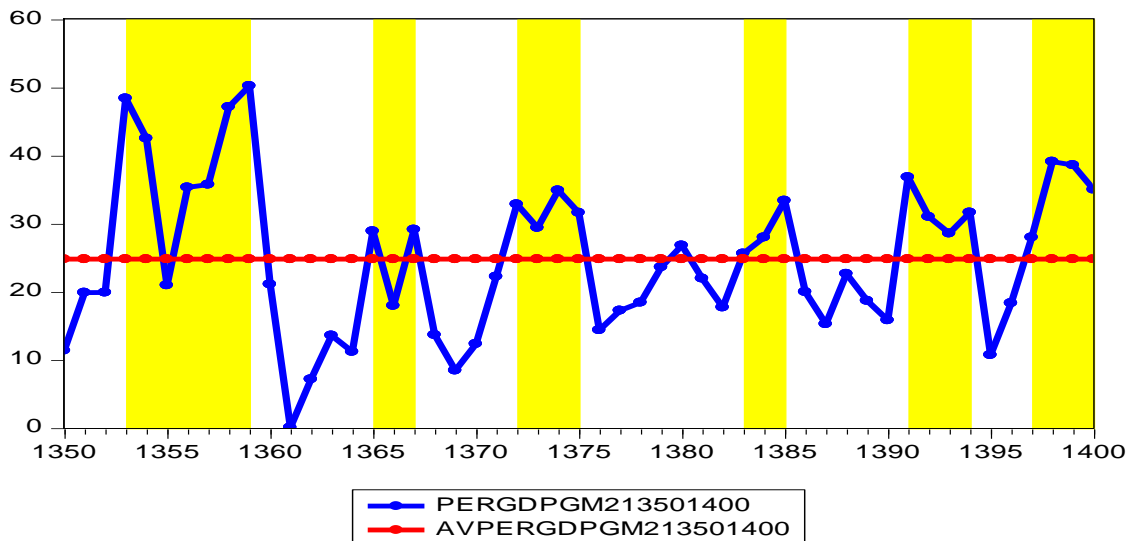
## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۲. نرخ تورم سالانه و متوسط نرخ تورم، ۱۳۵۰-۱۴۰۰.

همان‌طور که از شکل ۲ به‌وضوح قابل مشاهده است، اقتصاد ایران از شروع دهه ۱۳۵۰ تاکنون، یعنی به مدت ۵ دهه، در دامنه تورم‌های بالا و تقریباً به‌طور غالب دورقمی قرار گرفته است. در این دوره طولانی تنها ۵ سال ۱۳۵۱، ۱۳۵۲، ۱۳۶۴، ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ تورم تک‌رقمی وجود داشته است و آن هم تورم تک‌رقمی بالا و نزدیک به دورقمی. در این دوره طولانی متوسط ساده نرخ تورم در ایران حدود ۱۹/۵ درصد بوده است و همان‌طور که شکل ۲ نشان می‌دهد، تورم بی‌ثبات نیز بوده است. در این دوره طولانی اگر متوسط رشد حجم نقدینگی فراتر از رشد حقیقی اقتصاد به‌عنوان مهم‌ترین متغیر مورد توافق به‌عنوان عامل تورم یا حداقل شورت کاتی برای عوامل ایجادکننده تورم نیز در نظر گرفته شود، آنگاه می‌توان تصویر قابل‌قبول‌تری از دینامیک تورم به دست آورد. در شکل ۳ نرخ رشد نقدینگی منهای نرخ رشد تولید ناخالص داخلی که در نظریه پولی معادل تورم در نظر گرفته می‌شود، برای دوره ۱۳۵۰-۱۴۰۰ نمایش داده شده است.



شکل ۳. تفاضل نرخ رشد نقدینگی و نرخ رشد تولید حقیقی، ۱۳۵۰-۱۴۰۰.

همان‌طور که در شکل ۲ به‌وضوح دیده می‌شود، در سال‌های میانی دهه ۱۳۵۰، انتهای دهه ۱۳۵۰، سال‌های میانی دهه ۱۳۶۰، سال‌های ابتدا تا میانه دهه ۱۳۷۰، ابتدای نیمه دوم دهه ۱۳۸۰، سال‌های ابتدایی دهه ۱۳۹۰، و بالاخره سال‌های انتهای دهه ۱۳۹۰ نرخ تورم از متوسط بلندمدت آن فراتر رفته است و نسبت به سال‌های قبل از هرکدام از این مقاطع تورم جهش کرده است، گرچه برخی از این جهش‌ها خفیف‌تر بوده است و برخی از آنها بسیار شدید بوده است. به‌طور مشخص، ابتدای دهه ۱۳۷۰، ابتدای دهه ۱۳۹۰ و انتهای دهه ۱۳۹۰ شدیدترین جهش‌های تورمی در این دوره حدود ۵۰ ساله رخ داده است. شکل ۳ تفاضل رشد حجم نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، این تفاضل به‌طور متوسط حدود ۲۴/۸ درصد می‌باشد که با خط افقی نشان داده شده است. در ضمن، بر اساس شکل ۳ در سال‌های میانی تا پایانی دهه ۱۳۵۰، سال‌های میانی دهه ۱۳۶۰، سال‌های نیمه اول دهه ۱۳۷۰، سال‌های میانی دهه ۱۳۸۰، سال‌های نیمه اول دهه ۱۳۹۰ و بالاخره سال‌های پایانی دهه ۱۳۹۰ تفاضل رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی از متوسط بلندمدت آن فراتر رفته است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، انطباق بالایی بین دوره‌های جهش تورمی و دوره‌های جهش تفاضل رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی وجود دارد. طبق نظریه پولی فریدمن، نرخ تورم چنین است:

$$\pi = gm2 - gy - gv \quad (1)$$

که در آن  $\pi$  نرخ تورم،  $gm2$  نرخ رشد حجم نقدینگی،  $gy$  نرخ رشد تولید حقیقی (نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت)، و  $gv$  نرخ رشد سرعت گردش پول است. گرچه در کوتاه‌مدت سرعت گردش پول می‌تواند بسیار بی‌ثبات باشد اما در یک دوره بسیار طولانی تغییرات آن چشمگیر نیست و نمی‌تواند توضیح قانع‌کننده‌ای از تورم در بلندمدت ارائه نماید. لذا، اگر برای سادگی در بلندمدت سرعت گردش پول را ثابت در نظر بگیریم یا حتی دارای یک روند بسیار ملایم صعودی در نظر بگیریم، آنگاه از رابطه (۱) نتیجه می‌شود که عامل بلندمدت تورم تفاوت رشد حجم نقدینگی و نرخ رشد تولید حقیقی است. البته تعبیر دقیق‌تر موضوع آن است که در بلندمدت مجموعه عواملی که سبب ایجاد تقاضای کل فراتر از رشد عرضه کل کالاها و خدمات می‌شوند، خود را در رشد بالاتر حجم نقدینگی نسبت به رشد تولید حقیقی نمایان می‌کنند و به همین دلیل رشد نقدینگی فراتر از رشد حقیقی اقتصاد شورت کاتی برای همه آن عوامل است.

همان‌طور که اشاره شد، متوسط ساده نرخ تورم طی دوره ۱۳۵۰-۱۴۰۰ حدود ۱۹/۵ درصد بوده است و متوسط ساده تفاضل رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی نیز ۲۴/۸ درصد بوده است. لذا به نظر می‌رسد که در بلندمدت بخشی از تفاضل رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی (که بیانی از رشد تقاضا فراتر از عرضه کل می‌تواند تلقی شود) به رشد قیمت‌ها و تورم منتقل نمی‌شود. توضیح این موضوع برای اقتصادی مانند ایران به‌هیچ‌عنوان دشوار نیست. اقتصاد ایران دارای رانت منابع طبیعی است که گویی با اتکا به این رانت منابع طبیعی می‌تواند بخشی از تولید سایر کشورها را در قالب واردات تصاحب نماید و لذا بخشی از اضافه تقاضای ایجادشده از طریق رشد نقدینگی فراتر از رشد تولید را به این طریق مرتفع نماید و لازم به ذکر است که این توضیح ناسازگار با نظریه پولی تورم نیست. این موضوع به‌ویژه در دهه ۱۳۵۰ و ۱۳۸۰ به‌خوبی توضیح می‌دهد که چرا بین تفاضل رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی با نرخ تورم فاصله افتاده است. باین‌حال، حتی در همین دوره‌ها نیز اثر جهش رشد نقدینگی فراتر از نیاز اقتصاد بر سطح عمومی قیمت‌ها کاملاً قابل مهار شدن نبوده است و تورم بالا رخ داده است

از شکل ۲ و شکل ۳ چه نتیجه‌ای در ارتباط با متوسط تورم بالای ایران می‌توان گرفت؟ نظر به اینکه در کل دوره ۱۳۵۰-۱۴۰۰ متوسط نرخ تورم بالا بوده است و حتی استفاده از رانت منابع طبیعی نتوانسته است مانع رخ دادن تورم بالا شود و نظر به اینکه در کل این دوره طولانی نمی‌توان تورم بالا را به عوامل برون‌زایی مانند تورم جهانی یا شوک‌های عرضه نسبت داد، آنگاه نتیجه طبیعی آن است که منشأ متوسط تورم بالای اقتصاد ایران قابل نسبت دادن به فشار تقاضا و پیشی گرفتن تقاضای کل از عرضه کل است و لذا قابل نسبت دادن به رشد بالای نقدینگی نسبت به رشد حقیقی اقتصاد است. لازم است اشاره شود که در دوره‌ای مانند دهه ۱۳۵۰ یا بخش قابل‌توجهی از دهه ۱۳۸۰ با وجود آنکه نرخ ارز ثابت ماند،



نرخ تورم بالا بود و حتی جهش تجربه کرد. اگر بخشی از تورم دهه ۱۳۵۰ را به تورم وارداتی ناشی از افزایش قیمت‌های جهانی نسبت دهیم، در دهه ۱۳۸۰ حتی عکس این برقرار است و ظهور اقتصادهایی مانند چین با قیمت‌های پایین برای محصولات و البته طرف تجاری ایران زمینه را برای کاهش فشار تورمی در ایران فراهم کرد اما بازهم تورم‌های بالا رخ داد. اگر تحلیل ارائه شده حاکی از آن است که متوسط تورم دورقمی و بالای ایران ناشی از فشار تقاضا است که خود را در قالب رشد بالای نقدینگی نسبت به رشد تولید ناخالص داخلی نشان داده است، آنگاه دلالت آشکار این نتیجه‌گیری هم آن است که برای کاهش متوسط نرخ تورم در ایران و تک‌رقمی کردن آن مهار تقاضای کل و لذا مهار رشد نقدینگی اجتناب‌ناپذیر است و هر اقدام ضد تورمی که نتواند متوسط رشد نقدینگی را به‌طور محسوس کاهش دهد، قادر به کاهش پایدار تورم نخواهد بود. درواقع، مستقل از ابزار یا هدف عملیاتی سیاست پولی برای کنترل تورم، باید متوسط رشد نقدینگی به‌طور چشمگیر کاسته شود تا امکان کاهش متوسط تورم فراهم شود.

گرچه متوسط نرخ تورم بالا در ایران تنها قابل نسبت دادن به فشار تقاضا و متوسط رشد بالای نقدینگی در مقایسه با رشد اقتصادی است، اما اقتصاد ایران در معرض جهش‌های تورمی نیز قرار گرفته است که عامل یا عواملی غیر از رشد نقدینگی در ایجاد آن نقش داشته‌اند و اتفاقاً همان عوامل در تشدید رشد نقدینگی به‌صورت درون‌زا در همان مقاطع نقش داشته‌اند. به‌طور مشخص، در میانه دهه ۱۳۵۰ و انتهای این دهه، در میانه دهه ۱۳۶۰، در نیمه اول دهه ۱۳۷۰، در ابتدای دهه ۱۳۹۰ و در سال‌های پایانی دهه ۱۳۹۰ عوامل برون‌زایی به نیروی رشد بالای نقدینگی افزوده شده‌اند و جهش تورمی ملایم یا شدید ایجاد نموده‌اند.

در میانه دهه ۱۳۵۰ جهش قیمت‌های جهانی و ازجمله در کشورهای صنعتی متعاقب جهش قیمت نفت، در جهش تورمی اقتصاد ایران مؤثر بود و مانع از آن شد که ایران بتواند با توسل به واردات گسترده مانع آثار تورمی رشدهای بالای نقدینگی شود. در پایان دهه ۱۳۵۰ شروع جنگ تحمیلی و تنش با ایالات‌متحده و لذا سری اول تحریم‌ها مانند یک شوک منفی عرضه عمل کرد و در ایجاد جهش تورمی عمل کرد. در میانه دهه ۱۳۶۰ و با نزدیک شدن به پایان جنگ، کاهش قیمت نفت و لذا کاهش امکان واردات به همراه صدمات جنگ تحمیلی مانند یک شوک منفی عرضه در ایجاد جهش تورمی مؤثر بود. در سال‌های ابتدای دهه ۱۳۷۰ هم آزادسازی قیمت‌ها و هم جهش نرخ ارز متعاقب مشکل بازپرداخت بدهی‌های خارجی در ایجاد جهش تورمی مؤثر بود. در ابتدای دهه ۱۳۹۰ و همچنین از سال ۱۳۹۷ به بعد نیز تحریم‌ها مانند یک شوک منفی عرضه بسیار شدید عمل کرد و در ایجاد شوک تورمی مؤثر بود. به‌ویژه در آخرین شوک تورمی اقتصاد ایران در انتهای دهه ۱۳۹۰، تحریم‌ها نه‌تنها خود یک شوک منفی عرضه بود بلکه سبب تخلیه آثار تورم رشدهای بالای نقدینگی قبل از ۱۳۹۷ و محبوس شده با نرخ بهره بالا شد و البته بحران بازار سرمایه نیز در حرارت دادن به این جهش تورمی مؤثر بود.

