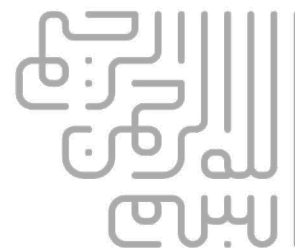


تحلیل تطبیقی سازوکارهای انتقال سیاست پولی با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران؛ بخش اول: مروری نظام‌مند بر کانال‌های انتقال سیاست پولی در ادبیات نظری و تجربی





عنوان: تحلیل تطبیقی سازوکارهای انتقال سیاست پولی با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران؛ بخش اول: مروری نظام‌مند بر کانال‌های انتقال سیاست پولی در ادبیات نظری و تجربی
تهیه و تدوین (Author): علیرضا رعنائی (عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه شهید بهشتی)
واژه‌های کلیدی: سیاست پولی، کانال انتقالی، بانک مرکزی
ناشر: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21906>

Permanent Link: https://report.mrc.ir/article_11974.html

Publisher : Islamic Parliament Research Center of Iran

عنوان: تحلیل تطبیقی سازوکارهای انتقال سیاست پولی با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران؛
بخش اول: مروری نظام‌مند بر کانال‌های انتقال سیاست پولی در ادبیات نظری و تجربی

نوع گزارش: طرح/لایحه ☐، نظارتی ☐، راهبردی ☒، پیش‌نویس قانونی ☐

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه پولی و بانکی)

مدیران مطالعه: محمد جمور، مصطفی حبیب‌اله پورزرشکی

ناظر علمی: میثم خسروی (عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران)

ناظران علمی خارج از مرکز: مهدی دارابی (صاحب‌نظر اقتصادی)،

کامران ندری (عضو هیئت علمی دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق علیه‌السلام)،

سید مهدی حسینی دولت‌آبادی (صاحب‌نظر اقتصادی)

گرافیک و صفحه‌آرایی: علیرضا مقدم، منیره حاجی‌محمدی

تاریخ شروع مطالعه: ۱۴۰۳/۰۷/۲۰



فهرست مطالب

۷	چکیده.....
۸	خلاصه مدیریتی.....
۹	۱. مقدمه.....
۱۳	۲. بررسی کانال‌های مرسوم انتقال سیاست پولی و چالش‌های آن.....
۱۳	۲-۱. کانال‌های متعارف.....
۱۶	۲-۲. ظهور دیدگاه اعتباری: چالشی برای کانال‌های متعارف.....
۲۰	۳. عوامل مؤثر جدید در سازوکارهای انتقال سیاست پولی.....
۲۰	۳-۱. نقش انتظارات و اطلاعات در سازوکار انتقال سیاست پولی.....
۲۵	۳-۲. ساختار بانکی و ثبات مالی.....
۳۱	۳-۳. ساختار مالی.....
۳۴	۳-۴. پیامدهای بخش واقعی.....
۳۸	۳-۵. نابرابری در آمد و توزیع ثروت.....
۴۲	۳-۶. تعامل سیاست پولی با سیاست‌های مالی و بین‌المللی.....
۴۵	۳-۷. سیاست پولی هدفمند و تکنولوژی‌های جدید.....
۴۷	۳-۸. قیمت‌های کلیدی: انرژی و ارز.....
۵۰	۴. درس‌هایی از سازوکارهای انتقال سیاست پولی: چالش‌ها و راهبردهای سیاست‌گذاری.....
۵۰	۴-۱. نرخ بهره اسمی به تنهایی معیار مناسبی برای ارزیابی سیاست پولی نیست.....
۵۰	۴-۲. قیمت دارایی‌ها شاخص مهمی در ارزیابی سیاست پولی است.....
۵۰	۴-۳. سیاست پولی حتی با نرخ بهره نزدیک به صفر نیز می‌تواند مؤثر باشد.....
۵۰	۴-۴. حفظ ثبات قیمتی، هدف کلیدی در سیاست پولی است.....
۵۱	۴-۵. ساختار نهادی و رقابتی، شرط ضروری برای انتقال کامل سیاست پولی است.....
۵۱	۴-۶. تمرکز صرف بر کانال نرخ بهره برای انتقال سیاست پولی کافی نیست؛ قیمت دارایی‌ها، انرژی، و ارز نیز بخشی از انتقال‌اند.....
۵۱	۴-۷. طراحی هدفمند و تطبیق‌پذیر سیاست پولی، در صورت فراهم بودن بستر نهادی مناسب، می‌تواند اثربخشی انتقال سیاست پولی را افزایش دهد.....
۵۱	۴-۸. انتظارات، اعتماد اطلاعات ناقص، می‌توانند مسیر انتقال سیاست پولی را مختل یا معکوس کنند.....
۵۱	۴-۹. انتقال سیاست پولی در اقتصادهای باز و نفتی، تابع سیاست‌های خارجی و قیمت‌های جهانی است.....
۵۵	۵. جمع‌بندی و پیشنهاد سیاستی.....
۵۹	منابع و مأخذ.....

فهرست شکل‌ها

شکل ۱. انواع کانال‌های انتقال سیاست پولی	۱۳
شکل ۲. کانال انتظارات	۲۲
شکل ۳. کانال ساختار بانکی و ثبات مالی	۲۶
شکل ۴. کانال ساختار مالی	۳۱
شکل ۵. پیامدهای بخش واقعی	۳۵
شکل ۶. نابرابری در آمد و توزیع ثروت	۳۹
شکل ۷. تعامل سیاست پولی با سیاست‌های مالی و بین‌المللی	۴۲
شکل ۸. سیاست پولی هدفمند و تکنولوژی‌های جدید	۴۵
شکل ۹. قیمت‌های کلیدی: انرژی و ارز	۴۸

فهرست جدول

جدول ۱. جمع‌بندی کانال‌ها و مسیرهای انتقال سیاست پولی	۵۲
---	----



تحلیل تطبیقی سازوکارهای انتقال سیاست پولی با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران؛ بخش اول: مروری نظام‌مند بر کانال‌های انتقال سیاست پولی در ادبیات نظری و تجربی

چکیده



گزارش حاضر با هدف تحلیل تطبیقی کانال‌های انتقال سیاست پولی، با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران تنظیم شده است. این گزارش نخستین بخش از یک مجموعه تحلیلی سه‌گانه درباره سازوکارهای انتقال سیاست پولی است. در این بخش، تمرکز اصلی بر ارائه یک مرور نظام‌مند نظری - تجربی و شناسایی کانال‌ها، سازوکارها و متغیرهای مؤثر بر انتقال سیاست پولی قرار دارد. در گام بعدی، گزارش دوم به بررسی تجربیات عینی و شواهد سیاست‌گذاری بانک‌های مرکزی منتخب جهان می‌پردازد و در نهایت، گزارش سوم با تمرکز بر داده‌ها و ویژگی‌های نهادی اقتصاد ایران، به ارزیابی تجربی و تحلیل کانال‌های انتقال سیاست پولی - آنچنان که در گزارش اول و دوم از آن بحث شده است - در ایران خواهد پرداخت. در این گزارش، ابتدا رویکردهای متعارف اقتصاد پولی همچون کانال نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت دارایی‌ها و اعتبارات بانکی تحلیل شده‌اند. سپس، یافته‌های جدید تجربی و نظری بررسی شده‌اند که کانال‌های نوینی همچون اثر انتظارات، اطلاعات ناقص، تمرکز بانکی، ساختار ترازنامه‌ای بنگاه‌ها، ویژگی‌های بخش واقعی، نابرابری درآمد و تعاملات سیاستی را به تصویر می‌کشند. این گزارش نشان می‌دهد که انتقال سیاست پولی پدیده‌ای چندوجهی و وابسته به ساختار نهادی، رقابتی، اطلاعاتی و توزیعی اقتصاد است. همچنین تأکید می‌شود که اگرچه ابزار نرخ بهره یکی از کانال‌های اصلی سیاست پولی است، اتکای صرف به آن - بی‌توجه به عملکرد هم‌زمان سایر کانال‌ها و شرایط ساختاری نظام اقتصادی - نمی‌تواند در کشورهایی با ویژگی‌های خاص نهادی همچون ایران، کارکرد مطلوبی در انتقال سیاست پولی داشته باشد. گزارش با ارائه جدول نهایی از چهل و یک کانال انتقالی، یک نمای کلی و یکپارچه از مسیرهای متنوع انتقال سیاست پولی ارائه می‌کند و بستری برای تحلیل‌های تکمیلی فراهم می‌سازد.

بیان/شرح مسئله

در شرایطی که اقتصاد ایران با نوسانات شدید تورمی، ناترازی‌های ساختاری، و محدودیت‌های نهادی در نظام پولی روبه‌روست، یکی از چالش‌های اصلی سیاستگذاران، شناخت دقیق سازوکارهای انتقال سیاست پولی است. به بیان دیگر، چگونه سیاست‌های اتخاذ شده از سوی بانک مرکزی (اعم از تغییر نرخ بهره، کنترل پایه پولی یا مدیریت نقدینگی) می‌توانند بر متغیرهای کلان مانند تولید، اشتغال و تورم اثر بگذارند؟ آیا مسیرهای شناخته شده بین‌المللی برای اقتصاد ایران نیز کارآمدند، یا به سبب تفاوت‌های ساختاری نیاز به بازتعریف دارند؟ این گزارش با هدف پاسخ به این پرسش‌ها، به بررسی تطبیقی کانال‌های انتقال سیاست پولی پرداخته است.

نقطه نظرات/یافته‌های کلیدی

در ادبیات متعارف، کانال‌هایی همچون نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت دارایی‌ها و اعتبار بانکی مسیرهای اصلی انتقال سیاست پولی تلقی می‌شوند؛ اما در ایران این کانال‌ها اغلب با موانع نهادی و ساختاری مواجه‌اند. یافته‌های جدید حاکی از آن است که متغیرهایی همچون انتظارات، کیفیت اطلاع‌رسانی بانک مرکزی، ساختار بانکی، تمرکز بازارهای مالی، نابرابری درآمدی و وضعیت زنجیره تأمین، به عنوان تعدیل‌گر یا کانال‌های مکمل عمل می‌کنند و گاه موجب انحراف سیاست پولی از مسیر مورد نظر می‌شوند. جدیدترین مطالعات (اعم از تجربی و نظری) بر کانال‌های غیرقیمتی تأکید دارند، از جمله آثار سیگنال‌دهی بانک مرکزی، اثر فین‌تک بر واسطه‌گری مالی، یا کانال‌های رفتاری در اقتصادهای نوظهور. بررسی چهل‌ویک مسیر علی‌نشان می‌دهد که اثرگذاری سیاست پولی صرفاً یک رابطه مکانیکی میان نرخ بهره و تقاضای کل نیست، بلکه ترکیبی از متغیرهای نهادی، مالی، بخشی و بین‌المللی در آن نقش دارند.

پیشنهاد راهکار تقنینی، نظارتی یا سیاستی

- بازطراحی ابزارهای سیاست پولی برای عبور از انحصار نرخ بهره و توجه به متغیرهای مکمل مانند قیمت دارایی‌ها، نرخ ارز و شرایط نقدشوندگی.
- ارتقای شفافیت، انسجام و اعتبار ارتباطات بانک مرکزی به منظور تقویت کانال انتظارات و جلوگیری از تفسیرهای معکوس بازار.
- اصلاح ساختار بانکی و کاهش تمرکز اعتباری با هدف افزایش رقابت و کاهش ناهمگونی در واکنش به سیاست پولی.
- هماهنگی میان سیاست پولی و سیاست مالی در سطوح کلان و بخشی به‌ویژه در زمینه مهار تورم انتظاری و تأمین مالی کسری بودجه.
- پایش دقیق پیامدهای توزیعی سیاست پولی به‌ویژه در رابطه با قیمت مسکن و نابرابری در دسترسی به اعتبار.
- پذیرش تنوع نهادی در انتقال سیاست پولی و طراحی سیاست‌هایی متناسب با ویژگی‌های بومی، از جمله استفاده هدفمند از ابزارهای تسهیلات اعتباری خاص و حمایت از کانال‌های اعتباری غیربانکی.

۱. مقدمه

سیاست پولی یکی از مهم‌ترین ابزارهای بانک‌های مرکزی برای دستیابی به اهداف کلان اقتصادی همچون کنترل تورم، مدیریت نقدینگی و هدایت رشد اقتصادی است. میزان اثربخشی این سیاست‌ها به چگونگی انتقال آنها از مسیرهای مختلف اقتصادی به سطح خانوارها و بنگاه‌ها بستگی دارد. در این میان، سازوکارهای انتقال سیاست پولی نقش کلیدی ایفا می‌کنند؛ چراکه توضیح می‌دهند تغییرات در ابزارهای سیاستی نظیر نرخ بهره یا کل‌های پولی، چگونه بر متغیرهای کلان اقتصادی نظیر تورم، تولید، اشتغال و سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند.

آنچه در پی می‌آید، نخستین بخش از یک مجموعه سه‌گانه تحلیلی درباره سازوکارهای انتقال سیاست پولی است که با رویکردی تطبیقی، تلاش دارد دلالت‌های نظری، تجربی و سیاستی این حوزه را با توجه به ویژگی‌های نهادی و ساختاری ایران استخراج کند. در گزارش حاضر، به مثابه گام نخست، مروری نظام‌مند بر ادبیات نظری و تجربی انتقال سیاست پولی ارائه می‌شود. این مرور از دو بخش تشکیل شده است: نخست، بررسی رویکردهای متعارف مبتنی بر منابع پایه اقتصاد پولی؛ دوم، تحلیل یافته‌های پژوهش‌های جدید که یا به شناسایی متغیرهای جدید در چارچوب کانال‌های شناخته‌شده پرداخته یا سازوکارهای نوینی را معرفی کرده‌اند که در ادبیات متعارف مغفول مانده بودند. هدف از این مرور - به‌ویژه بخش دوم - فراهم آوردن بستری مفهومی و تجربی برای تشخیص ظرفیت‌ها و محدودیت‌های سیاست پولی در مواجهه با شرایط خاص اقتصادی کشورهاست؛ نکته‌ای که شاید در نگاه متعارف آنچنان که بایسته و شایسته بوده مورد توجه قرار نگرفته است؛ به‌ویژه در مواردی که ساختار نهادی، مسیرهای انتقال را با اختلال مواجه می‌سازد، این ویژگی‌های خاص به اقتضای ساختار نهادی هر نمونه مطالعاتی ناگزیر خواهد بود. این گزارش در پنج بخش تنظیم شده است: بخش نخست مقدمه گزارش را تشکیل داده است. در بخش دوم، کانال‌های متعارف انتقال سیاست پولی بررسی می‌شود؛ بخش سوم به یافته‌های پژوهش‌های جدیدتر درباره کانال‌ها و متغیرهای نوظهور می‌پردازد؛ در بخش چهارم درس‌های گرفته شده از یافته‌های پژوهشی ارائه می‌شود و در نهایت در بخش پنجم جمع‌بندی و پیشنهادهای سیاسی ارائه می‌شود.

سازوکار انتقال سیاست پولی به مجموعه فرایندهایی اطلاق می‌شود که از طریق آنها تغییر در ابزارهای سیاستی - نظیر پایه پولی یا نرخ بهره - به متغیرهای واقعی اقتصاد مانند تولید، اشتغال و تورم منتقل می‌شود [۱]. این سازوکارها روشن می‌کنند که سیاست‌های پولی چگونه از مسیر بازارهای مالی، نرخ‌های بهره، قیمت‌داری‌ها و جریان اعتبار، بر تولید ناخالص داخلی واقعی و سطح عمومی قیمت‌ها اثر می‌گذارند [۲]. تیلور^۱ بر این باور است که برای تحلیل اثر سیاست پولی، تمرکز صرف بر حجم پول کافی نیست و باید به جای آن، از تغییرات قیمتی در بازارهای مالی به عنوان مبنای ارزیابی استفاده کرد. وی از جمله نخستین اقتصاددانانی بود که بر لزوم عبور از چارچوب‌های صرفاً نظری به سوی تحلیل‌های تجربی در سیاست پولی تأکید داشت.

1. Taylor



درک و تحلیل سازوکارهای انتقال سیاست پولی، به‌ویژه در دوران نوسانات اقتصادی، از اهمیت روزافزونی برخوردار شده است. به‌زعم بویوین^۱ و همکاران [۳]، این اهمیت از دو منظر قابل توجه است: نخست، برای ارزیابی وضعیت سیاست پولی در هر مقطع زمانی و تشخیص انبساطی یا انقباضی بودن آن؛ دوم، برای طراحی و تنظیم بهینه ابزارهای سیاستی. در بُعد نخست، تحلیل سازوکارهای انتقال به سیاستگذار کمک می‌کند تا فراتر از سطح ابزارهای ظاهری - مانند نرخ بهره اسمی - به آثار نهایی سیاست بر متغیرهای اقتصادی توجه کند. برای نمونه، ممکن است نرخ بهره رسمی در سطح پایینی قرار داشته باشد، اما ترکیب آثار آن بر قیمت دارایی‌ها، نقدینگی و اعتبارات بانکی به‌گونه‌ای باشد که سیاست در عمل، ماهیتی انقباضی داشته باشد. از این‌رو، صرف اتکا به یک شاخص منفرد برای قضاوت درباره سیاست پولی گمراه‌کننده خواهد بود. در بُعد دوم، شناخت مسیرها و شدت اثرگذاری ابزارهای مختلف سیاست پولی بر بخش‌های گوناگون اقتصاد، سیاستگذار را قادر می‌سازد تا اقدامات خود را متناسب با اهدافی نظیر کنترل تورم، تحریک تولید، یا تثبیت مالی طراحی و آثار احتمالی آنها را با دقت بیشتری پیش‌بینی کند.

شناخت دقیق سازوکارهای انتقال سیاست پولی برای سیاستگذاران از منظر عملی نیز حیاتی است. این شناخت، آنها را در اتخاذ تصمیم‌های مؤثر و متناسب با وضعیت اقتصادی یاری می‌دهد و امکان پاسخ‌گویی به پرسش‌های کلیدی سیاستی را فراهم می‌سازد؛ از جمله:

۱ در شرایط رکودی، چه نوع سیاست پولی می‌تواند مؤثر واقع شود؟

۲ چگونه می‌توان میان کنترل تورم و رشد اقتصادی توازن برقرار کرد؟

۳ آیا تداوم رژیم نرخ ارز ثابت مطلوب‌تر است یا گذار به‌سوی نظام نرخ ارز شناور؟ [۴].

پاسخ به این پرسش‌ها مستلزم آن است که سیاستگذار بداند هر ابزار پولی از چه مسیرهایی و با چه موانعی به بخش واقعی اقتصاد منتقل می‌شود، و تحت چه شرایطی این انتقال می‌تواند ناکارآمد یا منحرف شود. لازم به تأکید است که اهمیت و نقش هریک از کانال‌های انتقال سیاست پولی، مستقل از چارچوب مفهومی و رژیم سیاستگذاری پولی قابل ارزیابی نیست. در ادبیات پولی، بسته به اینکه سیاست پولی بر چه مبنایی اجرا می‌شود، کانال‌های انتقال به کانال‌های اصلی و فرعی تفکیک می‌گردند. در چارچوب هدف‌گذاری تورمی، که امروزه در بسیاری از اقتصادهای پیشرفته و نوظهور به کار گرفته می‌شود، نرخ بهره سیاستی ابزار محوری بانک مرکزی است و در نتیجه، کانال نرخ بهره به‌عنوان کانال اصلی انتقال سیاست پولی تلقی می‌شود؛ در حالی که سایر کانال‌ها - مانند نرخ ارز، قیمت دارایی‌ها و اعتبار - نقش مکمل یا تقویتی ایفا می‌کنند. در مقابل، در چارچوب‌های پول‌گرایانه که سیاست پولی بر مدیریت مستقیم کل‌های پولی - به‌ویژه پایه پولی - استوار است، کانال اصلی انتقال، کانال مستقیم حجم پول تلقی می‌شود و اثرگذاری سیاست پولی از مسیر تغییر در عرضه پول و پیامدهای آن بر تقاضای کل تحلیل می‌شود. همچنین، در رژیم‌های ارزی میخکوب شده، به‌دلیل محدودیت یا فقدان استقلال سیاست پولی، سازوکارهای متعارف انتقال سیاست پولی موضوعیت محدودی دارند و ابزارهای پولی ناگزیر تابع ملاحظات ارزی قرار می‌گیرند. از این‌رو، تلقی عملیاتی از سیاست پولی و نحوه تحلیل کانال‌های انتقال آن، به‌طور بنیادین وابسته به چارچوب نهادی

و رژیم سیاستگذاری حاکم بر اقتصاد است. این گزارش، با آگاهی از این تمایز مفهومی، ابتدا کانال‌های متعارف را به صورت کلی معرفی می‌کند و سپس در بخش‌های بعدی نشان می‌دهد که چگونه شرایط نهادی و ساختاری، نقش و اهمیت هر کانال را دگرگون می‌سازد.

در اقتصادهای توسعه‌یافته، انتقال سیاست پولی عمدتاً از طریق چند کانال مشخص صورت می‌گیرد که هریک سازوکار متفاوتی برای اثرگذاری بر متغیرهای کلان اقتصادی دارد. مهم‌ترین این کانال‌ها عبارت‌اند از:

۱ کانال نرخ بهره: کاهش نرخ بهره سیاستی موجب کاهش هزینه تأمین مالی و افزایش تمایل خانوارها و بنگاه‌ها به دریافت وام می‌شود. این فرایند، مصرف و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و در نهایت موجب تقویت تقاضای کل می‌شود.

۲ کانال نرخ ارز: با کاهش نرخ بهره، ارزش پول ملی در برابر ارزهای خارجی کاهش می‌یابد. تضعیف نرخ ارز، صادرات را رقابتی‌تر و واردات را پرهزینه‌تر می‌سازد که در نهایت به بهبود تراز تجاری، رشد تقاضای کل و رشد تولید داخلی منجر می‌شود.

۳ کانال قیمت دارایی‌ها: کاهش نرخ بهره باعث افزایش ارزش دارایی‌هایی نظیر سهام و املاک می‌شود. افزایش ثروت حاصل از این روند، تمایل خانوارها را به مصرف افزایش می‌دهد و از این مسیر تقاضای کل را تقویت می‌کند.

۴ کانال اعتبار: سیاست پولی انبساطی موجب تسهیل شرایط تأمین مالی و افزایش توان و تمایل بانک‌ها برای اعطای وام می‌شود. این گسترش اعتبار، محرک فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری در سطح کل اقتصاد خواهد بود.

با وجود وضوح نسبی کانال‌های انتقال سیاست پولی در اقتصادهای توسعه‌یافته، این سازوکارها در اقتصاد ایران با موانع ساختاری و نهادی متعددی مواجه‌اند. عواملی نظیر کنترل‌های دولتی بر نرخ‌های بهره، محدودیت در استقلال عملیاتی بانک مرکزی، ضعف نهادهای مالی و بانکی، و نوسانات مزمن نرخ ارز موجب شده‌اند که اثرگذاری سیاست‌های پولی در عمل با اختلال روبه‌رو شود. این اختلال‌ها سبب می‌شوند که سیاست‌های پولی نه فقط با تأخیر و شدت نامطلوب به بخش واقعی اقتصاد منتقل شوند، بلکه در برخی موارد، نتایج آنها خلاف انتظارات سیاستگذار باشد. پیامد چنین ناکارآمدی‌هایی، کاهش اثربخشی ابزارهای سیاست پولی در کنترل تورم و مدیریت نقدینگی، و در سطحی کلان‌تر، تضعیف ثبات اقتصادی خواهد بود. یکی از مهم‌ترین و متعارف‌ترین مسیرهای انتقال سیاست پولی، اثرگذاری از طریق نرخ بهره واقعی است. در این چارچوب، کاهش نرخ بهره سیاستی توسط بانک مرکزی، هزینه واقعی استقراض را کاهش می‌دهد و موجب افزایش تمایل خانوارها و بنگاه‌ها به دریافت تسهیلات می‌شود. این افزایش وام‌گیری، در نهایت مصرف، سرمایه‌گذاری و تقاضای کل را تقویت می‌کند. در حالی که در ادبیات کلاسیک تمرکز اصلی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها به عنوان محرک اصلی این کانال بود، مطالعات جدیدتر بر نقش تصمیمات مصرفی خانوارها- به‌ویژه در حوزه مسکن و کالاهای بادوام- نیز تأکید دارند. ویژگی اساسی این سازوکار، تمرکز بر نرخ بهره واقعی (یعنی نرخ بهره اسمی تعدیل‌شده با انتظارات تورمی) است؛ چراکه تصمیمات اقتصادی اغلب براساس هزینه واقعی تأمین مالی اتخاذ می‌شوند.



از حیث نظری، حتی در شرایطی که نرخ بهره اسمی به کرانه پایین صفر^۱ برسد، سیاست پولی می‌تواند از طریق تغییر در انتظارات تورمی و کاهش نرخ بهره واقعی همچنان اثرگذار باقی بماند. با این حال، اثربخشی این کانال همواره محل مناقشه بوده است. برای نمونه، تیلور (۱۹۹۵) شواهد تجربی متعددی را در تأیید تأثیرگذاری نرخ بهره واقعی بر مخارج سرمایه‌گذاری و مصرف ارائه می‌دهد، در حالی که برنانکی و گرتلر^۲ (۱۹۹۵) با تردید به این نتیجه می‌نگرند و بر فقدان شواهد تجربی قوی در این زمینه تأکید دارند. تداوم چنین مناقشاتی، انگیزه‌ای برای بررسی سایر کانال‌های انتقال سیاست پولی فراهم کرده است [۵].

در کنار کانال نرخ بهره، سایر سازوکارهای انتقال سیاست پولی نیز از سوی اقتصاددانان مورد توجه قرار گرفته‌اند. میشکین^۳ (۱۹۹۶) این کانال‌ها را در دو دسته کلی طبقه‌بندی می‌کند: نخست، سازوکارهایی که از مسیر تغییرات قیمت دارایی‌ها (غیر از نرخ بهره) عمل می‌کنند؛ دوم، سازوکارهایی که مبتنی بر اطلاعات نامتقارن در بازارهای اعتباری‌اند و تحت عنوان «دیدگاه اعتباری» شناخته می‌شوند. بویوین^۴ و همکاران (۲۰۱۰) نیز با نگاهی ساختارمند، کانال‌های انتقال را به دو چارچوب نظری اصلی تقسیم می‌کنند: نخست، دیدگاه نئوکلاسیک که بر فرض کارکرد کامل و بدون اصطکاک بازارهای مالی استوار است و انتقال سیاست پولی را از مسیر قیمت‌های بازار و نرخ‌های بهره توضیح می‌دهد؛ دوم، دیدگاه غیرنئوکلاسیک یا اعتباری که با مفروض گرفتن ناکارایی‌ها و نارسایی‌های ساختاری در بازارهای مالی، نقش واسطه‌های مالی و سازوکارهای اعتبارمحور را در کانون تحلیل قرار می‌دهد. در نسخه روزآمدتری از این طبقه‌بندی، میشکین [۶] با ارائه چارچوبی نظام‌مند، مجموعه‌ای جامع از کانال‌های انتقال سیاست پولی را ارائه می‌دهد که علاوه بر کانال‌های کلاسیک، مسیرهای جدیدتر شامل انتظارات، ریسک، و بخش مالی را نیز دربرمی‌گیرد. این چارچوب در شکل ۱ نمایش داده شده است و مبنای تحلیل در بخش‌های بعدی خواهد بود.

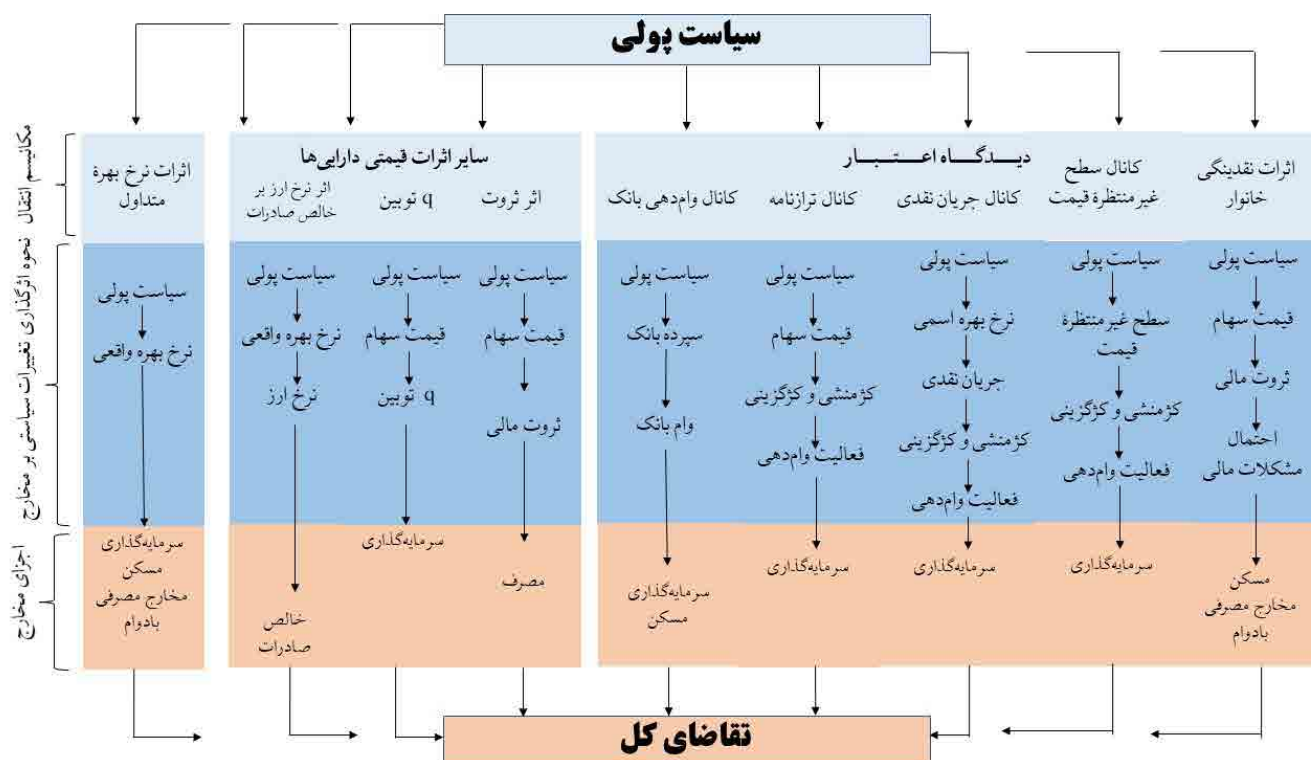
1. Zero Lower Bound

2. Gertler and Bernanke

3. Mishkin

4. Boivin

شکل ۱. انواع کانال‌های انتقال سیاست پولی [۶]



۲. بررسی کانال‌های مرسوم انتقال سیاست پولی و چالش‌های آن

۲-۱. کانال‌های متعارف

در این بخش، کانال‌های متعارف انتقال سیاست پولی معرفی می‌شوند؛ سازوکارهایی که همگی از نقطه آغازین نرخ بهره واقعی شروع می‌شوند، اما در طول مسیر انتقال، تفاوت آنها در متغیرهای واسطه و نحوه اثرگذاری بر متغیرهای کلان مانند تقاضای کل است. نخستین و رایج‌ترین مسیر، تأثیر نرخ بهره واقعی بر سرمایه‌گذاری و از آن طریق، بر تقاضای کل است.