بر اساس آنچه در این بخش تحلیل شد، اقتصاد ایران در طول یک دوره حدوداً ۵۰ ساله درگیر تورم‌های بالا و دورقمی بوده است. این تورم بالا و دورقمی ناشی از فشار تقاضا بوده است که خود را در رشد بالای نقدینگی نسبت به رشد تولید ناخالص داخلی نمایان کرده است. در مقطعی که جهش تورمی بروز کرده است، آنچه رخ داده است این بوده است که تورم از متوسط آن به‌طور موقتی انحراف پیدا کرده است و فراتر رفته است. لذا، در جهش‌های تورمی کل تورم بالا ناشی از عوامل ایجادکننده جهش تورمی مانند تحریم نبوده‌اند، بلکه عوامل ایجاد جهش تورمی صرفاً سبب بالاتر رفتن موقتی تورم از روند بلندمدت آن شده‌اند. البته در برخی از این جهش‌های تورم درواقع نیروی تورمی ناشی از رشدهای بالای نقدینگی انباشته شده است و به طریقی با تأخیر ظاهر شده است که سال‌های ۱۳۹۷ به بعد مصداق بارز آن است.

حال پرسش این است که چگونه امکان دارد در کشوری عامل ایجاد متوسط تورم بالا فشار تقاضا و رشد نقدینگی فراتر از نیاز حقیقی اقتصاد باشد و باین‌حال از آن در این مدت طولانی درس گرفته نشود و همچنان تداوم یابد؟ درواقع، معقول است که شوک‌های منفی عرضه در مقطعی سبب جهش تورم نسبت به متوسط آن شوند و احتمالاً سیاست‌گذاری پولی در مهار آنها توانایی کامل نداشته باشد، اما به دلیل اینکه حتی با جدا کردن جهش‌های تورمی همچنان متوسط تورم ایران بالا است، آنگاه قاعداً باید در کنترل این متوسط تورم یادگیری حاصل شود و امکان کاهش متوسط تورم وجود داشته

باشد، اما با این وجود این متوسط تورم بالا توانسته است به مدت ۵ دهه تداوم یابد. توضیحی که ورای این متوسط رشد بالای نقدینگی منجر به متوسط تورم بالا می‌توان ارائه نمود، ترکیب رانت جویی و ناسازگاری زمانی در سیاست‌گذاری است که به شدت نیز به هم مرتبط هستند و امکان کاهش متوسط تورم را از ایران سلب کرده‌اند. اگر از این منظر به توضیح نیروی ورای متوسط رشد بالای نقدینگی در اقتصاد ایران پرداخته شود، آنگاه وضع موجود متوسط رشد نقدینگی بالا و لذا متوسط نرخ تورم بالا نوعی تعادل ناپهینه است و با وجود اشراف به ناپهینه بودن آن از نظر اجتماعی، به جهت آنکه نوعی تعادل است، تداوم دارد. وجود تعادل مبتنی بر رانت جویی و ناسازگاری زمانی در سیاست‌گذاری خود را به شکل نوعی از سلطه مالی نمایان می‌کند که می‌توان آن را Generalized Fiscal Dominance نامید. در این سلطه مالی تعمیم‌یافته، وجود رانت جویی و ناسازگاری زمانی سبب توسل به خلق نقدینگی چه برای ناترازی‌های ناشی از رفتار مالی بودجه‌ای و فرا بودجه‌ای دولت و همچنین توسل به خلق نقدینگی برای ناترازی‌های نظام بانکی به‌ویژه در طول یک دهه و نیم اخیر شده است، که خود را نهایتاً در متوسط رشد بالای نقدینگی فراتر از نیاز حقیقی اقتصاد نمایان می‌سازد.

بحث رانت جویی اشاره به این دارد که گروه‌هایی در اقتصاد ایران در قالب عملیات بودجه‌ای و فرا بودجه‌ای دولت یا در قالب انواعی از یارانه آشکار و پنهان به دنبال کسب منافع هستند و خرج‌هایی برای اقتصاد ایجاد می‌کنند که منبعی حقیقی برای آن خلق نشده است و در نتیجه در شکل ناترازی نهایتاً به متوسط رشد نقدینگی بالا منجر می‌شود. به‌عنوان نمونه‌هایی از این رانت جویی می‌توان به مواردی اشاره نمود. در نظر بگیرید که در بخش دولتی و شبه‌دولتی ایران کارکنانی شاغل هستند که مطابق انبوهی از مطالعات، حقوق و دستمزدی به مراتب فراتر از کار مفید خود دریافت می‌کنند. این بدان معنی است که کار آنها چندان به تولید کالاها و خدمات کمک نمی‌کند (بلکه حتی در مواردی به شکل پیچیده‌تر کردن نظام بوروکراتیک به مانع برای تولید کالاها و خدمات تبدیل می‌شود) اما حقوق و دستمزد پرداختی به آنها سبب ایجاد قدرت خرید و لذا تقاضا برای کالاها و خدمات می‌شود. اگر تقاضایی ایجاد شده بدون آنکه تولیدی در قبال آن ایجاد شده باشد و اگر همه این حقوق و دستمزد از محل مالیات حاصل از فعالیت‌های اقتصادی تأمین مالی نشده است، قاعدتاً با رشد نقدینگی امکان‌پذیر شده است که خود را در کسری بودجه بخش دولتی و شبه‌دولتی نمایان می‌کند. به‌عنوان موردی دیگر، می‌توان به بنگاه‌هایی از قبیل شرکت‌های آب و برق اشاره کرد که به دلیل فراهم ساختن یارانه برای خانوارها و بنگاه‌ها محصول تولیدی خود را با قیمتی پایین‌تر از هزینه تمام‌شده می‌فروشند و به‌طور اجتناب‌ناپذیر دچار ناترازی یا کسری می‌شوند. اما برای تداوم فعالیت به کمک دولت یا به منابع بانکی نیازمند می‌شوند و هر دوی این‌ها نهایتاً با خلق نقدینگی حل‌وفصل می‌شود (چه در قالب دادن تسهیلات جدید و چه در قالب امهال تسهیلات موجود). موردی دیگر وجود بنگاه‌های ناکارآمد و زیان ده است که حتی با قیمت‌های بازار هم دچار زیان هستند و در عین حال به شدت نیازمند منابع بانکی هستند (نمونه بارز چنین بنگاه‌هایی صنایع خودروسازی است). امهال تسهیلات و حتی کنار گذاشتن تمام مقررات مربوط به تسهیلات کلان و ذینفع واحد و امثالهم برای تکلیف به بانک‌ها جهت دادن تسهیلات و امهال آنها نیز به معنی خلق نقدینگی است و ماهیتاً نوعی رانت جویی توسط این دسته از بنگاه‌ها ورای خلق نقدینگی برای تداوم فعالیت آنها قرار دارد. نمونه دیگر انواع معافیت‌ها و یارانه‌های انرژی و منابع طبیعی به اسم حمایت از صادرات است که به معنی سودآور نبودن صادرات در صورت احتساب هزینه واقعی تولید کالاهای صادراتی است. اما این بدان معنی است که دولت از منابعی محروم می‌شود و بخشی از هزینه صادرکنندگان را متحمل می‌شود که نهایتاً ناترازی دولت و شرکت‌های دولتی را به همراه دارد و این ناترازی‌ها سر از خلق نقدینگی در می‌آورد. نمونه دیگر کژرفتاری برخی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در دور زدن مقررات نظارتی بانک مرکزی و تملک دارایی در قالب تسهیلات معوق و مشکوک‌الوصول و همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم فاقد بازدهی کافی برای تأمین هزینه جذب سپرده بانک است، گرچه آن دارایی‌ها برای اشخاص مرتبط بانک بسیار پرمفعت است. نتیجه این اقدام به معنی خلق نقدینگی همراه با ناترازی در ترازنامه بانک و موسسه اعتباری است که به دلیل پرهیز از ورشکست کردن بانک و موسسه اعتباری و پرهیز از آسیب نظام پرداخت، نهایتاً منتهی به استفاده از حق الضرب توسط این بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌شود و همین جا است که مفهوم سلطه مالی تعمیم‌یافته بیشترین موضوعیت را پیدا می‌کند.

فهرست مواردی که ماهیت رانت جویی دارد و نهایتاً کشور را ناچار به پذیرش رشد نقدینگی فراتر از نیاز حقیقی اقتصاد می‌کند، بسیار طولانی است و به نظر نمی‌رسد نیاز به توضیحی بیشتر وجود داشته باشد. اما اکنون ناسازگاری زمانی در سیاست‌گذاری در کجای این سازوکار قرار می‌گیرد؟ غالب مواردی که اشاره شد، در دستگاه سیاست‌گذاری کم‌وبیش شناخته شده است یا حداقل از منظر اینکه رشد نقدینگی ناشی از فشارهای اشاره‌شده ناپهینه تلقی می‌شود، چندان موضوع ناشناخته‌ای نیست. ناسازگاری زمانی آنجا موضوعیت می‌یابد که دستگاه‌های سیاست‌گذاری در هنگام تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری و تدوین برنامه‌هایی از قبیل برنامه‌های توسعه بهینه می‌دانند که باید این نیروهای منجر به خلق نقدینگی نامتناسب با نیاز اقتصاد را مهار کنند. در واقع، به هنگام تدوین برنامه بهینه می‌دانند که این نیروهای ورای خلق نقدینگی مهار شوند. اما هنگامی که زمان اقدام و اجرا فرا می‌رسد و مثلاً قرار است که یک بنگاه ناکارآمد را وادار کنند از اتکای به خلق نقدینگی توسط بانک‌ها و در قالب اعطای تسهیلات و وام‌های تسهیلات خودداری کند و زیان ده بودن خود را اصلاح نماید یا اینکه طبق قانون تجارت ورشکسته اعلام شود، از نظر سیاست‌گذاری و به دلیل فشارهای سیاسی و اجتماعی که فراهم می‌شود، مهار این نیروی ورای خلق نقدینگی ناپهینه می‌شود. در واقع، طرف گیم یا بازی که در اینجا بنگاه زیان ده بوده است، انتظاراتش در مورد نحوه واکنش سیاست‌گذار مبتنی بر این درک و اطلاعات بوده است و به همین دلیل نگرانی بابت مهار رانت جویی خود را ندارد و تهدید سیاست‌گذار را هم تهدیدی نامعتبر می‌داند. به همین ترتیب، به هنگام سیاست‌گذاری و تدوین برنامه، افزایش فشار نظارتی بر بانک کُزرفتر و مهار کُزرفتر آن بانک و در صورت شدت دشواری بانک، ورشکستگی و انحلال آن بهینه تلقی می‌شود. اما هنگامی که زمان اجرا فرا می‌رسد و قرار است اقدامات نظارتی تشدید شود، به سبب عوارضی که ممکن است در نظام پرداخت ایجاد نماید یا به سبب وجود لابی قدرتمند از سوی بانک، تشدید نظارت ناپهینه می‌شود. به این ترتیب، رفتار کُزمنشانه بانک که نهایتاً خود را به شکل خلق نقدینگی نمایان می‌سازد، تداوم می‌یابد.

لذا، برخلاف تصور رایجی که در بین تحلیل‌گران و از جمله اقتصاددانان مطرح است و تداوم رشد بالای نقدینگی نامتناسب با نیاز اقتصاد را به فقدان دانش اقتصادی یا ضعف مدیریتی نسبت می‌دهند، وجود مشکل رانت جویی و ناسازگاری زمانی موجود در زمینه عوامل موجد خلق نقدینگی بیانگر نوعی تعادل است که به سهولت امکان خروج از آن تعادل وجود ندارد و به همین دلیل با وجود تغییر در دولت‌ها و شیوه نگاه آن به سیاست‌گذاری اقتصادی، همچنان رشد بالای نقدینگی تداوم می‌یابد.

#### ۴ تجربه جهانی در کنترل تورم‌های بالا

تورم مشکلی است که تقریباً در تمامی کشورهای جهان با درجاتی از شدت و در زمان‌های مختلف بروز کرده است. در ضمن، گاهی تورم در سطح جهانی فراگیر است (مانند آنچه در میانه دهه ۱۹۷۰ و متعاقب افزایش شدید قیمت نفت در جهان رخ داد یا آنچه به‌عنوان اختلال در زنجیره عرضه پس از برگشت فعالیت‌های اقتصادی ناشی از کاهش شدت کوید ۱۹ رخ داد و با جنگ اوکراین تشدید شد). تورم‌های فراگیر جهانی از نوعی که اشاره شد، اولاً از نظر شدت خارج از کنترل نیستند و ثانیاً موقتی بوده و برای مدت طولانی دوام نمی‌آورند و ثالثاً از نوع شوک‌های منفی بخش عرضه هستند. لذا، اگر این مقاطع را کنار بگذاریم، تورمی که گاه‌گاه برخی کشورها به آن دچار می‌شوند و به‌ویژه در مواردی که این تورم بالا دهه‌ها تداوم می‌یابد، تورم ناشی از فشار تقاضا محسوب می‌شود و در نتیجه درمان آن نیز به‌طور اجتناب‌ناپذیر نیازمند مدیریت تقاضای کل است. تاکنون مشاهده نشده است که یک تورم فراگیر در سطح جهان رخ دهد و مدت طولانی تداوم یابد. همچنین، مشاهدات آماری نشان می‌دهد که بسیاری از اقتصادها که زمانی در معرض تورم‌های شدید و حتی ابرتورم بوده‌اند، توانسته‌اند دوره تورم‌های بالا را پشت سر بگذارند. همین‌که در دوره به اصطلاح Great Moderation که جهان و به‌ویژه کشورهای توسعه‌یافته دوره‌ای قابل‌توجه از رشد قابل‌قبول و تورم پایین را تجربه کردند اما در عین حال محدود کشورهای بودند که تورم بالا و حتی ابرتورم را تجربه می‌کردند و همین‌که کشورهای (از جمله در آمریکای لاتین) زمانی شرایط تورمی مشابهی داشتند اما برخی از آنها تورم را کاملاً مهار کردند و برخی همچنان اسیر تورم بالا باقی ماندند،

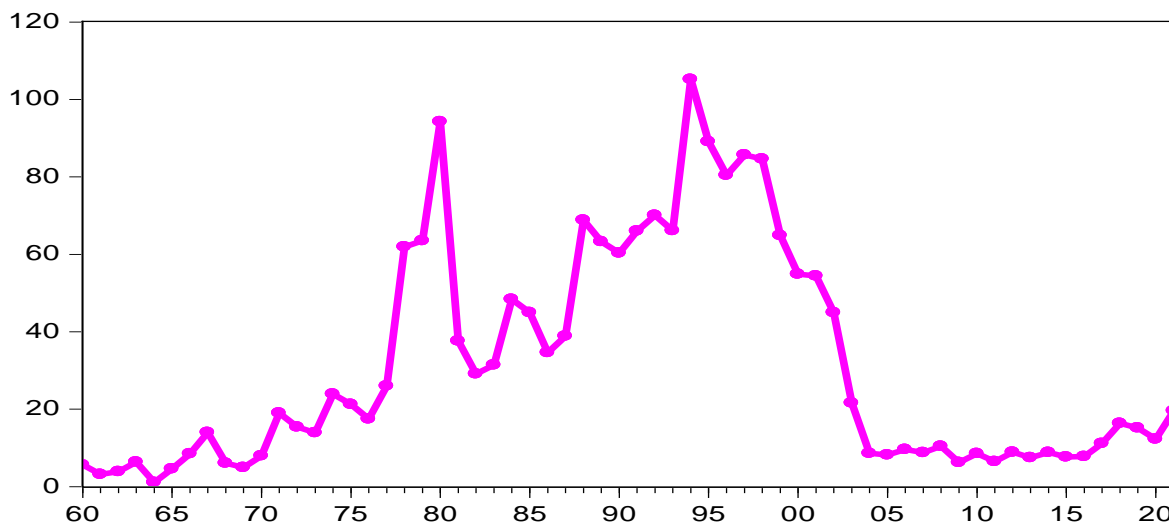
حکایت از آن دارد که برای نوع غالب تورم که تورم ناشی از فشار تقاضا است، درمان وجود دارد، گرچه وجود درمان برای مهار تورم به معنی ساده بودن آن نیست و قطعاً مهار همیشگی تورم دربردارنده تحمل سختی و ریاضت است. شاید یکی از مطالعات بسیار مهم در مهار تورم، مقاله سارجنت است که به چگونگی مهار ابرتورم در چهار کشور اتریش، مجارستان، لهستان و آلمان در دهه ۱۹۲۰ و متعاقب جنگ جهانی اول می‌پردازد. در این مقاله، سارجنت به بررسی دو دیدگاه راجع به تداوم تورم بالا در کشورهای صنعتی از اواخر دهه ۱۹۶۰ تا اوایل دهه ۱۹۸۰ می‌پردازد. دیدگاه اول را دیدگاهی می‌نامد که معتقد است نوعی اینرسی بالا در تورم وجود دارد و این دیدگاه را معتقد به آنچه می‌نامد که نرخ تورم ضمنی (Underlying rate of inflation) نامیده می‌شود. منظور آن است که در این دیدگاه عاملان اقتصادی و از جمله کارگران و تولیدکنندگان نوعی تورم را در ذهن دارند که عمدتاً بر اثر شکل‌گیری انتظارات تورمی مبتنی بر تجربه تورم‌های گذشته، معتقدند در آینده نیز وجود خواهد داشت و سیاست پولی و مالی انقباضی به سهولت قادر به کاهش آن نیست. به عبارت دیگر، در این دیدگاه وجود انتظارات تورمی بالا مبتنی بر نرخ تورم ضمنی سبب می‌شود که هزینه کاهش تورم به شکل افزایش بیکاری یا کاهش تولید بسیار بالا باشد یا نسبت فداکاری عدد بزرگی باشد. در مقابل این دیدگاه، دیدگاه مبتنی بر انتظارات عقلایی قرار دارد که علت وجود تورم ضمنی بالا و انتظارات تورمی بالا را نه وجود لختی و اینرسی ذاتی در تورم بلکه ناشی از انتظارات مربوط به تداوم سیاست‌های پولی و مالی انبساطی می‌داند و در آن صورت هزینه‌چندانی برای سیاست‌های پولی و مالی انقباضی منجر به کنترل تورم در نظر نمی‌گیرد. در واقع، در این دیدگاه علت ناتوانی سیاست پولی و مالی در مهار تورم به این موضوع نسبت داده می‌شود که عاملان اقتصادی سیاست پولی و مالی انقباضی را دائمی و ماندگار نمی‌دانند و به همین دلیل، انتظارات تورمی خود را تعدیل نمی‌کنند. این بدان معنی است که اگر عاملان اقتصادی تغییر در رژیم سیاست‌گذاری پولی و مالی را دائمی تلقی کنند و باور کنند که سیاست‌گذاران برای همیشه به یک سیاست پولی و مالی بیش‌ازحد نیاز انبساطی پایان داده‌اند، آنگاه انتظارات تورمی کاسته خواهد شد و نرخ تورم ضمنی در سطوح پایین قرار می‌گیرد. اما قرار گرفتن نرخ تورم ضمنی و انتظاری در سطوح پایین بدان معنی است که سیاست مهار و کنترل تورم هزینه‌چندانی در قالب افزایش نرخ بیکاری یا کاهش سطح تولید به همراه ندارد (سارجنت، ۱۹۸۲).

سپس تحلیل سارجنت راجع به خاتمه ابرتورم چهار کشور اروپایی اتریش، مجارستان، لهستان و آلمان (درحالی‌که چکسلواکی احاطه شده توسط آنها از ثبات قیمت‌ها برخوردار بود) در دهه ۱۹۲۰ به‌عنوان شواهدی شبه‌آزمایشگاهی برای صحیح بودن دیدگاه مبتنی بر انتظارات عقلایی تلقی می‌شود. در بررسی تجربه این چهار کشور که تجربه مشابهی را تجربه کردند، همه آنها کسری بودجه‌های بسیار شدید و لذا توسل به انتشار پول برای تأمین آن را تجربه کردند و بخش اصلی برنامه کنترل تورم متمرکز بر کاهش کسری بودجه و لذا کنترل انتشار پول بود. در تجربه هر چهار کشور نیز با شروع برنامه مهار تورم، به سرعت و نه به شکل تدریجی، سطح قیمت‌ها به ثبات رسید و ارزش پول این کشورها نیز با ثبات شد. در واقع، علت اصلی تورم‌های بالا و ابرتورم‌ها در اکثریت قریب به اتفاق موارد نیاز به حق‌الضرب یا درآمد حاصل از انتشار پول برای دولت‌ها است و سایر نظریات توضیح تورم مناسبت چندانی برای توضیح ابرتورم ندارند. جنگ‌ها، کاهش درآمد صادراتی در کشوری متکی به صادرات نوعی خاص از محصول، فرار گسترده مالیاتی، آشفتگی سیاسی و مواردی از این دست سبب می‌شود دولت قادر به تأمین درآمد کافی برای تأمین هزینه‌های خود نباشد و در نتیجه دچار کسری بودجه شدید شود. برای تأمین این کسری بودجه شدید، توسل به حق‌الضرب یا انتشار پول به‌طور طبیعی سبب فشار بر سطح عمومی قیمت‌ها شده و تحت شرایطی که مردم در تعدیل نگهداری موجودی حقیقی پول به تدریج کاهش ایجاد می‌کنند، به دولت فرصت می‌دهد که درآمد مورد نیاز رو به گسترش خود به شکل اسمی را از محل انتشار پول تأمین نماید. به همین دلیل است که جزء اساسی برنامه کنترل ابرتورم و حتی تورم‌های بالا، برنامه دولت برای کنترل کسری بودجه است (رومر، ۲۰۱۲).

یکی از تجربه‌های نسبتاً موفق در کاهش و کنترل تورم در دهه ۲۰۰۰ ترکیه می‌باشد. ترکیه در طول دهه ۱۹۸۰ و دهه ۱۹۹۰ عملکرد قابل‌قبولی از نظر رشد اقتصادی داشت، اما از اواخر دهه ۱۹۸۰ عدم تعادل‌ها و بی‌ثباتی‌های اقتصاد کلان

اقتصاد ترکیه را درگیر نمود. تأمین کسری بودجه مزمین بالا از طریق توسل به انتشار پول سبب شده بود تا نرخ تورم بالای ۵۰ درصد قرار گیرد و به تدریج شدت بگیرد و در عین حال وضعیت بخش خارجی اقتصاد نیز رو به وخامت گذاشت و نتیجه آن اولین بحران پولی در سال ۱۹۹۴ بود. در شکل ۴ نرخ تورم برای ترکیه در دوره ۱۹۶۰-۲۰۲۱ نشان داده شده است.