۲-۱-۱. کانال نرخ بهره

نگرش متداول به سازوکار انتقال سیاست پولی بر این فرض استوار است که کاهش نرخ بهره واقعی، هزینه استقراض را کاهش و از این طریق سرمایه‌گذاری و تقاضای کل را افزایش می‌دهد. این رابطه را می‌توان به صورت زنجیره علی (۱) نشان داد:

$$\text{نرخ بهره واقعی} \downarrow \Rightarrow \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \Rightarrow \text{تقاضای کل} \uparrow \quad (۱)$$

رابطه (۱) نشان می‌دهد که سیاست پولی انبساطی، باعث کاهش نرخ بهره واقعی می‌شود، که به نوبه خود هزینه استقراض را کاهش می‌دهد و باعث افزایش مخارج سرمایه‌گذاری، و در نهایت باعث افزایش تقاضای کل می‌شود. هرچند جان مینارد کینز^۱ کانال نرخ

1. John Maynard Keynes



بهره را به عنوان سازوکاری معرفی کرده که از طریق تصمیمات سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها اثرگذار است، در ادامه اقتصاددانان دریافتند که تصمیمات مصرف‌کنندگان در مورد مسکن و کالاهای بادوام (مانند خودرو و یخچال) نیز در زمره تصمیمات سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد. بنابراین، نرخ بهره‌ای که در اینجا بحث می‌شود و بر تصمیمات بنگاه اثرگذار است، به همان اندازه بر مخارج مصرف‌کنندگان نیز تأثیر دارد. از این رو، باید در نظر داشت که «سرمایه‌گذاری» در اینجا مفهومی موسّع دارد و شامل تصمیمات بلندمدت خانوارها نیز می‌شود.

از ویژگی‌های مهم سازوکار انتقال سیاست پولی، آن است که بر نرخ بهره واقعی (و نه اسمی) تأکید می‌شود. زیرا نرخ بهره واقعی (درواقع نرخ بهره اسمی که تورم انتظاری از آن کسر شده است) معیار و ملاک کنشگران در تصمیم‌گیری‌ها خواهد بود. اهمیت این تمایز زمانی روشن‌تر می‌شود که نقش تورم انتظاری در تعیین نرخ بهره واقعی بررسی شود. مطابق رابطه فیشر، حتی اگر نرخ بهره اسمی ثابت بماند، افزایش در تورم انتظاری می‌تواند نرخ بهره واقعی را کاهش دهد و بنابراین اثر مشابهی با کاهش نرخ بهره اسمی بر جای بگذارد. این فرایند را می‌توان به صورت رابطه (۲) نشان داد.

$$\text{تورم انتظاری} \uparrow \Leftrightarrow \text{نرخ بهره واقعی} \downarrow \Leftrightarrow \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \Leftrightarrow \text{تقاضای کل} \uparrow \quad (۲)$$

با این توضیح، روشن می‌شود که حتی بدون اقدام مستقیم از سوی سیاستگذار پولی، تحولات انتظاراتی می‌توانند نرخ بهره مؤثر را تعدیل و مسیر انتقال سیاست پولی را فعال کنند. در پایان باید توجه داشت که یکی از نقدهای اساسی به دیدگاه متعارف آن است که فقط بر نرخ بهره تمرکز دارد؛ در حالی که انتقال سیاست پولی از مسیرهای دیگری مانند نرخ ارز، ترازنامه‌ها، قیمت سهام و همچنین واکنش قیمت دارایی‌ها نیز می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای داشته باشد. در ادامه به این کانال‌ها پرداخته خواهد شد.

۲-۱-۲. کانال نرخ ارز

کانال نرخ ارز یکی دیگر از مسیرهای کلیدی انتقال سیاست پولی است که همچون کانال نرخ بهره، تحت تأثیر نرخ بهره واقعی عمل می‌کند. با این تفاوت که در اینجا اثرگذاری از مسیر بازار ارز و تراز تجاری منتقل می‌شود، نه از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم. کاهش نرخ بهره واقعی، جذابیت نگهداری دارایی‌های ریالی را برای سرمایه‌گذاری - داخلی و خارجی - کاهش می‌دهد. در نتیجه، تقاضا برای ریال کاهش و هم‌زمان تقاضا برای ارزهای خارجی (مانند دلار) افزایش می‌یابد. این جابه‌جایی در تقاضا به افزایش نرخ ارز (یعنی تضعیف ارزش ریال) منجر می‌شود. تضعیف پول ملی اثر دوگانه‌ای بر تجارت خارجی دارد: از یک سو، کالاهای ایرانی در بازارهای بین‌المللی ارزان‌تر و رقابتی‌تر می‌شود و در نتیجه صادرات افزایش می‌یابد؛ از سوی دیگر، کالاهای وارداتی برای مصرف‌کنندگان داخلی گران‌تر می‌شود و بنابراین نقش مثبتی در تحریک تولید و اشتغال ایفا می‌کند. فرایند کلی اثرگذاری کانال نرخ ارز را می‌توان به صورت رابطه (۳) نشان داد:

$$\begin{aligned} \text{نرخ بهره واقعی} \downarrow &\Leftrightarrow \text{جذابیت دارایی‌های ریالی} \downarrow \Leftrightarrow \text{تقاضا برای ریال} \downarrow, \text{تقاضا برای دلار} \uparrow \Leftrightarrow \text{نرخ ارز} \uparrow \quad (۳) \\ &\uparrow \Leftrightarrow \text{صادرات} \uparrow, \text{واردات} \downarrow \Leftrightarrow \text{تقاضای کل} \uparrow \end{aligned}$$

بنابراین، اگرچه محرک اولیه در این کانال نیز نرخ بهره واقعی است، مسیر انتقال اثر، از طریق بازار ارز و تغییر در تراز خارجی صورت می‌گیرد، به همین دلیل، باید در نظر داشت که این کانال به نوعی متأثر از کانال نرخ بهره واقعی، اما مسیر اثرگذاری آن متفاوت است.

۲-۱-۳. نظریه q توبین

یکی دیگر از مسیرهای انتقال سیاست پولی، نظریه q توبین^۱ است که نشان می‌دهد چگونه تغییرات در قیمت سهام، می‌توانند بر

1. Tobin

سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها اثرگذار باشند. در این نظریه، نسبت q به صورت نسبت بین ارزش بازاری دارایی‌های بنگاه به هزینه جایگزینی همان دارایی‌ها تعریف می‌شود. هرگاه این نسبت زیاد باشد (یعنی ارزش بازاری بنگاه بالا و هزینه جایگزینی ثابت یا پایین باشد)، بنگاه‌ها انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری خواهند داشت؛ چراکه انتشار سهام جدید برای تأمین مالی به صرفه‌تر خواهد بود. به بیان ساده، افزایش قیمت سهام موجب رشد ارزش بازاری بنگاه می‌شود، در حالی که هزینه جایگزینی دارایی‌ها معمولاً ثابت است. این امر به افزایش q و در نتیجه تقویت انگیزه بنگاه برای سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و تجهیزات جدید منجر خواهد شد. سیاست پولی انبساطی که به کاهش نرخ بهره واقعی منجر می‌شود، انگیزه سرمایه‌گذاری را برای نگهداری دارایی‌های مالی نظیر سهام افزایش می‌دهد. در نتیجه، قیمت سهام در بازار بالا می‌رود، q افزایش می‌یابد و بنگاه‌ها با سهولت بیشتری می‌توانند منابع مالی جذب کنند و سرمایه‌گذاری خود را گسترش دهند. فرایند کانال اثرگذاری q به صورت رابطه (۴) است:

$$\text{نرخ بهره واقعی} \downarrow \Leftarrow \text{قیمت سهام} \uparrow \Leftarrow \text{نسبت } q \Leftarrow \text{سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها} \uparrow \Leftarrow \text{تقاضای کل} \uparrow \quad (۴)$$

نکته مهم آن است که این کانال نیز، همچون کانال نرخ ارز، با تغییر نرخ بهره واقعی آغاز می‌شود، اما مسیر اثرگذاری آن از بازار سرمایه و ارزش بازاری بنگاه‌ها می‌گذرد.

۴-۱-۲. اثرهای ثروت و مصرف خانوار

علاوه بر اثرگذاری سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها (مطابق نظریه q توبین)، یکی دیگر از مسیرهای مهم انتقال، اثر ثروت بر رفتار مصرفی خانوارهاست. این اثر در چارچوب فرضیه چرخه عمر مصرف مودیگلیانی^۱ قابل تحلیل است؛ براین اساس، افزایش ثروت می‌تواند خانوار را به افزایش مصرف ترغیب کند.

از منظر مالی، کاهش نرخ بهره واقعی موجب افزایش ارزش فعلی جریان‌های درآمدی آتی دارایی‌های مالی می‌شود؛ به‌ویژه در مورد سهام که ارزش آن برابر است با تنزیل سودهای آتی، کاهش نرخ بهره باعث افزایش قیمت فعلی سهام می‌شود. همچنین، با کاهش نرخ بهره، بازده نسبی نگهداری دارایی‌های مالی و غیرمالی نسبت به اوراق کم‌ریسک افزایش می‌یابد و تقاضا برای آنها بیشتر می‌شود. بنابراین، هنگامی که نرخ بهره واقعی کاهش می‌یابد، قیمت دارایی‌های مالی مانند سهام و دارایی‌های غیرمالی مانند املاک افزایش می‌یابد. این افزایش ارزش دارایی‌ها، ثروت مالی خانوارها را ارتقا می‌دهد. خانوارهایی که خود را ثروتمندتر احساس می‌کنند، تمایل کمتری به پس‌انداز خواهند داشت و بخشی از ثروت افزایش‌یافته را به مصرف اختصاص می‌دهند. این رشد مصرف در سطح کلان به افزایش تقاضای کل منجر می‌شود. فرایند اثرگذاری کانال ثروت را می‌توان به صورت رابطه (۵) نشان داد:

$$\text{نرخ بهره واقعی} \downarrow \Leftarrow \text{قیمت سهام و دارایی} \uparrow \Leftarrow \text{ثروت خانوار} \Leftarrow \text{مصرف خانوار} \uparrow \Leftarrow \text{تقاضای کل} \uparrow \quad (۵)$$

در این میان، بازار مسکن نقش دوگانه‌ای ایفا می‌کند؛ از یک سو، خانوارهای صاحبخانه با افزایش قیمت املاک، احساس ثروتمندتر شدن می‌کنند و ممکن است هزینه‌های خود را افزایش دهند. از سوی دیگر، خانوارهایی که قصد خرید مسکن دارند، ممکن است با افزایش قیمت‌ها، از مصرف برخی کالاها صرف‌نظر کنند یا پس‌انداز خود را افزایش دهند تا بتوانند در آینده خانه بخرند. از این رو، اثر ثروت از مسیر املاک پیچیده‌تر از دارایی‌های مالی است و ممکن است به نتایج ناهم‌سویی در رفتار مصرفی گروه‌های مختلف خانوار منجر شود.

1. Modigliani Consumption Life Cycle Hypothesis



۲-۲. ظهور دیدگاه اعتباری: چالشی برای کانال‌های متعارف

شواهد تجربی از دهه‌های اخیر، به‌ویژه پس از بحران مالی ۲۰۰۸، نشان داده‌اند که تبیین متعارف انتقال سیاست پولی - که عمدتاً مبتنی بر رابطه میان نرخ بهره واقعی و مخارج سرمایه‌گذاری و مصرف است - در بسیاری از موارد، قدرت تبیینی محدودی دارد و نمی‌تواند رفتارهای مشاهده شده در بازارهای مختلف را به‌درستی توضیح دهد. برای مثال، در برخی دوره‌ها، کاهش قابل توجه در نرخ بهره نه فقط به افزایش سرمایه‌گذاری یا مصرف نینجامیده، بلکه همراه با رکود یا انسداد اعتباری^۱ نیز بوده است. این پدیده می‌تواند ناشی از سازوکارهای متفاوتی باشد که باید به‌طور مفهومی از یکدیگر تفکیک شوند. در برخی موارد، محدودیت‌هایی نظیر کران پایین صفر نرخ بهره امکان استفاده مؤثر از ابزارهای متعارف سیاست پولی را کاهش می‌دهد. در موارد دیگر، اقتصاد ممکن است با رکود ترازنامه‌ای مواجه باشد؛ وضعیتی که در آن بنگاه‌ها و خانوارها به دلیل بدهی‌های انباشته و ضعف ترازنامه‌ای، حتی در مواجهه با نرخ‌های بهره پایین نیز تمایلی به افزایش وام‌گیری و مخارج ندارند. افزون بر این، حتی در غیاب کران پایین صفر یا رکود ترازنامه‌ای به معنای خاص آن، تقویت اصطکاک‌های مالی و تشدید مشکلات اطلاعات نامتقارن می‌تواند باعث شود که کاهش نرخ بهره به افزایش اعتباردهی، سرمایه‌گذاری و مصرف منجر نشود. این دسته از سازوکارها، در چارچوب «دیدگاه اعتباری» سیاست پولی تحلیل می‌شوند. در این میان، سه دلیل اصلی برای تأکید بر اهمیت کانال‌های اعتباری در انتقال سیاست پولی قابل طرح است:

نخست، شواهد تجربی فراوانی در مورد رفتار بنگاه‌ها حاکی از آن است که اصطکاک‌های مالی - که محور اصلی کانال‌های اعتباری اند - بر تصمیم‌گیری‌های حیاتی مانند استخدام و سرمایه‌گذاری اثرگذارند. دوم، مطالعات نشان داده‌اند که بنگاه‌های کوچک به دلیل دسترسی محدودتر به منابع مالی، آسیب‌پذیری بیشتری در برابر سیاست‌های پولی انقباضی دارند. در مقابل، بنگاه‌های بزرگ که وابستگی کمتری به منابع اعتباری رسمی دارند، آثار خفیف‌تری از این سیاست‌ها تجربه می‌کنند [۸]، [۷]، [۵]. سوم، و شاید مهم‌ترین نکته، آن است که چارچوب تحلیلی مبتنی بر اطلاعات نامتقارن و اصطکاک‌های مالی، صرفاً به انتقال سیاست پولی محدود نمی‌شود، بلکه در بسیاری از حوزه‌های اقتصاد - از رفتار بنگاه تا نابرابری مالی - به عنوان چارچوبی نظری و تجربی معتبر پذیرفته شده است. در این چارچوب، دو کانال اصلی اعتباری در انتقال سیاست پولی شناسایی شده‌اند:

۱- کانال وام‌دهی بانکی: در این کانال، ظرفیت وام‌دهی بانک‌ها نقش محوری دارد. اگر سیاست پولی به افزایش توان بانک‌ها برای اعطای وام منجر شود، نقدینگی در نظام بانکی افزایش می‌یابد. این امر به نوبه خود باعث تسهیل تأمین مالی برای کسب‌وکارها و خانوارها می‌شود و در نتیجه سرمایه‌گذاری، مصرف، و رشد اقتصادی را تحریک می‌کند.

۲- کانال ترازنامه‌ای: در این سازوکار، اثر سیاست پولی از مسیر تغییر در ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های بنگاه‌ها و خانوارها منتقل می‌شود. افزایش ارزش دارایی‌ها (نظیر سهام یا املاک) وضعیت ترازنامه‌ای آنها را بهبود می‌دهد و باعث می‌شود اعتباردهندگان تمایل بیشتری به اعطای وام نشان دهند. در مقابل، اگر ارزش دارایی‌ها کاهش یابد یا بدهی‌ها سنگین‌تر شود، وضعیت اعتباری تضعیف و دسترسی به منابع مالی سخت‌تر می‌شود. به همین دلیل، این کانال به‌ویژه در دوره‌های رکود یا بحران‌های مالی، از اهمیت بالایی برخوردار است.

۲-۲-۱. کانال وام‌دهی بانکی

بانک‌ها به عنوان واسطه‌های مالی، نقش کلیدی در کاهش اطلاعات نامتقارن میان وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان ایفا می‌کنند. این نقش به‌ویژه در کشورهایی که بازارهای مالی توسعه‌یافته و فراگیر ندارند، پررنگ‌تر است. در چنین شرایطی، بنگاه‌ها برای تأمین مالی عمدتاً به شبکه بانکی وابسته‌اند و در نتیجه، هرگونه تغییر در ظرفیت وام‌دهی بانک‌ها می‌تواند بر سطح سرمایه‌گذاری و تولید

تأثیرگذار باشد. اگر بانک مرکزی از طریق ابزارهایی مانند خرید اوراق بهادار از بانک‌ها، کاهش نرخ ذخیره قانونی، یا اعطای اعتبار مستقیم، حجم ذخایر بانکی را افزایش دهد، این ذخایر در سمت دارایی بانک‌ها ثبت می‌شود و تمایل آنها را برای وام‌دهی افزایش می‌دهد. در نتیجه، بانک‌ها قادر خواهند بود منابع مالی بیشتری به بنگاه‌ها و خانوارها تخصیص دهند که این امر به افزایش سرمایه‌گذاری و تحریک تقاضای کل منجر می‌شود. به‌طور خلاصه، این فرایند را می‌توان به این صورت نشان داد:

ذخایر بانکی $\uparrow$ $\Leftarrow$ افزایش توان وام‌دهی بانک‌ها $\uparrow$ $\Leftarrow$ بهبود تأمین مالی $\Leftarrow$ $\uparrow$ سرمایه‌گذاری $\Leftarrow$ تقاضای کل $\uparrow$ (۶)

با این حال، در نظام‌های بانکداری مدرن - به‌ویژه در کشورهای توسعه‌یافته با مقررات احتیاطی سخت‌گیرانه و نظارت‌های دقیق بانک مرکزی - تفسیر متعارف و سپرده‌محور از کانال وام‌دهی بانکی تضعیف یا بازنگری شده است. زیرا عرضه وام بانکی صرفاً تابع تغییرات سپرده یا ذخایر نیست، بلکه به وضعیت ترازنامه، نقدشوندگی، سرمایه و ریسک بانک‌ها نیز وابسته است [۱۱]، [۱۰]، [۹]. در مقابل، در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه، به دلیل توسعه نیافتگی بازارهای مالی و وابستگی بالای بنگاه‌ها به تأمین مالی بانکی، کانال وام‌دهی بانکی اهمیت نهادی بیشتری دارد؛ هرچند انتقال سیاست پولی در این اقتصادها غالباً ضعیف، ناقص یا ناهمگن است [۱۳]، [۱۲].

در چارچوب‌های متعارف سیاست پولی - به‌ویژه رویکرد نئوکلاسیک - فرض بر آن است که بازارهای مالی کامل‌اند و قیمت‌های بازار، به‌ویژه نرخ بهره واقعی، به‌تنهایی نقش کلیدی در تخصیص منابع ایفا می‌کنند. در این دیدگاه، نرخ بهره به‌عنوان متغیر قیمتی، سیگنال لازم برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و مصرف را فراهم می‌کند و نیازی به تحلیل نهادهای واسطه‌گر مالی احساس نمی‌شود. اما کانال وام‌دهی بانکی این فرض متعارف را به چالش می‌کشد و بر نقش نهادی و غیرقیمتی بانک‌ها در فرایند تخصیص اعتبار تأکید دارد. این کانال نشان می‌دهد که حتی اگر نرخ بهره سیاستی کاهش یابد، در صورت ضعف ترازنامه‌ای بانک‌ها یا وجود محدودیت‌های نهادی، ممکن است وام‌دهی افزایش نیابد و اثر سیاست پولی به بخش واقعی منتقل نشود. بنابراین، درحالی‌که کانال نرخ بهره بر واکنش مصرف و سرمایه‌گذاری به قیمت پول تمرکز دارد، کانال وام‌دهی بانکی به ظرفیت خلق اعتبار توسط واسطه‌های مالی توجه دارد؛ ظرفیتی که خود می‌تواند مستقل از نرخ بهره، نقش تعیین‌کننده‌ای در انتقال سیاست پولی ایفا کند.

۲-۲-۲. کانال ترازنامه‌ای

وضعیت مالی بنگاه‌ها نقشی تعیین‌کننده در دسترسی آنها به منابع مالی دارد. هرچه ارزش خالص دارایی‌های بنگاه بالاتر باشد، احتمال دریافت وام از سوی نظام بانکی نیز بیشتر است؛ زیرا بانک‌ها بنگاه را از نظر اعتباری کم‌ریسک‌تر ارزیابی می‌کنند. در مقابل، زمانی که ارزش خالص دارایی‌ها کاهش یابد، ریسک اعتباری بنگاه افزایش و احتمال اعطای تسهیلات کاهش می‌یابد. در این شرایط، دو نوع مشکل اطلاعاتی در رابطه میان بانک و بنگاه پدیدار می‌شود:

۱. **کژگزینی:**^۱ بانک قادر به تمایز دقیق میان بنگاه‌های پرریسک و کم‌ریسک نیست.

۲. **کژمنشی:**^۲ بنگاه‌هایی با ارزش خالص پایین ممکن است انگیزه بیشتری برای انجام پروژه‌های پرریسک پیدا کنند که بازپرداخت وام را در معرض خطر قرار می‌دهد.

سیاست پولی می‌تواند از طریق بهبود وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌ها، این اصطکاک‌های اطلاعاتی را کاهش دهد. برای مثال، اگر

1. Adverse Selection
2. Moral Hazard



بانک مرکزی با اتخاذ سیاست پولی انبساطی باعث افزایش قیمت دارایی‌های مالی (مانند سهام) شود، در نتیجه ارزش خالص دارایی‌های بنگاه‌ها نیز افزایش می‌یابد. این بهبود در وضعیت مالی، احتمال بروز کژگزینی و کژمنشی را کاهش می‌دهد و موجب می‌شود بانک‌ها تمایل بیشتری به اعطای تسهیلات نشان دهند. در نهایت، این فرایند می‌تواند به افزایش سرمایه‌گذاری، تولید، و تقاضای کل منجر شود.

نرخ بهره ↓ ⇔ ارزش خالص بنگاه‌ها ↑ ⇔ کژمنشی و کژگزینی ⇔ ↓ وام‌دهی ↑ ⇔ سرمایه‌گذاری ↑ ⇔ (۷)
تقاضای کل

۳-۲-۲. کانال جریان نقدی

یکی دیگر از مسیرهای انتقال سیاست پولی، کانال جریان نقدی^۱ است. منظور از جریان نقدی، تفاضل میان دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی بنگاه‌ها در یک دوره زمانی معین است. هرچه این تفاوت بیشتر به نفع دریافت‌ها باشد، نقدینگی در دسترس بنگاه بیشتر خواهد بود و وضعیت مالی آن بهبود خواهد یافت. در این کانال، سیاست پولی انبساطی از طریق کاهش نرخ بهره اسمی، هزینه بازپرداخت بدهی‌های بانکی را برای بنگاه‌ها کاهش می‌دهد. در نتیجه، بخش بزرگ‌تری از درآمدهای بنگاه صرف پرداخت بهره نمی‌شود و جریان نقدی آنها تقویت می‌شود. این بهبود، فشارهای مالی را کاهش می‌دهد، احتمال نکول را پایین می‌آورد و در نهایت باعث افزایش اعتباردهی بانک‌ها می‌شود. بدین ترتیب، همانند کانال ترازنامه‌ای، بهبود وضعیت مالی بنگاه‌ها، مشکلات اطلاعاتی مانند کژگزینی و کژمنشی را کاهش می‌دهد و مسیر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را هموار می‌سازد. این فرایند را می‌توان به این شکل نشان داد:

نرخ بهره ↓ ⇔ جریان نقدی بنگاه‌ها ↑ ⇔ کژمنشی و کژگزینی ⇔ ↓ وام‌دهی ↑ ⇔ سرمایه‌گذاری ↑ ⇔ (۸)
تقاضای کل ↑

نکته مهم در این کانال آن است که برخلاف کانال‌های متعارف که بر نرخ بهره واقعی تمرکز دارند، در اینجا نرخ بهره اسمی نقش تعیین‌کننده دارد؛ چراکه پرداخت‌های بهره‌ای بنگاه‌ها به صورت اسمی انجام می‌گیرد. از جمله آثار مهم این کانال، کاهش پدیده جیره‌بندی اعتبار^۲ است. در شرایط جیره‌بندی، حتی وام‌گیرندگانی که مایل به پرداخت بهره بالاترند نیز ممکن است نتوانند وام دریافت کنند؛ زیرا افزایش نرخ بهره، وام‌گیرندگان پریسک‌تری را جذب می‌کند و احتمال نکول را بالا می‌برد (مصدیقی از کژگزینی). در مقابل، کاهش نرخ بهره می‌تواند ترکیب متقاضیان وام را به نفع وام‌گیرندگان کم‌ریسک تغییر، و تمایل بانک‌ها را به اعطای تسهیلات افزایش دهد. در نتیجه، سرمایه‌گذاری و تقاضای کل افزایش می‌یابد (مطابق رابطه (۸)).

۴-۲-۲. کانال سطح قیمت پیش‌بینی نشده

یکی دیگر از مسیرهای انتقال سیاست پولی از طریق وضعیت ترازنامه‌ای، اثر افزایش پیش‌بینی نشده سطح عمومی قیمت‌هاست. در این کانال، سیاست پولی انبساطی با افزایش تورم غیرمنتظره، ارزش واقعی بدهی‌های اسمی را کاهش می‌دهد. این پدیده به‌ویژه در کشورهایی اهمیت دارد که تعهدات مالی بنگاه‌ها به صورت اسمی تنظیم می‌شود. از آنجا که بدهی‌های اسمی در شرایط تورمی کاهش ارزش پیدا می‌کنند، اما دارایی‌های واقعی معمولاً همچنان با ارزش باقی می‌مانند، ارزش خالص واقعی بنگاه‌ها افزایش می‌یابد. این بهبود در ترازنامه، از طریق کاهش شدت کژگزینی و کژمنشی، تمایل نهادهای مالی به اعطای تسهیلات را افزایش می‌دهد و در نهایت به رشد سرمایه‌گذاری و تقاضای کل منجر می‌شود.

1. Cash Flow
2. Credit Rationing

نرخ بهره ↓ ⇐ تورم ↑ ⇐ قیمت پیش‌بینی نشده ↑ ⇐ ارزش خالص واقعی بنگاه ↑ ⇐ کژمنشی و کژگزینی (۹) ⇐ ↓ وام‌دهی ↑ ⇐ سرمایه‌گذاری ↑ ⇐ تقاضای کل ↑

این سازوکار را می‌توان صورت معکوس پدیده «افزایش بار بدهی به دلیل کاهش سطح عمومی قیمت‌ها»^۱ دانست. در چنین رویکردی، تورم کنترل‌شده و غافلگیرکننده می‌تواند بخشی از بار بدهی را کاهش دهد و به احیای فعالیت اقتصادی از مسیر ترانزنامه‌ای کمک کند.

۵-۲-۲. اثر نقدشوندگی خانوار

هرچند بیشتر تحلیل‌های اعتباری سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بنگاه‌ها تمرکز دارند، منطق این رویکرد را می‌توان به رفتار مصرفی خانوارها نیز تعمیم داد. در این چارچوب، نقش نقدشوندگی دارایی‌های مالی خانوار در انتقال سیاست پولی اهمیت می‌یابد. کاهش نرخ بهره، از یک سو از طریق افزایش قیمت دارایی‌های مالی مانند سهام و املاک، و از سوی دیگر از طریق افزایش عمق بازارها، کاهش هزینه معاملات، و تقویت قابلیت وثیقه‌ای دارایی‌ها، درجه نقدشوندگی دارایی‌های خانوار را افزایش می‌دهد. در چنین شرایطی، دارایی‌ها سریع‌تر و با هزینه کمتری قابل فروش یا وثیقه‌گذاری می‌شوند و خانوارها با احتمال کمتری با تنگنای نقدینگی مواجه خواهند شد. این بهبود در نقدشوندگی، احساس امنیت مالی را تقویت می‌کند و تمایل خانوارها به مخارج مصرفی بادوام- نظیر خرید خودرو، لوازم خانگی یا مسکن- را افزایش می‌دهد. در مقابل، افزایش نرخ بهره با کاهش عمق بازار دارایی‌ها، افزایش هزینه تبدیل دارایی به وجه نقد، و تضعیف ارزش وثیقه‌ای آنها، خانوارها را به سمت نگهداری دارایی‌های نقدشونده‌تر سوق دهد و مخارج مصرفی بلندمدت را محدود سازد.

نرخ بهره ↓ ⇐ قیمت سهام ↑ ⇐ افزایش ارزش دارایی‌های مالی خانوار ⇐ ↑ احتمال تنگنای مالی ↓ ⇐ (۱۰) مخارج کالاهای بادوام و مسکن ↑ ⇐ تقاضای کل ↑

این کانال اگرچه ظاهراً شباهت‌هایی با «اثر ثروت» در ادبیات متعارف دارد، از منظر سازوکار انتقال، تفاوت مهمی با آن دارد. در مدل‌های کلاسیکی نظیر فرضیه چرخه عمر (مودیگیلیانی) یا درآمد دائمی (فریدمن)، افزایش ثروت باعث افزایش مصرف میان‌دوره‌ای از طریق تغییر در مصرف بلندمدت می‌شود، بی‌آنکه به محدودیت‌های مالی یا نقدشوندگی اشاره‌ای شود. در مقابل، تمرکز این بخش بر نقش نقدشوندگی دارایی‌ها و کاهش احتمال تنگنای مالی خانوار است؛ بدین معنا که حتی اگر ثروت خانوار بالا باشد، اما نقدشوندگی آن دارایی‌ها پایین باشد (مثلاً دارایی‌هایی غیرقابل فروش فوری)، دسترسی به منابع مالی برای مصرف فعلی محدود خواهد بود. در این تحلیل، افزایش قیمت دارایی‌ها نه فقط ثروت را بالا می‌برد، بلکه احساس امنیت مالی و توان نقدشوندگی را تقویت می‌کند. بنابراین، اثر نقدشوندگی خانوار ترکیبی از اثر ثروت و محدودیت اعتباری است، نه فقط تغییر در انتظارات بلندمدت.

۳. عوامل مؤثر جدید در سازوکارهای انتقال سیاست پولی



در بخش پیشین، کانال‌ها و متغیرهای متعارف انتقال سیاست پولی بررسی شدند. مطالعات جدیدی که طی یک دهه اخیر در زمینه انتقال سیاست پولی انجام شده‌اند، اغلب از بطن همان چارچوب‌های تحلیلی متعارف سر برآورده‌اند، اما مسیرهای انتقال را با متغیرها و بازیگران جدیدی بازتعریف کرده‌اند. بخشی از این مطالعات، بر شناسایی متغیرهایی متمرکزند که بر کانال‌های متعارف اثر می‌گذارند و آنها را تقویت یا تضعیف می‌کنند؛ به عبارت دیگر، این متغیرها را می‌توان «تعدیل‌گر»^۱ یا «تشدیدکننده»^۲ مسیرهای متعارف تلقی کرد. بخش دیگری از مطالعات، مسیرهای انتقالی جدیدی را شناسایی کرده‌اند که اگرچه در نسبت مفهومی با کانال‌های قدیمی قرار دارند، در عمل واحد ویژگی‌های نهادی و رفتاری متفاوتی‌اند و گاه می‌توان آنها را شبه‌کانال یا مسیرهای مکمل دانست. درنهایت، دسته‌ای از مطالعات نیز بر کانال‌هایی متمرکز دارند که ساختاری متفاوت با رویکردهای متعارف دارند؛ این دسته را می‌توان به مثابه «کانال‌های بدیل» در نظر گرفت.