### TURKEY INFLATION



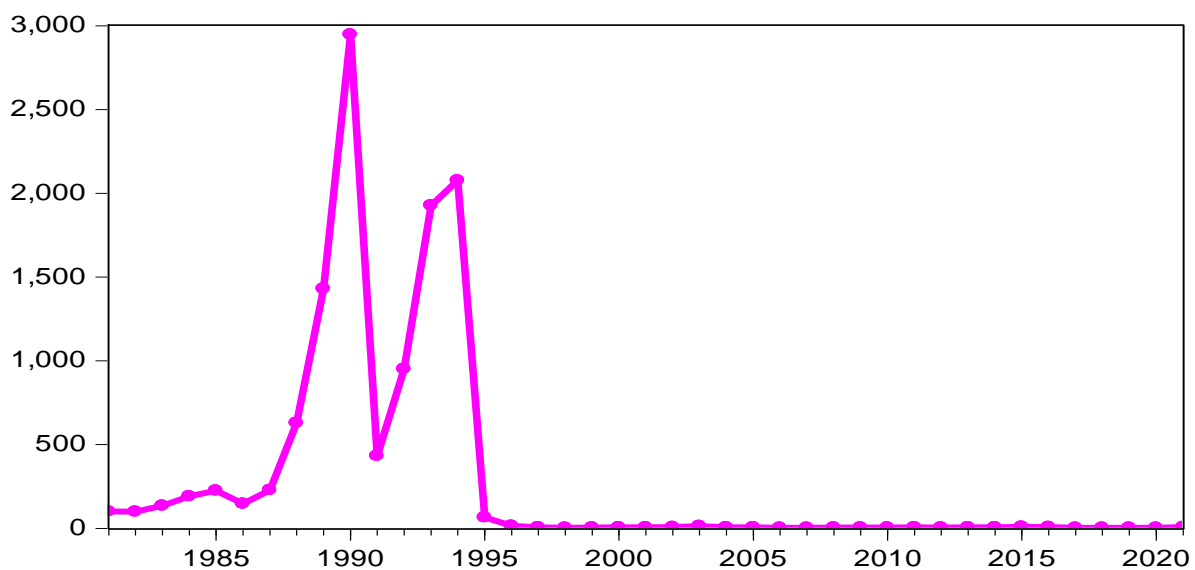
شکل ۴. نرخ تورم سالانه ترکیه، ۱۹۶۰-۲۰۲۱

همان‌طور که از شکل ۴ به‌وضوح قابل مشاهده است، ترکیه از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی وارد دوره تورم‌های بالای ۲۰ درصد گردید و از آن به بعد تا زمان برنامه هدف‌گذاری تورم درگیر تورم‌های بالا بود که حتی در سال ۱۹۹۴ به بالای ۱۰۰ درصد هم رسید. در کل دو دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ تورم مزمین تداوم یافت و به همین دلیل یک برنامه کنترل تورم با همکاری صندوق بین‌المللی پول در سال ۱۹۹۹ اتخاذ گردید. این برنامه عمدتاً مبتنی بر یک سیاست پولی انقباضی در قالب کنترل کل‌های پولی و استفاده از لنگر نرخ ارز برای کنترل تورم بود، به‌گونه‌ای که نرخ ارز حقیقی تثبیت گردد. از آنجا که برنامه‌های متعدد تثبیت اقتصادی و کنترل تورم در ترکیه ناموفق بود، متعاقب بحران مالی سال ۲۰۰۱ یک برنامه با همکاری صندوق بین‌المللی پول برای دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ اجرا شد که هدف اولیه آن کاهش نرخ تورم به ۳۵ درصد در سال ۲۰۰۲ بود و متعاقب آن برای سال‌های بعد کاهش نرخ تورم به ۲۰ درصد و ۱۲ درصد بود. این برنامه در واقع هدف‌گذاری ضمنی تورم توسط بانک مرکزی ترکیه بود که استقلال بیشتری در سیاست‌گذاری به آن داده شد و هدف اساسی آن ثبات سطح عمومی قیمت‌ها اعلام شد. در این هدف‌گذاری ضمنی تورمی، ابزار اصلی سیاست‌گذاری نرخ بهره کوتاه‌مدت بود که بانک مرکزی از طریق کنترل و مدیریت آن قصد داشت بر روی سایر نرخ بهره‌ها اثر گذاشته و از آن طریق با مدیریت تقاضای کل به کنترل تورم نائل شود. تا سال ۲۰۰۵ هدف‌گذاری ضمنی تورمی ادامه داشت و از سال ۲۰۰۶ بانک مرکزی ترکیه به هدف‌گذاری تورمی در شکل صریح آن روی آورد. در این هدف‌گذاری صریح تورمی، برای سال‌های ۲۰۰۶، ۲۰۰۷، و ۲۰۰۸ نرخ تورم هدف ۵ درصد، ۴ درصد و ۴ درصد اعلام شد. در این برنامه هدف‌گذاری تورمی، طی جلسات منظم از قبل اعلام شده، به تعیین نرخ بهره پرداخته می‌شد و سیاست پولی در مقایسه با گذشته به‌شدت قابل پیش‌بینی گردید. در ضمن، ترکیه نیز برای کاهش نرخ تورم‌های بسیار بالا، در کنار حرکت به سمت هدف‌گذاری تورمی، به کاهش کسری بودجه و توسل به انتشار پول برای تأمین کسری بودجه دولت به‌عنوان بخشی کلیدی از سیاست مهار تورم روی آورد (گوربوز و سایرین، ۲۰۰۸).

برخی مطالعات حکایت از آن دارد که برنامه کنترل تورم و حرکت به سمت هدف‌گذاری تورم در ترکیه به این دلیل موفق بود که با هدف‌گذاری ضمنی تورم شروع کرد. شاید آنچه سبب شد ترکیه با هدف‌گذاری ضمنی تورم شروع نماید، آن بود که برنامه تثبیت مبتنی بر قفل کردن خزنده نرخ ارز نهایتاً به بدترین بحران در تاریخ ترکیه انجامید و ترکیه ناچار شد به تغییر رژیم سیاست‌گذاری بپردازد و چون سایر روش‌های کنترل تورم در گذشته ناموفق از کار درآمده بود، ترکیه به هدف‌گذاری ضمنی تورم روی آورد و نرخ ارز را شناور نمود، تا شرایط برای اتخاذ یک برنامه هدف‌گذاری صریح تورمی فراهم شود (کارا، ۲۰۰۶). برنامه کنترل و مهار تورم ترکیه بسیار موفقیت‌آمیز پیش رفت و ترکیه برای بیش از یک دهه توانست نرخ تورم‌های پایین را حفظ نماید، گرچه در سال‌های اخیر کاهش استقلال بانک مرکزی، تمایل دولت ترکیه به سیاست‌های انبساطی مالی و پولی و تنش‌های ترکیه با جهان خارج سبب افزایش نرخ تورم شده است.

برزیل از نمونه‌های موفق دیگر کنترل تورم در سطح جهان است. البته تجربه تورم‌های بالا مختص برزیل نبود و غالب کشورهای آمریکای لاتین با مشکل تورم بالا و ابرتورم روبرو شده بودند. این کشور که به‌ویژه در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ وارد تورم‌های بسیار شدید و ابرتورم شد، پس از برنامه کنترل تورم توانست به تورم‌های تک‌رقمی دست یابد. در شکل ۵ نرخ تورم سالانه برزیل برای دوره ۱۹۸۱-۲۰۲۱ نشان داده شده است.

### BRAZILINFLATION



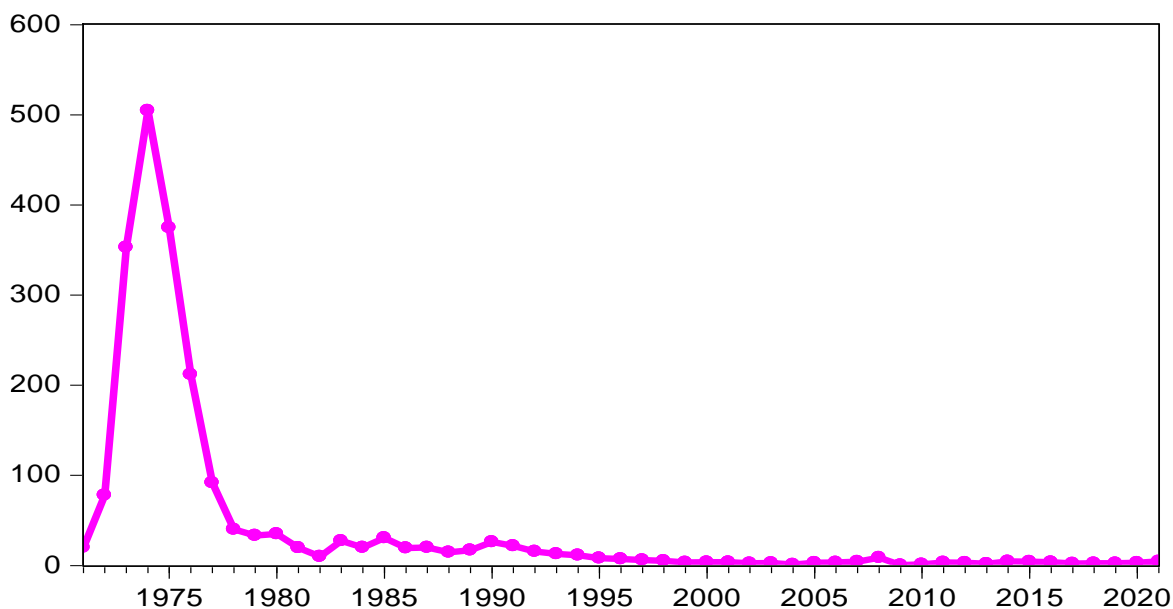
شکل ۵. نرخ تورم سالانه برزیل، ۱۹۸۱-۲۰۲۱

همان‌طور که در شکل ۵ مشاهده می‌شود، برزیل که از دهه ۱۹۶۰ کم‌وبیش با مشکل تورم‌های بالا دست‌به‌گریبان بود، دهه ۱۹۸۰ را با تورم‌های بالای ۱۰۰ درصد شروع کرد و در ابتدای دهه ۱۹۹۰ به تورم نزدیک ۳۰۰۰ درصد نزدیک شد. اقدامات مختلف کنترل تورم عملاً تا سال ۱۹۹۴ ناموفق بود و تورم در سطوح بالا کم‌وبیش تداوم یافت. برزیل ابتدا به یک برنامه شاخص بندی قیمت‌های داخلی روی آورد تا با مشکل جدا شدن وسیله مبادله و واحد شمارش مقابله نماید. برزیل یکی از نمونه‌های موفق اجرای این سیاست بود و اجرای این سیاست واکنشی به تورم‌های بالا بود که از دهه ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۴ که برزیل برنامه تثبیت خود معروف به Plano Real را اجرا کرد، رایج بود (سگرد، ۲۰۰۳). برزیل پس از آنکه توانست با تدارک زمینه کنترل و مهار کردن تورم در برنامه تثبیت ۱۹۹۴ به‌طور قابل توجهی نرخ تورم را کاهش دهد، از ۱۹۹۹ به‌طور رسمی به شناور کردن نرخ ارز و هدف‌گذاری تورم روی آورد. برزیل پس از اتخاذ هدف‌گذاری تورم، با وجود شوک‌های چشمگیری که از ناحیه بخش خارجی به اقتصاد آن وارد شد، توانست نرخ تورم را در دامنه تعیین شده نگه دارد

و از طریق به‌کارگیری نرخ بهره به‌عنوان ابزار اصلی سیاست پولی توانست سبب جلب اعتماد به سیاست پولی بانک مرکزی و قابل پیش‌بینی شدن سیاست پولی برای عاملان اقتصادی شود و به‌این‌ترتیب، نرخ تورم تکریمی شد و در سطوح پایین باقی ماند. در مورد برزیل نیز سیاست هدف‌گذاری تورم با اقدامات دیگری ازجمله کاهش سیاست‌های حمایتی از صنایع همراه بود که به کاهش کسری بودجه دولت کمک کرد و درعین‌حال به رقابتی‌تر شدن صنایع برزیل کمک کرد. لذا، همانند هر تجربه موفق دیگر کنترل تورم، تجربه برزیل هم دربردارنده سیاست انضباط مالی و کاهش کسری بودجه دولت بود که امکان تداوم هدف‌گذاری تورم را فراهم نمود.

ازجمله کشورهای دیگری که برنامه هدف‌گذاری تورمی را دنبال کرد و به دنبال آن موفق شد تورم را تکریمی کرده و تکریمی نگه دارد، شیلی است. در شکل ۶ نرخ تورم سالانه برای شیلی در دوره ۱۹۷۱-۲۰۲۱ نشان داده شده است. همان‌طور که در شکل ۶ به‌وضوح مشاهده می‌شود، شیلی بالاترین تورم‌های خود را در دهه ۱۹۷۰ تجربه نمود و متأثر از دو عامل پیروی از ایده‌های مانتاریستی و وجود حکومت دیکتاتوری وفادار به آن سیاست‌ها توانست زودتر از بقیه کشورها آمریکای لاتین روند نزولی تورم را آغاز نماید. شیلی در سال ۱۹۷۴ با تجربه تورم بالای ۵۰۰ درصد ازجمله کشورهایی بود که تورم‌های بالا را زودتر از بقیه کشورهای آمریکای لاتین شروع کرد و به‌طور طبیعی وجود یک دولت چپ‌گرای پایمند به سیاست‌های گسترده حمایتی و هزینه کردن دولت برای برنامه‌های رفاهی زمینه کسری بودجه بالا و ایجاد تورم ناشی از توسل به حق الضرب را فراهم می‌آورد، گرچه نقش فشار خارجی و وضعیت خاص شیلی در صنعت مس نیز در ایجاد مشکلات برای شیلی و آشفتگی منجر به تورم بالا بی‌تأثیر نبود. گرچه شیلی به تبعیت از ایده‌های مانتاریستی توانست بعد از ۱۹۷۴ نرخ تورم را نزولی نماید اما نرخ تورم کم‌وبیش تا میانه دهه ۱۹۹۰ دورقمی باقی ماند و درنتیجه انگیزه کاهش تورم و تکریمی کردن تورم در میان سیاست‌گذاران شیلی وجود داشت.

### CHILE INFLATION



شکل ۶. نرخ تورم سالانه شیلی، ۱۹۷۱-۲۰۲۱.

بانک مرکزی شیلی از سال ۱۹۹۹ و برای پایدار کردن تورم پایین و تکریمی نگه‌داشتن نرخ تورم و جلوگیری از بی‌ثباتی تورم به هدف‌گذاری تورم روی آورد. در برنامه هدف‌گذاری شیلی، نرخ تورم شاخص قیمتی مصرف‌کننده به‌عنوان نرخ تورمی که هدف برای آن تعیین می‌شد، در نظر گرفته شد. ابزار سیاستی برای هدف‌گذاری تورمی شیلی نیز نرخ بهره بازار

بین بانکی تعیین شد. در برنامه هدف‌گذاری تورمی شیلی، سیاست ارتباطی با عاملان اقتصادی با اهمیت است و علاوه بر گزارشات فصلی منظم راجع به تحولات تورم، نتیجه تصمیمات سیاست پولی انتشار می‌یابد و جزئیات قابل‌توجهی از اقدامات سیاست پولی به اطلاع عموم می‌رسد تا سیاست پولی را برای عاملان اقتصادی پیش‌بینی پذیر نماید (ابراهیمی، ۱۳۹۳).

همان‌طور که از شکل ۶ می‌توان پی برد، از زمان اتخاذ هدف‌گذاری تورمی در شیلی، نرخ تورم در شیلی تک‌رقمی و به‌طور چشمگیری باثبات باقی مانده است و در نتیجه می‌توان شیلی را نیز تجربه موفق از هدف‌گذاری تورمی و کنترل تورم ذکر نمود.