در ادامه این بخش، با اتکا به شواهد نظری و تجربی جدید، دسته‌بندی تازه‌ای از کانال‌ها و متغیرهای نوظهور ارائه می‌شود. شواهدی که از یک سو بر نقش انتظارات، سیگنال‌دهی و اطلاعات ناقص در انتقال سیاست پولی تأکید دارند [۱۴]، [۱۵]، [۱۶] و از سوی دیگر نشان می‌دهند که ساختار بانکی، تمرکز مالی، مشخصه‌های بخش واقعی، نابرابری درآمدی، فین‌تک و سیاست‌های پولی هدفمند می‌توانند شدت، سرعت و حتی جهت اثرگذاری سیاست پولی را دگرگون سازند [۱۷]، [۱۸]، [۱۹]، [۲۰]، [۲۱]، [۲۲]. این متغیرها و عوامل جدید در ادبیات اخیر را باید همچون شروط نهادی، مالی و رفتاری انتقال سیاست پولی در نظر گرفت. اهمیت این تحولات، دو بُعد اصلی دارد: نخست، افق مفهومی گسترده‌تری برای تحلیل اثرگذاری سیاست پولی فراهم می‌سازند؛ دوم، زمینه‌ای برای شناسایی عوامل بومی مؤثر در اقتصادهایی مانند ایران فراهم می‌کنند که در ادبیات رایج کمتر مورد توجه قرار گرفته‌اند، اما در عمل نقشی تعیین‌کننده دارند.

۳-۱. نقش انتظارات و اطلاعات در سازوکار انتقال سیاست پولی

اگرچه نرخ بهره در چارچوب متعارف، مهم‌ترین متغیر در سازوکار انتقال سیاست پولی تلقی می‌شود، مطالعات جدید نشان می‌دهند که کیفیت انتظارات و اطلاعات نزد کنشگران اقتصادی می‌تواند شدت و جهت اثرگذاری این سیاست را به کلی دگرگون سازد. در این رویکردهای جدید، در کنار نرخ بهره واقعی، نحوه ادراک و تفسیر کنشگران از سیگنال‌های اطلاعاتی سیاستگذار است که مسیر انتقال را می‌سازد؛ به‌ویژه در بسترهایی که شفافیت نهادی و اعتباری بانک مرکزی با چالش مواجه است. براین اساس، کانال انتظارات به یکی از مسیرهای مستقل و مؤثر در انتقال سیاست پولی تبدیل شده است؛ مسیری که در برخی تحلیل‌ها، به کلی بازتعریف می‌شود و از مسیرهای متعارف فاصله می‌گیرد و در برخی دیگر، به عنوان عامل تضعیف‌کننده یا تعدیل‌گر در همان کانال‌های متعارف، ایفای نقش می‌کند، البته در برخی دیگر نیز به عنوان شبه‌کانال مکمل ظاهر می‌شود. تمایز نظری میان این سه نوع نقش‌آفرینی، برای درک دگرگونی‌های اخیر در ادبیات پولی ضروری است. در همین چارچوب، لازم است میان دو مفهوم بنیادین یعنی «اطلاعات ناقص» و «اطلاعات چسبنده» تمایز نهادی قائل شویم. در

1. Moderating Variable

2. Amplifying Variable

چارچوب اطلاعات ناقص، کنشگران اقتصادی به دلیل محدودیت در تفسیر سیگنال‌های سیاستگذار، نمی‌توانند میان تکانه‌های گذرا و پایدار تمایز بگذارند. به عنوان نمونه، واکنش آنها به افزایش نرخ بهره ممکن است بسته به تصورشان از منشأ این تغییر، متفاوت باشد: اگر آن را موقتی بدانند، واکنشی ضعیف‌تر نشان می‌دهند؛ اما اگر آن را علامتی از تغییر در مسیر پایدار سیاست پولی فرض کنند، واکنش آنها شدیدتر خواهد بود. این منطق، در مدل‌های کینزی جدید به‌ویژه در تبیین تأخیر واکنش‌های اقتصاد کلان به سیاست‌های پولی کاربرد دارد.

در مقابل، در رویکرد اطلاعات چسبنده که نخستین بار توسط منکیو و ریس^۱ [۲۳] طرح شد، فرض بر آن است که کنشگران اقتصادی فقط در بازه‌های زمانی نامنظم و بافاصله، اطلاعات خود را به‌روزرسانی می‌کنند. بدین ترتیب، حتی اگر اطلاعات جدید به‌طور عمومی منتشر شود، تنها بخشی از کنشگران در هر دوره آن را لحاظ می‌کنند. این پویایی باعث می‌شود اثر سیاست پولی با تأخیر و به تدریج در اقتصاد ظاهر شود. در این چارچوب، تأخیر ناشی از تقویم به‌روزرسانی اطلاعات است، نه ناتوانی ادراکی.

تفاوت اصلی میان این دو دیدگاه در منشأ محدودیت شناختی نهفته است. در مدل اطلاعات چسبنده، مشکل در زمان‌بندی به‌روزرسانی است؛ اما در مدل اطلاعات ناقص، مسئله در ضعف شناختی کنشگران برای تفسیر صحیح سیگنال‌ها نهفته است. بنابراین، در چارچوب چسبنده، سیاست پولی با تأخیر اما در جهت مطلوب عمل می‌کند؛ در حالی که در چارچوب ناقص، واکنش‌ها ممکن است معکوس باشد. این دو رویکرد، ریشه در سنت‌هایی چون نظریه سیگنال لوکاس^۲ [۲۴]، منطق عقلانیت محدود سیمس^۳ [۲۵] و تحلیل دانش مشترک ناقص نزد وودفورد^۴ [۲۶] دارند. برای نمونه، در مدل لوکاس، نبود تمایز میان شوک‌های واقعی و اسمی، باعث می‌شود سیاست پولی حتی در غیاب تغییرات واقعی، بر تولید اثر بگذارد. وودفورد (۲۰۰۱) نیز تأکید می‌کند که تا وقتی کنشگران نسبت به سطح دانش دیگران اطمینان نداشته باشند، واکنش آنها با احتیاط و تأخیر خواهد بود. به‌طور مشابه، سیمس (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که ظرفیت پردازش اطلاعات، خود منشأ پویایی در اثرگذاری سیاست پولی است.

در سیاستگذاری پولی، درک تفاوت این دو نوع محدودیت اطلاعاتی اهمیت حیاتی دارد. در چارچوب اطلاعات چسبنده، تداوم و ثبات سیاست‌ها اهمیت دارد؛ اما در چارچوب اطلاعات ناقص، اولویت با شفافیت، انسجام پیام‌ها و اعتبار بانک مرکزی است. به بیان دیگر، موفقیت در هدایت انتظارات، مستلزم انسجام ساختاری در پیام‌رسانی و ثبات رفتاری در سیاستگذاری است. کانال انتظارات را به‌صورت خلاصه می‌توان در شکل ۲ مشاهده کرد:

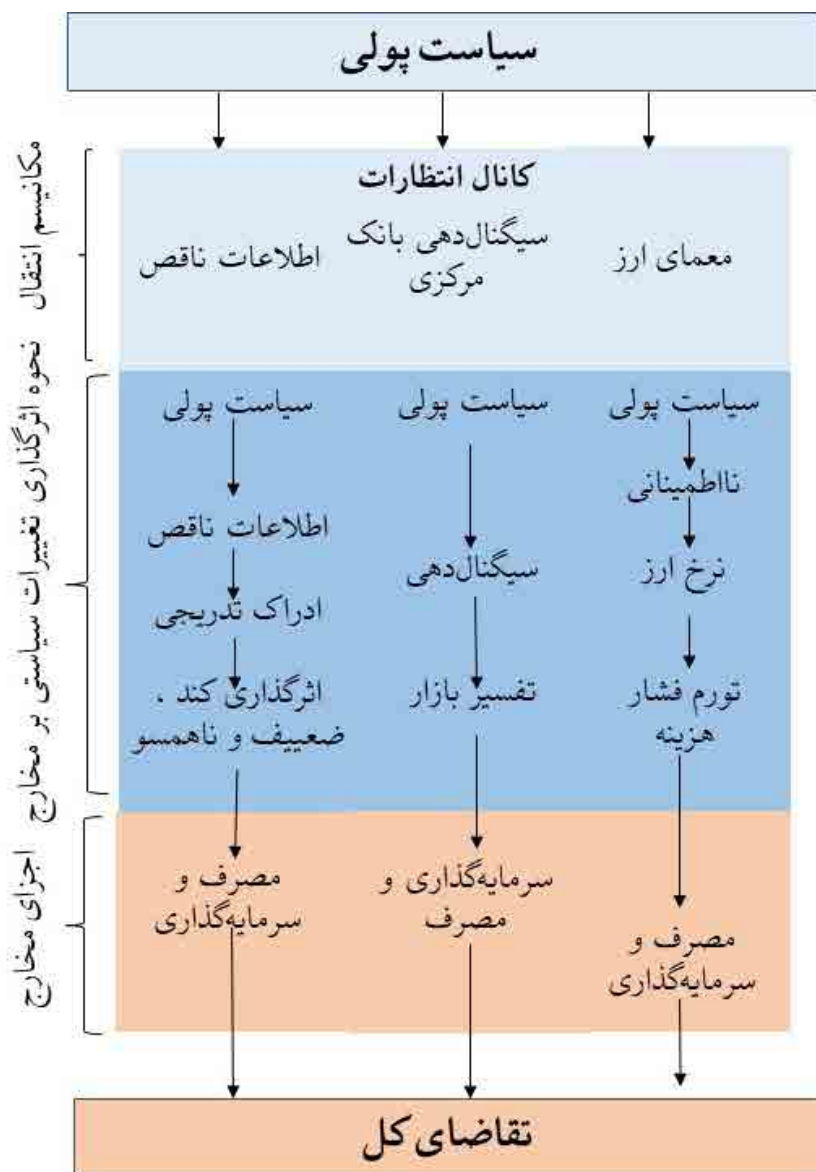
1. Mankiw and Reis

2. Lucas

3. Sims

4. Woodford

شکل ۲. کانال انتظارات



مأخذ: یافته‌های پژوهش.

گرچه در رویکرد متعارف نیز به نقش انتظارات در انتقال سیاست پولی اشاره می‌شود، تمرکز آن عمدتاً بر انتظارات عقلایی و اهمیت پایبندی بانک مرکزی به قواعد سیاست‌گذاری است. در مقابل، تحلیل حاضر با تکیه بر سنت‌های جدید اقتصاد اطلاعات و ادبیات کینزی جدید، تمایز بنیادینی میان دو نوع محدودیت شناختی - اطلاعات ناقص و اطلاعات چسبنده - قائل می‌شود. در چارچوب اطلاعات ناقص، مسئله اصلی ناتوانی ادراکی کنشگران در تفسیر صحیح سیگنال‌های سیاستی است، در حالی که در رویکرد اطلاعات چسبنده، تأخیر در واکنش ناشی از فواصل زمانی به‌روزرسانی اطلاعات است. این تمایز مفهومی، نشان می‌دهد که کانال انتظارات صرفاً تابع نرخ بهره یا سیاست‌گذاری باقاعده نیست، بلکه کیفیت استخراج و اعتبار اطلاعات، و محدودیت پردازش ذهنی نیز نقشی تعیین‌کننده در شدت و حتی جهت اثرگذاری سیاست پولی دارند؛ امری که در چارچوب متعارف مغفول مانده است.

۱-۳. معمای قیمت و معمای نرخ ارز در اقتصادهای نوظهور

در برخی اقتصادهای نوظهور، به‌ویژه در شرایطی که اعتماد به بانک مرکزی پایین است یا بازار ارز در معرض نوسانات شدید قرار دارد، سیاست پولی انقباضی (افزایش نرخ بهره) می‌تواند برخلاف اهداف نظری عمل کند. اگر بازار، افزایش نرخ بهره را به‌عنوان نشانه‌ای از تعهد بانک مرکزی برای مهار تورم درک نکند، بلکه در عوض آن را به‌مثابه سیگنالی از ضعف اقتصادی، تشدید نااطمینانی یا حتی بحران ارزی تفسیر کند، واکنش انتظارات به مسیر متفاوتی خواهد رفت. در چنین وضعیتی، تقاضا برای پول ملی کاهش و نرخ ارز افزایش می‌یابد. این تضعیف پول داخلی، باتوجه به وابستگی بالای واردات در سبد مصرفی و تولیدی، به افزایش هزینه‌های تولید و در نتیجه فشار تورمی ناشی از سمت عرضه منجر می‌شود. به عبارت دیگر، به جای آنکه نرخ بهره از طریق کاهش تقاضا به مهار تورم بینجامد، از مسیر انتظارات و نرخ ارز، به تورم فشار هزینه منتهی می‌شود. در این مسیر، نرخ بهره از طریق اثرگذاری بر انتظارات بازار و نرخ ارز، در نهایت به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها می‌انجامد. ها و همکاران [۱۴] این کانال را در چهارده اقتصاد نوظهور^۱ بررسی کرده‌اند.

نرخ بهره $\Leftarrow$ $\uparrow$ نااطمینانی $\Leftarrow$ تقاضا برای پول ملی $\Leftarrow$ $\downarrow$ نرخ ارز $\uparrow$ $\Leftarrow$ هزینه واردات $\uparrow$ $\Leftarrow$ هزینه تولید (۱۱)
 $\uparrow$ $\Leftarrow$ تورم فشار هزینه $\uparrow$ $\Leftarrow$ قدرت خرید و تقاضای کل $\downarrow$

تفاوت کلیدی این معما با آثار متعارف سیاست انقباضی در آن است که در شرایط معمول، افزایش نرخ بهره گرچه ممکن است از مسیر افزایش هزینه سرمایه یا فشار بر بنگاه‌ها پیامدهای عرضه‌ای محدود و موقتی داشته باشد، در نهایت از طریق مهار تقاضا و تثبیت انتظارات، به کاهش تورم منجر می‌شود. در مقابل، در اقتصادهای نوظهور دچار نااطمینانی یا ضعف اعتماد نهادی، همین سیاست انقباضی ممکن است ازسوی بازار به‌عنوان نشانه‌ای از ناتوانی بانک مرکزی، بحران ارزی یا وخامت اوضاع اقتصادی تلقی شود. در چنین شرایطی، برداشت بازار نه فقط همراه با سیاستگذار نیست، بلکه به‌طور معکوس عمل می‌کند: نرخ بهره بالاتر به کاهش تقاضا برای پول ملی، افزایش نرخ ارز، و در نهایت تورم فشار هزینه‌ای می‌انجامد. این پدیده برخلاف منطق رایج سیاست انقباضی است، زیرا نقطه شروع اثرگذاری نرخ بهره نیست، بلکه نحوه تفسیر آن توسط بازار و انتظارات تورمی است. از این رو، این معما را نباید به آثار گذرای سیاست پولی انقباضی فروکاست، بلکه باید آن را واگرایی نهادی و ادراکی در سازوکار انتقال دانست.

اگرچه در این مسیر، نرخ بهره همچنان متغیر آغازین اثرگذاری است، سازوکار انتقال آن با رویکرد متعارف تفاوت بنیادین دارد. در مدل کلاسیک میشکین، افزایش نرخ بهره از طریق کاهش تقاضای کل یا تقویت نرخ ارز واقعی به مهار تورم می‌انجامد. اما در اینجا، در بستر اقتصادهای نوظهور، نرخ بهره را نمی‌توان به ابزار تنظیم تقاضا محدود ساخت؛ چراکه به‌عنوان سیگنال ادراکی عمل می‌کند که در شرایط بی‌اعتمادی یا نااطمینانی، به‌گونه‌ای معکوس تفسیر می‌شود. این تفسیر معکوس، موجب کاهش تقاضا برای پول ملی، جهش نرخ ارز و در نهایت افزایش تورم فشار هزینه می‌شود. بنابراین، مسیر علی انتقال سیاست پولی از یک کانال متعارف تقاضا - محور، به یک کانال بدیل رفتاری - ادراکی تغییر می‌یابد که در آن، خطای شناختی و فقدان اعتماد، تعیین‌کننده نهایی واکنش‌ها به سیاست پولی است. این منطق، در چارچوب نظری کانال‌های متداول جای نمی‌گیرد و به ادبیات نوین مبتنی بر اطلاعات ناقص و تفسیر ذهنی از سیگنال‌ها تعلق دارد.

۱. برزیل، شیلی، مجارستان، اندونزی، هند، مکزیک، پرو، فیلیپین، لهستان، رومانی، روسیه، تایلند، ترکیه و اوکراین.



۲-۱-۳. اثر سیگنال‌دهی بانک مرکزی: تکانه‌های اطلاعاتی و سیاستی

نحوه اطلاع‌رسانی و زمان‌بندی تصمیمات بانک مرکزی می‌تواند مسیر اثرگذاری سیاست پولی را به‌طور کامل دگرگون سازد. در بسیاری از موارد، واکنش بازارها به تغییرات نرخ بهره فراتر از اثر مستقیم آن بر تقاضاست، بازارها از این تغییرات، ارزیابی بانک مرکزی را از وضعیت آینده اقتصاد نیز استنباط می‌کنند. برای مثال، اگر افزایش نرخ بهره، ازسوی بازار به‌عنوان علامتی از اعتماد بانک مرکزی به رشد اقتصادی آتی برداشت شود، ممکن است این اقدام، به‌جای اثرگذاری انقباضی، اثری انبساطی بر انتظارات سرمایه‌گذاری‌ها داشته باشد. برعکس، اگر همین تغییر در بستری از نااطمینانی یا ضعف اعتبار سیاستگذار رخ دهد، پیام آن به‌صورت تردید یا هشدار از رکود تفسیر شود و به واکنش‌های انقباضی بینجامد. در چنین شرایطی، آنچه سیاست پولی را به پیش می‌برد، نه خود ابزار (مانند نرخ بهره)، بلکه پیامی است که بازار از آن استنباط می‌کند. این پیام، یا به‌صورت صریح یا ضمنی به بازار منتقل می‌شود و از آن به‌عنوان تکانه اطلاعاتی یاد می‌شود. اثرگذاری این پیام‌ها گاه قوی‌تر از اثر خود ابزارهای سیاستی است. یانو و همکاران [۱۶] این کانال را در اقتصاد ژاپن بررسی کرده‌اند.

$$\left. \begin{array}{l} \text{سیاست پولی} \Rightarrow \text{تفسیر بازار از اقدام بانک مرکزی} \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{خوش بینی} \\ \text{بد بینی} \end{array} \right\} \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \downarrow \end{array} \right. \quad (12)$$

$$\left. \begin{array}{l} \uparrow \text{تقاضای کل} \\ \downarrow \text{تقاضای کل} \end{array} \right\} \Leftarrow$$

در این مسیر، برخلاف تحلیل متداول که ابزارهایی چون نرخ بهره را مستقیماً بر متغیرهای واقعی مانند سرمایه‌گذاری و مصرف مؤثر می‌داند، تمرکز اصلی آن بر پیام ضمنی نهفته در تصمیمات بانک مرکزی است. این بخش بر کانال سیگنال‌دهی تأکید دارد که در آن، سیاست پولی بیش از آنکه از مسیر نرخ بهره عمل کند، از مسیر «استنباط بازار» نسبت به نیت و ارزیابی بانک مرکزی اثر می‌گذارد. به‌ویژه در شرایط نااطمینانی یا ضعف اعتبار سیاستگذار، یک تصمیم معین - مثلاً افزایش نرخ بهره - می‌تواند معانی اقتصادی متضادی - خوش‌بینی به رشد اقتصادی یا هشدار از رکود - را القا کند. این دلالت رفتاری و اطلاعاتی، که با مفاهیمی چون تکانه اطلاعات و تفسیر ذهنی بازار پیوند خورده، بیانگر آن است که مسیر اثرگذاری سیاست پولی بیش از آنکه فنی و مکانیکی باشد، در بنیان خود پدیده‌ای ارتباطی و روان‌شناختی است؛ امری که در چارچوب متعارف به‌صورت مجزا تحلیل نمی‌شود.

۳-۱-۳. اطلاعات ناقص و تأخیر در واکنش اقتصادی

در شرایطی که کنشگران اقتصادی به اطلاعات کامل یا قابل پردازش دسترسی ندارند، واکنش آنها به سیاست‌های پولی با تأخیر و کاهش شدت همراه خواهد بود. به‌ویژه در مواردی که شفافیت ارتباطی بانک مرکزی پایین باشد، کنشگران اقتصادی قادر نخواهند بود هدف سیاستگذار از تغییرات نرخ بهره را به‌درستی شناسایی کنند؛ آیا این تغییر، واکنشی به فشارهای تورمی است یا نشانه‌ای از خوش‌بینی به آینده؟

در چنین محیطی، تفسیر نادرست یا مبهم از سیگنال‌های سیاستی، به تعدیل تدریجی و ناقص انتظارات منجر می‌شود. این تعدیل ناقص، به‌نوبه خود، واکنش‌های مصرفی و سرمایه‌گذاری را به تأخیر می‌اندازد و در نهایت باعث کاهش کارایی انتقال سیاست پولی به تقاضای کل می‌شود. در کشورهای با ضعف در کیفیت نهادهای ارتباطی و اطلاعاتی، این پدیده به‌ویژه برجسته‌تر است. فقط در صورت افزایش شفافیت، انسجام پیام‌های سیاستی و تقویت اعتبار بانک مرکزی است که می‌توان انتظار داشت انتظارات

شکل گرفته، هم‌راستا با اهداف سیاستگذار حرکت کنند و انتقال سیاست پولی مؤثرتر شود. در غیر این صورت، سیاستگذاری ممکن است با واکنش‌های تأخیری، ناقص یا حتی منحرف همراه باشد. لوکمانوف و رابیش [۱۵] این کانال را برای ایالات متحده بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی $\Leftarrow$ اطلاعات ناقص $\Leftarrow$ ادراک مبهم و تدریجی $\Leftarrow$ تأخیر در تعدیل انتظارات $\Leftarrow$ تأخیر در واکنش (۱۳)

مصرف و سرمایه‌گذاری $\Leftarrow$ کاهش شدت انتقال به تقاضای کل $\Leftarrow$ تضعیف اثربخشی سیاست پولی

این مسیر نیز گرچه با تغییر نرخ بهره آغاز می‌شود، از منظر سازوکار علی، با چارچوب متداول تفاوت اساسی دارد. در این تحلیل، فرض عقلانیت کامل یا درک سریع کنشگران از اهداف سیاستگذار کنار گذاشته و به جای آن، محیطی از اطلاعات ناقص، تفسیرهای مبهم و ضعف در شفافیت نهادی در نظر گرفته شده است. در چنین شرایطی، واکنش کنشگران اقتصادی به سیاست پولی نه سریع و مستقیم، بلکه تدریجی، نامتقارن و گاه انحرافی خواهد بود. این تأخیر در تعدیل انتظارات، اثر سیاست پولی را بر تقاضای کل تضعیف می‌کند و اثربخشی سیاست را کاهش می‌دهد. بنابراین، برخلاف مدل متعارف که تأخیر را ناشی از چسبندگی‌های قیمتی یا قراردادی می‌داند، این تحلیل، ریشه تأخیر را در موانع شناختی و ارتباطی می‌داند و بر اهمیت نهادی کیفیت اطلاع‌رسانی و شفافیت بانک مرکزی تأکید می‌گذارد.

۳-۱-۴. بازتعریف سیاست پولی در پرتو انتظارات و اطلاعات

نتایج سه مطالعه بررسی شده در این بخش توسط ها و همکاران، ۲۰۲۵؛ یانو و همکاران، ۲۰۲۵؛ لوکمانوف و رابیش، ۲۰۲۳ حاکی از آن است که در ادبیات جدید، کانال انتظارات جایگاهی فراتر از یک مسیر فرعی یا تکمیلی می‌یابد و گاه به صورت کانالی مستقل در انتقال سیاست پولی صورت‌بندی می‌شود. نقطه مشترک این مطالعات، جایگزینی ادراک ذهنی کنشگران به جای سازوکارهای عددی و قیمت‌محور در مسیر انتقال سیاست پولی است. با این حال، میان این سه مطالعه تفاوت‌های مهمی وجود دارد. مطالعه ها و همکاران (۲۰۲۵)، با تحلیل ساختار نرخ ارز و قیمت در اقتصادهای نوظهور، از یک کانال بدیل نام می‌برد که در آن، افزایش نرخ بهره از مسیر انحراف انتظارات و تضعیف پول ملی، به تورم بیشتر منجر می‌شود؛ این مسیر رفتاری - ادراکی به کلی از منطق متعارف فاصله دارد. مطالعه یانو و همکاران (۲۰۲۵)، بر نقش سیگنال‌دهی و تکانه‌های اطلاعاتی متمرکز است و نشان می‌دهد که تفسیر بازار از نیت بانک مرکزی می‌تواند تعیین‌کننده نهایی جهت اثرگذاری سیاست باشد؛ این نیز کانالی بدیل با خصلتی ارتباطی - روان‌شناختی محسوب می‌شود. مطالعه لوکمانوف و رابیش (۲۰۲۳)، با تمرکز بر اطلاعات ناقص و تأخیر شناختی، سازوکار متعارف انتقال از نرخ بهره به تقاضای کل را حفظ می‌کند، اما آن را با فرض عقلانیت محدود و ادراک تدریجی، تضعیف می‌کند؛ از این رو، در دسته شبه کانال مکمل قرار می‌گیرد.

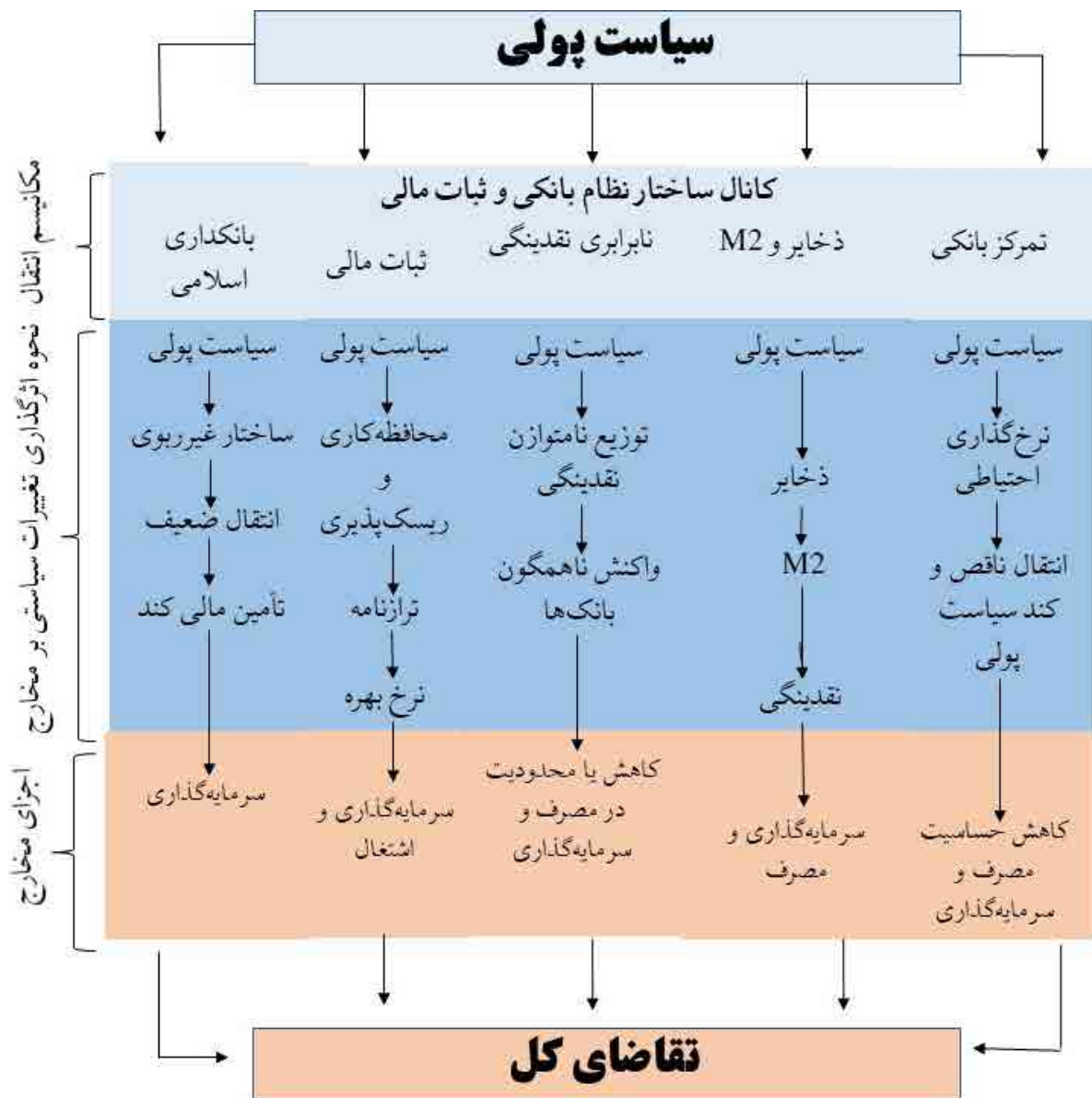
در نتیجه، کانال انتظارات در ادبیات جدید بیش از آنکه الحاق نظری به سازوکارهای متعارف انتقال سیاست پولی باشد، نشان‌دهنده تغییر تمرکز از تحلیل ابزارهای سیاستی به نحوه ادراک و تفسیر سیاست از سوی بازارهاست. در چنین چارچوبی، موفقیت سیاستگذار به شفافیت، اعتبار و انسجام طراحی سیاستی وابسته می‌شود.

۳-۲. ساختار بانکی و ثبات مالی

نظام بانکی از مهم‌ترین مجاری انتقال سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد به شمار می‌آید. تصمیمات بانک‌ها در زمینه وام‌دهی، تعیین نرخ‌های سپرده، و مدیریت نقدینگی می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در میزان اثربخشی سیاست پولی ایفا کند. با این حال،

ویژگی‌های ساختاری نظام بانکی می‌توانند این انتقال را نامتقارن سازند؛ به نحوی که تغییرات نرخ بهره سیاستی در بخش‌های مختلف اقتصاد با شدت‌های متفاوتی منعکس شود. پژوهش‌های جدید نشان داده‌اند که عواملی همچون تمرکز بانکی، سطح ذخایر نقد، میزان نقدشوندگی دارایی‌های بانکی، و سلامت مالی بانک‌ها از جمله متغیرهای کلیدی در شکل‌گیری این عدم تقارن هستند. برای نمونه، در کشورهایی با ساختار بانکی متمرکز، نرخ‌های وام و سپرده به شکلی غیریکسان میان بانک‌ها تنظیم می‌شوند. همچنین، در شرایط بحران‌های مالی، اثربخشی سیاست پولی کاهش می‌یابد؛ چراکه بانک‌های پرریسک تمایل کمتری به کاهش نرخ بهره تسهیلات دارند. در این بخش، مطالعاتی بررسی می‌شوند که نقش تمرکز بانکی، سطح نقدینگی، و ثبات مالی بانک‌ها را در انتقال سیاست پولی بررسی کرده‌اند. کانال ساختار بانکی و ثبات مالی را می‌توان در شکل ۳ به طور خلاصه مشاهده کرد.

شکل ۳. کانال ساختار بانکی و ثبات مالی



مأخذ: همان.

این بخش با وجود استفاده از مفاهیم بنیادین کانال اعتباری بانک‌ها، فراتر از چارچوب متعارف رفته و تمرکز خود را بر ویژگی‌های ساختاری و نهادی نظام بانکی نهاده است. در حالی که تحلیل متعارف عمدتاً بر رفتار وام‌دهی بانک‌ها در پاسخ به تغییرات نرخ بهره در بازار نسبتاً رقابتی و متقارن متمرکز است، این تحلیل نشان می‌دهد که ساختار بازار بانکی - اعم از تمرکز، کفایت نقدینگی، و سلامت مالی - خود به‌عنوان تعیین‌کننده اصلی شدت و کارایی انتقال عمل می‌کند. به‌ویژه در شرایط بحران یا در کشورهایی با بازار بانکی متمرکز، سیاست پولی نه تنها به‌صورت نامتقارن منتقل می‌شود، بلکه ممکن است به‌واسطه پرهیز بانک‌های پرریسک از کاهش نرخ تسهیلات، واکنشی خنثی یا حتی معکوس ایجاد کند. بنابراین، انتقال سیاست پولی از مسیر نظام بانکی، علاوه بر نرخ سیاستی، وابسته به نهادها و ساختارهای بازار بانکی نیز است؛ امری که در تحلیل متعارف کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد.