گرچه تجربه‌های متعددی از کنترل تورم در سطح جهان و به‌ویژه با استفاده از چارچوب هدف‌گذاری تورمی وجود داشته است و می‌توان با جزئیات بیشتری در مورد تجربه تک‌تک کشورها به بررسی پرداخت، اما با توجه به اینکه معضل تورم‌های دورقمی و بالا از دهه ۲۰۰۰ به بعد به معدودی کشورها محدود می‌شود که غالباً از بی‌انضباطی سیاست مالی و همچنین آشفتگی در کارکرد نظام بانکی رنج می‌برند، ضرورتی برای پرداختن به جزئیات تجربه کنترل تورم سایر کشورها وجود ندارد. به‌عبارت‌دیگر، از دهه ۲۰۰۰ به بعد مشکل تورم بالا مشکلی فراگیر در سطح جهان نبوده است و به نظر می‌رسد تورم اخیر جهانی نیز پدیده‌ای گذرا باشد. در آن صورت، تنها کشورهایی از تورم بالا رنج می‌برند که از دو موضوع فقدان انضباط سیاست مالی و فقدان نظام نظارتی مناسب بر نظام بانکی رنج می‌برند. این بدان معنی است که کاهش و کنترل تورم حداقل از نظر فنی و تکنیکی امری شناخته شده بوده و ضعف دانش سیاست پولی عامل تداوم آن نیست، بلکه اقتصاد سیاسی کسری بودجه و وجود بانک‌های کژکردار است که تداوم تورم بالا را تضمین کرده است. به‌عبارت‌دیگر، کشورهای درگیر تورم‌های بالا عمدتاً به این دلیل در چنین شرایطی هستند که اقتصاد سیاسی مربوط به سیاست مالی و نحوه هزینه کردن دولت و نحوه تأمین مالی هزینه‌های دولت از یک طرف و اقتصاد سیاسی نظارت بر بانک‌ها در یک وضعیت تعادلی است که با انگیزه بازبزرگان تخصیص منابع سازگار است.

### ۵ رابطه تورم، نقدینگی و نرخ ارز در ایران و کشورهای نفتی

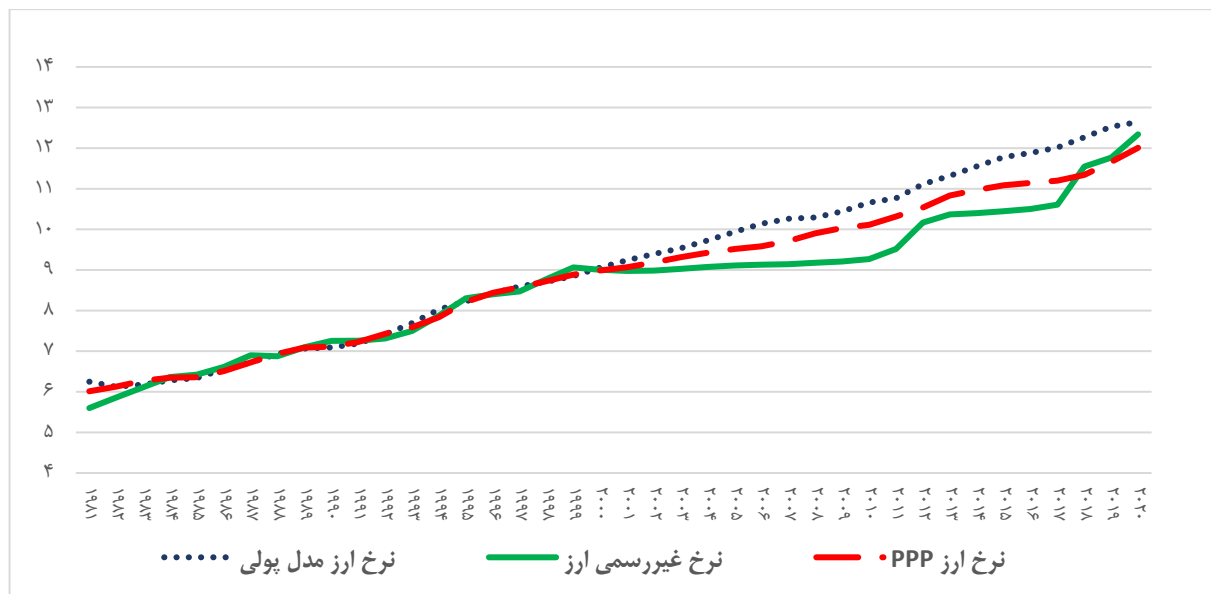
برخی با اتکا به رابطه بلندمدت نرخ رشد نرخ ارز و تورم، افزایش نرخ ارز را عامل تورم در ایران و دیگر کشورهای صادرکننده نفت می‌دانند. روند نرخ غیررسمی ارز، نرخ ارز حاصل از PPP و نرخ ارز حاصل از مدل پولی در شکل ۷، به بررسی این موضوع کمک می‌کند. نرخ ارز PPP از تقسیم تورم داخلی به تورم ایالات‌متحده و نرخ ارز مدل پولی از تقسیم «مازاد رشد نقدینگی نسبت به تولید حقیقی» داخلی به تقسیم «مازاد رشد نقدینگی نسبت به تولید حقیقی» ایالات‌متحده به دست می‌آید. با توجه به نرخ رشد به مراتب کمتر سطح عمومی قیمت‌ها و نقدینگی در ایالات‌متحده و همچنین رشد به نسبت پایین‌تر تولید، رشد نرخ ارز PPP و مدل پولی، به ترتیب، به معنی افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و حجم نقدینگی در کشور داخلی است. به‌طورکلی در کشورهای نظیر ایران که دارای تورم و رشد نقدینگی بالایی هستند، انتظار می‌رود تا روند بلندمدت نرخ ارز، منطبق بر روند نرخ ارز حاصل از PPP و مدل پولی باشد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در دهه ۱۳۶۰ و ۱۳۷۰ شمسی (مقارن با دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ میلادی) سه نرخ مذکور منطبق بر یکدیگر هستند. اما با آغاز دهه ۱۳۸۰ یک واگرایی بین سه نرخ ایجاد شده است که مجدد پس از جهش ارزی ۱۳۹۷ به یکدیگر همگرا شده‌اند. واگرایی پس از ۱۳۸۰ به معنای آن است که نرخ ارز به نسبت کمتری از تورم و رشد نقدینگی، رشد کرده است. عامل کاهش رشد نرخ ارز به نسبت رشد سطح عمومی قیمت‌ها و نقدینگی را می‌توان به افزایش شدید صادرات نفتی (به دلیل افزایش قیمت جهانی نفت) پس از سال ۲۰۰۰ نسبت داد. البته در خصوص ایران، افزایش نرخ سود سپرده واقعی از ۱۳۹۲ نیز عامل مهمی دیگری برای توضیح این واگرایی محسوب می‌شود. در سال ۱۳۹۷ و پس از اعمال تحریم‌های نفتی، به دلیل کاهش صادرات نفتی شاهد همگرایی مجدد این نرخ‌ها هستیم.



# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۷. مقدار لگاریتمی نرخ غیررسمی ارز و نرخ ارزهای حاصل از مدل پولی و PPP در ایران.

نکته مهم دیگر در شکل ۷، فاصله گرفتن نرخ ارز PPP از نرخ ارز مدل پولی است. پایین‌تر بودن نرخ ارز PPP از نرخ ارز مدل پولی به معنای کاهش تورم نسبت به رشد نقدینگی است. کاهش رشد سطح عمومی قیمت‌ها به دلیل افزایش واردات ناشی از افزایش صادرات نفتی است. به دلیل افزایش عرضه ارزهای حاصل از رانت منابع طبیعی نفت به بازار ارز، نرخ ارز در دهه ۱۳۸۰ تثبیت شد که منجر به افزایش واردات گردید. رانت منابع طبیعی نفت از کانال کاهش رشد سطح عمومی قیمت‌ها از طریق واردات، باعث کاهش نرخ ارز PPP شده است. اما به دلیل عدم اثرگذاری افزایش رانت نفت در کاهش رشد نقدینگی، کاهشی در رشد نرخ ارز مدل پولی در این دهه مشاهده نمی‌شود. با این وصف، باید انتظار داشت که با کاهش ورود ارزهای نفتی، سه نرخ به یکدیگر همگرا شوند. مطابق این انتظار، پس از تحریم‌های نفتی ۱۳۹۷، هر سه نرخ به یکدیگر همگرا شده‌اند. این پدیده مختص ایران نبوده و دیگر کشورهای نفتی دارای نظام ارزی شناور (کامل و مدیریت‌شده) نیز این تجربه را داشته‌اند.

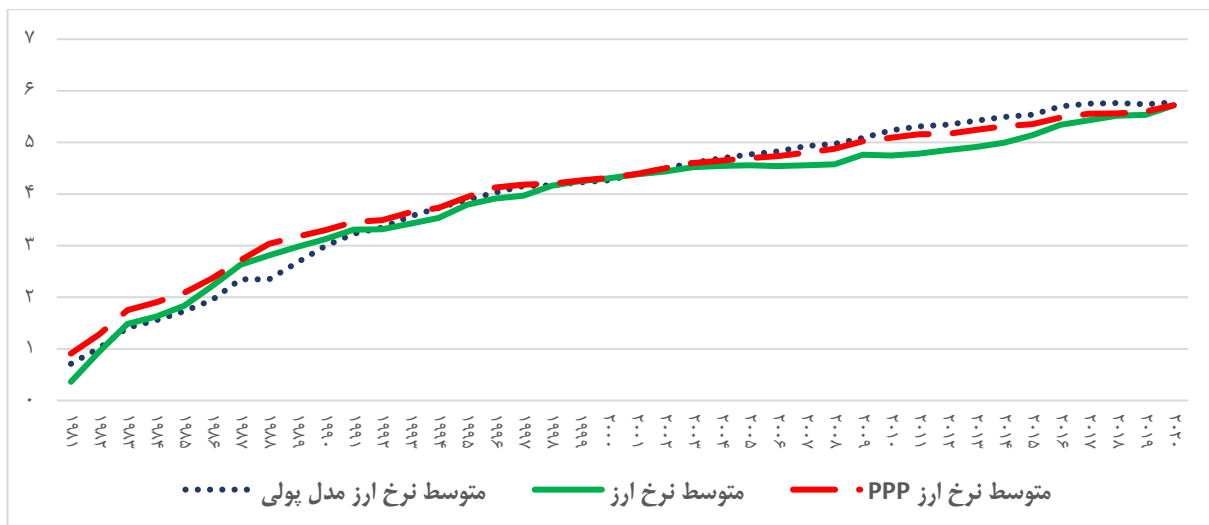
شکل ۸ متوسط وزنی نرخ ارز، نرخ ارز PPP و مدل پولی برای ۱۸ کشور صادرکننده نفت<sup>۱</sup> که بازار ارز شناور و شناور مدیریت‌شده دارند را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این نمودارها قابل‌ملاحظه است، همچون مورد ایران، نرخ ارز، تورم و رشد نقدینگی در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ (مقارن با دهه‌های ۱۳۶۰ و ۱۳۷۰) متناسب با یکدیگر رشد کرده‌اند. پس از افزایش قیمت نفت و صادرات نفتی در این کشورها نیز سه نرخ واگرایی را تجربه کرده‌اند. پس کاهش قیمت نفت در سال ۲۰۱۵ و حداقل شدن قیمت نفت در سال ۲۰۲۰ (ناشی از همه‌گیری کرونا)، این سه نرخ به یکدیگر همگرا شده‌اند.

<sup>1</sup> Angola, Azerbaijan, Brunei Darussalam, Congo, Algeria, Egypt, Gabon, Equatorial Guinea, Indonesia, Iran, Kazakhstan, Mexico, Malaysia, Nigeria, Norway, Trinidad and Tobago, Venezuela, Chad

# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۸. مقدار لگاریتمی متوسط نرخ ارز و متوسط نرخ ارزهای حاصل از مدل پولی و PPP برای ۱۸ کشور صادرکننده نفت.

طبق مدل پولی تعیین نرخ ارز، هر دو پدیده افزایش نرخ ارز و تورم در بلندمدت از رشد نقدینگی مازاد بر تولید نشئت می‌گیرد. همان‌طور که پیشتر نشان داده شد، روند رشد نرخ ارز، سطح عمومی قیمت‌ها و نقدینگی در ایران و دیگر کشورهای صادرکننده نفت در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، از مدل پولی حمایت می‌کند. اما افزایش ورود رانت منابع طبیعی در اقتصاد کشورهای صادرکننده نفت پس از ۲۰۰۰، موجب قطع ارتباط موقت بین سه متغیر نقدینگی، تورم و نرخ ارز گردید. با کاهش ورود رانت نفتی، این کشورها توان حفظ رشد پایین نرخ ارز را نداشتند. عدم حفظ رشد پایین نرخ ارز موجب افزایش تورم گردید تا در نهایت با حداقل شدن رانت نفت در سال ۲۰۲۰، عقب‌ماندگی نرخ ارز و تورم از رشد نقدینگی جبران شود. بنابراین از تجربه ایران و دیگر کشورهای صادرکننده نفت می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه پولی بودن تورم و رشد نرخ ارز مورد تأیید است و قطع ارتباط تورم و نرخ ارز از رشد نقدینگی، پدیده موقتی ناشی از افزایش ورود ارزهای نفتی بوده است.