۱-۲-۳. تمرکز بانکی و انتقال نامتقارن سیاست پولی

در نظام‌های بانکی با ساختار متمرکز - به‌معنای تسلط تعداد محدودی بانک بزرگ بر سهم غالب بازار سپرده و تسهیلات و برخورداری آنها از قدرت معنادار در نرخ‌گذاری خدمات بانکی - فرایند انتقال سیاست پولی از مسیر نرخ‌های سپرده بانکی و واکنش نامتقارن مواجه است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که بانک‌ها در مواجهه با افزایش نرخ بهره سیاستی، این تغییر را با تأخیر و به‌صورت ناقص به نرخ‌های سپرده منتقل می‌کنند؛ در حالی که در واکنش به کاهش نرخ سیاستی، با سرعت و شدت بیشتری نرخ‌های سپرده را کاهش می‌دهند. این رفتار، که از انگیزه حفظ حاشیه سود بانکی و احتراز از بی‌ثباتی مالی ناشی می‌شود، باعث می‌گردد که در دوران رکود، نرخ‌های تأمین مالی به اندازه کافی کاهش نیابد و در دوران رونق، کاهش سریع نرخ سود سپرده‌ها انگیزه پس‌انداز را تضعیف کند. بنابراین، تمرکز بانکی از طریق تشدید رفتارهای نرخ‌گذاری احتیاطی، می‌تواند به انتقال ناقص و کند نرخ سیاستی به نرخ‌های بازار بینجامد و در نهایت، بر مسیر مصرف و سرمایه‌گذاری و تقاضای کل اثر منفی بگذارد. خو^۱ [۱۹] این کانال را در منطقه یورو بررسی کرده است.

تمرکز بانکی $\Rightarrow$ $\uparrow$ نرخ‌گذاری احتیاطی $\Rightarrow$ انتقال ناقص نرخ بهره سیاستی $\Rightarrow$ مصرف و سرمایه‌گذاری (۱۴)
تعدیل نشده $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$

در این تحلیل، تمرکز بر یکی از پیامدهای نهادی مهم ساختار بانکی - یعنی تمرکز بازار و قدرت نرخ‌گذاری بانک‌های بزرگ - است که مسیر انتقال سیاست پولی را به‌شدت دگرگون می‌سازد. برخلاف چارچوب متعارف که فرض می‌کند بانک‌ها نرخ‌های سپرده را در واکنش به نرخ بهره سیاستی به‌صورت یکنواخت و رقابتی تنظیم می‌کنند، در نظام‌های متمرکز، این واکنش با نوعی احتیاط و تأخیر همراه است. بانک‌های مسلط برای حفظ حاشیه سود و جلوگیری از نوسانات نقدینگی، در زمان افزایش نرخ سیاستی تمایلی به افزایش متناسب نرخ‌های سپرده ندارند، اما در زمان کاهش نرخ سیاستی، با سرعت بیشتری آن را به نرخ‌های بازار منتقل می‌کنند. این نبود تقارن رفتاری، موجب می‌شود که نرخ‌های تأمین مالی در دوران رکود به‌درستی تعدیل نشوند و در نتیجه، تقاضای کل و سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. بنابراین، ساختار متمرکز بانکی با ایجاد شکاف در نرخ‌گذاری و اختلال در سیگنال‌دهی نرخ سیاستی، کارایی سیاست پولی را تضعیف می‌کند؛ امری که در مدل متعارف مورد تأکید قرار نمی‌گیرد. نتیجه مطالعه خو (۲۰۲۵) را می‌توان شبه‌کانال مکمل دانست.

۲-۲-۳. اثر ذخایر بانکی و عرضه پول (M2) در شرایط کرانه پایین نرخ بهره

در شرایطی که نرخ بهره به کرانه پایین خود نزدیک می‌شود، کارایی ابزارهای مرسوم سیاست پولی، نظیر نرخ بهره کوتاه‌مدت، کاهش می‌یابد. در این وضعیت، هرچند نرخ سیاستی عملاً به‌عنوان ابزار هدایت اقتصاد از اثرگذاری می‌افند، بانک مرکزی همچنان می‌تواند

1. Kho

از طریق افزایش ذخایر بانکی و گسترش کمی پایه پولی، مسیرهای انتقال جدیدی را فعال کند. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که رشد ذخایر بانکی‌ها نه فقط ظرفیت وام‌دهی آنها را افزایش می‌دهد، بلکه از طریق گسترش پایه پولی و نقدینگی، باعث رشد شاخص‌های پولی نظیر M2 نیز می‌شود. در نتیجه، بدون نیاز به کاهش بیشتر نرخ بهره، سطح نقدینگی افزایش می‌یابد و این امر می‌تواند به افزایش تقاضای اسمی، رشد مصرف و سرمایه‌گذاری، افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و در نهایت کاهش بیکاری منجر شود. بلونیا و ایرلند^۱ [۲۷] این کانال را برای اقتصاد ایالات متحده بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی (در شرایط ZLB یا ELB) $\Leftarrow$ ذخایر بانکی $\uparrow$ $\Leftarrow$ پایه پولی و M2 $\Leftarrow$ $\uparrow$ نقدینگی $\Leftarrow$ (۱۵)
مصرف و سرمایه‌گذاری $\uparrow$ $\Leftarrow$ تقاضای کل $\uparrow$

در شرایطی که نرخ بهره سیاستی به کرانه پایین خود می‌رسد و اثربخشی آن کاهش می‌یابد، مطالعه فوق نشان می‌دهد که افزایش ذخایر بانکی و عرضه M2 می‌تواند از مسیر تقویت نقدینگی و شاخص‌های پولی، به تحریک مصرف و سرمایه‌گذاری بینجامد. این مسیر، اگرچه از نظر مفهومی با کانال متعارف نرخ بهره تفاوت دارد، همچنان در چارچوب منطق پولی انتقال اثر به تقاضای کل باقی می‌ماند. از این رو، می‌توان آن را شبه‌کانال مکمل دانست؛ مسیری که در غیاب کانال نرخ بهره، با بهره‌گیری از متغیرهای کمی، انتقال سیاست پولی را تداوم می‌بخشد، بی‌آنکه ساختار نظری آن را به کلی واژگون سازد.

۳-۲-۳. نقش فراوانی نقدینگی در بانک‌ها

در سیاست‌های پولی انبساطی نظیر تسهیل کمی^۲ (QE)، سطح کل نقدینگی در نظام بانکی افزایش می‌یابد. با این حال، توزیع این نقدینگی میان بانک‌ها یکسان نیست. بانک‌هایی که به ذخایر بیشتری دسترسی دارند، در موقعیت مالی باثبات‌تری قرار می‌گیرند و می‌توانند برای حفظ سپرده‌های دیداری، نرخ سود رقابتی‌تری پیشنهاد دهند؛ در نتیجه، نیازی به افزایش نرخ بهره تسهیلات خود نمی‌بینند. در مقابل، بانک‌هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه‌اند، برای حفظ سودآوری، ناچارند نرخ بهره وام‌ها را افزایش دهند یا در اعطای تسهیلات سخت‌گیری بیشتری اعمال کنند. این تفاوت رفتاری باعث می‌شود خانوارها و بنگاه‌هایی که مشتری این بانک‌ها هستند، با افزایش هزینه تأمین مالی و دسترسی محدودتر به اعتبار روبه‌رو شوند. در نتیجه، سیاست پولی به گونه‌ای نامتوازن و ناهمگن در بخش‌ها، مناطق یا گروه‌های بانکی مختلف منتقل می‌شود و تفاوت‌هایی قابل توجه در شدت و جهت اثرگذاری آن ایجاد می‌کند. جیروتی و هورنی^۳ [۲۸] این کانال را برای اقتصادهای منطقه یورو بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی $\Leftarrow$ افزایش نقدینگی $\Leftarrow$ توزیع نابرابر نقدینگی میان بانک‌ها $\Leftarrow$ رفتار متفاوت بانک‌ها در (۱۶)
نرخ‌گذاری و وام‌دهی $\Leftarrow$ نرخ وام $\uparrow$ و عرضه اعتبار $\downarrow$ در برخی بانک‌ها $\Leftarrow$ مصرف و سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Leftarrow$
تقاضای کل $\downarrow$

این بخش تحلیل جدیدی از سازوکار سیاست پولی انبساطی - مانند تسهیل کمی - ارائه می‌دهد که برخلاف مدل متعارف، تأکید خود را بر توزیع نابرابر نقدینگی میان بانک‌ها قرار می‌دهد. در شرایطی که سطح کل ذخایر در سیستم بانکی افزایش می‌یابد، فرض بر انتقال یکنواخت سیاست پولی دیگر معتبر نیست. بانک‌هایی با دسترسی بیشتر به ذخایر، از موقعیت رقابتی برای حفظ سپرده‌ها

1. Belongia and Ireland

2. Quantitative Easing

3. Girotti and Horny

برخوردارند و تمایلی به افزایش نرخ بهره تسهیلات ندارند؛ درحالی‌که بانک‌هایی با محدودیت نقدینگی برای حفظ سودآوری، نرخ‌های وام‌دهی را افزایش می‌دهند یا سخت‌گیری اعتباری بیشتری اعمال می‌کنند. این تفاوت رفتاری سبب می‌شود اثر سیاست پولی در سطح اقتصاد به‌شکلی ناهمگن، منطقه‌ای و تبعیض‌آمیز منتقل شود. بنابراین، انتقال سیاست پولی نه تنها به نرخ بهره، بلکه به نحوه توزیع نقدینگی درون ساختار بانکی وابسته است؛ عاملی که در تحلیل متعارف شاید چندان به آن توجه نشده است. این مطالعه، توزیع نقدینگی را به‌مثابه لایه نهادی جدیدی به کانال وام‌دهی متعارف افزوده است.

۴-۲-۳. ثبات مالی و ساختار بانکی در انتقال سیاست پولی

میزان اثرگذاری سیاست پولی فقط به سطح نرخ بهره یا حجم نقدینگی بستگی ندارد، بلکه به وضعیت ترازنامه‌ای و میزان ریسک بانک‌ها نیز وابسته است. در شرایط رکودی یا بحران‌های مالی، هرچند سیاست‌های انبساطی مانند کاهش نرخ بهره و تزریق نقدینگی می‌توانند به‌صورت نظری مشوق سرمایه‌گذاری باشند، این سازوکار زمانی عمل خواهد کرد که بانک‌ها از نظر مالی در وضعیت سالمی قرار داشته باشند. در مقابل، بانک‌هایی که با ریسک بالا یا ترازنامه‌های ضعیف مواجه‌اند، منابع دریافتی از سیاست‌های انبساطی را صرف ترمیم ترازنامه و انباشت سرمایه می‌کنند و نه کاهش نرخ بهره یا توسعه وام‌دهی. این واکنش موجب می‌شود که بنگاه‌ها و خانوارهای وابسته به این بانک‌ها از دسترسی به اعتبار ارزان محروم بمانند و سیاست پولی از طریق کانال اعتباری به‌خوبی منتقل نشود. علاوه بر این، سیاست‌های نظارتی مالی همچون کفایت سرمایه، نسبت‌های اهرمی و سازوکارهای بازل، می‌توانند به‌عنوان عوامل مکمل یا محدودکننده در کنار سیاست پولی عمل کنند. بنابراین، هماهنگی نهادی میان سیاست پولی و نظارت بانکی، و نیز ثبات مالی درونی نظام بانکی، از شروط اساسی برای انتقال مؤثر سیاست پولی به اقتصاد واقعی محسوب می‌شوند. فرناندز^۱ [۲۹]، آچاریا^۲ و همکاران [۳۰]، و بارنا^۳ و همکاران [۳۱] این کانال را برای اقتصادهای منطقه یورو بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی انبساطی $\Rightarrow$ افزایش نقدینگی $\Rightarrow$ تمرکز بر ترمیم ترازنامه $\uparrow$ (اگر ریسک بانکی بالا باشد) $\uparrow$ (۱۷)

$\Leftarrow$ عدم کاهش نرخ وام $\Leftarrow$ محدودیت اعتبار $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$

مطالعاتی که نام برده شد، با افزودن منطق ترازنامه‌ای و ریسک‌محور به مدل انتقال سیاست پولی، فراتر از چارچوب متعارف پیشین می‌رود و بر نقش حیاتی ثبات مالی و سیاست‌های نظارتی در انتقال مؤثر تأکید می‌کند. برخلاف تحلیل‌های مرسوم که فرض می‌کنند بانک‌ها نقدینگی دریافتی را مستقیماً به‌صورت وام تزریق می‌کنند، این مطالعات نشان می‌دهند که در شرایط بحران یا ضعف مالی بانک‌ها، منابع حاصل از سیاست‌های انبساطی صرف ترمیم ترازنامه، انباشت سرمایه یا کاهش ریسک می‌شود. نتیجه آن است که دسترسی به اعتبار ارزان محدود می‌شود و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تقویت نمی‌شود. افزون بر این، چارچوب‌های نظارتی نظیر نسبت‌های اهرمی یا کفایت سرمایه نیز می‌توانند این واکنش را تشدید یا تعدیل کنند. بنابراین، اثربخشی سیاست پولی، علاوه بر نرخ‌ها یا حجم نقدینگی، به سلامت نهادی بانک‌ها و هماهنگی میان سیاست پولی و نظارت مالی بستگی دارد. بنابراین، مطالعه فوق با افزودن منطق واکنش ترازنامه‌ای بانک‌ها، عملکرد ضعیف کانال اعتباری در شرایط بحران را توضیح می‌دهد؛ ازاین‌رو، یک شبهه کانال مکمل با ویژگی تضعیف‌کننده به مطالعات متعارف افزوده است.

1. Fernández

2. Acharya

3. Barnea



۵-۲-۳. بانکداری اسلامی

در نظام بانکداری اسلامی، سازوکار اثرگذاری سیاست پولی به دلیل تفاوت‌های بنیادین در منطق عملیاتی بانک‌ها و ماهیت ابزارهای مالی، همچنان محل مناقشه نظری و نهادی است. برخلاف بانکداری متعارف، که انتقال سیاست پولی عمدتاً از مسیر نرخ بهره و قیمت پول صورت می‌گیرد، در بانکداری اسلامی ابزارهای تأمین مالی عمدتاً بر پایه عقود شرعی مانند مرابحه، مضاربه، اجاره و مشارکت سامان می‌یابند و رابطه مستقیمی با نرخ بهره سیاستی ندارند. از منظر نهادی نیز، هنوز اجماع روشنی درباره منطق شرعی خلق ذخایر، نحوه تزریق نقدینگی بانک مرکزی به بانک‌های اسلامی، و ابزارهای مشروع سیاست پولی وجود ندارد. در عمل، بانک‌های مرکزی کشورهای دارای نظام بانکداری اسلامی از مجموعه‌ای ناهمگن از ابزارها- از عملیات بازار باز مبتنی بر صکوک، تسهیلات مبتنی بر عقود خاص، تا سازوکار شبه‌ربوی- استفاده کرده‌اند که هریک با تفاسیر متفاوت فقهی همراه بوده است. در چنین چارچوبی شواهد تجربی نشان می‌دهد که واکنش بانک‌های اسلامی به تغییرات نرخ بهره سیاستی، در مقایسه با بانک‌های متعارف، ضعیف‌تر، کندتر و ناهمگن‌تر است؛ نه لزوماً به دلیل ناکارآمدی ذاتی، بلکه به سبب فقدان سازوکار نظری و نهادی تثبیت شده برای انتقال سیاست پولی. مطالعات راشد^۱ و همکاران [۳۲] برای مالزی، و حمزه و سعدویی^۲ [۳۳] برای ۵۰ بانک اسلامی در ۱۰ کشور اسلامی^۳ این ناهمگنی و ضعف انتقال را در بسترهای نهادی متفاوت نشان می‌دهند، بی‌آنکه الزاماً مدعی وجود الگویی واحد و مورد اجماع باشند.

تغییر نرخ بهره ⇐ ساختار غیر ربوی ⇐ انتقال ضعیف و با تأخیر سیاست پولی ⇐ کاهش سرعت و (۱۸)

گستره تأمین مالی ⇐ واکنش محدود سرمایه‌گذاری ⇐ اثرگذاری ضعیف بر تقاضای کل

براین اساس، بانکداری اسلامی بیش از آنکه یک کانال جایگزین تثبیت شده برای انتقال سیاست پولی باشد، باید به مثابه سازوکاری نهادی و مورد اختلاف فهمیده شود که منطق متعارف نرخ بهره را محدود یا تعدیل می‌کند، اما هنوز به چارچوب نظری و سیاستی اجماعی نرسیده است. همین فقدان اجماع، خود یکی از عوامل تضعیف و تأخیر در انتقال سیاست پولی در اقتصادهایی با سهم بالایی بانکداری اسلامی محسوب می‌شود.

۶-۲-۳. فراتر از نرخ بهره: ساختار بانکی به مثابه شرط نهادی انتقال سیاست پولی

در مجموع، مطالعات بخش حاضر نشان می‌دهند که کانال اعتباری سیاست پولی در عمل به مراتب نهادی‌تر و ناهمگون‌تر از تصویر ارائه شده در ادبیات متعارف است. تمرکز بانکی، سطح ذخایر و نقدینگی، تفاوت بانک‌ها در دسترسی به منابع، سلامت ترازنامه‌ای و ساختار بانکداری اسلامی، همگی می‌توانند انتقال سیاست پولی را تضعیف، کند یا نامتقارن سازند. بیشتر این عوامل را باید بسط نهادی و ساختاری کانال اعتباری دانست، نه کانال‌هایی کاملاً بدیل؛ زیرا همچنان درون منطق کلی انتقال از نرخ سیاستی به وام‌دهی، هزینه تأمین مالی و تقاضای کل عمل می‌کنند. با این حال، بانکداری اسلامی وضعیتی متمایز دارد... در این نظام، هرچند تفاوت ارزش حال و آینده- که در ادبیات اقتصادی به عنوان نرخ بهره شناخته می‌شود- در قالب قراردادهای غیرقرضی و بر مبنای قواعدی همچون «للاجل قسط من الثمن» پذیرفته شده است، اما نرخ بهره سیاستی به عنوان ابزار مستقیم تنظیم تقاضای کل، نقش مرکزی خود را از دست می‌دهد. بنابراین، در مجموع، مطالعات این بخش نشان می‌دهند که کارایی سیاست پولی علاوه بر تغییر نرخ سیاستی، به نحوه نهادینه شدن آن در قالب‌های قراردادی ترازنامه‌ای و شرعی نظام بانکی نیز بستگی دارد.

1. Rashid

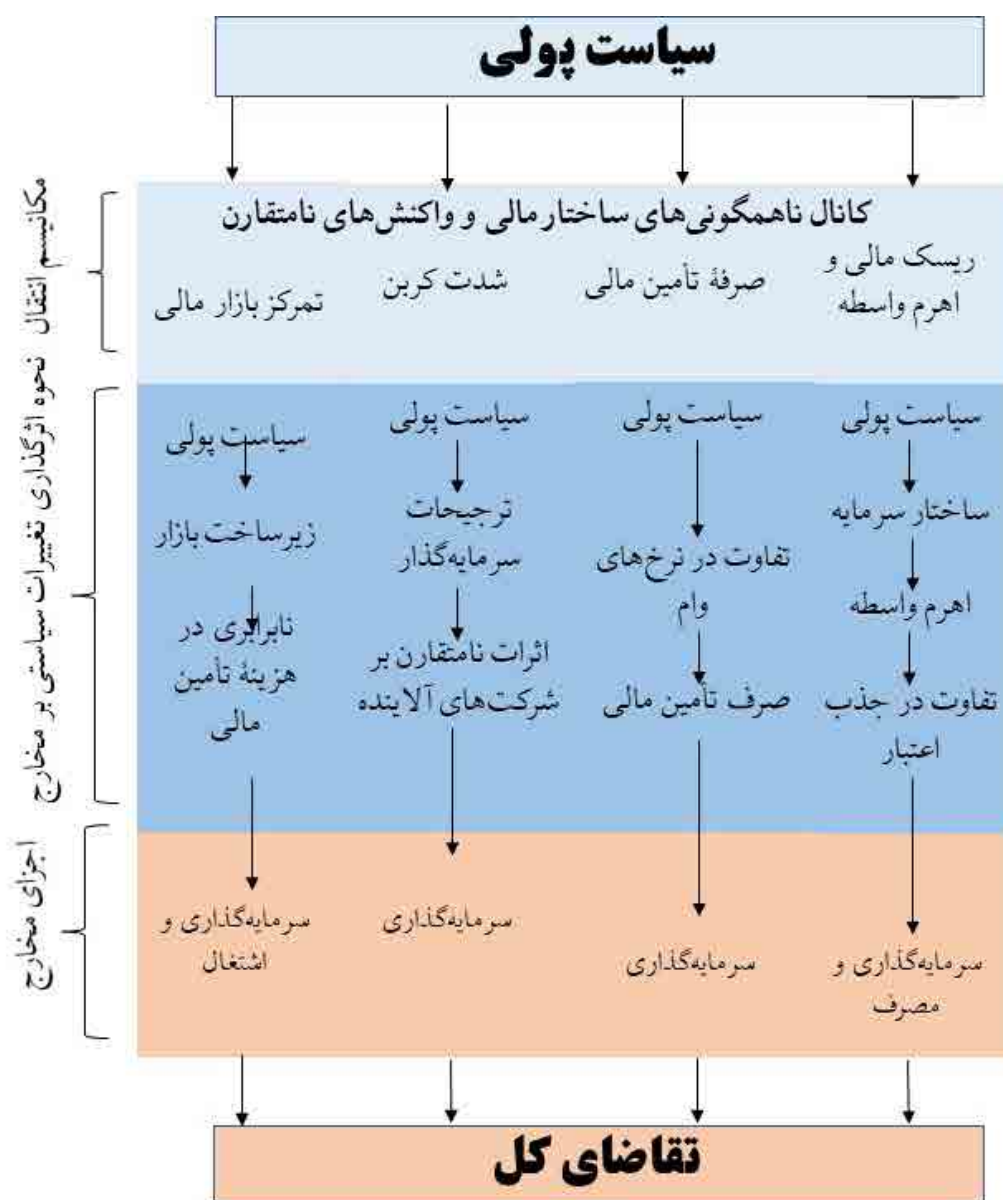
2. Hamza and Saadaoui

۳. عربستان سعودی، بحرین، بنگلادش، اندونزی، اردن، کویت، مالزی، پاکستان، قطر، امارات متحده عربی.

۳-۳. ساختار مالی

ساختار مالی اقتصاد- که شامل ویژگی‌های اعتباری بنگاه‌ها، میزان سرمایه و انعطاف‌پذیری نهادی مؤسسات مالی، ترجیحات سرمایه‌گذاران، و سازوکارهای نهادی حاکم بر بازارهای مالی است- نقشی تعیین‌کننده در شدت و مسیر اثرگذاری سیاست پولی ایفا می‌کند. برخلاف فروض مدل‌های کلاسیک که اثر سیاست پولی را یکنواخت و یکسان بر تمام اجزای اقتصاد در نظر می‌گیرند، یافته‌های اخیر- که در این بخش بررسی خواهد شد- نشان می‌دهد که واکنش به تغییرات نرخ سیاستی میان بنگاه‌ها، بانک‌ها و بازارهای مالی به‌طور معناداری ناهمگون است. این ناهمگونی ساختاری، مسیرهای متفاوتی برای انتقال سیاست پولی ایجاد می‌کند که در ادامه بررسی خواهند شد.

شکل ۴. کانال ساختار مالی



مأخذ: همان.



۱-۳-۳. ریسک‌های مالی بنگاه‌ها، ساختار سرمایه و اهرم مالی واسطه‌ها

ادبیات جدید نشان می‌دهد که واکنش بنگاه‌ها و واسطه‌های مالی به سیاست پولی به‌طور معناداری به وضعیت مالی داخلی آنها وابسته است. بنگاه‌هایی با نسبت بدهی بالا یا ساختار سرمایه‌ای ضعیف، حتی در مواجهه با سیاست‌های پولی انبساطی، به دلیل محدودیت‌های اعتباری و ریسک نکول، توانایی کمی برای افزایش سرمایه‌گذاری دارند. در این شرایط، کاهش نرخ بهره الزاماً به افزایش تقاضای کل منجر نمی‌شود. در مقابل، بنگاه‌هایی با ترازنامه‌های سالم‌تر و بدهی کمتر، با سهولت بیشتری به اعتبارات جدید دسترسی می‌یابند و با افزایش سرمایه‌گذاری، سیاست پولی را به بخش واقعی اقتصاد منتقل می‌کنند. در سوی دیگر، اثرگذاری سیاست پولی به وضعیت ترازنامه‌ای واسطه‌های مالی نیز وابسته است. بانک‌ها و نهادهای مالی با سرمایه کافی و اهرم پایین، در واکنش به کاهش نرخ بهره، می‌توانند پرتفوی دارایی خود را توسعه دهند، وام جدید خلق کنند، و از این مسیر، موجب افزایش قیمت دارایی‌ها و تحریک سرمایه‌گذاری شوند. اما در شرایطی که واسطه‌های مالی با نسبت اهرمی بالا یا ضعف سرمایه‌ای روبه‌رو باشند، ظرفیتشان برای وام‌دهی محدود می‌شود و حتی ممکن است واکنش آنها نسبت به سیاست پولی معکوس باشد. در این صورت، نه فقط انتقال سیاست پولی به بازارهای مالی مختل می‌شود، بلکه ممکن است نوسانات مالی تشدید شود. پارنوس^۱ [۳۴] و لی^۲ [۳۵] این کانال را برای ایالات متحده و یاداف و پاندا^۳ [۳۶] برای اقتصاد هند بررسی کرده‌اند.

$$\left. \begin{array}{l} \text{دسترسی بنگاه‌های ریسکی به اعتبار} \downarrow \\ \text{تقاضای کل} \downarrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \downarrow \end{array} \right\} \Rightarrow \text{نرخ بهره} \downarrow$$

$$\left. \begin{array}{l} \text{دسترسی بنگاه‌های با تراز نامه سالم به اعتبار} \uparrow \\ \text{تقاضای کل} \uparrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \end{array} \right\} \Rightarrow$$

$$\left. \begin{array}{l} \text{واسطه مالی سرمایه بالا} \\ \text{واسطه مالی اهرم بالا} \end{array} \right\} \Rightarrow \text{نرخ بهره} \downarrow$$

$$\left. \begin{array}{l} \text{اسپرد} \downarrow \\ \text{انتقال ضعیف} \end{array} \right\} \Rightarrow$$

$$\left. \begin{array}{l} \text{خلق اعتبار} \\ \text{خلق اعتبار محدود} \end{array} \right\} \Rightarrow$$

$$\left. \begin{array}{l} \text{قیمت دارایی} \uparrow \\ \text{اثرگذاری محدود و معکوس} \end{array} \right\} \Rightarrow \left. \begin{array}{l} \text{تقاضای کل} \uparrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \end{array} \right\} \Rightarrow$$

مطالعات فوق را می‌توان شبه کانال مکمل در نظر گرفت، زیرا بر مبنای همان کانال اعتباری عمل می‌کند، اما اثر آن مشروط به کیفیت ترازنامه و نسبت بدهی است.

۲-۳-۳. صرفه تأمین مالی، آسیب‌پذیری بانکی و کانال اعتبار

در نظام‌های مالی بانک‌محور، اثرگذاری سیاست پولی تا حد زیادی به وضعیت ترازنامه‌ای بانک‌ها و بنگاه‌ها وابسته است. یکی از مفاهیم کلیدی در این زمینه، «صرفه تأمین مالی خارجی»^۴ است که به شکاف میان نرخ بهره وامی که بنگاه‌ها پرداخت می‌کنند و نرخ سیاستی یا نرخ‌های پایه بازار اشاره دارد. این صرفه، بازتابی از ریسک اعتباری، نبود شفافیت اطلاعاتی، و ظرفیت بازپرداخت طرفین وام است. در شرایطی که بانک‌ها با محدودیت سرمایه‌ای یا کمبود نقدینگی مواجه‌اند، نرخ‌های بهره‌ای که مطالبه می‌کنند افزایش می‌یابد. این افزایش برای بنگاه‌های پرریسک معمولاً شدیدتر است و شکاف بین نرخ‌های مؤثر و نرخ سیاستی را بیشتر می‌کند. در نتیجه، واکنش واقعی به سیاست پولی براساس رفتار درون‌زای بانک‌ها و شرایط اعتباری تعیین می‌شود [۳۷].

1. Paranhos

2. Li

3. Yadav and Panda

4. External Finance Premium

دوره‌های سیاست انبساطی، کاهش نرخ سیاستی فقط ازسوی بانک‌هایی با ترازنامه سالم به بنگاه‌ها منتقل می‌شود. اما بانک‌های آسیب‌پذیر به دلیل محدودیت‌های داخلی، ممکن است این کاهش را منتقل نکنند یا حتی به افزایش نرخ‌های اعتباری دست بزنند. در دوره‌های انقباضی، همین بانک‌های آسیب‌پذیر ممکن است نرخ‌های بهره را بیش از اندازه افزایش دهند که خود به کاهش شدیدتر سرمایه‌گذاری و تقاضای کل منجر می‌شود. این ناهمگونی رفتاری، انتقال سیاست پولی را نه تنها ناقص، بلکه در مواردی نابرابر و ضدچرخه‌ای می‌سازد. التاویا^۱ و همکاران (۲۰۲۴) این کانال را برای ۱۰ اقتصاد بزرگ منطقه یورو^۲ بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی $\Leftarrow$ واکنش ناهمگن بانک‌ها $\Leftarrow$ صرفه تأمین مالی برای بنگاه پرریسک $\Uparrow$ $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ (۲۱)
 $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$

مطالعه فوق از منطق کانال نرخ بهره پیروی می‌کند، جز آنکه نشان می‌دهد نرخ‌های بهره واقعی الزاماً از نرخ سیاستی تبعیت نمی‌کنند. از این رو، مطالعه فوق را هم می‌توان شبه‌کانال مکمل در نظر گرفت.

۳-۳-۳. ترجیحات سرمایه‌گذاران، شدت کرین و اثر ناخواسته سیاست پولی

در سال‌های اخیر، ترجیحات سرمایه‌گذاران به‌سوی دارایی‌هایی با ویژگی‌های پایداری زیست‌محیطی متمایل شده است. این تحول، شرایط تأمین مالی بنگاه‌هایی با شدت بالای انتشار کربن را دشوارتر کرده است؛ چراکه برای جذب سرمایه، ناچارند بازدهی بالاتری ارائه دهند. این بازدهی عمدتاً از طریق سود نقدی تأمین می‌شود که به‌طور مستقیم تحت تأثیر نرخ‌های بهره قرار دارد. ازسوی دیگر، بنگاه‌های آلاینده معمولاً سرمایه‌برتر بوده و برای توسعه فعالیت‌های خود وابستگی بیشتری به تأمین مالی بازارمحور دارند. بنابراین، تغییرات نرخ بهره - چه در جهت انبساطی و چه در جهت انقباضی - تأثیر بیشتری بر هزینه سرمایه، قیمت سهام، و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری این بنگاه‌ها می‌گذارد. این حساسیت مضاعف - ناشی از ساختار مالی و واکنش سرمایه‌گذاران - موجب می‌شود که سیاست پولی، حتی بدون هدف‌گذاری زیست‌محیطی، آثار ناخواسته‌ای بر ترکیب بخشی سرمایه‌گذاری در اقتصاد بر جای بگذارد. به بیان دیگر، سیاست پولی می‌تواند به‌طور ضمنی و غیرمستقیم بر سهم بنگاه‌های آلاینده در سرمایه‌گذاری کل اثر بگذارد و پیامدهایی زیست‌محیطی و توزیعی به‌همراه داشته باشد. بنچورا^۳ [۳۸] این کانال را برای ایالات متحده بررسی کرده است.

شدت کرین $\Uparrow$ $\Leftarrow$ حساسیت به نرخ بهره $\Uparrow$ $\Leftarrow$ قیمت سهام $\downarrow$ $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$ (۲۲)

مطالعه فوق، سیاست پولی را در مسیر متعارف قرار می‌دهد، اما معتقد است که در ترکیب سرمایه‌گذاری امکان انحراف وجود دارد؛ از این رو می‌توان گفت که این مطالعه به رویکرد متعارف یک متغیر مکمل، که همان ترجیحات زیست‌محیطی سرمایه‌گذاران است، افزوده است.

۳-۳-۴. تمرکز بازارهای مالی، دسترسی نابرابر و انتقال ناقص سیاست پولی

ساختار نهادی بازارهای مالی، به‌ویژه در بازار معاملات بازخريد (ریپو)، نقش کلیدی در انتقال نرخ سیاستی بانک مرکزی به نرخ‌های بازار ایفا می‌کند. در بسیاری از کشورها، فقط گروه محدودی از بانک‌های بزرگ و نهادهای مالی معتبر به بازار بین‌بانکی رسمی و شفاف دسترسی دارند. سایر نهادها - از جمله بانک‌های محلی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات بیمه - مجبورند نیازهای

1. Altavilla

3. Benchora

۲. آلمان، فرانسه، ایتالیا، اسپانیا، هلند، بلژیک، اتریش، پرتغال، فنلاند و ایرلند.



نقدینگی خود را از طریق قراردادهای دوجانبه، غیررسمی یا بازارهای فرابورس تأمین کنند. این بازارهای غیررسمی معمولاً با سطح شفافیت پایین‌تر و رقابت محدودتری مواجه‌اند و در نتیجه نرخ‌های تأمین مالی در آنها اغلب بالاتر و متغیرتر است. در چنین ساختاری، شوک‌های سیاست پولی بانک مرکزی (مثلاً کاهش نرخ بهره) ابتدا در بازار رسمی منعکس می‌شود، اما فقط به‌صورت ناقص به بازارهای غیررسمی منتقل می‌گردد. نهادهای بزرگ و مسلط که در بازار رسمی فعال‌اند، به دلیل قدرت بازاری و دسترسی اختصاصی خود، قادرند بخشی از کاهش نرخ را نزد خود حفظ، و فقط بخشی از آن را به طرف‌های مقابل خود منتقل کنند. این وضعیت موجب می‌شود نهادهای کوچک‌تر علاوه بر بهره‌مندی کمتر از مزایای سیاست انبساطی، در مواردی هزینه تأمین مالی بالاتری را نیز تجربه کنند. علاوه بر این، هزینه‌های بالای برقراری روابط جدید در بازار بین‌بانکی و نیاز به وثایق باکیفیت، وابستگی نهادهای کوچک به تعداد محدودی از بانک‌های بزرگ را افزایش می‌دهد و ساختار بازار را متمرکزتر می‌سازد. در نتیجه، سیاست پولی به‌صورت ناقص و نابرابر در میان نهادهای مالی توزیع، و اثربخشی کلی آن در سطح کل اقتصاد تضعیف می‌شود. آیسن‌اشمیت^۱ [۳۹] این کانال را برای اقتصادهای منطقه یورو بررسی کرده است.

سیاست پولی $\Leftarrow$ بازار رسمی $\Leftarrow$ دسترسی نابرابر $\Leftarrow$ نرخ تأمین مالی برای مؤسسات کوچک $\Uparrow$ (۲۳)
سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$

مطالعه فوق نیز همان منطق نرخ بهره متعارف را دارد، اما نشان می‌دهد که انتقال وابسته به دسترسی نهادی به بازار رسمی است. از این رو می‌توان گفت که نوعی شبه‌کانال مکمل نهادی را پیشنهاد می‌دهد.

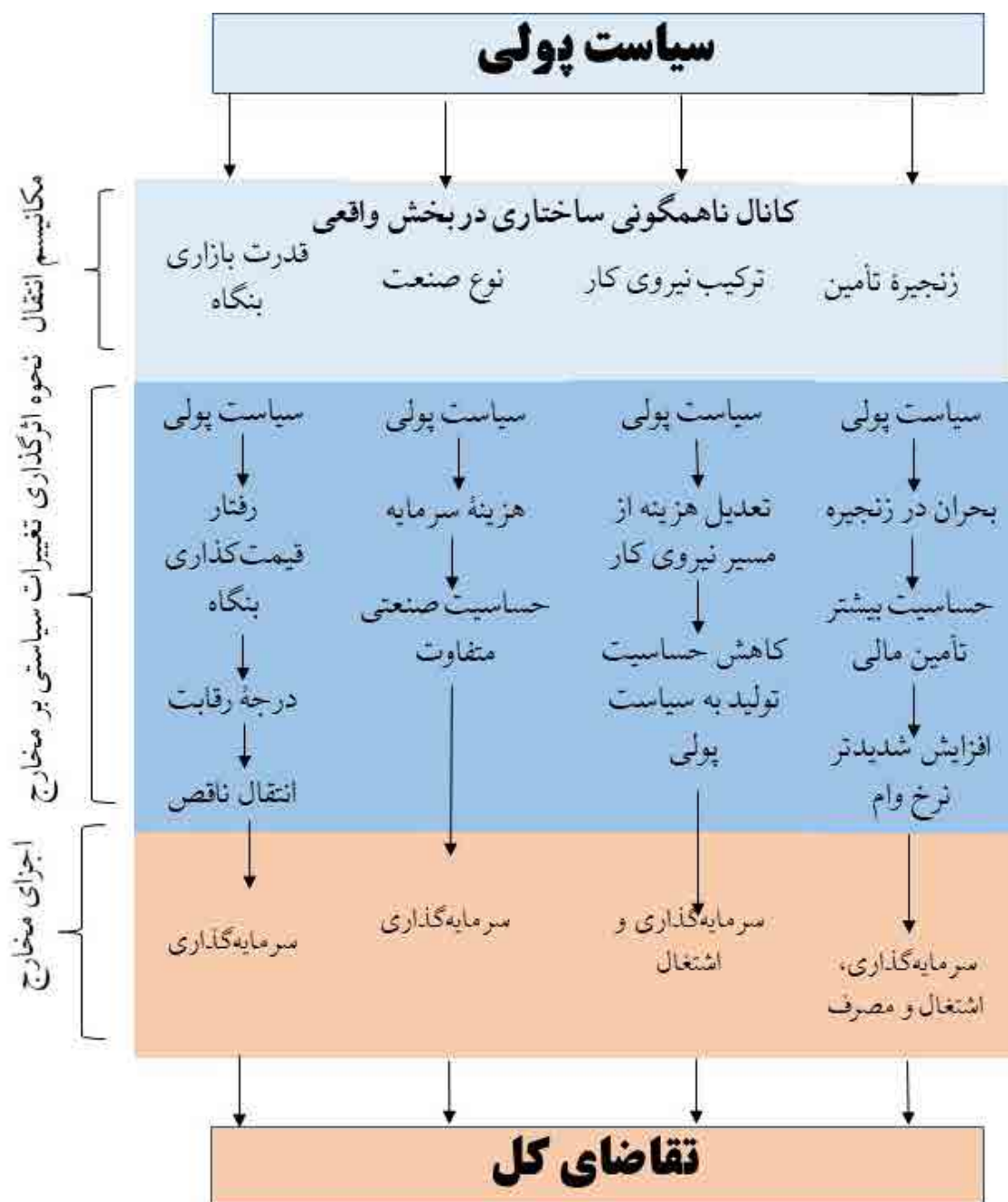
۵-۳-۳. ناهمگونی ساختاری و انتقال سیاست پولی

بخش حاضر با تمرکز بر ویژگی‌های ترازنامه‌ای و نهادی بنگاه‌ها، واسطه‌های مالی، و بازارهای سرمایه، نشان می‌دهد که واکنش به سیاست پولی از سوی کنشگران اقتصادی یکسان نیست، بلکه تابع وضعیت مالی، دسترسی به بازارهای رسمی، و حتی ترجیحات زیست‌محیطی است. این مطالعات، با آنکه درون چارچوب مفهومی کانال‌های متعارف باقی می‌مانند، به‌طرزی چشمگیر آن را بسط نهادی و رفتاری می‌دهند. از این رو، می‌توان آنها را شبه‌کانال‌های مکمل دانست که یا اثر سیاست پولی را تعدیل و تضعیف می‌کنند، یا پیامدهای بخشی و توزیعی آن را به نمایش می‌گذارند. کارایی سیاست پولی در این چارچوب، نیازمند شناخت دقیق ترازنامه‌ها، نابرابری نهادی، و تحولات ترجیحی بازار است.

۴-۳. پیامدهای بخش واقعی

یکی از مهم‌ترین مسیرهای انتقال سیاست پولی، عبور آن از طریق ساختار بخش واقعی اقتصاد است. براساس مدل‌های نظری، تغییرات نرخ بهره یا نقدینگی می‌تواند به‌صورت یکنواخت بر تولید، اشتغال و سطح قیمت‌ها اثر بگذارد. با این حال، شواهد تجربی نشان می‌دهد که انتقال سیاست پولی در عمل، به‌شدت از ویژگی‌های ساختاری بخش واقعی متأثر است. عواملی نظیر اختلال در زنجیره‌های تأمین، ترکیب نیروی کار (مثلاً سهم بالای نیروی کار غیررسمی یا قراردادی)، ویژگی‌های صنعتی (مانند شدت سرمایه‌بری یا وابستگی به واردات)، و تمرکز بازار، می‌توانند شدت، سرعت و حتی جهت اثرگذاری سیاست پولی را دگرگون سازند. این بخش با مرور مطالعات تجربی جدید، نشان می‌دهد که چگونه این عوامل می‌توانند واکنش کلان اقتصاد به سیاست پولی را در موقعیت‌های مختلف تغییر دهند.

شکل ۵. پیامدهای بخش واقعی



مأخذ: همان.

تحلیل متعارف کانال‌های انتقال سیاست پولی، فرض را بر آن می‌گذارد که بخش واقعی اقتصاد فقط نقش پذیرنده منفعل سیاست پولی را دارد؛ به عبارت دیگر، فرض می‌شود که کاهش نرخ بهره یا افزایش نقدینگی، مستقیماً به افزایش تقاضا، سرمایه‌گذاری و اشتغال منجر خواهد شد. اما شواهد جدید نشان می‌دهند که ساختار بخش واقعی خود به حلقه واسط فعال و تعیین‌کننده در انتقال سیاست پولی تبدیل شده است. ویژگی‌هایی مانند شکنندگی زنجیره‌های تأمین، انعطاف‌ناپذیری بازار کار، وابستگی وارداتی

بنگاه‌ها، و قدرت بازاری بالا، می‌توانند نه فقط سرعت و شدت اثر سیاست پولی را تعدیل کنند، بلکه حتی مسیر آن را تغییر دهند؛ به گونه‌ای که سیاست انبساطی نیز در شرایط خاص ممکن است به رکود یا تورم بینجامد. این بخش به بررسی این زنجیره‌های علی در حوزه تولید و اشتغال می‌پردازد.

۱-۴-۳. زنجیره تأمین

در شرایطی که زنجیره‌های تأمین با اختلال مواجه‌اند، بنگاه‌ها برای حفظ تداوم تولید، به منابع مالی بیشتری نیاز دارند. در چنین شرایطی، چنانچه سیاست پولی به صورت انقباضی اعمال شود یا انقباضی باقی بماند، افزایش نرخ بهره سیاستی مستقیماً هزینه تأمین مالی را برای بنگاه‌ها افزایش می‌دهد و فشار مضاعفی بر تولید وارد می‌کند. شواهد تجربی نشان می‌دهد که در دوره‌های بحران عرضه، نرخ بهره وام‌های اعطایی به بنگاه‌ها به سرعت افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری کاهش پیدا می‌کند، بیکاری برای مدت طولانی‌تری بالا باقی می‌ماند و مصرف خانوارها دچار افت شدید می‌شود. از این رو، در صورت اعمال سیاست پولی انقباضی در بستر اختلالات عرضه، سیاست پولی نه فقط اثر ضدتورمی محدودی خواهد داشت، بلکه می‌تواند پیامدهای رکودی قابل توجهی به دنبال داشته باشد. تجربه پاندمی کووید-۱۹ نیز نشان داد که بانک‌های مرکزی با درک همین سازوکار، در اغلب موارد از سیاست انقباضی پرهیز کردند و تورم بالاتر موقتی را برای جلوگیری از تعمیق رکود پذیرفتند. یافته‌های تجربی حاکی از آن است که شدت اثر سیاست پولی بر تولید در حضور اختلال در زنجیره تأمین تا ۱۶۰ درصد و بر قیمت‌ها تا ۳۰ درصد بیشتر از حالت عادی گزارش شده است. به این ترتیب، وضعیت زنجیره تأمین به مثابه تعدیل‌گر ساختاری، نقش تعیین‌کننده‌ای در شدت و مسیر انتقال سیاست پولی ایفا می‌کند. لاومر و شافر^۱ [۲۰] این کانال را برای اقتصاد ایالات متحده بررسی کرده‌اند.

اختلال زنجیره $\Rightarrow$ نیاز به تأمین مالی $\uparrow$ $\Leftarrow$ نرخ بهره $\uparrow$ $\Leftarrow$ فشار بر تولید $\uparrow$ $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Leftarrow$ تقاضای (۲۴)
کل $\downarrow$

مطالعه فوق، ساختار متعارف را حفظ کرده است، اما نشان می‌دهد که تکانه عرضه می‌توان مسیر متعارف را تضعیف یا معکوس سازد. در واقع، این تحلیل مسیر انتقالی را مشروط به وضعیت تأمین دانسته است، از این رو نشان می‌دهد که اختلال در زنجیره تأمین تعدیل‌گر ساختاری است که می‌تواند در صورت اتخاذ سیاست انقباضی، مسیر متعارف انتقال سیاست پولی را تضعیف یا حتی معکوس سازد؛ از این رو می‌توان آن را در زمره شبه کانال‌های مکمل طبقه‌بندی کرد.

۲-۴-۳. ترکیب نیروی کار

ساختار بازار کار، به‌ویژه نسبت نیروی کار قراردادی به دائمی، نقش مهمی در دامنه و پایداری واکنش تولید در سطح کلان به سیاست‌های پولی ایفا می‌کند. در اقتصادهایی که سهم نیروی کار قراردادی بالاست، واکنش تولید در مواجهه با سیاست‌های پولی انقباضی، از نظر دامنه کلان، محدودتر و کوتاه‌مدت‌تر گزارش می‌شود. دلیل اصلی این پدیده، انعطاف‌پذیری بالای دستمزد و اشتغال در بخش کارگران قراردادی است؛ این کارگران به راحتی قابل جایگزینی یا اخراج‌اند و بنگاه‌ها می‌توانند با کاهش سریع نیروی کار قراردادی، هزینه‌های تولید را سریعاً تعدیل و از تعمیق رکود تولید جلوگیری کنند. بدیهی است که این تعدیل، به لحاظ رفاهی به معنای افزایش بیکاری و کاهش امنیت شغلی است، اما از منظر حسابداری تولید و پایداری عرضه، امکان حفظ سطح فعالیت بنگاه را فراهم می‌سازد. در مقابل، در نظام‌هایی که نیروی کار دائمی غالب است، چسبندگی دستمزدها و محدودیت‌های حقوقی، تعدیل سریع هزینه‌ها را دشوار می‌کند و بنگاه‌ها ممکن است با تأخیر یا شدت بیشتری به سیاست‌های پولی واکنش نشان

دهند. بنابراین، ترکیب نیروی کار به‌مثابه تعدیل‌گر ساختاری، می‌تواند شدت اثرگذاری سیاست پولی را بر تولید کاهش دهد. بوجونوری^۱ و همکاران [۴۰] این کانال را برای اقتصاد هند بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی $\Leftarrow$ تعدیل سریع‌تر بازار کار قراردادی $\Leftarrow$ تولید پایدارتر $\Leftarrow$ کاهش ملایم‌تر تقاضای کل (۲۵)

مطالعه بوجونوری نیز رویکرد متعارف را پذیرفته است، اما واکنش بنگاه‌ها را به نرخ بهره به‌شدت وابسته به ساختار حقوقی بازار کار می‌داند. از این‌رو می‌توان گفت که شبه‌کانال مکملی را معرفی می‌کند.

۳-۴-۳. نوع صنعت

اثر بخشی سیاست پولی می‌تواند بسته به نوع صنعت، شدت و الگویی متفاوت داشته باشد. صنایعی که دارای دارایی‌هایی با نقدشوندگی پایین‌اند - مانند صنایع تولیدی سرمایه‌بر یا دارای ماشین‌آلات سنگین - برای وثیقه‌گذاری با محدودیت بیشتری مواجه‌اند و در نتیجه برای تأمین مالی، وابستگی بیشتری به اعتبار دارند. در چنین صنایعی، افزایش نرخ بهره سیاستی، هزینه تأمین مالی را به‌شدت افزایش می‌دهد و کاهش محسوس‌تری در سرمایه‌گذاری و تولید به‌دنبال دارد. این اثر در صنایع تولید کالاها با دوام شدیدتر است، زیرا علاوه بر اینکه هزینه تولید آنها به اعتبار وابسته است، تقاضای مصرف‌کننده نیز به نرخ بهره حساسیت بالایی دارد (مانند خودرو یا لوازم خانگی). در مقابل، صنایعی که دارایی‌های نقدشونده‌تری دارند یا نیاز کمتری به تأمین مالی خارجی دارند، واکنش ملایم‌تری به سیاست پولی نشان می‌دهند. همچنین در کشورهایی با سطح پایین‌تر توسعه مالی، کانال اعتباری به‌طور کلی نقش پررنگ‌تری در انتقال سیاست پولی دارد. با این حال، برخی شواهد تجربی نشان می‌دهد که در برخی موارد، اثر شوک سیاست پولی از مسیر هزینه تولید یا صادرات ضعیف‌تر از اثر آن از مسیر تأمین مالی است. به این ترتیب، ساختار دارایی‌ها و وابستگی مالی صنعت، یکی از عوامل کلیدی در تعیین شدت و مسیر انتقال سیاست پولی محسوب می‌شود. چوی^۲ و همکاران [۴۱] این کانال را برای ۱۰۲ کشور (۳۳ کشور توسعه‌یافته و ۶۹ کشور در حال توسعه) و ۲۲ صنعت تولیدی بررسی کرده‌اند.

نرخ بهره $\uparrow \Leftarrow$ هزینه سرمایه $\Leftarrow$ صنایع بادوام با وثیقه سخت $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$ (۲۶)

مطالعه چوی و همکاران نیز مسیر اصلی نرخ بهره به سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کند، ولی شدت آن را وابسته به نوع صنعت و قابلیت وثیقه‌گذاری می‌داند. از این‌رو این مطالعه را می‌توان شبه‌کانال مکمل در نظر گرفت.

۳-۴-۴. قدرت بازاری بنگاه‌ها

در اقتصادهایی با تمرکز بالای بازار و سلطه بنگاه‌های بزرگ، سیاست پولی با موانعی در مسیر انتقال مواجه است. بنگاه‌هایی که سهم بالایی از بازار در اختیار دارند، به دلیل قدرت قیمت‌گذاری، حاشیه سود بالا، و کنترل بر چرخه تولید، انعطاف بیشتری در واکنش به تغییرات نرخ بهره دارند. این بنگاه‌ها الزامی به تعدیل سریع قیمت یا کاهش تولید ندارند، چراکه کمتر در معرض رقابت هستند و می‌توانند فشارهای هزینه‌ای را جذب یا منتقل کنند. در مقابل، بنگاه‌های کوچک‌تر یا فعال در بازارهای رقابتی، به‌طور مستقیم و شدیدتر از سیاست پولی تأثیر می‌پذیرند. کاهش نرخ بهره موجب افزایش سرمایه‌گذاری و اشتغال در آنها می‌شود، در حالی که افزایش نرخ بهره، فروش، نقدینگی و استخدام را به‌شدت کاهش می‌دهد. در کشورهای نوظهور با ساختار بازار کمتر رقابتی، سیاست پولی ممکن است فقط در بخش محدودی از بنگاه‌ها اثرگذار باشد: بنگاه‌های کوچک ممکن است واکنش نشان دهند، اما بنگاه‌های

1. Bujunoori
2. Choi



بزرگ و شبه‌دولتی - که در بسیاری از صنایع کلیدی فعال‌اند - به دلیل دسترسی به منابع غیررسمی، قیمت‌گذاری اداری، یا حمایت دولتی، کمتر متأثر می‌شوند. در مورد ایران، تمرکز بالای بازار در بخش‌های کلیدی اقتصاد، می‌تواند به عنوان یکی از موانع مهم در مسیر انتقال کامل سیاست پولی به تولید و اشتغال عمل کند. رنژی و برین^۱ [۴۲] این کانال را برای کشورهای پیشرفته^۲ و نوظهور^۳ آسیا بررسی کرده‌اند.

مطالعه فوق نیز نرخ بهره را ابزار اصلی در نظر می‌گیرد، اما شدت و حتی جهت اثرگذاری‌اش را وابسته به درجه رقابت‌پذیری و قدرت قیمت‌گذاری می‌داند. از این رو این مطالعه را نیز می‌توان شبه کانال مکمل در نظر گرفت.

(کاهش) ↓ تقاضای کل ثابت یا ← سرمایه‌گذاری بدون تغییر ← انتقال ضعیف ← بنگاه متمرکز ← سیاست پولی (۲۷)

۵-۴-۳. بازتعریف نقش بخش واقعی در انتقال سیاست پولی

مطالعاتی که در این بخش بررسی شدند، نشان دادند که برخلاف تحلیل متعارف که بخش واقعی را صرفاً پذیرنده منفعل سیاست پولی می‌دانست، ویژگی‌های ساختاری بخش واقعی - از زنجیره‌های تأمین گرفته تا نوع قرارداد کاری، نوع صنعت و تمرکز بازار - نقش تعیین‌کننده‌ای در شدت، زمان و حتی جهت واکنش به سیاست پولی دارند. این مسیرها را می‌توان در قالب شبه کانال‌های مکمل طبقه‌بندی کرد که ساختار قیمتی - سیاستی تحلیل کلاسیک را حفظ می‌کنند، اما آن را مشروط به شرایط نهادی و بخشی خاص می‌سازند. در این چارچوب، موفقیت سیاست پولی - علاوه بر نرخ بهره - در گرو شناخت دقیق ظرفیت‌های تولید، ترکیب بازار کار، و ساختار صنعتی اقتصاد است.

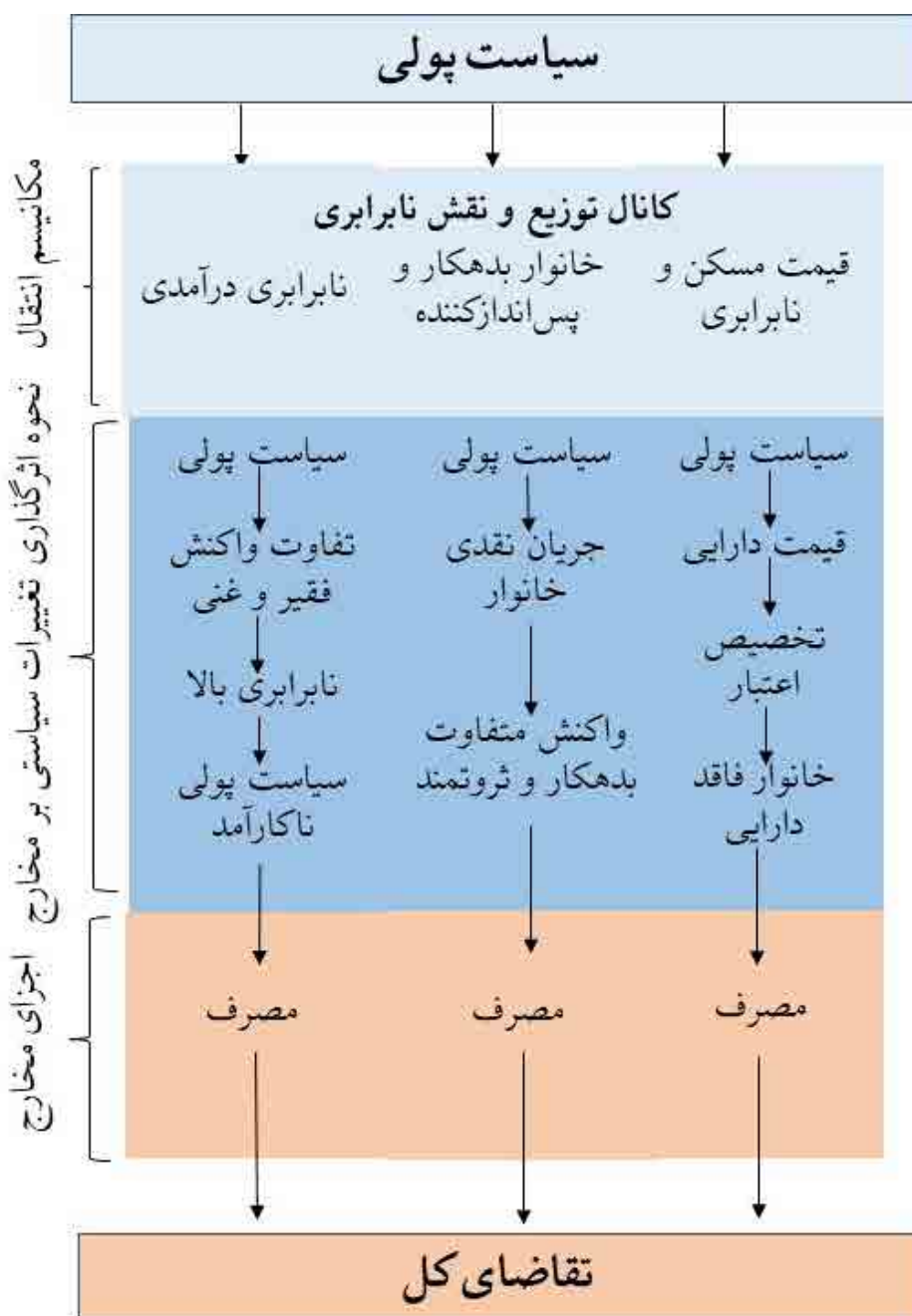
۵-۳. نابرابری درآمد و توزیع ثروت

اگرچه هدف اصلی سیاست پولی تثبیت سطح قیمت‌ها و حمایت از ثبات و رشد اقتصادی است، اما شواهد فزاینده‌ای نشان می‌دهد که این سیاست می‌تواند به طور ناخواسته پیامدهای توزیعی مهمی نیز به همراه داشته باشد. اثر سیاست پولی بر نابرابری درآمدی و توزیع ثروت از مسیرهایی همچون تغییر در قیمت دارایی‌ها، نوسان نرخ بهره، دسترسی نامتقارن به اعتبار، و تفاوت در منابع درآمدی (نظیر دستمزد در برابر سود سرمایه) منتقل می‌شود. به عنوان مثال، افزایش نرخ بهره ممکن است از طریق کاهش قیمت دارایی‌های مالی و املاک بر ثروتمندان اثر بگذارد، اما از سوی دیگر، هم‌زمان هزینه تأمین مالی را برای اقشار کم‌درآمد افزایش می‌دهد. در مقابل، کاهش نرخ بهره، می‌تواند با افزایش قیمت دارایی و تسهیل دسترسی به اعتبار برای افراد پردرآمدتر به تمرکز بیشتر ثروت بینجامد. بنابراین، بسته به ساختار اقتصادی و نحوه توزیع اولیه درآمد و دارایی، سیاست پولی می‌تواند پیامدهای توزیعی متفاوتی داشته باشد. تأکید بر این نکته ضروری است که نابرابری، هدف سیاست پولی نیست و مدیریت آن در حیطه سیاست‌های مکمل - به ویژه سیاست مالی و سیاست‌های بازتوزیعی - قرار می‌گیرد. با این حال، نابرابری صرفاً یک عارضه جانبی سیاست پولی نیست؛ بلکه خود می‌تواند از مسیر محدود کردن دامنه اثرگذاری نرخ بهره بر بخش‌هایی از جامعه، اثربخشی انتقال سیاست پولی به تقاضای کل را نیز تحت تأثیر قرار دهد. از این رو، توجه به پیامدهای توزیعی، نه به منظور تغییر مأموریت سیاست پولی، بلکه برای طراحی هماهنگ بسته‌های سیاستی مکمل ضروری است.

1. Renzhi and Beirne

۲. هنگ کنگ، ژاپن، کره جنوبی، سنگاپور، تایوان.
۳. چین، هند، اندونزی، مالزی، فیلیپین، ویتنام.

شکل ۶. نابرابری درآمد و توزیع ثروت



مأخذ: همان.

این بخش از گزارش، برخلاف رویکرد متعارف میشکین که عمدتاً بر آثار متغیرهای کلان مانند نرخ بهره، تورم و تولید متمرکز است، یک زاویه توزیعی به سیاست پولی می‌افزاید و نشان می‌دهد که نابرابری درآمد و ثروت علاوه بر متغیرهای پیامدی، می‌توانند متغیر میانجی و واسطه‌ای در اثربخشی سیاست پولی باشند. تحلیل میشکین در چارچوب کانال‌های انتقال، اثر سیاست پولی را بر رفتار سرمایه‌گذاری و مصرف بررسی می‌کند، اما فرض می‌گیرد که ساختار توزیع درآمد در اقتصاد نسبتاً ثابت و بی‌اثر بر این



سازوکارهاست. در مقابل، این بخش از ادبیات جدید با نشان دادن اینکه اثر سیاست پولی بر قیمت دارایی‌ها، نرخ دسترسی به اعتبار، و منابع درآمدی در طبقات مختلف اجتماعی متفاوت است، به کانال توزیعی اشاره دارد که می‌تواند شدت و حتی جهت واکنش تقاضای کل به سیاست پولی را تغییر دهد. بنابراین، نوآوری این رویکرد در آن است که نابرابری را به‌عنوان یکی از متغیرهای درون‌زا در مکانیسم انتقال سیاست پولی وارد می‌کند و از این طریق، هم تحلیلی دقیق‌تر از نتایج سیاست پولی به دست می‌دهد و هم برای سیاست‌گذاران هشدار در باره اثرهای نابرابر و گاه ضدعدالتی این سیاست‌ها فراهم می‌سازد.