هم‌زمانی افزایش تورم با افزایش نرخ ارز و تأیید رابطه بلندمدت رشد نرخ ارز و تورم در مدل‌های اقتصادسنجی، باعث شده تا برخی نتیجه‌گیری‌ها مبنی بر علیت از نرخ ارز به تورم را شاهد باشیم. مسئله هم‌زمانی افزایش تورم با افزایش نرخ ارز، به دلیل آن است که اساساً تورم پایین‌تر از مازاد رشد نقدینگی نسبت به تولید، با استفاده از کاهش رشد نرخ ارز میسر شده است. بدیهی است که با کاهش ورود ارزهای حاصل از رانت منابع طبیعی نفت به اقتصاد، نرخ ارز افزایش و تورم نیز به مقدار متناسب با رشد نقدینگی همگرا شود. با توضیحاتی که گذشت، دلیل وجود رابطه بلندمدت بین رشد نرخ ارز و تورم در مدل‌های اقتصادسنجی نیز روشن است. در دو دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ میلادی (۱۳۶۰ و ۱۳۷۰) روند نرخ ارز متناسب با نرخ ارز مدل پولی و PPP بوده است که این هم‌زمانی در مدل‌های اقتصادسنجی، تأییدکننده وجود رابطه بلندمدت بین رشد نرخ ارز و تورم است. از طرفی در دهه ۲۰۰۰ و نیمه اول دهه ۲۰۱۰، کاهش رشد نرخ ارز (ناشی از افزایش ورود ارزهای نفتی) موجب فاصله گرفتن تورم از مازاد رشد نقدینگی نسبت به تولید شده است که این امر خود را به‌صورت رابطه علیت از نرخ ارز به تورم نشان می‌دهد. البته وجود رابطه علیت بین کاهش نرخ ارز و کاهش تورم در این دوره غیرقابل انکار است، اما نمی‌توان از آن نتیجه گرفت که عامل اصلی تورم در کشورهای درحال توسعه صادرکننده نفت، افزایش رشد نقدینگی نبوده است.

### ۶ راهکار کنترل تورم در سناریوهای پیش روی اقتصاد ایران

همان‌طور که در تشریح وضعیت تورمی ایران در طول تاریخ به‌طور مفصل بحث شد، اقتصاد ایران درگیر یک جزء ماندگار و پایدار تورم است و در عین حال جهش‌ها و شوک‌های تورمی را تجربه می‌کند. این بدان معنی است که حتی اگر جهش‌های تورمی را نادیده بگیریم، جزء ماندگار تورم به قوت خود باقی است. وجود این جزء پایدار و ماندگار تورم مطابق تحلیل مبتنی بر انتظارات عقلایی از سیاست پولی، بدان معنی است که عاملان اقتصادی به دلیل انتظار تداوم سیاست مالی و پولی منجر به تورم بالا، انتظار تورم‌های پایین را ندارند و حتی اگر تورم به هر طریقی به‌طور موقتی کاهش یابد، انتظار از تداوم آن سیاست‌ها سبب باقی ماندن انتظارات تورمی در سطوح بالا می‌شود. همین موضوع سبب می‌شود که کاهش تورم با استفاده از سیاست انقباضی در بردارنده هزینه‌های قابل توجه به شکل افزایش بیکاری و کاهش سطح تولید باشد. این بدان معنی است که تحت هر سناریویی به کنترل تورم در ایران پرداخته شود، حتماً هزینه حقیقی آن قابل توجه خواهد بود. نظر به اینکه اقتصاد ایران در چهار سال گذشته به دلایل متعددی متأثر از وضعیت تحریم‌ها دچار جهش تورمی بوده است (گرچه صرف تحریم به‌تنهایی توضیح‌دهنده کل جهش تورمی ایران نیست) و همچنان این احتمال وجود دارد که در معرض تحریم و فشار خارجی باشد، نحوه نگاه به کنترل تورم نیز باید تحت دو سناریوی تداوم تحریم و رفع تحریم مورد توجه باشد که در ادامه به‌صورت جداگانه به آن پرداخته می‌شود.

### ۱.۶ راهکار کنترل تورم در شرایط تداوم تحریم‌ها

فرض کنیم که تحریم‌های موجود ادامه یابد یا حتی تشدید شود. دلالت این سناریو برای دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان یعنی رشد اقتصادی و نرخ تورم چیست؟ واضح است که تحریم‌ها در حالت کلی سبب افزایش هزینه مبادله فعالیت‌های مالی و تجاری ایران با جهان خارج می‌شود و از نظر تئوری اقتصاد کلان مانند یک شوک منفی عرضه عمل می‌کند. از آنجا که تحریم ۱۰۰ درصد اقتصاد بزرگی مانند ایران تقریباً از نظر هزینه - فایده برای طرف تحریم کننده ناممکن است (گرچه در غیاب منطق هزینه - فایده امکان‌پذیر است)، پس می‌توان یک درصد حداکثر ممکن تحریم را برای اقتصاد ایران تصور نمود. این حداکثر تحریم ممکن در واقع چیزی نیست جز مقدار بهینه تحریم از نظر طرف تحریم کننده اقتصاد ایران. همان‌طور که اشاره شد این حداکثر ممکن تحریم از یک منطق هزینه- فایده برای طرف تحریم کننده نتیجه می‌شود. حال اگر در نظر بگیریم که طرف تحریم کننده به وضعیت حداکثر ممکن تحریم اقتصاد ایران دست یابد، آنگاه شوک تحریم نهایتاً یک شوک منفی عرضه مشخص به اقتصاد ایران وارد می‌نماید و لذا حداکثر یک افزایش مشخص در سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات و حداکثر یک کاهش مشخص در تولید ناخالص داخلی ایجاد می‌نماید. پس از این نقطه، اثر شوک تحریم منتفی شده و در غیاب سایر عوامل افزایشی در سطح عمومی قیمت‌ها و کاهشی در سطح تولید ناخالص داخلی از محل نفس تحریم قابل تصور نیست. لذا، اگر فرض کنیم هیچ رخداد دیگری غیر از تحریم در کار نباشد، اثر منفی حداکثر شوک تحریم بر روی تورم و تولید ناخالص داخلی متوقف می‌شود. همین موضوع توضیح می‌دهد که چرا با وجود تحریم‌ها و حتی مدت‌ها قبل از آنکه مذاکرات احیای برجام شروع شود، رشد منفی یا کاهش تولید ناخالص داخلی متوقف شده بود و نرخ تورم هم در سال ۱۳۹۸ روند نزولی را در پیش گرفته بود. وضعیت تورم در سال ۱۳۹۹ نیز متأثر از بحران بخش مالی و سیاست‌های اقتصادی بود و نقش مسلط را تحریم بازی نکرد.

البته این بدان معنی نیست که تداوم تحریم نیروی درون‌زایی را تحت ترتیباتی از واکنش دولت برای تداوم تورم ایجاد نمی‌کند، بلکه بدان معنی است که اثر نفس تحریم در افزایش قیمت‌ها در جایی خاتمه می‌یابد و از آنجا به بعد وجود تورم معلول نفس تحریم نیست بلکه معلول نوع واکنش به تحریم است. اما چگونه تحریم می‌تواند سبب ایجاد نیروی درون‌زای تداوم تورم شود. همان‌طور که اشاره شد، تحریم سبب یک شوک منفی عرضه می‌شود که اولاً سبب اثر حقیقی به شکل کاهش سبب اقتصاد متعاقب شوک تحریم می‌شود که همان کاهش تولید ناخالص داخلی است و هم اثر حقیقی به شکل باز توزیع درآمد به ضرر طبقات پایین جامعه. در واکنش به کاهش تولید ناخالص داخلی که خود را به شکل کاهش فعالیت غالب بنگاه‌ها و تعطیلی بخشی از بنگاه‌ها نشان می‌دهد و سبب کاهش اشتغال نیز می‌شود، ممکن است دولت برای

کاهش این اثر منفی به افزایش تسهیلات و اعتبارات بانکی متوسل شود که رشد نقدینگی و فشار تورمی را تداوم می‌بخشد. به همین ترتیب، شوک تورمی ناشی از تحریم و اثرات منفی آن بر قدرت خرید دهک‌های متوسط و پایین جامعه ممکن است دولت را ناچار به در پیش گرفتن سیاست‌های حمایتی از افزایش حقوق و دستمزد گرفته تا افزایش یارانه مستقیم و غیرمستقیم نماید که نهایتاً خود را در رشد نقدینگی و لذا تداوم فشار تورمی نشان خواهد داد. همچنین، شوک منفی عرضه ناشی از تحریم سبب افزایش نیاز سرمایه در گردش بنگاه‌ها حتی با ثابت ماندن سطح تولید می‌شود و خودداری از تأمین نیاز سرمایه در گردش می‌تواند سبب رکود شدید شود و در نتیجه معمولاً این نیاز بیشتر به سرمایه در گردش توسط نظام بانکی و با نظر مثبت سیاست‌گذار پولی تأمین می‌شود. این نیز می‌تواند با تشدید رشد نقدینگی به تداوم فشار تورمی بینجامد. آنچه بیان شد، حاکی از آن است که تداوم تحریم‌ها نیروهای درون‌زایی را برای تداوم رشد بالای نقدینگی و تداوم فشار تورمی فراهم می‌آورد، همان‌طور که در چهار سال گذشته چنین شده است. به عبارت دیگر، اگر استراتژی سیاست پولی و مالی بر این باشد که واکنشی به شوک تورمی به شکل سیاست انبساطی نداشته باشند، آنگاه تورم ناشی از شوک منفی عرضه مرتبط با تورم به تدریج تخلیه شده و آثار تورمی تحریم خاتمه می‌یابد. منطق و استدلال نیز ساده است. تحریم در نقطه حداکثر آن سبب ایجاد ماکزیمم اضافه تقاضایی می‌شود که این ماکزیمم اضافه تقاضا بسته به کشش منحنی‌های عرضه و تقاضای کل، حداکثر افزایشی مشخص در سطح عمومی قیمت‌ها به همراه خواهد داشت و حداکثر تورمی را به بار می‌آورد و سپس ناپدید می‌شود.

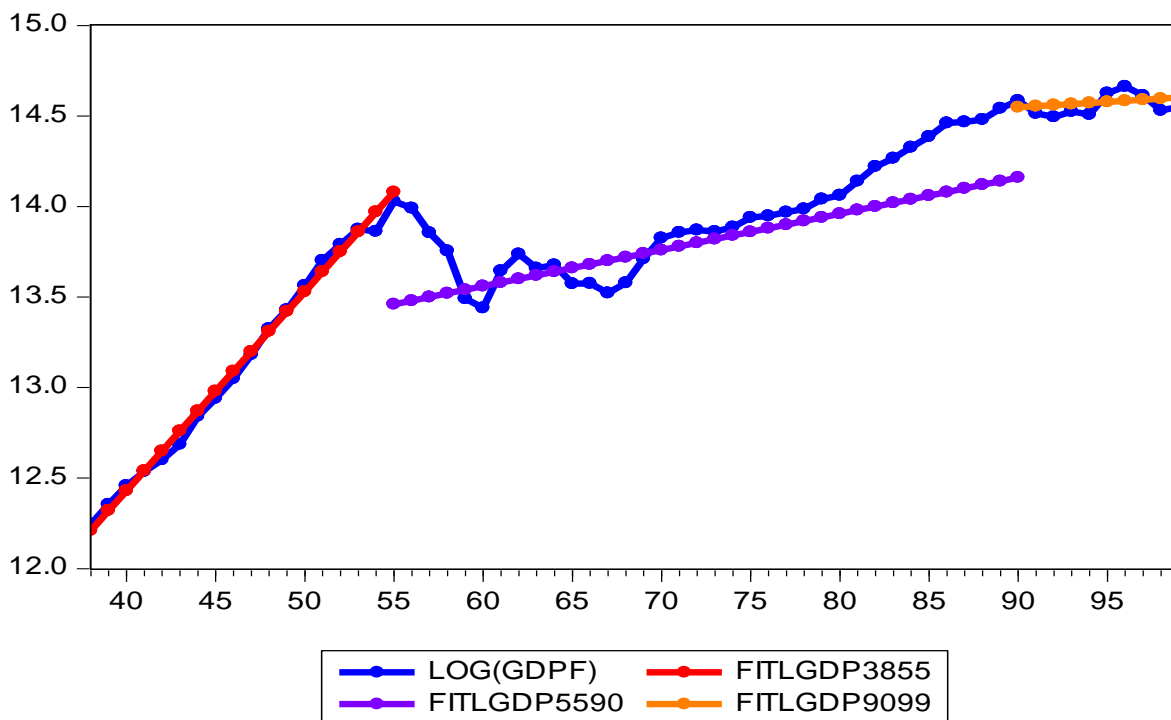
اما در ارتباط با نرخ رشد اقتصادی بلندمدت چه نتیجه‌ای از تحریم مورد انتظار است؟ کاهش در تولید ناخالص داخلی بر اثر شوک تحریم در نقطه ماکزیمم آن در قالب یک تحلیل ایستا و با جابه‌جایی منحنی عرضه کل به سمت چپ بیان می‌شود، اما رشد بلندمدت اقتصاد دارای دینامیک و قواعد مختص خود است که در چارچوب تحلیل بلندمدت و نظریات رشد اقتصادی قابل بررسی است. همان‌طور که اشاره شد، به‌طور معمول، تحریم سبب شوک منفی عرضه و کاهش تولید ناخالص داخلی می‌شود و این اثر منفی در یک نقطه از زمان متوقف می‌شود. اگر نظریات رشد بلندمدت اقتصاد کلان را مورد توجه قرار دهیم، به‌طور مشخص از مدل‌های رشد درون‌زا در شکل عام آنها می‌توان نتیجه زیر را بیان نمود:

$$g = f(sk, sh, sr, ss, si) \quad (2)$$

در رابطه (۲) منظور از  $g$  نرخ رشد بلندمدت اقتصادی است.  $sk, sh, sr, ss, si$  نیز به ترتیب نرخ انباشت سرمایه در سرمایه فیزیکی، سرمایه انسانی، سرمایه دانشی (به شکل ایده‌ها و نوآوری‌ها و ...)، سرمایه اجتماعی، و سرمایه نهادی است. در ضمن، انتظار رایج آن است که نرخ رشد بلندمدت با تمامی نرخ‌های انباشت سرمایه فوق رابطه مستقیم داشته باشد. اگر در نظر بگیریم در تعادل اولیه قبل از تحریم اقتصاد با نرخ مشخصی در حال انباشت سرمایه در پنج نوع سرمایه فوق بوده است و لذا نرخ رشد متوسط اقتصاد عدد مشخصی (مثلاً سالانه ۴ درصد) بوده است، با شوک تحریم انتظار بر این است که نرخ انباشت سرمایه در همه انواع سرمایه فوق در سطوح پایین‌تری قرار گیرد و دلیل عمده آن پیدایش عدم اطمینان است. در واقعیت نیز این کاهش انباشت سرمایه خود را در روابط اقتصادی و تجاری کم‌تر با جهان خارج نشان می‌دهد و یکی از الزامات وجود نرخ انباشت سرمایه بالا و لذا نرخ رشد اقتصادی بالا وجود روابط گسترده اقتصادی و تجاری با جهان خارج است که تحریم آن را از کشور می‌گیرد. شاهد تجربی برای چنین ادعایی نیز آن است که هیچ کشوری بدون روابط گسترده اقتصادی و تجاری با جهان خارج قادر به رشد بالا و پایدار اقتصادی نبوده است و تمام کشورهای موفق در رشد بالا و پایدار اقتصادی نیز کشورهای با روابط اقتصادی و تجاری گسترده و به‌ویژه دارای استراتژی رشد اقتصادی متکی به گسترش صادرات به جهان خارج بوده است.

از آنچه بیان شد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که تداوم تحریم‌ها و تشدید آن سبب کاهش نرخ رشد بلندمدت یا متوسط اقتصادی نسبت به گذشته می‌شود. به تعبیر تحلیل‌های رشد، وجود تحریم‌ها مانند تغییری در عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی می‌شود که صرفاً سبب رشد منفی اقتصادی یا کاهش تولید ناخالص داخلی در کوتاه‌مدت نمی‌شود که نوعی اثر سطح (Level Effect) باشد بلکه سبب تغییر مسیر رشد تعادلی یا بلندمدت اقتصادی شده و در نتیجه دارای اثر رشد

(Growth Effect) می‌گردد. به‌عنوان شاهدهی بر این ادعا می‌توان تاریخ رشد اقتصادی ایران را مورد توجه قرار داد که بیماری هلندی دهه ۱۳۵۰ که سبب گسترش رانت جویی در اقتصاد ایران گردید و متعاقب آن دولتی شدن و عمومی شدن غالب فعالیت‌های اقتصادی سبب کاهش متوسط رشد اقتصادی ایران شد. در شکل ۹ تولید ناخالص داخلی حقیقی یا به قیمت ثابت برای کل تاریخ اقتصادی کشور (۱۳۳۸-۱۳۹۹) در مقیاس لگاریتمی نشان داده شده است.



شکل ۹. تولید ناخالص داخلی حقیقی ایران در مقیاس لگاریتمی، ۱۳۳۸-۱۳۹۹.

همان‌طور که از شکل ۹ به‌وضوح دیده می‌شود، از سال ۱۳۳۸ تا ۱۳۵۵ تولید ناخالص داخلی ایران با نرخ بالایی در حال رشد بوده است و گویی بر روی مسیر رشد بلندمدتی با متوسط رشد بالا قرار داشته است که حدود ۱۱ درصد می‌باشد. از سال ۱۳۵۵ به بعد و با ظاهر شدن عوارض منفی بیماری هلندی و رانت جویی و همچنین آثار بی‌ثباتی اقتصادی کلان، گویی اقتصاد ایران در رشد بلندمدت خود تغییر مسیر داده است و دولتی شدن بخش عمده فعالیت‌های اقتصادی و متعاقب آن جنگ تحمیلی این تغییر مسیر را تشدید کرده است. با این حال، حتی اگر انقلاب و جنگ هم رخ نمی‌داد، اقتصاد ایران این تغییر مسیر رشد اقتصادی را تجربه می‌کرد. برازش خطی از لگاریتم تولید ناخالص داخلی که با خط مستقیم میانی نشان داده شده است، حکایت از متوسط رشد بلندمدت حدود ۲ درصد برای کل دوره ۱۳۵۵-۹۰ دارد. البته اگر سال‌های مربوط به پیروزی انقلاب اسلامی و به‌ویژه جنگ را کنار بگذاریم، متوسط رشد اقتصادی سال‌های ۹۰-۱۳۶۸ حدود ۴ درصد خواهد بود. واضح است که حتی در این صورت نیز تغییر مسیر اساسی در رشد بلندمدت اقتصاد ایران آشکار بوده و اقتصاد ایران متأثر از کاهش انباشت انواع سرمایه در مسیر رشدی با نرخ‌های رشد خیلی پایین‌تر قرار گرفته است. حال اگر تمرکز خود را بر دوره ۱۳۹۰-۹۹ قرار دهیم که اقتصاد ایران به‌شدت تحت تحریم بوده است، آنگاه تغییر مسیر در رشد بلندمدت اقتصادی ایران از شروع دهه ۱۳۹۰ کاملاً آشکار است، به‌گونه‌ای که برازش خطی لگاریتم تولید ناخالص داخلی که با خط مستقیم انتهای شکل ۹ و برای این بازه زمانی نشان داده شده است، حکایت از متوسط رشد اقتصادی حدود ۰/۶ درصد برای این دوره دارد (نباید فراموش کرد که حتی این نرخ حدود ۰/۶ درصد نیز عمدتاً به این دلیل رخ داده است که تلاش شدید وزارت نفت در سال ۱۳۹۵ برای افزایش تولید و صادرات نفت و رساندن آن به

حدود شرایط قبل از تحریم‌ها با رشد ۱۲/۵ درصدی برای سال ۱۳۹۵ متوسط رشد کل دهه را به این عدد رسانده است و بدون احتساب آن متوسط رشد اقتصادی کل دهه بسیار ناچیز است). این می‌تواند تأییدی بر اثر تحریم در تغییر مسیر رشد بلندمدت اقتصادی باشد. در واقع، با وجود آنکه اقتصاد ایران به‌عنوان یک اقتصاد در حال توسعه قبل از تحریم نیز متوسط رشد اقتصادی قابل توجهی نداشته است، اما گویی تحریم سبب شده است حتی آن متوسط رشد نه‌چندان بالا را ادامه ندهد.

اگر بپذیریم که تحریم با کاهش نرخ انباشت سرمایه در انواع سرمایه کاهش در متوسط رشد بلندمدت را ایجاد کرده و خواهد کرد، آنگاه این بدان معنی است که باید به‌عنوان یک قید در کنترل تورم به این موضوع توجه جدی شود. این مسئله از آن جهت اهمیت دارد که اولاً بر اساس معادله (۱)، در صورت رشد اقتصادی متوسط پایین‌تر در شرایط تحریم آنگاه برای ایجاد یک تورم مشخص باید رشد کمتری در حجم نقدینگی ایجاد شود و ثانیاً در سیاست‌های ضد سیکلی پولی و مالی پتانسیل تولید پایین‌تر نسبت به روند گذشته مورد توجه قرار گیرد.

نتیجه آنچه بیان شد این است که در صورت تداوم تحریم‌ها، تلاش بیشتری برای جلوگیری از انبساط تقاضا ضرورت دارد. در واقع، قید متوسط رشد پایین‌تر اقتصاد در شرایط تحریم به‌هیچ‌وجه بدان معنی نیست که ذات و نفس تحریم به دلیل ایجاد رشد متوسط پایین‌تر اقتصادی سبب تورم بیشتر می‌شود. حتی با وجود تحریم‌ها نیز دستیابی به نرخ تورم پایین و صفر امکان‌پذیر است، اما نکته بااهمیت آن است که میزان ایجاد مخارج متکی به خلق نقدینگی باید به‌طور متوسط کاسته شود. هرچه متوسط رشد اقتصادی پایین‌تر باشد، ایجاد مخارج متکی به خلق نقدینگی سبب ایجاد اضافه تقاضای بیشتری در سطح اقتصاد کلان می‌شود و در نتیجه فشار بر سطح عمومی قیمت‌ها را بیشتر خواهد نمود. اگر قرار است در شرایط تداوم تحریم به کنترل تورم پرداخته شود، لازم است هم تلاش بیشتری برای کاهش کسری بودجه صورت گیرد، هم تکالیف به نظام بانکی از سوی دولت و مجلس کمتر شود و هم از انباشت ریسک در ترازنامه بانک‌ها از طریق تصاحب دارایی متکی به توان خلق نقدینگی آنها به‌طور محسوس کاسته شود.

به‌طور خلاصه، راهکار کنترل تورم در صورت تداوم تحریم‌ها چیزی جز تغییر نظام سیاست‌گذاری برای کاهش متوسط رشد حجم نقدینگی نیست. مانند آن است که بگوییم در این سناریو باید نظام سیاست‌گذاری اقتصاد ایران توقع سطح رفاهی را کاهش دهد و از قول و وعده افزایش قابل توجه سطح رفاه بکاهد تا قادر به ایجاد تورم سطح پایین گردد. مسائل فنی کنترل تورم نیز باید (مقید به ترمز در ایجاد مخارج توسط دستگاه سیاست‌گذاری) به بانک مرکزی واگذار شود تا از طریق مدیریت نرخ سود و کنترل ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به جلوگیری از نوسانات نرخ تورم پرداخته و سیاست پولی و محیط اقتصاد کلان را برای عاملان اقتصادی در یک محیط با متوسط رشد اقتصادی پایین فراهم نماید.

### ۲.۶ راهکار کنترل تورم در شرایط تداوم تحریم‌ها

اگر فرض کنیم که تحریم‌ها رفع شود و به تدریج روابط اقتصادی و تجاری ایران با جهان به حالت عادی برگردد، آنگاه سه پیامد برای تورم قابل تصور است. پیامد اول آن است که این موضوع مانند یک شوک مثبت عرضه عمل کرده و فشار بر سطح عمومی قیمت‌ها و لذا تورم را کاهش می‌دهد. پیامد دوم آن است که انتظارات تورمی برای مدتی فروکش می‌کند که به‌طور طبیعی این موضوع نیز فشار تورمی را کاهش می‌دهد. بالاخره، پیامد سوم آن است که فشار مالی بر دولت و لذا کسری بودجه کاهش می‌یابد که این نیز در کاهش فشار تورمی مؤثر است.

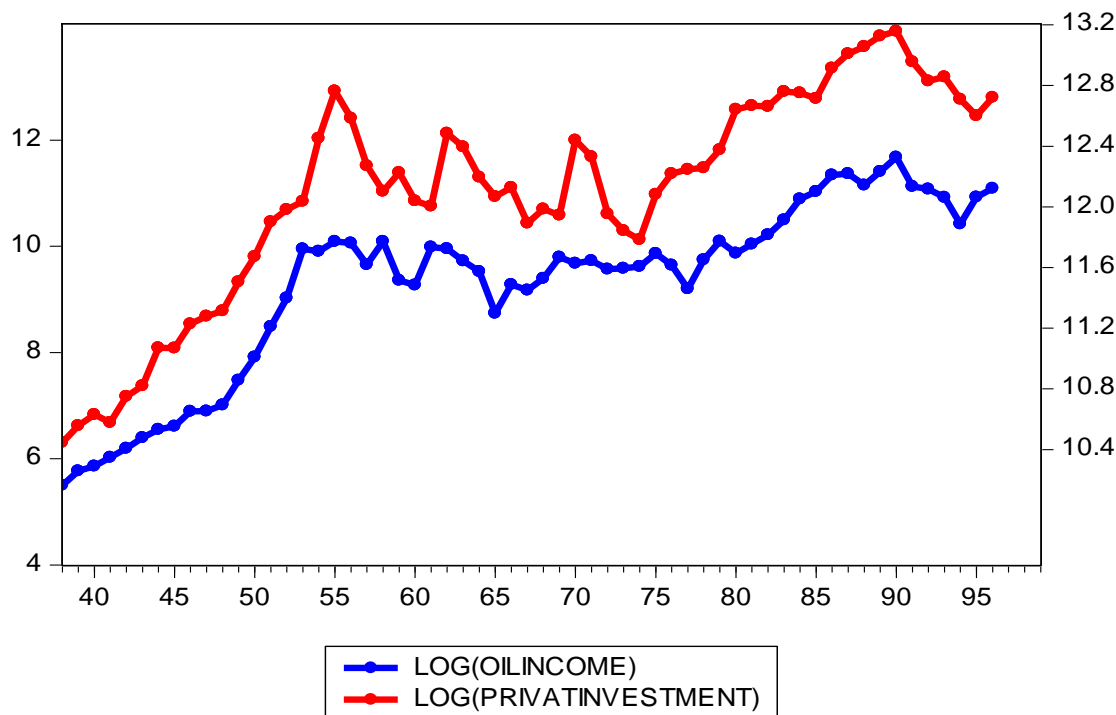
اما پیامد رفع تحریم برای سطح تولید ناخالص داخلی و رشد بلندمدت تولید ناخالص داخلی چیست؟ به‌طور طبیعی، رفع تحریم‌ها به‌عنوان یک شوک مثبت عرضه سبب افزایشی موقتی در سطح تولید ناخالص داخلی می‌شود حتی اگر در نرخ انباشت سرمایه اثر نگذارد. اما رفع تحریم‌ها سبب بسترسازی برای افزایش نرخ انباشت سرمایه در انواع سرمایه می‌شود. فراموش نکنیم که حتی سرمایه اجتماعی به‌عنوان شکل‌دهنده محیط فعالیت اقتصادی و کاهش‌دهنده هزینه معاملاتی کسب‌وکار نیز در شرایط رفع تحریم امکان بهبود دارد. به‌عنوان نمونه، کاهش عدم اطمینان سبب افزایش اعتماد اشخاص به هم دیگر در دادوستد و قرارداد می‌شود و بستر ساز رشد اقتصادی بالاتر می‌شود. عامل اصلی این افزایش نرخ انباشت

# بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

## کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱

سرمایه به کاهش عدم اطمینان فراروی اقتصاد بر می‌گردد. با این حال، افزایش درآمدهای نفتی امکان پس‌انداز و انباشت انواع سرمایه و به‌ویژه سرمایه فیزیکی را نیز فراهم می‌نماید. در شکل ۱۰ درآمدهای نفتی به دلار و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به قیمت ثابت در مقیاس لگاریتمی برای دوره ۹۶-۱۳۳۸ نشان داده شده است.



شکل ۱۰. درآمدهای نفتی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مقیاس لگاریتمی، ۹۶-۱۳۳۸.

همان‌طور که شکل ۱۰ نشان می‌دهد، بین درآمدهای نفتی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی رابطه بسیار نزدیکی وجود دارد و جهش و تنزل درآمدهای نفتی با جهش و تنزل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی همراه است. البته این بدان معنی نیست که رفع تحریم‌ها الزاماً زمینه افزایش قابل توجه نرخ انباشت انواع سرمایه را فراهم می‌نماید، بلکه در واقع بدان معنی است که شرط لازم برای افزایش نرخ انباشت سرمایه فراهم می‌شود و به‌طور طبیعی قابل توجه بودن این افزایش نرخ انباشت سرمایه نیاز به بسترسازی از سوی دستگاه سیاست‌گذاری دارد. اما یقین وجود دارد که حداقلی از افزایش نرخ انباشت انواع سرمایه فراهم می‌شود که در نتیجه حداقلی از متوسط رشد اقتصادی مانند آنچه قبل از تحریم‌ها بوده است، فراهم می‌شود. این را نیز می‌دانیم که رفع تحریم‌ها به معنی گشوده شدن بازار وسیع‌تری در مقابل بنگاه‌های داخلی است و بازار بزرگ‌تر امکان افزایش مقیاس تولید و در نتیجه رشد بالاتر را فراهم می‌نماید، گرچه آن را تضمین نمی‌کند.

اگر این را بپذیریم که رفع تحریم‌ها سبب می‌شود اقتصاد ایران در مسیر رشد بالاتری هم از نظر سطح و هم از نظر نرخ قرار خواهد گرفت، آنگاه این بدان معنی است که کنترل تورم را اندکی آسان‌تر می‌نماید. وجود متوسط رشد بالاتر اقتصادی بدان معنی است که بخشی از کاهش آثار رفاهی دوره تحریم با اتکا به رشد بالاتر اقتصادی قابل پاسخگویی باشد، بدون آنکه فشار تورمی ایجاد نماید. بر اساس رابطه (۱) نیز این امکان فراهم می‌شود که با رشد نقدینگی بالاتری نرخ تورم پایین‌تری ایجاد شود. در واقع، وجود متوسط رشدهای بالاتر اقتصادی بدان معنی است که اکنون انبساط تقاضا از ناحیه سیاست‌های پولی و مالی، سبب ایجاد اضافه تقاضای کمتری شده و در نتیجه فشار تورمی کمتری ایجاد می‌نماید.

از آنجا که تحت شرایط رفع تحریم انتظارات تورمی برای مدتی فروکش می‌کند و از کسری بودجه دولت نیز کاسته می‌شود که خود فشار تورمی را کاهش می‌دهد و در عین حال افزایش عرضه کالاها و خدمات بدون آنکه نرخ ارز از سطوح

کنونی آن پایین‌تر آید فراهم می‌شود، آنگاه شرایط مناسبی برای کنترل تورم از طریق هدف‌گذاری تورمی متکی به مدیریت نرخ بهره فراهم می‌شود. نظر به اینکه انتظارات تورمی سبب فشار برای کاهش نرخ بهره اسمی نیز می‌شود، آنگاه زمینه مناسبی برای هدف‌گذاری تورمی بدون نیاز به افزایش نرخ بهره فراهم می‌نماید. بنابراین، در سناریوی رفع تحریم راهکار مناسب کنترل تورم رفتن به سمت هدف‌گذاری تورم به شکل ضمنی است تا پس از کاهش تدریجی نرخ تورم، امکان هدف‌گذاری آشکار و کامل تورمی فراهم شود.

لازم به ذکر است که در سناریوی رفع تحریم، امکانی برای دولت فراهم می‌شود که با سرکوب نرخ ارز بدون ایجاد انضباط مالی قابل‌توجه به کنترل تورم بپردازد. برای پرهیز از این مشکل که در واقع نوعی پرتاب موقتی تقاضای کل به جهان خارج و بسترسازی آسیب‌پذیر کردن اقتصاد در مقابل شوک‌های بیرونی است، لازم است سیاست ارزی در مسیر تثبیت نرخ حقیقی ارز قرار گیرد و حتی در تدوین برنامه هفتم نیز حکم آشکاری در این زمینه گنجانده شود. این استراتژی سبب می‌شود انگیزه دولت و مجلس برای ایجاد مخارج نامتناسب با توان تولید اقتصاد و کنترل آثار تورمی آن با استفاده از رانت منابع ارزی کاسته شود و زمینه جهش ارزی و ایجاد بی‌ثباتی‌های آتی اقتصاد کلان که برنامه هدف‌گذاری تورمی را مجدداً مختل نماید، از بین برود.

علاوه بر آنچه در زمینه هدف‌گذاری تورمی و سیاست ارزی گفته شد، تحت این سناریو لازم است از انباشت ریسک در ترازنامه بانک‌ها و بخش مالی اقتصاد نیز جلوگیری شود. تحت شرایط بهبود درآمدهای نفتی، خوش‌بینی نسبت به آینده اقتصاد می‌تواند سرمایه‌گذاری و تصاحب دارایی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را ریسک‌آمیز تر نماید که نتیجه آن تن دادن به شکل‌گیری و تشدید بحران بانکی شود. همچنین، وجود این خوش‌بینی می‌تواند در بازار مالی نیز سبب انباشت ریسک شود و شکل‌گیری حباب را تسهیل نماید که معمولاً برای پرهیز از عواقب اجتماعی ترکیدن حباب سبب تن دادن به رشد بالاتر نقدینگی شده و هدف‌گذاری تورمی را تهدید می‌نماید. به عبارت دیگر، هدف‌گذاری تورمی باید همراه با رصد کردن بازار دارایی‌ها و حفظ ثبات بخش مالی اقتصاد باشد که تحت شرایط رفع تحریم انگیزه و زمینه برای بی‌ثباتی آن فراهم می‌شود.

از آنجا که اقتصاد ایران به مدت بیش از یک دهه از نظر تدارک کالای عمومی و سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها به شدت آسیب دیده است، بهبود مسیر رشد بلندمدت به شدت نیازمند افزایش سرمایه‌گذاری دولت در زیرساخت‌ها است و سرمایه‌گذاری در این زیرساخت‌ها به شرط محدود کردن رانت جویی برای حفظ نرخ تورم پایین در بلندمدت ضروری است.

## ۷ خلاصه و نتیجه‌گیری

اقتصاد ایران به مدت ۵ دهه گرفتار متوسط تورم بالا و دورقمی و درعین‌حال گرفتار شوک‌ها و جهش‌های تورمی بوده است. گرچه بخشی از تورم و مشخصاً جهش‌های تورمی به‌ویژه به هنگام محدودیت‌های کسب درآمد ارزی و تحریم معلول فشار بیرونی بوده است اما اولاً همین جهش‌های تورمی خود از انباشت شدن نیروی تورمی در سال‌های قبل از آن اثر پذیرفته است و ثانیاً نیروی اساسی ایجاد نیروی تورمی در یک دوره طولانی ۵ دهه‌ای معلول ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید و تدارک کالاها و خدمات بوده است که خود را به شکل رشد نقدینگی فراتر از نیاز اقتصاد نمایان کرده است. نیروهای ورای ایجاد توان خرج کردن به‌ویژه از ناحیه سیاست بودجه‌ای و شبه بودجه‌ای دولت و مجلس سبب ایجاد فشار تورمی شده است که تفاوت چشمگیر نرخ رشد نقدینگی و نرخ رشد تولید حقیقی آن را منعکس می‌نماید. در مقاطعی در دهه ۱۳۵۰ و ۱۳۸۰ با توسل به واردات گسترده و سرکوب نرخ ارز، بخشی از تقاضای کل ایجاد شده به جهان خارج پرتاب شده است و رشدهای بالای نقدینگی اثر تورمی خیلی شدید بر جای نگذاشته است، گرچه با آسیب رساندن به بخش تولید به‌ویژه در کالاهای قابل مبادله زمینه جهش تورمی را فراهم کرده است. در مقطع ۹۶-۱۳۹۳ نیز علاوه بر واردات، از طریق نرخ بهره حقیقی بسیار بالا آثار تورمی رشد بالای نقدینگی به تأخیر افتاده و به آینده پرتاب شده است که همین موضوع جهش تورمی سال‌های ۱۳۹۷ به بعد را شدیدتر نموده است.



اکنون اقتصاد ایران در شرایطی قرار گرفته است که با تورم‌های بالا و به‌طور قابل‌توجه بالاتر از متوسط بلندمدت قرار گرفته است و صدمه شدید به رفاه دهک‌های پایین لزوم کاهش قابل‌توجه تورم را فراهم کرده است. چنانچه فرض را بر تداوم تحریم بگذاریم، باید به‌طور اجتناب‌ناپذیر متوسط رشد اقتصادی پایین‌تر را بپذیریم و این متوسط رشد اقتصادی پایین به‌عنوان قیدی بازدارنده دستگاه سیاست‌گذاری را به این سمت بکشاند که با شکل دادن صحیح به سطح توقعات رفاهی در اقتصاد به محدود کردن چشمگیر کسری بودجه دولت و تکالیف بودجه‌ای بر بانک‌ها و همچنین محدود کردن قابل‌توجه خلق نقدینگی بانک‌ها بپردازد تا امکان کنترل تورم فراهم شود. در سناریویی که تحریم‌ها رفع شود، امکان پیاده‌سازی موفق هدف‌گذاری تورمی فراهم شده و مناسب آن است که بانک مرکزی به هدف‌گذاری تورمی بپردازد. در عین حال، در این سناریو اولاً لازم است که به تثبیت نرخ ارز حقیقی پرداخته شود و ثانیاً به اقدامات احتیاطی اقتصاد کلان برای کاهش بی‌ثباتی بخش مالی اقتصاد پرداخته شود. باین‌حال، در این شرایط امکان کنترل تورم ضمن افزایش تدریجی سطح رفاه و جبران کاهش رفاه دوران تحریم فراهم می‌شود.

### فهرست منابع

- ابراهیمی، ایلناز؛ تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی؛ یادداشت سیاستی، دی ماه ۱۳۹۳.
- Favero, C.A., Giavazzi, F. (2004). "Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil", *National Bureau of Economic Research, Working Paper 10390*.
- Gurbuz, Z. Y., Jobert, T., Tuncer, R. (2008). "The Turkish Experience in Inflation Targeting: Uncertainties and the Efficiency of Monetary Policy", *International Economics*, 116, 127-146.
- Kara, A. H. (2006). "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting", *the Central Bank of the Republic of Turkey, Working Paper 06/03*.
- Petursson, T.G. (2008). "How hard can it be? Inflation Control around the World", *Central Bank of Iceland, Working Paper 40*.
- Romer, D. (2012). *Advanced Macroeconomics*, Fourth Edition, McGraw-Hill.
- Sargent, T. J. 1982. "The End of Four Big Inflations". In R. E. Hall, ed., *Inflation*, 41-98. Chicago: University of Chicago Press.
- Sgard, J. "Hyperinflation and the Reconstruction of a National Money: Argentina and Brazil". *Hal Open Science Working Paper*, 2003(01).
- Walsh, C.E. 2018. *Monetary Theory and Policy*, Fourth Edition, the MIT Press.