۱-۵-۳. نابرابری از طریق قیمت مسکن و اعتبار بانکی

سیاست پولی می‌تواند از طریق نرخ بهره، قیمت دارایی‌ها، و شرایط دسترسی به اعتبار، بر نابرابری درآمدی و ثروتی اثرگذار باشد. در این میان، دو مؤلفه «قیمت مسکن» و «وام‌دهی بانکی» نقش تعیین‌کننده‌ای در سازوکار انتقال دارند. در شرایط سیاست پولی انقباضی (افزایش نرخ بهره)، چندین سازوکار به طور هم‌زمان فعال می‌شوند. از یک سو، افزایش نرخ بهره به کاهش اعطای وام و دسترسی دشوارتر اقشار کم‌درآمد به اعتبار می‌انجامد که در نتیجه، مصرف این گروه کاهش می‌یابد و رفاه آنها آسیب می‌بیند. از سوی دیگر، افزایش نرخ بهره در حالت متعارف از مسیر کاهش تقاضای اعتباری، فشار کاهنده‌ای بر قیمت مسکن وارد می‌کند. با این حال، شواهد تجربی نشان می‌دهد که در برخی اقتصادها و دوره‌ها- به‌ویژه در شرایط محدودیت عرضه مسکن، چسبندگی قیمت‌ها، یا رفتار سرمایه‌ای مالکان- افزایش نرخ بهره می‌تواند مانع کاهش قیمت مسکن شود یا اثر کاهنده آن را تضعیف کند. در چنین وضعیتی، خانوارهای دارای مالکیت مسکن از پایداری یا رشد ارزش دارایی خود منتفع می‌شوند، در حالی که خانوارهای فاقد مسکن، هم از مسیر کاهش دسترسی به اعتبار و هم از مسیر تضعیف توان خرید، آسیب‌پذیرتر می‌شوند. ویل^۱ [۲۱] این کانال را برای کشورهای OECD بررسی کرده است.

↓ تقاضای کل ⇐ ↓ مصرف ⇐ ↓ دسترسی خانوارهای کم‌درآمد به اعتبار ⇐ ↓ وام‌دهی ⇐ ↑ نرخ بهره (۲۸)

آسیب‌پذیری خانوارهای ⇐ ↑ ثروت خانوار دارای مسکن ⇐ ↑ قیمت مسکن ⇐ ↑ نرخ بهره (۲۹)

↑ نابرابری ⇐ ↑ فاقد مسکن

۲-۵-۳. خانوار بدهکار و دارای پس‌انداز

سیاست پولی از مسیر نرخ بهره، بر جریان نقدی خانوارها اثرگذار است؛ اما این اثرگذاری میان گروه‌های مختلف خانوار یکسان نیست. یکی از تفاوت‌های مهم در این زمینه، تمایز میان خانوارهای بدهکار و خانوارهای دارای پس‌انداز نقدی است. در واکنش به سیاست پولی تسهیلی (کاهش نرخ بهره)، خانوارهای بدهکار مصرف خود را به‌طور معناداری افزایش می‌دهند، در حالی که خانوارهای دارای پس‌انداز، واکنش قابل توجهی از خود نشان نداده‌اند. دلیل این تفاوت در آن است که کاهش نرخ بهره، هزینه بازپرداخت بدهی را برای خانوارهای بدهکار کاهش، و نقدینگی قابل مصرف آنها را افزایش می‌دهد؛ در نتیجه، انگیزه و توان آنها برای افزایش مصرف بیشتر می‌شود. اما خانوارهای دارای دارایی نقد، چون درآمد بهره‌ای‌شان کاهش می‌یابد و هم‌زمان فشاری از جانب بدهی ندارند، واکنش ضعیف‌تری به سیاست پولی نشان می‌دهند. بنابراین، در اقتصادهایی با سهم بالای خانوارهای بدهکار، سیاست پولی انبساطی می‌تواند از مسیر بهبود جریان نقدی، مصرف را تحریک کند و به افزایش تقاضای کل بینجامد. اما در شرایطی که بدهی یا دارایی میان خانوارها به‌طور نابرابر توزیع شده باشد، این مسیر انتقال، ناهمگن و در برخی موارد، تضعیف شده خواهد بود. رنژی [۴۳] کانال فوق را در اقتصاد ژاپن بررسی کرده است.

↑ تقاضای کل ⇐ ↑ مصرف ⇐ ↑ نقدینگی ⇐ ↓ هزینه وام برای خانوار بدهکار ⇐ ↓ نرخ بهره (۳۰)

تحلیل تأثیر سیاست پولی بر خانوارهای بدهکار در مقایسه با سپرده‌گذاران، اگرچه در قالب همان کانال مرسوم مصرف ناشی از تغییر نرخ بهره انجام می‌شود، با افزودن تمایز میان ترانزنامه‌های مالی خانوارها، از مدل نماینده میانگین عبور می‌کند و ساختار انتقال را دگرگون می‌سازد. در واقع، این تحلیل شبه‌کانال مکمل به مدل متعارف می‌افزاید.

۳-۵-۳. نابرابری درآمدی

نابرابری درآمدی می‌تواند از مسیر نرخ بهره و کانال اعتباری، اثربخشی سیاست پولی را تضعیف کند. در اقتصادهایی با سطح بالایی نابرابری، انتقال تغییرات نرخ سیاستی به نرخ‌های بازار (خصوصاً نرخ وام‌های مصرفی و مسکن) با تأخیر و شدت کمتر صورت می‌گیرد. در چنین شرایطی، خانوارهای کم‌درآمد که سهم کمتری از دارایی‌ها و دسترسی محدودتری به اعتبار دارند، نمی‌توانند از کاهش نرخ بهره برای افزایش مصرف یا سرمایه‌گذاری استفاده کنند. از سوی دیگر، اگرچه برخی بنگاه‌های کوچک به دلیل وابستگی بیشتر به تأمین مالی بانکی ممکن است واکنش نشان دهند، این اثر، محدود به برخی بخش‌هاست و اثر کل‌نگر سیاست پولی را تأمین نمی‌کند. همچنین، ابزارهای غیرمتعارف مانند سیاست‌های تسهیل کمی (QE) در شرایط نابرابری بالا کارایی محدودی دارند؛ زیرا افزایش قیمت دارایی‌ها عمدتاً به نفع اقشار پردرآمد و ثروتمند است؛ گروهی که میل نهایی به مصرف کمتری دارند و اثر آنها بر تقاضای کل محدودتر است. در نتیجه، نابرابری می‌تواند مسیر انتقال سیاست پولی را ناهمگن، ناقص، یا حتی معکوس کند. دومونکاس^۱ و همکاران [۴۴] این کانال را برای اقتصادهای حوزه یورو بررسی کرده‌اند.

سیاست پولی ناکارآمد ⇐ مصرف و وام‌گیری محدود ⇐ انتقال ناقص نرخ بهره ⇐ ↑ نابرابری درآمدی (۳۱)

↓ تقاضای کل ⇐

تحلیل اثر نابرابری درآمدی در انتقال سیاست پولی همچنان در چارچوب همان کانال‌های متعارف نرخ بهره و اعتبار قرار می‌گیرد، اما این چارچوب را با افزودن یک عامل ساختاری مهم، یعنی سطح نابرابری، تعدیل می‌کند. باید توجه داشت که نابرابری درآمدی در اینجا کانالی مستقل و بدیل نیست، بلکه متغیری نهادی و توزیعی است که شدت، سرعت و دامنه اثرگذاری کانال‌های موجود را تغییر می‌دهد.

۳-۵-۴. نابرابری و اثربخشی سیاست پولی

برخلاف چارچوب متعارف که اثر سیاست پولی را از طریق نرخ بهره و اعتبار بر متغیرهایی مانند مصرف و سرمایه‌گذاری تحلیل می‌کند، مطالعات این بخش نشان می‌دهند که نابرابری درآمد و ثروت یک متغیر واسطه و تعیین‌کننده در انتقال سیاست پولی است. این مطالعات با عبور از فرض نماینده میانگین، نشان می‌دهند که سیاست پولی به گونه‌ای ناهمگن، طبقاتی و گاه نابرابر در اقتصاد عمل می‌کند. خانوارهای فاقد دارایی یا با بدهی بالا، شدیدتر متأثر می‌شوند، حال آنکه صاحبان ثروت ممکن است منتفع شوند. از این رو، نابرابری را می‌توان تعدیل‌گر توزیعی و نه فقط نتیجه سیاست پولی دانست. این رویکرد، سیاست پولی را به مثابه ابزاری با پیامدهای بازتوزیعی بالقوه تحلیل می‌کند و لزوم هماهنگی آن را با سیاست‌های عدالت‌محور یادآور می‌شود.

1. Domonkos

اغلب مطالعات این بخش، شبه‌کانال مکمل و تعدیل‌گر نهادی محسوب می‌شوند و کانال بدیلی را در نسبت با رویکرد متعارف ارائه نمی‌کنند.

۱-۶-۳. سیاست پولی چین

سیاست‌های پولی چین، به‌ویژه در دوره‌های انبساطی مانند کاهش نرخ بهره و افزایش پایه پولی، آثار قابل توجهی بر نرخ ارز و ساختار تجاری کشورهای منطقه آسیا-اقیانوسیه بر جای می‌گذارد. در این شرایط، افزایش نقدینگی (رشد M2) معمولاً به تضعیف ارزش یوان منجر می‌شود. کاهش ارزش یوان، از آنجاکه بسیاری از اقتصادهای منطقه به صادرات به چین وابسته‌اند، نوعی فشار رقابتی بر ارزهای دیگر کشورها ایجاد می‌کند. این فشار رقابتی، کشورهایی مانند ژاپن، کره جنوبی، سنگاپور و هند را وادار می‌سازد برای حفظ مزیت صادراتی خود، به تضعیف ارز یا کاهش نرخ بهره روی بیاورند. در نتیجه، حتی کشورهایی که ظاهراً از استقلال سیاست پولی برخوردارند، ناگزیر تحت تأثیر غیرمستقیم سیاست پولی چین قرار می‌گیرند. این اثر برای کشورهایی با وابستگی کمتر به چین - همچون استرالیا و اندونزی - ملایم‌تر است. بنابراین، سیاست پولی چین از مسیر ارزش ارز و رقابت‌پذیری خارجی، بر تقاضای کل و مواضع سیاست پولی سایر کشورها تأثیرگذار است [۴۵].

تقاضای $\Leftarrow$ نرخ بهره داخلی $\Leftarrow$ $\uparrow$ فشار رقابتی بر ارزهای منطقه $\Leftarrow$ $\downarrow$ ارزش یوان $\Leftarrow$ $\uparrow$ M2 عرضه (۳۲)
کل کشورهای هدف

۲-۶-۳. سیاست پولی آمریکا

سیاست‌های پولی فدرال رزرو، به‌ویژه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸، به‌صورت فزاینده‌ای از طریق کانال‌های قیمتی و مالی بر سایر اقتصادهای جهان اثر می‌گذارند. تغییر نرخ سیاستی در ایالات متحده می‌تواند علاوه بر تغییر جهت‌گیری جریان‌های سرمایه، به هم‌گرایی نرخ‌های بهره در سطح جهانی و نوسانات نرخ ارز نیز منجر شود. یکی از کانال‌های مهم این انتقال، بازار جهانی نفت است. افزایش نرخ بهره آمریکا، از یک سو با کاهش تقاضای جهانی برای نفت و از سوی دیگر با تقویت دلار، معمولاً به کاهش قیمت جهانی نفت منجر می‌شود. این امر به‌ویژه برای کشورهایی که به صادرات انرژی وابسته‌اند، پیامدهایی مانند کاهش درآمدهای ارزی، فشارهای بودجه‌ای، و بی‌ثباتی مالی به دنبال دارد. در چنین شرایطی، این کشورها ممکن است ناگزیر به افزایش نرخ بهره داخلی برای حفظ تعادل پرداخت‌ها و مقابله با فشارهای تورمی شوند که خود به کاهش سرمایه‌گذاری و تضعیف تقاضای کل منجر می‌شود. نکته حائز اهمیت آن است که شدت انتقال سیاست پولی آمریکا، تنها تابعی از میزان باز بودن تجاری یا توسعه‌یافتگی مالی کشورها نیست، بلکه وابستگی ساختاری آنها به بازارهای مالی یا کالایی بین‌المللی، عاملی تعیین‌کننده در میزان اثرگذاری است [۴۶].

نرخ $\Leftarrow$ $\uparrow$ فشار بودجه و ارزی $\Leftarrow$ $\downarrow$ درآمدهای کشورهای نفتی $\Leftarrow$ $\downarrow$ قیمت نفت $\Leftarrow$ $\uparrow$ نرخ بهره آمریکا (۳۳)
 $\downarrow$ تقاضای کل $\Leftarrow$ $\downarrow$ سرمایه‌گذاری $\Leftarrow$ $\uparrow$ بهره داخلی

۳-۶-۳. تعامل سیاست پولی و مالی

اثر بخشی سیاست پولی - چه در مهار تورم و چه در تحریک تقاضای کل - به میزان زیادی به سطح هماهنگی آن با سیاست مالی بستگی دارد. در شرایطی که سیاست پولی انقباضی (افزایش نرخ بهره) اجرا شود، اما سیاست مالی همچنان انبساطی باقی بماند - برای مثال از طریق افزایش مخارج دولت یا رشد بدهی عمومی - اثر ضد تورمی سیاست پولی ممکن است تضعیف یا حتی خنثی شود. مطالعات نشان می‌دهند که در نبود هماهنگی، افزایش نرخ بهره ممکن است به جای کاهش انتظارات تورمی، آن را افزایش دهد. دلیل این پدیده آن است که خانوارها و فعالان اقتصادی، رشد مداوم بدهی دولت را نشانه‌ای از تورم آتی تلقی می‌کنند. در

مقابل، اگر سیاست پولی انقباضی با سیاست مالی انقباضی (کاهش کسری بودجه یا محدودسازی مخارج) همراه باشد، احتمال کنترل مؤثرتر انتظارات، کاهش تقاضای کل، و در نتیجه مهار تورم به مراتب بیشتر خواهد بود. از این رو، هماهنگی میان سیاست‌های پولی و مالی پیش شرطی کلیدی برای انتقال کامل و مؤثر سیاست پولی به اقتصاد واقعی است. کارامپ و سیلوا^[۴۷] این کانال را برای ایالات متحده بررسی کرده‌اند.

$$(۳۴) \quad \left. \begin{array}{l} \downarrow \text{تورم} \\ \uparrow \text{انتظارات تورمی} \end{array} \right\} \Leftarrow \left. \begin{array}{l} \uparrow \text{اثر بخشی سیاستی} \\ \downarrow \text{اثر بخشی سیاستی} \end{array} \right\} \Leftarrow \left. \begin{array}{l} \text{هماهنگ با سیاست مالی} \\ \text{فقدان هماهنگی} \end{array} \right\} \Leftarrow \uparrow \text{نرخ بهره}$$

۴-۶-۳. مانده‌های پولی

در شرایطی که نرخ‌های بهره در بسیاری از اقتصادها به سطوح بسیار پایین یا نزدیک به صفر رسیده‌اند، مانده‌های واقعی پول به یکی از مسیرهای کلیدی انتقال بین‌المللی سیاست پولی تبدیل شده‌اند. هنگامی که کشوری از سیاست تسهیل کمی استفاده می‌کند و پایه پولی خود را افزایش می‌دهد، معمولاً با کاهش ارزش پول ملی مواجه می‌شود. این کاهش ارزش ارز، مزیت صادراتی برای آن کشور ایجاد و از مسیر تجارت خارجی، فشار تقاضا و تورم را به سایر کشورها منتقل می‌کند. در چنین وضعیتی، کشور مبدأ با افزایش صادرات و رشد اقتصادی بهره‌مند می‌شود، در حالی که کشور مقابل ممکن است با کاهش تقاضا و تولید داخلی مواجه شود؛ وضعیتی که در ادبیات اقتصادی با عنوان «فقیرسازی همسایه» شناخته می‌شود. شدت این اثرگذاری بین‌المللی به درجه وابستگی مصرف داخلی به مانده‌های واقعی پول بستگی دارد. هرچه مصرف در اقتصاد داخلی بیشتر به موجودی پول واقعی گره خورده باشد، اثر سیاست پولی خارجی بر تقاضای کل داخلی شدیدتر خواهد بود. همچنین، در شرایطی که دو کشور به‌طور هم‌زمان به سیاست‌های پولی انبساطی روی می‌آورند، کشور دارای پیوند ضعیف‌تر با مانده‌های پولی ممکن است مزایای نسبی بیشتری از کاهش نرخ ارز و افزایش صادرات به‌دست آورد [۴۸].

$$(۳۵) \quad \begin{array}{l} \text{تسهیلات کمی در کشور خارجی} \Leftarrow \text{مانده‌های پولی} \uparrow \Leftarrow \text{ارزش ارز خارجی} \downarrow \Leftarrow \text{صادرات کشور خارجی} \uparrow \\ \Leftarrow \text{تولید داخلی} \downarrow \Leftarrow \text{تقاضای کل داخلی} \downarrow \end{array}$$

۴-۶-۵. هماهنگی سیاستی: تجربه چین

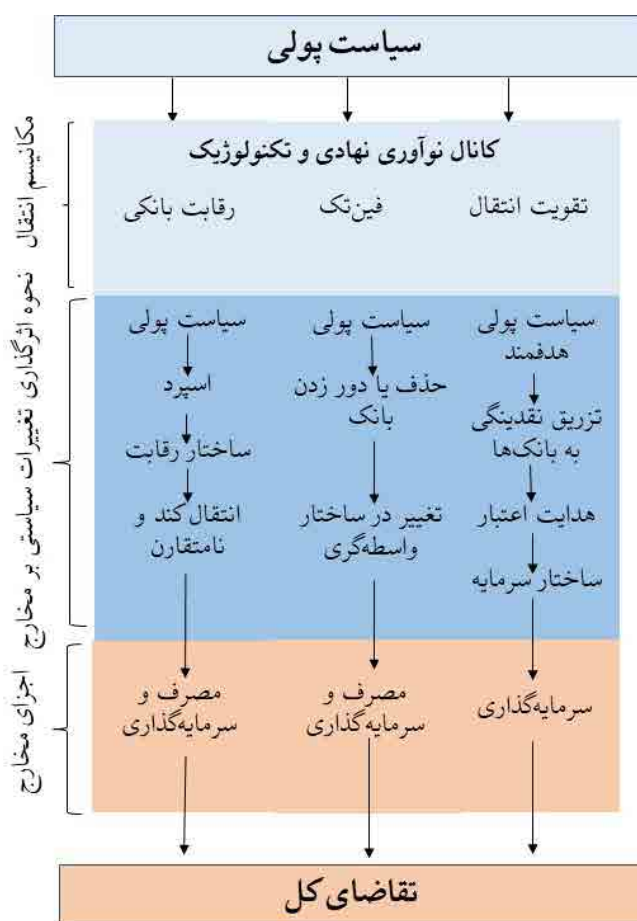
شواهد تجربی از اقتصاد چین نشان می‌دهد که اثر بخشی سیاست پولی در کنار نرخ بهره به میزان هماهنگی آن با سیاست‌های مالی دولت نیز وابسته است. در مواردی که سیاست پولی با سیاست مالی هم‌راستا و هماهنگ اجرا می‌شود، شوک‌های پولی اثرگذاری بیشتری بر نرخ‌های بازار، نقدینگی، و در نهایت بر سرمایه‌گذاری و مصرف دارند. مطالعات نشان می‌دهد که در چین، سیاست‌های پولی عمدتاً بر نرخ‌های بهره اوراق منتشر شده از سوی دولت و شرکت‌های دولتی اثر می‌گذارند. اما در بخش خصوصی، این انتقال به مراتب ضعیف‌تر است. ریشه این تفاوت را باید در سطح دسترسی نابرابر به منابع مالی و پیوندهای نهادی متفاوت با دولت جست‌وجو کرد. در شرایطی که سیاست پولی انبساطی (مثلاً کاهش نرخ بهره) با سیاست مالی ناسازگار باشد - مثلاً در حالی که مخارج دولت همچنان انبساطی باقی بماند یا هم‌راستایی زمانی وجود نداشته باشد - اثرگذاری سیاست پولی می‌تواند محدود، ناپایدار و حتی معکوس شود. در مقابل، هم‌راستایی زمانی و نهادی میان سیاست‌های پولی و مالی، شرط لازم برای انتقال کامل و مؤثر سیاست پولی به بازارهای مالی و بخش واقعی اقتصاد است [۴۹].

$$(۳۶) \quad \text{نرخ بهره} \downarrow \Leftarrow \text{هماهنگی سیاست پولی و مالی} \uparrow \Leftarrow \text{بازدهی اوراق دولتی} \downarrow \Leftarrow \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \Leftarrow \text{تقاضای کل} \uparrow$$

۷-۳. سیاست پولی هدفمند و تکنولوژی‌های جدید

تحولات اخیر در نظام‌های پولی و مالی - به‌ویژه پیشرفت در فناوری‌های مالی و تغییر در طراحی سیاست‌های پولی - ساختار انتقال سیاست پولی را به‌گونه‌ای اساسی دگرگون کرده‌اند. در حالی که سیاست‌های پولی متعارف عمدتاً به ابزارهای عمومی مانند نرخ بهره بازار بین‌بانکی اتکا داشتند، تجربیات حاصل از بحران مالی سال ۲۰۰۸ و پس از آن نشان داده است که طراحی سیاست‌های پولی هدفمند - مانند برنامه‌های وام‌دهی به بخش‌های خاص یا تسهیلات اعتباری مبتنی بر وثیقه - می‌تواند انتقال سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد را مستقیم‌تر و اثربخش‌تر کند. در کنار آن، پیشرفت فناوری‌های مالی (فین‌تک) موجب ایجاد مسیرهای تازه‌ای برای خلق و انتقال اعتبار شده است؛ مسیرهایی که الزاماً از نظام بانکی مرسوم عبور نمی‌کنند. این امر نقش متعارف بانک‌ها را در انتقال سیاست پولی تضعیف کرده و در مواردی حتی دور زده است. افزون بر این، ساختار رقابت در صنعت بانکی نیز بر کارایی انتقال سیاست پولی اثر می‌گذارد. در نظام‌هایی که با تمرکز بالا یا رقابت محدود مواجه‌اند، تغییر نرخ سیاستی با سرعت و شدت کمتری به نرخ وام‌دهی بانکی منتقل می‌شود. در مقابل، رقابت سالم بانکی می‌تواند انتقال انبساطی یا انقباضی سیاست پولی را تسریع و تقویت کند. در این بخش، سه نیروی تحول‌آفرین بررسی می‌شود: طراحی هدفمند ابزارهای پولی؛ توسعه فناوری‌های مالی و آثار آن بر نقش بانک‌ها؛ ساختار رقابت و تمرکز در بازار بانکی به‌مثابه تقویت‌کننده یا مانع انتقال سیاست.

شکل ۸. سیاست پولی هدفمند و تکنولوژی‌های جدید



مأخذ: همان.

۱-۷-۳. سیاست پولی هدفمند و اعتبار بانکی

برخلاف سیاست‌های پولی متعارف که از طریق نرخ بهره بین بانکی و بازارهای عمومی اثرگذاری می‌کنند، سیاست پولی هدفمند^۱ با هدایت مستقیم منابع به بخش‌های خاص اقتصادی، انتقال سیاست پولی را کارآمدتر می‌سازد. نمونه‌ای از این رویکرد، عملیات تأمین مالی مجدد بلندمدت هدفمند (TLTRO)^۲ در بانک مرکزی اروپاست که با هدف افزایش وام‌دهی بانک‌ها به شرکت‌هایی با ویژگی‌های اعتباری مشخص طراحی شده است. مطالعات نشان می‌دهد که این نوع سیاست‌ها از دو مسیر اصلی عمل می‌کنند: ۱. افزایش حجم وام‌دهی بانک‌ها، و ۲. کاهش نرخ بهره وام‌های جدید در بانک‌هایی که دارای سرمایه کافی و هزینه تأمین مالی پایین هستند. شرکت‌هایی با رتبه اعتباری بالا و ثبات مالی نیز از این وام‌ها بیشترین بهره را برده‌اند. این یافته‌ها بیانگر آن‌اند که در صورت سلامت ترازنامه بانک‌ها، سیاست پولی هدفمند می‌تواند انتقال پولی را مستقیم‌تر، سریع‌تر و اثربخش‌تر به اقتصاد واقعی منتقل کند. وُلک^۳ [۲۲] این کانال را برای اقتصاد اسلوونی و لی و همکاران [۵۰] برای چین بررسی کرده است.

سیاست پولی هدفمند $\Leftarrow$ اعتباربخشی $\Leftarrow$ بانک‌ها با سرمایه بالا $\Leftarrow$ نرخ وام $\downarrow$ $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\Uparrow$ (۳۷)
تقاضای کل $\uparrow$

در نتیجه، پیرو توضیحاتی که ارائه شد، سیاست پولی هدفمند را می‌توان یک مسیر انتقال بدیل دانست، نه فقط تقویت‌کننده مسیرهای موجود؛ چراکه سازوکار متفاوت از نرخ بهره متعارف را در نظر دارد.

۲-۷-۳. فین تک

در نظام‌های مالی متعارف، بانک‌ها مهم‌ترین واسطه در انتقال سیاست پولی به اقتصاد واقعی‌اند. اما با گسترش فناوری‌های مالی (فین تک) و ظهور پلتفرم‌های نوین وام‌دهی، مسیرهای جدیدی برای تأمین مالی شکل گرفته‌اند که خارج از نظارت مستقیم بانک مرکزی عمل می‌کنند. حسن و همکاران [۱۸] نشان می‌دهند که در اقتصاد چین با رشد استفاده از پلتفرم‌های فین تک، اثرگذاری سیاست‌های پولی بر متغیرهایی همچون تولید، تورم و اعتبارات بانکی کاهش یافته است. شرکت‌ها به تدریج وابستگی خود را به تأمین مالی بانکی کاهش داده و به سوی منابع غیربانکی و کم‌نظارت‌تر سوق یافته‌اند. در نتیجه، حتی در شرایطی که بانک مرکزی اقدام به کاهش نرخ بهره یا اجرای سیاست پولی انبساطی می‌کند، کانال اعتباری سنتی واکنش ضعیف‌تری نشان می‌دهد. علاوه بر این، گسترش فین تک موجب کاهش تمرکز در صنعت بانکی و افزایش رقابت در میان واسطه‌های مالی شده است. این تحولات، ساختار انتقال سیاست پولی را پیچیده‌تر و در مواردی شکننده‌تر کرده‌اند.

فین تک $\uparrow$ $\Leftarrow$ اعتبار غیربانکی $\uparrow$ $\Leftarrow$ انتقال سیاست پولی از کانال بانکی $\downarrow$ $\Leftarrow$ اثربخشی بر تولید و تورم $\uparrow$ (۳۸)

1. Targeted Monetary Policy

به سیاست‌هایی گفته می‌شود که بانک مرکزی به جای اعمال سیاست پولی کلی بر کل اقتصاد، نقدینگی و نرخ‌های بهره را به‌طور ویژه به‌سمت بخش‌های خاصی از اقتصاد هدایت می‌کند. در این سیاست‌ها، بانک مرکزی به جای استفاده از ابزارهای عمومی مانند تغییر نرخ بهره بین بانکی، تلاش می‌کند تأثیر سیاست پولی را بر بخش‌های کلیدی مانند بانک‌ها، صنایع خاص یا وام‌های خاص متمرکز کند.

2. Targeted Longer-Term Refinancing Operations

3. Volk

با این توضیحات، فین‌تک را می‌توان به‌عنوان منشأ یک مسیر موازی برای انتقال سیاست پولی تلقی کرد؛ چراکه یک کانال خلق اعتبار بانکی خارج از شبکه بانکی به قرائت متعارف را در نظر دارد.

۳-۷-۳. رقابت بانکی

یکی از عوامل کلیدی در سرعت و شدت انتقال سیاست پولی، سطح رقابت در نظام بانکی است. در شرایطی که بانک‌ها در یک محیط رقابتی فعالیت می‌کنند، تغییرات نرخ سیاستی با سرعت و دقت بیشتری به نرخ‌های بازار، وام، و سپرده منتقل می‌شود. در مقابل، در ساختارهای انحصاری یا نیمه‌انحصاری، بانک‌ها می‌توانند انتقال سیاست پولی را با تأخیر یا به‌صورت ناقص انجام دهند. جونگ و کیم^۱ [۵۱] نشان می‌دهند که در اقتصاد کره جنوبی، بازارهای بانکی با تمرکز بالا، سیاست‌های پولی انبساطی (نظیر کاهش نرخ بهره) به‌طور کند و ناقص به نرخ‌های وام‌دهی منتقل می‌شوند. این امر باعث می‌شود که مصرف و سرمایه‌گذاری کمتر تحریک شوند. جالب آنکه همین بانک‌ها، در واکنش به سیاست پولی انقباضی، نرخ‌های وام را سریع‌تر افزایش می‌دهند. این واکنش نامتقارن موجب می‌شود که سیاست پولی نه‌فقط اثر مخالف چرخه‌ای نداشته باشد، بلکه گاهی به‌طور موافق چرخه‌ای منفی عمل کند. یکی از شاخص‌های مهم در این زمینه، سطح اسپرد نرخ بهره است که تابعی از قدرت بازاری بانک‌هاست. در بازارهای رقابتی، اسپرد‌ها پایین‌تر و انتقال سیاست پولی دقیق‌تر است. در واقع، تجربه کشورها پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که افزایش تمرکز بانکی موجب تضعیف اثربخشی سیاست‌های پولی شده است.

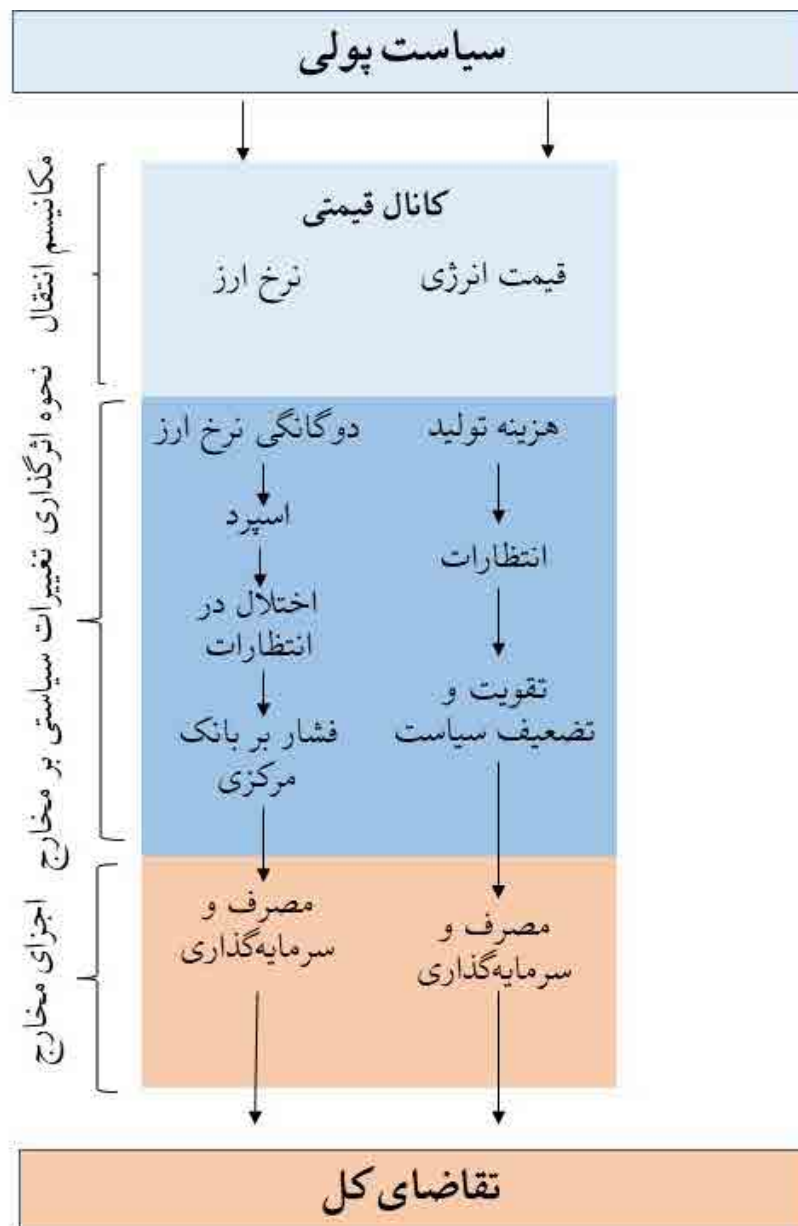
رقابت بانکی ↑ ⇐ نرخ بهره وام ↓ ⇐ انتقال انبساطی ↑ ⇐ تقاضای کل ↑ (۳۹)

مطالعه فوق را می‌توان ذیل تقویت یا تضعیف نهادی کانال‌های متعارف (نه در دسته‌بندی کانال‌های جدید) طبقه‌بندی کرد، زیرا ساختار بازار را بر عملکرد کانال متعارف نرخ بهره بررسی کرده است.

۳-۸. قیمت‌های کلیدی: انرژی و ارز

قیمت‌هایی مانند نرخ ارز و قیمت انرژی را نباید صرفاً متغیرهایی بیرونی یا هدف سیاست‌گذاری پولی پنداشت؛ چراکه خود به‌عنوان اجزای فعال در زنجیره انتقال سیاست پولی ایفای نقش می‌کنند. در بسیاری از کشورها، تغییرات این قیمت‌ها می‌توانند اثر سیاست پولی را تقویت یا تضعیف کنند. در اقتصادهایی مانند ایران، که با وابستگی شدید به درآمدهای انرژی، سهم بالای حامل‌های انرژی در سبد مصرف خانوار و چندگانگی ساختاری در نرخ ارز روبه‌رو هستند، درک نحوه اثرگذاری این متغیرها بر انتقال سیاست پولی از اهمیتی دوچندان برخوردار است. شوک‌های قیمتی در بازار انرژی یا نوسانات نرخ ارز، می‌توانند مسیرهای مرسوم انتقال سیاست پولی را منحرف یا تضعیف کنند؛ به‌ویژه در شرایطی که قیمت‌های کلیدی، به‌دلایل نهادی یا سیاسی، کمتر از واکنش‌های بازار تبعیت می‌کنند. در این بخش، با تمرکز بر شواهد تجربی و مطالعات جدید، نقش قیمت انرژی و دوگانگی ارزی در سازوکار انتقال سیاست پولی بررسی خواهد شد.

شکل ۹. قیمت‌های کلیدی: انرژی و ارز



مأخذ: همان.

۱-۸-۳. قیمت انرژی

در اقتصادهایی که سهم انرژی در سبد مصرف خانوار و هزینه‌های تولید بالاست، قیمت انرژی می‌تواند نقش محوری در انتقال سیاست پولی ایفا کند. سیاست پولی، به‌ویژه در شرایط همراهی با نوسانات قیمتی انرژی، از طریق اثرگذاری بر مصرف، سرمایه‌گذاری، تورم، و انتظارات، بر اقتصاد واقعی تأثیر می‌گذارد. پریا و شارما^۱ [۵۲] با تمرکز بر اقتصاد هند، نشان داده‌اند که اگر سیاست پولی انقباضی (مانند افزایش نرخ بهره) هم‌زمان با افزایش قیمت انرژی اجرا شود، اثر انقباضی آن بر تقاضا تشدید می‌شود. علت این است که

1. Priya and Sharma

خانوارها بخش بیشتری از درآمد خود را صرف انرژی می‌کنند و در نتیجه مصرف سایر کالاها کاهش می‌یابد. همچنین، این ترکیب می‌تواند تورم ناشی از افزایش هزینه‌ها^۱ را تقویت کند و بانک مرکزی را به سیاست‌گذاری سخت‌گیرانه‌تر وادار سازد. افزون بر این، افزایش پایدار قیمت انرژی ممکن است انتظارات تورمی را نیز بالا ببرد. در چنین شرایطی، سیاست پولی برای مهار این انتظارات باید با شدت بیشتری عمل کند. بنابراین، قیمت انرژی متغیری تعدیل‌گر در شدت و مسیر انتقال سیاست پولی است.

قیمت انرژی ↑ ⇐ مصرف ↓، تورم ↑، انتظارات تورمی ↑ ⇐ نیاز به سیاست پولی انقباضی ⇐ تقاضای کل ↓ (۴۰)

در تحلیل نقش قیمت انرژی در انتقال سیاست پولی، باید میان متغیرهای تعیین‌کننده مسیر انتقال و عوامل تعدیل‌کننده شدت انتقال تمایز قائل شد. برخی شواهد که در سطور بالا ذکر شد، نشان می‌دهد که قیمت انرژی به‌خودی‌خود کانال مستقل انتقال سیاست پولی محسوب نمی‌شود، بلکه به‌عنوان تعدیل‌گر مهم در درون کانال‌های متعارف (نظیر کانال مصرف، تورم و انتظارات) عمل می‌کند. بدین معنا که هم‌زمانی شوک‌های قیمتی در بازار انرژی با اجرای سیاست پولی، می‌تواند شدت اثرگذاری این سیاست را در جهت انقباضی یا انبساطی افزایش یا کاهش دهد. بدین ترتیب، قیمت انرژی در جایگاه عامل تقویت یا تضعیف‌کننده آثار سیاست پولی در اقتصاد واقعی ایفای نقش می‌کند.

۲-۸-۳. دو نرخ ارز

در برخی اقتصادها- مانند چین- رژیم ارزی به‌صورت تک‌نرخ مدیریت شده همراه با کنترل شدید جریان‌های سرمایه عمل می‌کند. در چنین ساختاری اگر چه نرخ ارز به‌طور رسمی واحد است، به‌دلیل دامنه نوسان محدود، مداخلات فعال بانک مرکزی، و تفکیک نسبی بازارهای ارزی، انتقال سیاست پولی از کانال نرخ ارز با پیچیدگی‌ها و ناکارآمدی‌هایی مواجه می‌شود. در این شرایط، سیاست‌هایی مانند افزایش نرخ بهره یا مدیریت نقدینگی نمی‌توانند به‌طور مستقیم و کامل بر نرخ ارز اثرگذار باشند؛ چراکه تحرک سرمایه محدود است و بانک مرکزی از استفاده گسترده از ابزارهایی غیرمستقیم نظیر مداخلات ارزی و مدیریت انتظارات ناگزیر می‌شود. این وضعیت می‌تواند موجب شکل‌گیری فرصت‌های آربیتراژ، بروز اختلال در انتظارات تورمی، و گسست نسبی میان پیام سیاست پولی و واکنش بازار ارز می‌شود. به‌ویژه در زمان بروز شوک‌های خارجی یا اختلاف سیاستی میان اقتصادهای بزرگ (مثلاً بین چین و آمریکا)، این ساختار ارزی می‌تواند مانع از انتقال کامل سیاست پولی به متغیرهایی مانند تورم، سرمایه‌گذاری، یا مصرف شود. در چنین ساختاری، بانک مرکزی به‌جای تکیه بر کانال نرخ ارز، ناگزیر است به ابزارهای مکملی همچون کنترل سرمایه، دخالت‌های مستقیم در بازار ارز، یا افزایش ذخایر ارزی متوسل شود؛ ابزارهایی که با کاهش استقلال سیاست پولی همراه اند [۵۳]. مطالعه‌ی و همکاران [۵۳] نشان می‌دهد که یکی از کانال‌های متعارف- یعنی نرخ ارز- در بستر نهادی خاص کشورهایی با دو نرخ ارز دچار اختلال، و عملکرد آن ناقص یا معکوس می‌شود. بدین ترتیب، یافته‌های این مطالعه، تقویت‌کننده یک کانال شناخته شده با تأکید بر قیدهای نهادی اند. به عبارت دیگر، مطالعه آنها را باید بازنگری در طراحی نهادی کانال نرخ ارز دانست.

دوگانگی نرخ ارز و کنترل سرمایه ⇐ انتقال ناقص سیاست پولی ⇐ آربیتراژ و ناترازی ⇐ انتظارات تورمی (۴۱)

↑ ⇐ اثر بخشی ↓



۴. درس‌هایی از سازوکارهای انتقال سیاست پولی: چالش‌ها و راهبردهای سیاست‌گذاری

از یک سو، میشکین (۲۰۲۲) در تحلیل کلاسیک خود از کانال‌های انتقال، چهار درس کلیدی برای سیاست‌گذاران استخراج می‌کند که بر محدودیت‌های نرخ بهره و نقش متغیرهای مکمل تأکید دارند. از سوی دیگر، بررسی تجربی کانال‌های هشت‌گانه‌ای که در بخش‌های پیشین این گزارش تحلیل شد، پنج درس کاربردی ارائه می‌دهد. در ادامه، ابتدا به چهار درس تحلیلی میشکین پرداخته می‌شود و سپس پنج درس سیاست‌گذاری برگرفته از تحلیل عملی کانال‌های انتقال سیاست پولی مورد بررسی قرار می‌گیرد. این مجموعه نشان می‌دهد که اثربخشی سیاست پولی تابعی از مجموعه‌ای پیچیده از عوامل نهادی، ساختاری، رفتاری و بین‌المللی، و مستلزم طراحی هوشمندانه، تطبیق‌پذیر و چندبعدی ابزارهای سیاستی است.

۴-۱. نرخ بهره اسمی به‌تنهایی معیار مناسبی برای ارزیابی سیاست پولی نیست

برداشت رایج از نرخ بهره اسمی به‌عنوان نشانه سیاست انبساطی یا انقباضی می‌تواند گمراه‌کننده باشد؛ چراکه آنچه برای ارزیابی جهت‌گیری سیاست پولی اهمیت دارد، ترکیب نرخ بهره واقعی، تورم، رشد نقدینگی و تحولات قیمتی است. در شرایط تورمی، حتی با نرخ بهره اسمی پایین، ممکن است نرخ بهره واقعی بالا بماند و سیاست پولی در عمل انقباضی باشد. از این رو، ارزیابی سیاست پولی باید مبتنی بر مجموعه‌ای از شاخص‌ها از جمله تورم، نقدینگی و شاخص‌های قیمتی - و نه یک متغیر منفرد - صورت گیرد.

۴-۲. قیمت دارایی‌ها شاخص مهمی در ارزیابی سیاست پولی است

نوسانات قیمت دارایی‌هایی چون سهام، مسکن و نرخ ارز، در انتقال آثار سیاست پولی نقشی اساسی دارند. برای مثال، حتی در شرایط نرخ بهره پایین، اگر قیمت دارایی‌ها کاهش یابد یا ارزش پول ملی افزایش یابد، اثر سیاست پولی ممکن است همچنان انقباضی تلقی شود. از این رو، تحلیل جامع سیاست پولی مستلزم در نظر گرفتن کانال‌های دارایی، نرخ ارز و ثروت است.

۴-۳. سیاست پولی حتی با نرخ بهره نزدیک به صفر نیز می‌تواند مؤثر باشد

برخلاف دیدگاه رایج، کاهش نرخ بهره به کرانه صفر، به‌معنای پایان اثربخشی سیاست پولی نیست. ابزارهایی چون تسهیل کمی نشان داده‌اند که در شرایط رکودی می‌توان از طریق انتظارات، نرخ‌های بلندمدت و قیمت دارایی‌ها، بر تقاضای کل اثرگذار بود. تجربه بحران سال ۲۰۰۸ و همه‌گیری کووید-۱۹ مؤید این نکته است.

۴-۴. حفظ ثبات قیمتی، هدف کلیدی در سیاست پولی است

نوسانات غیرمنتظره سطح عمومی قیمت‌ها، موجب بی‌ثباتی در سرمایه‌گذاری، کاهش رشد اقتصادی و تشدید نابرابری می‌شود. هم تورم بالا و هم تورم منفی^۱ پیامدهای مخرب جدی به دنبال دارند. از این رو، بانک‌های مرکزی باید با سیاست‌گذاری هوشمندانه، هم از افزایش شدید قیمت‌ها جلوگیری کنند و هم مانع از افت عمومی سطح قیمت‌ها شوند.

1. Deflation

۵-۴. ساختار نهادی و رقابتی، شرط ضروری برای انتقال کامل سیاست پولی است (برگرفته از: کانال اعتباری، رقابت بانکی، ساختار مالی، تعامل سیاستی)

در شرایط تمرکز اعتباری، ضعف ترازنامه‌ای بانک‌ها یا ناهماهنگی سیاست‌های مالی، انتقال سیاست پولی مختل می‌شود.

۶-۴. تمرکز صرف بر کانال نرخ بهره برای انتقال سیاست پولی کافی نیست؛ قیمت دارایی‌ها، انرژی، و ارزش نیز بخشی از انتقال اند (برگرفته از: کانال قیمتی، قیمت انرژی، نرخ ارز، دارایی‌ها)

در بسیاری از اقتصادهای دارای بازارهای ناقص و قیمت‌های کلیدی تنظیم شده، تمرکز سیاست‌گذاری پولی بر کانال نرخ بهره، به‌تنهایی نمی‌تواند انتقال کامل سیاست پولی را تضمین کند. متغیرهایی مانند نرخ ارز، قیمت انرژی و قیمت دارایی‌ها، از طریق اثرگذاری بر هزینه تولید، انتظارات تورمی و ترازنامه بنگاه‌ها و بانک‌ها، نقش تعیین‌کننده‌ای در مسیر انتقال سیاست پولی ایفا می‌کنند. از این رو، سیاست پولی مؤثر مستلزم توجه هم‌زمان به مجموعه‌ای از کانال‌های انتقال، از جمله کانال‌های قیمتی، دارایی، انرژی و نرخ ارز است.

۷-۴. طراحی هدفمند و تطبیق‌پذیر سیاست پولی، در صورت فراهم بودن بستر نهادی مناسب، می‌تواند اثربخشی انتقال سیاست پولی را افزایش دهد (برگرفته از: کانال نوآوری نهادی و فناوریانه، سیاست پولی هدفمند، فین‌تک)

در اقتصادهای ناهمگن، استفاده از ابزارهای عمومی سیاست پولی لزوماً به انتقال یکنواخت سیاست منجر نمی‌شود. در برخی کشورها، ابزارهایی مانند تسهیلات هدفمند بخشی (نظیر TLTRO) یا بهره‌گیری از ظرفیت‌ها تکنولوژیک و فین‌تک در چارچوب سیاست‌گذاری مشخصی همچون هدف‌گذاری تورمی و با اتکا به نظام بانکی نسبتاً سالم، به تقویت انتقال سیاست پولی کمک کرده‌اند. از آنجاکه اثربخشی این ابزارها به‌شدت به شرایط نهادی وابسته است، استفاده از آن در اقتصادهایی با ضعف ساختاری و نهادی، لزوماً نتایج مشابه به‌دست نخواهد آمد.

۸-۴. انتظارات، اعتماد اطلاعات ناقص، می‌توانند مسیر انتقال سیاست پولی را مختل یا معکوس کنند (برگرفته از: کانال انتظارات، اطلاعات ناقص، سیگنال دهی، معمای نرخ ارز)

در اقتصادهایی که با ضعف نهادی، بی‌ثباتی سیاستی و نااطمینانی ساختاری مواجه‌اند، سطح اعتماد اقتصادی و کیفیت اطلاعات نقش تعیین‌کننده‌ای در انتقال سیاست پولی ایفا می‌کند. در چنین شرایطی، تمرکز سیاست‌گذاری بر کانال نرخ بهره به‌تنهایی کارایی محدودی دارد و واکنش کنشگران اقتصادی بیش از آنکه از تغییرات نرخ‌های سیاستی تبعیت کند، از طریق کانال انتظارات، سیگنال دهی و برداشت از جهت‌گیری کلی سیاست‌گذار شکل می‌گیرد. از این رو، بی‌اعتمادی و اطلاعات ناقص نه فقط عوامل رفتاری، بلکه پیامد ضعف‌های ساختاری و نهادی‌اند و می‌توانند مسیر انتقال سیاست پولی را تضعیف یا حتی وارونه سازند.

۹-۴. انتقال سیاست پولی در اقتصادهای باز و نفتی، تابع سیاست‌های خارجی و قیمت‌های جهانی است (برگرفته از: کانال بین‌المللی، قیمت نفت، سیاست پولی آمریکا و چین)

در کشورهایی مانند ایران، قیمت نفت، سیاست پولی آمریکا و چین، و نوسانات جهانی بر اثربخشی سیاست پولی داخلی اثرگذارند. برآیند این یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست پولی مؤثر مستلزم عبور از رویکردهای تک‌متغیره است، اما نه به‌معنای نادیده گرفتن

نقش نرخ بهره، بلکه باید توجه داشت که نرخ بهره همچنان یکی از متغیرهای کلیدی و شرط لازم در سیاستگذاری پولی است و بی‌توجهی به آن در شرایط تورمی، می‌تواند به بی‌ثباتی پولی، تشدید انتظارات تورمی و حرکت اقتصاد به سوی دلاریزه شدن منجر شود. با این حال، یافته‌های گزارش نشان می‌دهد که اتکای صرف به نرخ بهره، بدون توجه به شرایط نهادی، ساختار مالی، انتظارات، و سایر کانال‌های انتقال، برای دستیابی به انتقال سیاست پولی کافی نیست. از این رو، سیاستگذار پولی نباید با اتکا به یک متغیر منفرد، جهت‌گیری سیاستی خود را تنظیم کند، بلکه باید موضع خود را با توجه به سببی از شاخص‌ها از جمله نرخ بهره واقعی، تورم، رشد نقدینگی، قیمت دارایی‌ها، نرخ ارز و قیمت‌های کلیدی همچون انرژی، ارزیابی و در صورت لزوم تعدیل کند. در این چارچوب، تقویت شفافیت و اعتبار بانک مرکزی، طراحی ساختار بانکی ایدئال، هماهنگی مؤثر با سیاست مالی، ثبات بانکی و مالی، و توجه به ویژگی‌های بومی اقتصاد ایران، پیش‌شرط انتقال موفق و پایدار سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد خواهد بود.

کل کانال‌ها و مسیر انتقال را می‌توان به‌طور خلاصه و یکجا در جدول ۱ مشاهده کرد:

جدول ۱. جمع‌بندی کانال‌ها و مسیرهای انتقال سیاست پولی

شماره معادله	کانال	مسیر انتقال
۱	نرخ بهره	نرخ بهره واقعی ↓ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل ↑
۲	تورم انتظاری	تورم انتظاری ↑ = نرخ بهره واقعی ↓ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل
۳	نرخ ارز	نرخ بهره واقعی ↓ = جذابیت دارایی‌های ریالی ↓ = تقاضا برای ریال ↓، تقاضا برای دلار ↑ = نرخ ارز ↑ = صادرات ↑، واردات ↓ = تقاضای کل
۴	Q توبین	نرخ بهره واقعی ↓ = قیمت سهام ↑ = نسبت Q ↑ = سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها ↑ = تقاضای کل ↑
۵	ثروت و مصرف	نرخ بهره واقعی ↓ = قیمت سهام و دارایی ↑ = ثروت خانوار ↑ = مصرف خانوار ↑ = تقاضای کل ↑
۶	وام‌دهی بانکی	ذخایر بانکی ↑ = سپرده‌های بانکی ↑ = توان وام‌دهی بانک ↑ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل ↑
۷	ترازنامه	نرخ بهره ↓ = ارزش خالص بنگاه‌ها ↑ = کژمنشی و کژگزینی ↓ = وام‌دهی ↑ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل ↑
۸	جریان نقدی	نرخ بهره ↓ = جریان نقدی بنگاه‌ها ↑ = کژمنشی و کژگزینی ↓ = وام‌دهی ↑ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل ↑
۹	سطح قیمت پیش‌بینی نشده	نرخ بهره ↓ = تورم ↑ = قیمت پیش‌بینی نشده ↑ = ارزش خالص واقعی بنگاه ↑ = کژمنشی و کژگزینی ↓ = وام‌دهی ↑ = سرمایه‌گذاری ↑ = تقاضای کل ↑
۱۰	نقدشوندگی خانوار	نرخ بهره ↓ = قیمت سهام ↑ = افزایش ارزش دارایی‌های مالی خانوار ↑ = احتمال تنگنای مالی ↓ = مخارج کالاهای بادوام و مسکن ↑ = تقاضای کل ↑
۱۱	معمای قیمت و معمای نرخ ارز	نرخ بهره ↑ = نااطمینانی ↑ = تقاضا برای پول ملی ↓ = نرخ ارز ↑ = هزینه واردات ↑ = هزینه تولید ↑ = تورم فشار هزینه ↑ = قدرت خرید و تقاضای کل ↓

شماره معادله	کانال	مسیر انتقال
۱۲	سیگنال‌دهی بانک مرکزی	سیاست پولی $\Leftarrow$ تفسیر بازار از اقدام بانک مرکزی $\Leftarrow$ $\left\{ \begin{array}{l} \text{خوش بینی} \\ \text{بد بینی} \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \downarrow \end{array} \right\}$ $\left\{ \begin{array}{l} \text{تقاضای کل} \uparrow \\ \text{تقاضای کل} \downarrow \end{array} \right\} \Leftarrow$
۱۳	اطلاعات ناقص و تأخیر در واکنش	سیاست پولی $\Leftarrow$ اطلاعات ناقص $\Leftarrow$ ادراک مبهم و تدریجی $\Leftarrow$ تأخیر در تعدیل انتظارات $\Leftarrow$ تأخیر در واکنش مصرف و سرمایه‌گذاری $\Leftarrow$ کاهش شدت انتقال به تقاضای کل $\Leftarrow$ تضعیف اثر بخشی سیاست پولی
۱۴	تمرکز بانکی	تمرکز بانکی $\Leftarrow$ نرخ‌های وام ثابت $\Leftarrow$ انتقال ناقص $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۱۵	ذخایر بانکی و عرضه M2	سیاست پولی (در شرایط ZLB یا ELB) $\Leftarrow$ ذخایر بانکی $\uparrow \Leftarrow$ پایه پولی و M2 $\uparrow \Leftarrow$ نقدینگی $\uparrow \Leftarrow$ مصرف و سرمایه‌گذاری $\uparrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\uparrow$
۱۶	فراوانی نقدینگی	سیاست پولی $\Leftarrow$ افزایش نقدینگی $\Leftarrow$ توزیع نابرابر نقدینگی میان بانک‌ها $\Leftarrow$ رفتار متفاوت بانک‌ها در نرخ‌گذاری و وام‌دهی $\Leftarrow$ نرخ وام $\uparrow$ و عرضه اعتبار $\downarrow$ در برخی بانک‌ها $\Leftarrow$ مصرف و سرمایه‌گذاری $\downarrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۱۷	ثبات مالی و ساختار بانکی	سیاست پولی انبساطی $\Leftarrow$ افزایش نقدینگی $\Leftarrow$ تمرکز بر ترمیم تراز نامه $\uparrow$ (اگر ریسک بانکی بالا باشد) $\Leftarrow$ عدم کاهش نرخ وام $\Leftarrow$ محدودیت اعتبار $\Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۱۸	بانکداری اسلامی	تغییر نرخ بهره $\Leftarrow$ ساختار غیر ربوی $\Leftarrow$ انتقال ضعیف و با تأخیر سیاست پولی $\Leftarrow$ کاهش سرعت و گستره تأمین مالی $\Leftarrow$ واکنش محدود سرمایه‌گذاری $\Leftarrow$ اثرگذاری ضعیف بر تقاضای کل
۱۹ و ۲۰	ساختار سرمایه	نرخ بهره $\downarrow \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{دسترس‌ی بنگاه‌های ریسکی به اعتبار} \downarrow \\ \text{دسترس‌ی بنگاه‌های با تراز نامه سالم به اعتبار} \uparrow \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{تقاضای کل} \downarrow \\ \text{تقاضای کل} \uparrow \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{سرمایه‌گذاری} \downarrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \end{array} \right\}$ نرخ بهره $\downarrow \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{واسطه مالی سرمایه بالا} \\ \text{واسطه مالی اهرم بالا} \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{اسپرد} \downarrow \\ \text{انتقال ضعیف} \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{خلق اعتبار} \\ \text{خلق اعتبار محدود} \end{array} \right\}$ $\left\{ \begin{array}{l} \text{قیمت‌داری} \uparrow \\ \text{اثرگذاری محدود و معکوس} \end{array} \right\} \Leftarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{تقاضای کل} \uparrow \\ \text{سرمایه‌گذاری} \uparrow \end{array} \right\} \Leftarrow$
۲۱	صرف تأمین مالی	سیاست پولی $\Leftarrow$ واکنش ناهمگن بانک‌ها $\Leftarrow$ صرفه تأمین مالی برای بنگاه پرریسک $\uparrow \Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۲۲	شدت کربن	شدت کربن $\uparrow \Leftarrow$ حساسیت به نرخ بهره $\uparrow \Leftarrow$ قیمت سهام $\downarrow \Leftarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow \Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$



شماره معادله	کانال	مسیر انتقال
۲۳	تمرکز بازار مالی	سیاست پولی $\Rightarrow$ بازار رسمی $\Rightarrow$ دسترسی نابرابر $\Rightarrow$ نرخ تأمین مالی برای مؤسسات کوچک $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۲۴	بخش واقعی	اختلال زنجیره $\Rightarrow$ نیاز به تأمین مالی $\Rightarrow$ نرخ بهره $\uparrow$ $\Rightarrow$ فشار بر تولید $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۲۵	ترکیب نیروی کار	سیاست پولی $\Rightarrow$ تعدیل سریع‌تر بازار کار قرار دادی $\Rightarrow$ تولید پایدارتر $\Rightarrow$ کاهش ملایم‌تر تقاضای کل
۲۶	نوع صنعت	نرخ بهره $\uparrow$ $\Rightarrow$ هزینه سرمایه $\uparrow$ $\Rightarrow$ صنایع بادوام با وثیقه سخت $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۲۷	قدرت بازاری بنگاه	سیاست پولی $\Rightarrow$ بنگاه متمرکز $\Rightarrow$ انتقال ضعیف $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری بدون تغییر $\Rightarrow$ تقاضای کل ثابت یا $\downarrow$
۲۸ و ۲۹	نابرابری	نرخ بهره $\uparrow$ $\Rightarrow$ وام‌دهی $\downarrow$ $\Rightarrow$ دسترسی خانوارهای کم‌درآمد به اعتبار $\downarrow$ $\Rightarrow$ مصرف $\downarrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$ نرخ بهره $\uparrow$ $\Rightarrow$ قیمت مسکن $\uparrow$ $\Rightarrow$ ثروت خانوار دارای مسکن $\uparrow$ $\Rightarrow$ آسیب‌پذیری خانوارهای فاقد مسکن $\uparrow$ $\Rightarrow$ نابرابری $\uparrow$
۳۰	غنی و فقیر	نرخ بهره $\downarrow$ $\Rightarrow$ هزینه وام برای خانوار بدهکار $\downarrow$ $\Rightarrow$ نقدینگی $\uparrow$ $\Rightarrow$ مصرف $\uparrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\uparrow$
۳۱	نابرابری در آمدی	نابرابری در آمدی $\uparrow$ $\Rightarrow$ انتقال ناقص نرخ بهره $\Rightarrow$ مصرف و وام‌گیری محدود $\Rightarrow$ سیاست پولی ناکارآمد $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۳۲ و ۳۳	سیاست پولی خارجی	عرضه M2 $\uparrow$ $\Rightarrow$ ارزش یوان $\downarrow$ $\Rightarrow$ فشار رقابتی بر ارزش‌های منطقه $\uparrow$ $\Rightarrow$ نرخ بهره داخلی $\downarrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل کشورهای هدف نرخ بهره آمریکا $\uparrow$ $\Rightarrow$ قیمت نفت $\downarrow$ $\Rightarrow$ درآمدهای کشورهای نفتی $\downarrow$ $\Rightarrow$ فشار بودجه و ارزی $\uparrow$ $\Rightarrow$ نرخ بهره داخلی $\uparrow$ $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\downarrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۳۴	تعامل سیاست پولی و مالی	نرخ بهره $\uparrow$ $\Rightarrow$ $\left. \begin{array}{l} \text{همهانگ با سیاست مالی} \\ \text{فقدان هماهانگی} \end{array} \right\} \Rightarrow \left. \begin{array}{l} \text{اثر بخشی سیاستی} \uparrow \\ \text{اثر بخشی سیاستی} \downarrow \end{array} \right\} \Rightarrow \left. \begin{array}{l} \text{تورم} \downarrow \\ \text{انتظارات تورمی} \uparrow \end{array} \right\}$
۳۵	مانده‌های پولی	تسهیلات کمی در کشور خارجی $\Rightarrow$ مانده‌های پولی $\uparrow$ $\Rightarrow$ ارزش ارز خارجی $\downarrow$ $\Rightarrow$ صادرات کشور خارجی $\uparrow$ $\Rightarrow$ تولید داخل $\downarrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل داخل $\downarrow$
۳۶	هماهانگی سیاستی	نرخ بهره $\downarrow$ $\Rightarrow$ هماهانگی سیاست پولی و مالی $\uparrow$ $\Rightarrow$ بازدهی اوراق دولتی $\downarrow$ $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\uparrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\uparrow$
۳۷	سیاست پولی هدفمند	سیاست پولی هدفمند $\Rightarrow$ اعتبار بخشی $\Rightarrow$ بانک‌ها با سرمایه بالا $\Rightarrow$ نرخ وام $\downarrow$ $\Rightarrow$ سرمایه‌گذاری $\uparrow$ $\Rightarrow$ تقاضای کل $\uparrow$
۳۸	فین‌تک	فین‌تک $\uparrow$ $\Rightarrow$ اعتبار غیر بانکی $\uparrow$ $\Rightarrow$ انتقال سیاست پولی از کانال بانکی $\downarrow$ $\Rightarrow$ اثر بخشی بر تولید و تورم $\uparrow$

شماره معادله	کانال	مسیر انتقال
۳۹	رقابت بانکی	رقابت بانکی $\uparrow$ $\Leftarrow$ نرخ بهره وام $\downarrow$ $\Leftarrow$ انتقال انبساطی $\uparrow$ $\Leftarrow$ تقاضای کل $\uparrow$
۴۰	بخش انرژی	قیمت انرژی $\uparrow$ $\Leftarrow$ مصرف $\downarrow$ ، تورم $\uparrow$ ، انتظارات تورمی $\uparrow$ $\Leftarrow$ نیاز به سیاست پولی انقباضی $\Leftarrow$ تقاضای کل $\downarrow$
۴۱	دوگانگی نرخ ارز	دوگانگی نرخ ارز و کنترل سرمایه $\Leftarrow$ انتقال ناقص سیاست پولی $\Leftarrow$ آربیتراژ و ناترازی $\Leftarrow$ انتظارات تورمی $\uparrow$ $\Leftarrow$ اثر بخشی $\downarrow$

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

۵. جمع‌بندی و پیشنهاد سیاستی



مرور ادبیات نظری و تجربی نشان داد که انتقال سیاست پولی را نمی‌توان به رابطه ساده‌ای میان تغییر یک متغیر پولی و تقاضای کل فروکاست. کانال‌های شناخته شده نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت دارایی‌ها و اعتبار در خلأ عمل نمی‌کنند و اثر آنها به شرایط بستگی دارد که سیاست پولی در آن اجرا می‌شود. در این گزارش نشان داده شد که عوامل مختلفی می‌توانند شدت و سرعت انتقال را تغییر دهند و حتی بر جهت و ماندگاری اثر سیاست مؤثر باشند. شناسایی ۴۱ مسیر انتقال در این گزارش نیز همین واقعیت را نشان می‌دهد. اثر سیاست پولی در جریان مجموعه‌ای از روابط میان بازار پول، بانک‌ها، بازارهای دارایی، بنگاه‌ها و خانوارها منتقل می‌شود و ضعف یا اختلال در هریک از این روابط می‌تواند نتیجه‌ای متفاوت از آنچه در ابتدای زنجیره انتظار می‌رود به بار آورد. یکی از مهم‌ترین نکات در استفاده از این ادبیات برای ایران آن است که پیش از هر چیز، باید به جایگاه متغیرها در سیاست پولی دقت کرد. هدف نهایی سیاست را باید از لنگر اسمی، هدف میانی، هدف عملیاتی و ابزار سیاستی جدا کرد و هیچ‌یک از این مفاهیم را نیز نباید با کانال انتقال یا متغیری که صرفاً برای کسب اطلاعات از وضعیت اقتصاد پایش می‌شود یکی گرفت. هدف نهایی به متغیرهایی مانند ثبات قیمت‌ها و دیگر اهدافی است که بانک مرکزی برای خود در افق بلندمدت تعریف کرده است. لنگر اسمی، انتظارات مربوط به سطح عمومی قیمت‌ها را مقید می‌کند. هدف میانی از آن‌رو دنبال می‌شود که انتظار می‌رود رابطه نسبتاً باثباتی با هدف نهایی داشته باشد، درحالی‌که هدف عملیاتی متغیری است که بانک مرکزی می‌کوشد در افق کوتاه‌مدت آن را هدایت کند. ابزار سیاستی در اختیار مستقیم بانک مرکزی قرار دارد. درنهایت، کانال انتقال توضیح می‌دهد تغییر ابزار و شرایط پولی چگونه رفتار بانک‌ها، بنگاه‌ها و خانوارها را تغییر می‌دهد و سرانجام بر تولید و قیمت‌ها اثر می‌گذارد. متغیر اطلاعاتی ممکن است برای فهم همین فرایند اهمیت زیادی داشته باشد، بی‌آنکه خود هدف یا ابزار سیاست باشد.

این تمایز در انتقال نتایج مطالعات خارجی به ایران اهمیت زیادی دارد؛ زیرا نقش یک متغیر تابع رژیم پولی و ساختار نهادی اقتصادی است که در آن مطالعه می‌شود. نمی‌توان نتیجه تجربی یک مطالعه را گرفت و نقش سیاستی متغیر مورد بررسی را نیز همراه آن به ایران منتقل کرد. متغیری که در یک کشور ابزار سیاستی یا هدف عملیاتی است ممکن است در ایران در کنترل مستقیم بانک مرکزی نباشد و فقط نقش هدف میانی، شاخص اطلاعاتی یا متغیری واسطه در سازوکار انتقال را داشته باشد. نرخ ارز، نمونه روشنی از این تفاوت است؛ در یک رژیم ممکن است لنگر اسمی باشد، در رژیمی دیگر وارد تابع واکنش بانک مرکزی شود و در چارچوبی دیگر عمدتاً از مسیر قیمت واردات، ترانزنامه‌ها و انتظارات بر اقتصاد اثر بگذارد. خود نرخ ارز را نیز باید از مداخله ارزی جدا کرد؛ زیرا مداخله ارزی می‌تواند ابزار بانک مرکزی باشد، بی‌آنکه



نرخ ارز الزاماً هدف سیاست قرار گیرد. کل‌های پولی نیز وضع مشابهی دارند. یک کل پولی ممکن است هدف میانی باشد، ممکن است تنها اطلاعاتی درباره شرایط پولی فراهم کند و ممکن است در قاعده سیاست نقش مستقیمی نداشته باشد. بنابراین، استفاده از ادبیات انتقال برای ایران باید با تعیین جایگاه هر متغیر در ساختار واقعی سیاست پولی کشور آغاز شود. پیشنهادهای سیاستی گزارش نیز باید در همین چارچوب فهمیده شوند:

۱ پیش از توصیه به هدف‌گذاری یا کنترل هر متغیر، باید روشن شود سیاست پولی ایران بر چه هدف نهایی و چه لنگر اسمی استوار است و بانک مرکزی در عمل کدام متغیرها را می‌تواند هدایت کند. اهمیت نرخ ارز، اعتبار، نقدینگی، قیمت مسکن یا سایر دارایی‌ها در توضیح تورم و تولید، به‌تنهایی دلیلی برای تبدیل آنها به هدف سیاستی نیست. برای چنین تصمیمی باید رابطه متغیر با هدف نهایی، میزان کنترل بانک مرکزی بر آن و تعارض احتمالی آن با سایر اهداف بررسی شود. یکی از خروجی‌های لازم در ادامه گزارش‌های بعدی می‌تواند طبقه‌بندی متغیرهای شناسایی شده در این گزارش بر پایه شواهد ایران باشد تا معلوم شود هریک در عمل ابزار، هدف عملیاتی، هدف میانی، لنگر، متغیر انتقالی یا شاخص اطلاعاتی است.

۲ تشخیص انبساطی یا انقباضی بودن سیاست پولی را نباید با مشاهده یک ابزار خاص، به‌ویژه نرخ بهره اسمی، یکی گرفت. نرخ بهره واقعی، وضعیت اعتبار و نقدینگی، تحولات بازار ارز و دارایی‌ها و انتظارات همگی در شکل‌گیری شرایط پولی مؤثرند. ارزیابی موضع سیاست پولی از این حیث به مجموعه‌ای از شاخص‌ها نیاز دارد که دامنه‌ای وسیع‌تر از نرخ رسمی بانک مرکزی را پوشش دهد. در بخش تجربی گزارش‌های بعدی باید مشخص شود کدام‌یک از این شاخص‌ها در ایران اطلاعات مستقلی درباره جهت و شدت شرایط پولی فراهم می‌کنند و رابطه آنها با موضع سیاست در طول زمان تا چه اندازه ثابت است.

۳ نقش نرخ بهره در ایران باید از عملکرد واقعی بازار پول و نظام بانکی استخراج شود. بخش مهمی از ادبیات انتقال، نرخ سیاستی را نقطه آغاز فرایندی می‌گیرد که از نرخ‌های بازار و هزینه تأمین مالی به قیمت دارایی‌ها، نرخ ارز، مصرف و سرمایه‌گذاری می‌رسد. اعتبار این سازوکار برای ایران به میزان کنترل بانک مرکزی بر نرخ‌های کوتاه‌مدت و چگونگی عبور آنها به نرخ سپرده و تسهیلات بستگی دارد. سقف‌ها و نرخ‌های اداری، جیره‌بندی اعتباری و روابط ترازنامه‌ای بانک‌ها می‌توانند این عبور را محدود کنند. اگر چنین باشد، نرخ اعلامی بانک مرکزی را نمی‌توان با نرخ مؤثر تأمین مالی بخش خصوصی یکسان گرفت. در این صورت برخی نرخ‌ها ممکن است هدف عملیاتی باشند و برخی دیگر حلقه‌ای از انتقال سیاست. تعیین این جایگاه به بررسی تجربی وضعیت پول و اعتبار ایران نیاز دارد.

۴ اهمیت پول و نقدینگی نیز باید جدا از نقشی که این متغیرها در رژیم‌های پولی سایر کشورها داشته‌اند بررسی شود. رشد یک کل پولی ممکن است هدف میانی سیاست باشد، اما ممکن است حاصل رفتار درون‌زای بانک‌ها، دولت و بانک مرکزی باشد و در همان حال اطلاعات مهمی درباره فشارهای تورمی فراهم کند. بنابراین، مشاهده رابطه نقدینگی و تورم هنوز برای نتیجه‌گیری درباره مناسب بودن هدف‌گذاری یک کل پولی کافی نیست. قابلیت کنترل کل مورد نظر، پایداری رابطه آن با تورم و فعالیت واقعی و تأثیر تغییر ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های بانکی باید جداگانه آزمون شود.

۵ نرخ ارز در اقتصاد ایران هم بخشی از سازوکار انتقال است و هم می‌تواند، بسته به رژیم پولی، جایگاه‌های دیگری پیدا کند. اثر آن بر قیمت کالاهای وارداتی، ترازنامه بنگاه‌ها و بانک‌ها، تجارت خارجی و انتظارات سبب می‌شود که حذف آن از تحلیل انتقال ممکن نباشد. اما همین اهمیت، انتخاب نرخ ارز به‌عنوان هدف یا لنگر را نتیجه نمی‌دهد. ابتدا باید روشن شود در هر رژیم مورد بررسی چه نقشی برای نرخ ارز در نظر گرفته شده، کدام بخش از تغییرات آن در اختیار سیاستگذار است و مداخله ارزی با چه سازوکاری انجام می‌شود. تعدد نرخ‌های ارز و سازوکارهای تخصیص نیز ممکن است رابطه مشاهده شده در اقتصادهای دارای بازار ارز یکپارچه را در ایران تغییر دهد.

۶- کانال اعتبار را باید با ساختار واقعی نظام بانکی ایران پیوند داد. سرمایه و نقدینگی بانک، کیفیت ترازنامه، تمرکز بازار و میزان رقابت سبب می‌شوند سیاست واحد اثر یکسانی بر همه بانک‌ها نداشته باشد. به همین دلیل، تغییر نرخ سیاستی الزاماً به همان میزان شرایط دسترسی خانوارها و بنگاه‌ها به اعتبار را تغییر نمی‌دهد. حجم و ترکیب تسهیلات، نرخ مؤثر تأمین مالی، وضعیت بانک‌های ناتراز و وابستگی آنها به منابع بانک مرکزی در اینجا اهمیت پیدا می‌کند. هریک از این متغیرها ممکن است بسته به چارچوب سیاست نقش متفاوتی داشته باشد. توصیه به کنترل اعتباری، تسهیلات هدفمند یا تغییر نرخ‌های بانکی باید پس از تعیین همین نقش صورت گیرد.

۷- انتظارات و ارتباطات بانک مرکزی نیز باید در خود فرایند انتقال مطالعه شوند. شواهد مرور شده نشان می‌دهد که تصمیم بانک مرکزی فقط از طریق تغییر ابزار اثر نمی‌گذارد، بلکه نحوه تفسیر آن تصمیم نیز اهمیت دارد. کنشگران ممکن است اقدام بانک مرکزی را تغییر در سیاست بدانند یا آن را حاوی اطلاعاتی درباره وضعیت آینده اقتصاد تلقی کنند. در ایران باید مشخص شود این دو اثر تا چه اندازه از یکدیگر قابل تفکیک‌اند و اعتبار بانک مرکزی و کیفیت اطلاعات عمومی چه نقشی در آنها دارد. شفافیت و انسجام ارتباطی در چنین شرایطی می‌تواند به انتقال سیاست کمک کند، اما میزان اتکا به هدایت انتظارات باید با ظرفیت واقعی بانک مرکزی برای اثرگذاری بر آنها متناسب باشد.

۸- قیمت دارایی‌ها و مسکن، متغیرهای توزیعی، قیمت انرژی و شاخص‌های بخشی در مرحله نخست باید برای شناخت مسیر انتقال و پیامدهای سیاست وارد تحلیل شوند. اثر قیمت دارایی‌ها بر ثروت، وثیقه و ترازنامه سبب می‌شود مصرف و سرمایه‌گذاری به تحولات این بازارها واکنش نشان دهد. همین سیاست نیز می‌تواند بر خانوارهای بدهکار و پس‌اندازکننده، مالکان و مستأجران یا صنایع مختلف آثار متفاوتی بر جای گذارد. این تفاوت‌ها برای ارزیابی سیاست اهمیت دارند، اما اهمیت آنها با هدف‌گذاری مستقیم این متغیرها یکسان نیست. وارد کردن هریک از آنها در تابع هدف یا قاعده سیاست به استدلالی مستقل نیاز دارد.

۹- نقش متغیرها را نمی‌توان بدون توجه به رابطه سیاست پولی با سیاست مالی، بودجه‌ای و سایر مداخلات دولت تعیین کرد. تأمین کسری بودجه، مقررات اعتباری و سیاست ارزی ممکن است بر نرخ بهره، اعتبار، کل‌های پولی و نرخ ارز اثر بگذارند و حتی کنترل بانک مرکزی بر متغیری را که در اسناد رسمی هدف عملیاتی معرفی شده محدود کنند. از این‌رو، برای ایران، باید میان جایگاه رسمی یک متغیر و نقشی که عملاً در سیاست پولی دارد فرق گذاشت. مبنای تحلیل، عملکرد واقعی نهادها و قیودی است که سیاستگذار با آنها روبه‌روست.

۱۰- ابزارهای اعتباری هدفمند و فناوری‌های مالی نیز باید با همین تفکیک مطالعه شوند. سیاست اعتباری هدفمند خود می‌تواند ابزار مداخله باشد، حال آنکه حجم یا ترکیب اعتباری که در پی آن شکل می‌گیرد ممکن است هدف میانی یا شاخصی برای ارزیابی اثر سیاست باشد. فناوری مالی نیز ممکن است انتقال موجود را تقویت یا تضعیف کند یا بخشی از آن را دور بزند، بی‌آنکه به‌خودی‌خود هدف سیاست پولی باشد. ارزیابی این حوزه‌ها زمانی معنا پیدا می‌کند که ابزار مداخله، متغیری که سیاستگذار می‌کوشد بر آن اثر بگذارد و نتیجه اقتصادی حاصل از آن، از یکدیگر جدا شده باشند.

افزون‌بر شواهد تجربی و ساختار نهادی، بنیان نظری مطالعات نیز در انتقال یافته‌های این ادبیات به اقتصاد ایران اهمیت دارد. اختلاف این مطالعات فقط در شیوه صورت‌بندی انتقال سیاست پولی نیست. در بسیاری از آنها، خود منشأ اصطکاک و مسیری که سیاست از آن بر اقتصاد اثر می‌گذارد متفاوت فرض شده است. در چارچوب‌های کینزی جدید، چسبندگی‌های اسمی و واقعی و اصطکاک‌هایی که تعدیل قیمت‌ها و مقادیر را محدود می‌کنند در مرکز تحلیل قرار دارند. رویکردهای رفتاری و کینزی جدید

رفتاری (BNK)^۱ بخشی از مسئله را به نحوه شکل‌گیری انتظارات، پردازش اطلاعات، اختلاف‌نظر میان کنشگران و برداشتی مربوط می‌کنند که آنان از سیگنال‌های مقام پولی دارند. در پول‌گرایی جدید، خاصیت معاملاتی دارایی‌ها، درجه نقدشوندگی و جانشینی میان پول و سایر دارایی‌ها اهمیت بیشتری می‌یابد. ادبیات کانال اعتباری و شتاب‌دهنده مالی نیز انتقال را به وضعیت ترانزنامه بنگاه‌ها و واسطه‌های مالی، ارزش خالص و صرف تأمین مالی پیوند می‌زند. در رویکردهای فرضیه بی‌ثباتی مالی (متأثر از مینسکی^۲)، مسئله بیشتر به چگونگی انباشت بدهی، تأمین مالی مجدد و سرایت شکنندگی از ترانزنامه یک بخش به بخش دیگر در طول زمان مربوط می‌شود. انتخاب میان این چارچوب‌ها فقط انتخاب شیوه دیگری برای نوشتن مدل نیست. هریک پیشاپیش پاسخی متفاوت به این پرسش می‌دهند که اصطکاک اصلی اقتصاد کجاست و سیاست پولی از چه مسیری اثر می‌گذارد. برای ایران، خود این پاسخ باید موضوع بررسی قرار گیرد.

انتخاب روش نیز از پرسش نظری جدا نیست. مدل‌های ساختاری و تعادل عمومی پویای تصادفی (DSGE)^۳ زمانی به کار می‌آیند که بخواهیم نحوه عمل یک سازوکار را در مدل دنبال کنیم و ببینیم تغییر یک قاعده یا مداخله سیاستی چه پیامدی دارد و نتایج سیاست‌های مختلف را با یکدیگر مقایسه کنیم. اعتبار این نتایج نیز به فروض مدل و شیوه شناسایی پارامترها وابسته است. مدل‌های خانواده خودرگرسیون برداری^۴ (VAR) و دیگر روش‌های پویای مبتنی بر داده کار دیگری انجام می‌دهند. با آنها می‌توان علامت، شدت، تأخیر و ماندگاری واکنش‌ها را برآورد کرد، اما تمایز میان دو تبیین ساختاری رقیب معمولاً به اطلاعات و قیود بیشتری نیاز دارد. مدل‌های تطبیق روانه - انباره (SFC)^۵ نیز برای پرسش‌هایی مناسب‌اند که در آنها انباشت بدهی، سازگاری موجودی‌ها و جریان‌ها و ارتباط ترانزنامه‌های بخش‌های مختلف بخشی از خود مسئله است. از همین رو، روش مناسب را باید از پرسش هر کانال و سازوکاری که قرار است آزمون شود به دست آورد. یک روش ممکن است برای شناسایی واکنش تجربی مناسب باشد و روش دیگری برای سنجش سازوکار یا انجام آزمون سیاستی؛ نتیجه هریک نیز باید در همان حدودی تفسیر شود که روش اجازه می‌دهد.

انتقال یافته‌های گزارش اول به ایران در این صورت چند مرحله به‌هم‌پیوسته دارد. نخست باید در داده‌های ایران دید کدام واکنش‌ها واقعاً مشاهده می‌شوند و اندازه آنها، زمان وقوعشان و ماندگاری‌شان چگونه است. سپس ساختار نهادی تعیین می‌کند که سازوکار مورد بحث در اقتصاد ایران اساساً امکان عمل دارد یا در یکی از حلقه‌های آن با مانع روبه‌رو می‌شود و متغیرهای درگیر چه جایگاهی در سیاست پولی دارند. چارچوب نظری در این میان باید توضیح دهد اصطکاک مورد ادعا چیست و اثر سیاست از چه زنجیره علی عبور می‌کند. روش نیز باید بتواند همان ادعا را، در حدودی که شناسایی آن ممکن است، با داده یا مدل مورد سنجش قرار دهد. به‌همین دلیل گزارش سوم بنا ندارد به‌صورت مکانیکی و صوری^{۴۱} مسیر گفته شده در گزارش حاضر را در یک مدل واحد بگنجانند، بلکه تلاش خواهد کرد براساس شواهد تجربی ایران، مبانی نظری رویکردها، روش‌ها و مدل‌های مناسب، سازوکارهای رقیب و مکملی بسازد که از طریق آن بتوان پاسخ‌هایی را برای پرسش‌ها و سازوکارهای انتقال سیاست پولی (با عطف توجه به یافته‌های این گزارش در ۴۱ مسیر گفته شده) در ایران یافت. اگر نتایج حاصل از روش‌ها و چارچوب‌های متفاوت بر یک سازوکار هم‌گرا شوند، پشتوانه استنتاج سیاستی قوی‌تر خواهد بود. اگر نتایج متفاوت باشند، خود این تفاوت بخشی از مسئله پژوهش است و باید دید منشأ آن در فروض نظری، رژیم مورد مطالعه، شیوه شناسایی یا تفاوت میان سازوکارهای مفروض قرار دارد.

1. Behavioral New-Keynesian (BNK)

2. Minsky

3. Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)

4. Vector-Autoregressive (VAR)

5. Stock-Flow Consistent (SFC)



- [1] P. N. Ireland (2010), "Monetary Transmission Mechanism," in Monetary Economics, S. N. Durlauf and L. E. Blume, Eds., London: Palgrave Macmillan UK, pp. 216–223. doi: 10.1057/9780230280854_26.
- [2] J. B. Taylor (1995), "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework," J. Econ. Perspect., vol. 9, no. 4, pp. 11–26.
- [3] J. Boivin, M. T. Kiley, and F. S. Mishkin (2010), "How has the monetary transmission mechanism evolved over time?," in Handbook of monetary economics, vol. 3, Elsevier, pp. 369–422. Accessed: Mar. 01, 2025. [Online]. Available: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444532381000089/>
- [4] F. S. Mishkin (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism," J. Econ. Perspect., vol. 9, no. 4, pp. 3–10.
- [5] B. S. Bernanke and M. Gertler (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," J. Econ. Perspect., vol. 9, no. 4, pp. 27–48.
- [6] F. S. Mishkin (2022), The economics of money, banking, and financial markets. Pearson education.
- [7] M. Gertler and S. Gilchrist (1994), "Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms," Q. J. Econ., vol. 109, no. 2, pp. 309–340.
- [8] A. K. Kashyap, J. C. Stein, and D. W. Wilcox (1993), "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," Am. Econ. Rev., vol. 83, no. 1, pp. 78–98.
- [9] P. Disyatat (2011), "The Bank Lending Channel Revisited," J. Money Credit Bank., vol. 43, no. 4, pp. 711–734, doi: 10.1111/j.1538-4616.2011.00394.x.
- [10] A. K. Kashyap and J. C. Stein (Jun. 2000), "What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?," Am. Econ. Rev., vol. 90, no. 3, pp. 407–428, doi: 10.1257/aer.90.3.407.
- [11] R. P. Kishan and T. P. Opiela (2000), "Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel," J. Money Credit Bank., vol. 32, no. 1, pp. 121–141, doi: 10.2307/2601095.
- [12] M. H. R. Davoodi, M. S. Dixit, and G. Pinter (2013), Monetary transmission mechanism in the East African Community: An empirical investigation. International Monetary Fund. Accessed: Jun. 21, 2026. [Online]. Available: <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=U1kZEAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA4&dq=Monetary+Transmission+Mechanism+in+the+East+African+Community:+An+Empirical+Investigation&ots=S33uHk-DQk&sig=DbOmPQdYHF963AXaoOuZcfjzwno/>
- [13] P. Mishra, P. Montiel, P. Pedroni, and A. Spilimbergo (Nov. 2014), "Monetary policy and bank lending rates in low-income countries: Heterogeneous panel estimates," J. Dev. Econ., vol. 111, pp. 117–131, doi: 10.1016/j.jdeveco.2014.08.005.
- [14] J. Ha, D. Kim, M. A. Kose, and E. S. Prasad (Apr. 2025), "Resolving puzzles of monetary policy transmission in emerging markets," Eur. Econ. Rev., vol. 173, p. 104957, doi: 10.1016/j.euroecorev.2025.104957.
- [15] E. Lukmanova and K. Rabitsch (Sep. 2023), "Evidence on monetary transmission and the role of imperfect information: Interest rate versus inflation target shocks," Eur. Econ. Rev., vol. 158, p. 104557, doi: 10.1016/j.euroecorev.2023.104557.

- [16] R. Yano, Y. Nakazono, and K. Tango (Mar. 2025), “The transmission of monetary policy shocks: Evidence from Japan,” *J. Jpn. Int. Econ.*, vol. 75, p. 101349, doi: 10.1016/j.jjie.2024.101349.
- [17] C. Altavilla, R. S. Gürkaynak, and R. Quaedvlieg (Oct. 2024), “Macro and micro of external finance premium and monetary policy transmission,” *J. Monet. Econ.*, vol. 147, p. 103634, doi: 10.1016/j.jmoneco.2024.103634.
- [18] I. Hasan, B. Kwak, and X. Li (Jan. 2024), “Financial technologies and the effectiveness of monetary policy transmission,” *Eur. Econ. Rev.*, vol. 161, p. 104650, doi: 10.1016/j.euroecorev.2023.104650.
- [19] S. Kho (Apr. 2025), “Deposit market concentration and monetary transmission: Evidence from the euro area,” *Eur. Econ. Rev.*, vol. 173, p. 104933, doi: 10.1016/j.euroecorev.2024.104933.
- [20] S. Laumer and M. Schaffer (Feb. 2025), “Monetary policy transmission under supply chain pressure,” *Eur. Econ. Rev.*, vol. 172, p. 104949, doi: 10.1016/j.euroecorev.2024.104949.
- [21] S. Vale (Dec. 2024), “House prices and credit as transmission channels from monetary policy to inequality: Evidence from OECD countries,” *Econ. Anal. Policy*, vol. 84, pp. 293–307, doi: 10.1016/j.eap.2024.08.027.
- [22] M. Volk (Apr. 2024), “The transmission of targeted monetary policy to bank credit supply,” *Q. Rev. Econ. Finance*, vol. 94, pp. 104–112, doi: 10.1016/j.qref.2024.01.003.
- [23] N. G. Mankiw and R. Reis (2002), “Sticky information versus sticky prices: a proposal to replace the New Keynesian Phillips curve,” vol. 117, no. 4, pp. 1295–1328.
- [24] R. E. Lucas Jr (1972), “Expectations and the Neutrality of Money,” vol. 4, no. 2, pp. 103–124.
- [25] C. A. Sims (2003), “Implications of rational inattention,” vol. 50, no. 3, pp. 665–690.
- [26] M. Woodford (2001), “Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy.” National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA. Accessed: May 01, 2025. [Online]. Available: <https://www.nber.org/papers/w8673/>
- [27] M. T. Belongia and P. N. Ireland (Jun. 2024), “The transmission of monetary policy shocks through the markets for reserves and money,” *J. Macroecon.*, vol. 80, p. 103590, doi: 10.1016/j.jmacro.2024.103590.
- [28] M. Girotti and G. Horny (Sep. 2023), “Monetary policy transmission through banks when liquidity is abundant but unevenly distributed,” *Finance Res. Lett.*, vol. 56, p. 104061, doi: 10.1016/j.frl.2023.104061.
- [29] J. A. Fernández Fernández (Mar. 2024), “Banking systems in the euro zone and transmission of monetary policy,” *Cent. Bank Rev.*, vol. 24, no. 1, p. 100148, doi: 10.1016/j.cbrev.2024.100148.
- [30] V. V. Acharya, B. Imbierowicz, S. Steffen, and D. Teichmann (Nov. 2020), “Does the lack of financial stability impair the transmission of monetary policy?,” *J. Financ. Econ.*, vol. 138, no. 2, pp. 342–365, doi: 10.1016/j.jfineco.2020.06.011.
- [31] E. Barnea, Y. Landskroner, and M. Sokoler (Jun. 2015), “Monetary policy and financial stability in a banking economy: Transmission mechanism and policy tradeoffs,” *J. Financ. Stab.*, vol. 18, pp. 78–90, doi: 10.1016/j.jfs.2015.03.002.
- [32] A. Rashid, M. K. Hassan, and M. A. R. Shah (Apr. 2020), “On the role of Islamic and conventional banks in the monetary policy transmission in Malaysia: Do size and liquidity matter?,” *Res. Int. Bus. Finance*, vol. 52, p. 101123, doi: 10.1016/j.ribaf.2019.101123.
- [33] H. Hamza and Z. Saadaoui (Oct. 2018), “Monetary transmission through the debt financing channel

of Islamic banks: Does PSIA play a role?," *Res. Int. Bus. Finance*, vol. 45, pp. 557–570, doi: 10.1016/j.ribaf.2017.09.004.

[34] L. Paranhos (Nov. 2024), "How do firms' financial conditions influence the transmission of monetary policy? A non-parametric local projection approach," *J. Econom.*, p. 105886, doi: 10.1016/j.jeconom.2024.105886.

[35] Z. Li (May 2022), "Financial intermediary leverage and monetary policy transmission," *Eur. Econ. Rev.*, vol. 144, p. 104080, doi: 10.1016/j.eurocorev.2022.104080.

[36] A. K. K. Yadav and A. K. Panda (Nov. 2024), "Transmission of monetary policy impulses on the capital structure of manufacturing firms: Evidence from an emerging economy," *Int. Rev. Econ. Finance*, vol. 96, p. 103704, doi: 10.1016/j.iref.2024.103704.

[37] B. S. Bernanke (2023), "Nobel lecture: Banking, credit, and economic fluctuations," *Am. Econ. Rev.*, vol. 113, no. 5, pp. 1143–1169.

[38] I. Benchora, A. Leroy, and L. Raffestin (Mar. 2025), "Is monetary policy transmission green?," *Econ. Model.*, vol. 144, p. 106992, doi: 10.1016/j.econmod.2024.106992.

[39] J. Eisenschmidt, Y. Ma, and A. L. Zhang (Jan. 2024), "Monetary policy transmission in segmented markets," *J. Financ. Econ.*, vol. 151, p. 103738, doi: 10.1016/j.jfineco.2023.103738.

[40] R. R. Bujunoori, N. Mannil, and P. Tantri (Mar. 2024), "Does labor composition impact the transmission of monetary policy to output?," *J. Dev. Econ.*, vol. 167, p. 103241, doi: 10.1016/j.jdeveco.2023.103241.

[41] S. Choi, T. Willems, and S. Y. Yoo (Jul. 2024), "Revisiting the monetary transmission mechanism through an industry-level differential approach," *J. Monet. Econ.*, vol. 145, p. 103556, doi: 10.1016/j.jmoneco.2024.103556.

[42] N. Renzhi and J. Beirne (Dec. 2023), "Corporate market power and monetary policy transmission in Asia," *Pac.-Basin Finance J.*, vol. 82, p. 102132, doi: 10.1016/j.pacfin.2023.102132.

[43] N. Renzhi (Jun. 2023), "Household net saving positions and unconventional monetary policy transmission: Evidence from Japan," *Pac.-Basin Finance J.*, vol. 79, p. 102032, doi: 10.1016/j.pacfin.2023.102032.

[44] T. Domonkos, B. Fisera, and M. Siranova (Nov. 2023), "Income inequality as long-term conditioning factor of monetary transmission to bank rates," *Econ. Model.*, vol. 128, p. 106492, doi: 10.1016/j.econmod.2023.106492.

[45] C. Pei-Fen, C. Mei-Ping, L. Min-Syu, and L. Chingnun (Jan. 2025), "Cross-border transmission effect of China's monetary policy on the exchange rate of Asia-Pacific economies," *Int. Rev. Financ. Anal.*, vol. 97, p. 103835, doi: 10.1016/j.irfa.2024.103835.

[46] F. N. De Simone (Apr. 2024), "The transmission of U.S. monetary policy to small open economies," *J. Int. Money Finance*, vol. 142, p. 103038, doi: 10.1016/j.jimonfin.2024.103038.

[47] N. Caramp and D. H. Silva (Dec. 2023), "Fiscal policy and the monetary transmission mechanism," *Rev. Econ. Dyn.*, vol. 51, pp. 716–746, doi: 10.1016/j.red.2023.08.001.

[48] D. Ida (Dec. 2023), "The effect of real money balances on international monetary policy transmission," *J. Int. Money Finance*, vol. 139, p. 102964, doi: 10.1016/j.jimonfin.2023.102964.

[49] S. Das and W. Song (Dec. 2023), "Monetary policy transmission and policy coordination in China," *China*



Econ. Rev., vol. 82, p. 102032, doi: 10.1016/j.chieco.2023.102032.

[50] R. Li, C. Chen, Z. Han, and Y. Wang (Dec. 2025), "Targeted monetary policy, SMEs' loan availability, and corporate investment: evidence from China," *Small Bus. Econ.*, vol. 65, no. 4, pp. 2465–2491, doi: 10.1007/s11187-025-01063-w.

[51] Y.-G. Jung and J. Kim (Dec. 2023), "Banks' net interest rate spread and the transmission of monetary policy in Korea," *J. Asian Econ.*, vol. 89, p. 101654, doi: 10.1016/j.asieco.2023.101654.

[52] P. Priya and C. Sharma (Aug. 2024), "On transmission channels of energy prices and monetary policy shocks to household consumption: Evidence from India," *Energy Econ.*, vol. 136, p. 107723, doi: 10.1016/j.eneco.2024.107723.

[53] Q. He, I. Korhonen, and Z. Qian (Sep 2021), "Monetary policy transmission with two exchange rates of a single currency: The Chinese experience," *Int. Rev. Econ. Finance*, vol. 75, pp. 558–576, doi: 10.1016/j.iref.2021.04.028.



عنوان: تحلیل تطبیقی سازوکارهای انتقال سیاست پولی با تمرکز بر دلالت‌های سیاستی برای ایران؛ بخش اول: مروری نظام‌مند بر کانال‌های انتقال سیاست پولی در ادبیات نظری و تجربی

DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21906>

Permanent Link: https://report.mrc.ir/article_11974.html

Publisher : Islamic Parliament Research Center of Iran

گزیده سیاستی

ارتقای اثر بخشی سیاست پولی در ایران مستلزم توجه همزمان به نرخ ارز، قیمت دارایی‌ها، اعتبار و انتظارات و انطباق ابزارهای پولی با ساختار نهادی و مالی کشور است.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir