



مؤسسه عالی آموزش و پژوهش
مدیریت و برنامه ریزی

سیاستگذاری پولی و ثبات مالی

ملاحظات نظری و تجربی

مهدی هادیان

خرداد ۱۴۰۰

مقدمه

- تا قبل از بروز بحران مالی جهانی، رویکرد غالب در سیاستگذاری پولی توجه به ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم بود و در این زمینه موفقیت‌های چشمگیری نیز در عرصه ثبات اقتصادی در کشورهای مجری هدف‌گذاری تورم آشکار شد.
- بروز بحران مالی جهانی کارایی و نفع خالص این چارچوب را با ابهاماتی همراه ساخت و ضرورت توجه مقامات پولی به پویایی‌های بخش مالی و انباشت عدم تعادل‌های فزاینده در این بخش را برجسته کرد.

• سوالات:

- ✓ آیا در فرآیند سیاستگذاری پولی، اولویت با ثبات قیمت‌ها است یا ثبات مالی؟ آیا در این فرآیند، تمرکز بر ثبات قیمت‌ها به تحقق ثبات مالی منجر می‌شود یا خیر؟
- ✓ اگر مهار تورم و ثبات قیمت‌ها لزوماً به ثبات مالی منجر نمی‌شود، ملاحظات ثبات مالی چگونه در سیاستگذاری پولی چگونه لحاظ می‌شود؟

مبانی نظری

- بعد از بروز بحران مالی و ناکامی چارچوب کلاسیک سیاست‌های پولی در جلوگیری از بحران، سیاست‌های احتیاطی کلان از مدافعان بیشتری برخوردار شده است.
- بین اقتصاددانان پولی و مالی مباحثی در خصوص اینکه آیا برای تحقق ثبات مالی باید چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم‌بازنگری شود یا خیر، مطرح شده است.
- الف- دیدگاه اجماع جکسون هال (تمرکز سیاست پولی بر ثبات قیمت‌ها)
- ب- دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه
- ج- دیدگاه معادل بودن ثبات مالی با ثبات قیمتی (تمرکز سیاست پولی بر ثبات مالی)

الف- تمرکز سیاست پولی بر ثبات قیمت‌ها

- هر یک از مقامات پولی و مالی باید با استفاده از ابزارهای مختص خود بر همان هدف مشخص متمرکز شوند.
- اهداف، ابزارها و مکانیسم‌های انتقال سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان به آسانی قابل تفکیک است؛ در نتیجه اولاً تعاملات بین ابزارهای سیاست پولی و احتیاطی کلان محدود است، دوماً در مقایسه با سیاست احتیاطی کلان، نرخ بهره کوتاه‌مدت ابزار موثری برای مقابله با آن عدم تعادل‌ها نیست؛ در نتیجه ثبات مالی صرفاً از طریق ابزارهای سیاست احتیاطی کلان محقق می‌شود.
- مهمترین درس بحران مالی اخیر، ضرورت ایجاد یک چارچوب معتبر و کارا برای اعمال سیاست‌های احتیاطی کلان به منظور تحقق ثبات مالی است.
- ملاحظات مربوط به ثبات مالی به صورت غیرمستقیم و تا آنجایی که ارزیابی از ریسک‌های سیستماتیک چشم‌انداز قیمت‌ها و انتظارات از فعالیتهای بخش حقیقی اقتصاد را تغییر دهد، در تصمیمات سیاست پولی لحاظ خواهد شد. بنابراین به نوعی تبادل اطلاعات و رصد وضعیت ثبات مالی با مقام احتیاطی کلان مورد نیاز خواهد بود.

ب- دیدگاه سیاست پولی محافظه کارانه

- تمرکز بانک‌های مرکزی بر کنترل تورم طی یک دوره نسبتاً کوتاه دو تا سه ساله مانع از واکنش فعال آنها نسبت به **عدم تعادل‌های مالی رو به رشد** می‌شود.
- سیکل مالی بطور کامل توسط سیاست‌های احتیاطی قابل کنترل نیست و از طرق متعدد و عمدتاً خیر خطی بر ادوار تجاری اثر می‌گذارد. از سوی دیگر، **سیاست پولی** نیز می‌تواند **رفتار ریسک‌پذیری واسطه‌گران** بخش مالی را تحت تاثیر قرار دارد و متقابلاً شکنندگی و بی‌ثباتی نهادهای مالی نیز فرآیند انتقال پولی و چشم‌انداز ثبات قیمت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد.
- بنابراین ملاحظات ثبات مالی باید به عنوان بخشی از اهداف ثانویه راهبردهای سیاست پولی مد نظر قرار گیرد؛
- به عبارت دیگر، دلالت این دیدگاه اصلاح چارچوب هدف‌گذاری انعطاف‌پذیر تورم و لحاظ ثبات مالی در تصمیم‌گیری تعیین مسیر بهینه تعدیل‌شده تورم است که از این جهت دیدگاه سیاست پولی محافظه‌کارانه را شبیه‌سازی می‌کند.

• این دیدگاه استراتژی‌های سیاست پولی که توسط باریو و لوی (۲۰۰۲)، وایت (۲۰۰۶) و آیسینگ (۲۰۱۱) ارائه شده است را مورد تاکید قرار می‌دهد و در حال حاضر توسط تعدادی از بانک‌های مرکزی همانند بانک مرکزی اروپا (ECB) عملیاتی شده است.

ج- دیدگاه سیاست پولی تمرکز بر ثبات مالی

• ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی آنقدر به یکدیگر گره خورده‌اند که تفکیک بین این دو امکان‌پذیر نیست در نتیجه سیاست پولی در هر چارچوبی که باشد نقش اول تامین ثبات نظام مالی را بر عهده دارد و باید کژکاردهای بازارهای مالی را اصلاح نموده و فرآیند انتقال سیاست پولی را تطهیر نماید.

• ارتباط نزدیک بین ثبات قیمتی و ثبات مالی از این حقیقت نشات می‌گیرد که **ثبات و سلامت واسطه‌گران بخش مالی درجه خلق پول درونی و همچنین قیمت ریسک در اقتصاد را تعیین می‌کند.**

• بنابراین سیاست پولی با بازتوزیع ثروت باید به نحوی عمل کند که آثار بزرگنمایی شده ناشی از تنگناهای ترازنامه‌ای را کاهش دهد. به عنوان نمونه، کاهش نرخ بهره می‌تواند ارزش اوراق قرضه بلندمدت را افزایش دهد و در نتیجه ترازنامه بانک‌ها را تفویت نماید.

• والن (۲۰۱۳)؛ برونمیر و سانیکوف (تئوری مداخله، ۲۰۱۲)

حداکثر دخالت (ثبات مالی به مثابه ثبات قیمتی)	بیناین (سیاست محافظه کارانه)	عدم دخالت (اجماع جکسون هال)	
<ul style="list-style-type: none"> • اهداف همزاد و پابه‌پا هستند. • رفع اختلالات ترازنامه‌ها. • جلوگیری از عدم تعادل‌های مالی در دوران رونق 	<ul style="list-style-type: none"> • ثبات مالی هدف ثانویه است • گسترش افق سیاست پولی • اثرگذاری بر ریسک‌پذیری 	<ul style="list-style-type: none"> • عدم تغییر چارچوب سیاست پولی • آثار محدود سیاست پولی بر ریسک‌پذیری • ابزار ناکارا برای مواجهه با عدم تعادل‌های مالی 	سیاست پولی
عدم تمایز آن با سیاست پولی	عدم توانایی کنترل سیکل مالی	موثر و مشخص	سیاست احتیاطی
ثبات مالی و ثبات قیمتی به یکدیگر گره خورده اند.	شکنندگی مالی بر انتقال پولی اثرگذار است (و بالعکس)	تعامل محدود و تفکیک آسان اهداف و ابزارها	تعامل سیاست‌ها
<ul style="list-style-type: none"> • مشکلات ناسازگاری زمانی 	<ul style="list-style-type: none"> • سنگین کردن وظایف پولی 	<ul style="list-style-type: none"> • نحوه هماهنگی • نقش آخرین وام‌دهنده بانک مرکزی 	ملاحظات
برونرمیر و سانیکوف (۲۰۱۲)	باریو وودفورد (۲۰۱۲)	سونسون (۲۰۰۷)؛ کلارد و همکاران (۲۰۱۳)	مدل

کدام دیدگاه؟

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

مطالعات تجربی

□ چارچوب هدفگذاری تورم یکی از دلایل اصلی شکست مقامات دولتی در واکنش به توسعه عدم تعادل‌های مالی و افزایش بی‌ثباتی مالی بوده است. در میان چندین بحران مالی که طی قرن نوزدهم و بیستم روی داده است، شدیدترین آنها در دوره‌های بعد از تورم‌زدایی عمده و ناگهانی اتفاق افتاده است. (بوردو و ویلاک (۱۹۹۸))

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

• ب- تورم پایین و پایدار همراه با یک سیاست ضدتورمی معتبر امکان شناسایی و رویت عدم تعادل‌های مالی مانند حساب‌داری‌ها را سخت‌تر می‌کند (باریو، ۲۰۰۵؛ باریو و لوی، ۲۰۰۲؛ مونتز و پیکسوتو، ۲۰۱۴)

• ج- در شرایط نرمال، پایبندی به سطوح تورم پایین سیاست اقتصادی را خیلی محدود می‌کند. بنابراین با نزدیک شدن نرخ سیاستی به محدوده صفر، در صورت بروز رکود امکان اثرگذاری نرخ بهره برای بهبود اقتصاد را کاهش می‌دهد.

□ دو سوال اصلی وجود دارد:

- آیا اجرای هدفگذاری تورم با شکنندگی مالی بیشتر همراه است؟
- آیا واقعا بانک‌های مرکزی که بر ثبات قیمت‌ها متمرکز می‌شوند، بحث ثبات مالی را در سیاست‌گذاری نادیده می‌گیرند؟

اثر کیفیت نهادی کشورها

- کشورهای دارای نهادهای باکیفیت بالا نسبت به کشورهایی که دارای کیفیت نهادی پایینتری هستند، به طور موثرتری قادر به طراحی و فرموله کردن سیاست‌های اقتصادی برای مقابله با شوک‌های اقتصادی هستند.
- فازیو و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که ثبات مالی بانکها در کشورهای دارای چارچوب هدفگذاری تورم و با کیفیت نهادی بالا چندان تفاوتی با کشورهای فاقد چارچوب هدفگذاری تورم ندارد، در حالی که کشورهای با کیفیت نهادی متوسط از این چارچوب منتفع شده‌اند.
- اما بانک‌های کشورهای دارای نهادهای با کیفیت پایین، تحت سیاست هدفگذاری تورم عملکرد ضعیفتری دارند. به عبارت دیگر برای اثربخشی سیاست هدفگذاری تورم و ایجاد منافعی برای ثبات مالی، یک حداقلی از اعتماد و اعتبار برای دولت لازم است و در نتیجه سیاستی که توسط یک دولت کم اعتبار و یا فاقد کیفیت نهادی مناسب اجرا شود بصورت درونزا شکست خواهد خورد.

اثر سطح توسعه کشورها

- کاسترو (۲۰۱۱) با تخمین قواعد تیلور انباشته شده از نوع خطی، غیرخطی و غیرممتقارن میزان واکنش و ملاحظات بانک انگلستان، فدرال رزور و بانک مرکزی اروپا به بحث ثبات مالی را بررسی کرده و نتیجه می‌گیرند که به نظر می‌رسد تنها بانک مرکزی اروپا در مواقع گسترش عدم تعادل‌های مالی، نسبت به انقباض سیاست پولی اقدام می‌کند و در مقابل رویکرد سایر بانکها نسبت به عدم تعادل‌های مالی بیشتر درمانی است تا پیشگیری.
- فوجیو (۲۰۱۶) با مطالعه ۲۶ کشور نوظهور این نکته را بررسی کرده که آیا آسیب‌پذیری مالی در کشورهای با هدفگذاری تورم با غیرهدفگذاری تورم متفاوت است؟ نتایج وی نشان می‌دهد که سیاست پولی در کشورهای هدفگذاری تورم نسبت به ریسک‌های مالی از حساسیت بالایی برخوردار است و حتی علی‌رغم واکنش سیاستگذار به عدم تعادل‌های مالی، شکنندگی مالی در این کشورها بیشتر است.

هدفگذاری تورم و ثبات مالی در کشورهای در حال توسعه

- سیاست پولی هدفگذاری تورم و ارتباط آن با بحث ثبات مالی در کشورهای منطقه خاورمیانه و کشورهای در حال توسعه با مسائل بیشتری مواجه است که در هنگام ارزیابی سیاست پولی و تعامل آن با بخش مالی باید مورد توجه قرار گیرد.
- ملاحظات عملیاتی و اعتبار سیاستگذار پولی، سلطه مالی (Fiscal Dominance) و تنگناهای بودجه، تفاوت‌های نظام مالی و محیط قانونگذاری در این کشورها با کشورهای توسعه‌یافته و آسیب‌پذیری بیشتر آنها نسبت به تکانه‌های خارجی و جریان‌های سرمایه‌ای از مهمترین موارد اثرگذار بر نحوه تعامل سیاست پولی با ملاحظات ثبات مالی است (آگنور و داسیلوا، 2019).

پیش شرط‌های هدف‌گذاری تورم

□ **نخست:** درجه بالای استقلال بانک مرکزی (نه لزوما در تعیین هدف تورمی بلکه در انتخاب و نحوه استفاده و تغییر ابزارهای سیاستی) مقاومت بانک مرکزی در برابر فشارهای سیاسی برای تحریک اقتصاد در کوتاه مدت و همچنین فقدان سلطه مالی (چالش دولتهای مبتنی بر مالیات تورمی)

□ **دوم:** فقدان عملی اهداف دیگری همانند نرخ ارز اسمی (که به عنوان یک لنگر قبل از هدف تورم مد نظر باشد) بسیاری از مقامات در کشورهای در حال توسعه نظام ارزی را شناور انعطاف‌پذیر (آزاد مدیریت‌شده) اعلام کرده‌اند ولی در عمل توجه بسیار زیادی را برای حفظ ارزش پول ملی نشان داده‌اند که حاکی از وجود یک هدف یا مسیر مشخص برای نرخ ارز است.

□ **سوم:** شفافیت و مسئولیت‌پذیری بانک مرکزی هدف‌گذار تورم تصمیمات سیاستی خود را بصورت عمومی از طریق انتشار منظم گزارشهای تورمی (و سایر متغیرهای مهم کلان اقتصادی طی سال جاری و سال‌های پیش‌رو) توضیح و توجیه نماید و همچنین علت تفاوت بین اهداف تورمی و عملکرد واقعی آن را تبیین نماید.

□ **چهارم:** نظام مالی سالم و باثبات در صورت وجود موسسات پولی و اعتباری ناسالم، بانک مرکزی بصورت مداوم مقادیر زیادی نقدینگی برای حمایت از آنها تزریق نماید. این ضعف‌ها حتی توانایی بانک مرکزی در تغییرات نرخ بهره را نیز محدود می‌کند. (ضرورت اصلاحات ساختاری و بازسازی نظام مالی و تقویت مقررات و نظارت بانکی)

دلالت‌های سیاستی

- بانک‌های بزرگ تجاری و سرمایه‌گذاری، به عنوان کانال‌های اجرای سیاست پولی و به ویژه مدیریت نرخ بهره سیاستی در عملیات بازار باز، نقش مهمی در فرآیند سیاست پولی و ثبات مالی بر عهده دارند.
 - تمرکز بانک‌های مرکزی بر کنترل تورم طی یک دوره نسبتاً کوتاه دو تا سه ساله، مانع از واکنش فعال آنها به عدم تعادل‌های مالی رو به رشد شده و باعث افزایش آسیب‌پذیری و شکنندگی در بخش مالی می‌شود که این نیز می‌تواند با بروز بحران مالی و متعاقب آن ضرورت مداخله مقام پولی و بازسازی بخش مالی در راستای تحریک بخش حقیقی اقتصاد، دستاوردهای آنها در کنترل تورم را مخدوش نماید (پارادوکس اعتبار).
- پیشنهاد می‌شود که در اقتصاد ایران نیز چارچوب سیاست پولی هدفگذاری تورم با در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به ثبات مالی بازنگری شود.

چالش‌ها و راهکارها

- سیاست پولی مشمول هدف ثبات مالی، بصورت بالقوه با چالشهایی از جنس مخاطرات اخلاقی و بعضا ایجاد بی‌ثباتی مالی در آینده همراه خواهد بود. این موارد می‌تواند به **کاهش اعتبار سیاستگذار** و همچنین **مساله ناسازگاری زمانی** منتهی شود.
- لحاظ هدف ثبات مالی در چارچوب سیاست پولی نیز چالشها و بده-بستانهایی را بین اهداف ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی به همراه خواهد شد. همچنین با توجه به اثرگذاری سیاست پولی و مقررات احتیاطی کلان بر مکانیسم‌های انتقال یکدیگر، **نحوه ترکیب بهینه این دو سیاست** مهم خواهد بود.
- در این خصوص، سازوکار پیشنهادی که در کشورهای دیگری نیز تجربه شده است، رویکردی تحت عنوان **هدف‌گذاری تورمی یکپارچه** است که با تاکید بر نقش مکملی سیاست‌های پولی و احتیاطی، مستلزم همکاری نزدیک بین مقامات در مدیریت نرخ‌های بهره سیاستی و ابزارهای احتیاطی کلان مخالف سیکلی است.
- سازوکار عملیاتی و نهادی این رویکرد نیز، **ایجاد کمیته ثبات مالی برای هماهنگی اقدامات سیاستی و نظارتی** است تا ابزارها و سیاست‌های پولی و احتیاطی با اثربخشی بیشتری در راستای دستیابی همزمان به کنترل تورم و ثبات مالی تصمیم‌گیری و اجرایی شود.

چالش‌ها و راهکارها

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

ملاحظات اقتصاد ایران

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

ملاحظات اقتصاد ایران

- در اولین گام باید با مقررات و سازوکارهای احتیاطی مختلف مانند الزامات سرمایه‌ای کافی و نسبت‌های اهرمی مشخص، **اشتهای ریسک بانکها را مهار و درونی سازی کرد** تا با پرهیز از کژمنشی و کاهش مخاطرات اخلاقی، از تامین مالی پروژه‌های پرریسک و یا از قراردادن دارایی‌های پرتفوی در معرض ریسک زیاد جلوگیری شود.
- البته در این خصوص نیز **قیود و محدودیت‌های متعددی بر شبکه بانکی مترتب شده است** که بعضا حرکت آنها به سمت بنگاهداری و یا انباشت دارایی‌های مازاد را ناگزیر کرده است. حجم انبوه تسهیلات تکلیفی و تبصره‌ای که در اعطای آن تضامین و وثایق کافی اخذ نمی‌شود، اجبار آنها به خرید تضمینی محصولات کشاورزی، اجبار به خرید اوراق بدهی دولتی و بعضا تهاثر مطالبات از دولت با شرکتهای زیان‌ده و ورشکسته، سلامت و ثبات مالی آنها را در خطر قرار داده است؛
- بنابراین ضروری است که **اصلاحات نهادی در چارچوب اقتصاد سیاسی و با تعامل با سایر ارکان و ذینفعان** از جمله شبکه بانکی، دولت و قانونگذاران حل و فصل شود.
- مطالعات متعدد نیز نشان داده است که اثر کیفیت نهادی در اجرای سیاست‌های اقتصادی تعیین کننده است بگونه‌ای که حتی **بهترین سیاست‌های پولی در مهار تورم نیز در صورتی که در شرایط کیفیت پایین نهادی اعمال شود، صرفنظر از درجه موفقیت در کنترل تورم، تهدیدکننده ثبات مالی مؤسسات و نهادهای مالی خواهد بود.**

ملاحظات اقتصاد ایران

- به همین منظور پیشنهاد می‌شود که کمیته ثبات مالی فوق‌الذکر متشکل از مدیران معاونت‌های اقتصادی، نظارت، اعتبارات ریالی و ارزی بانک مرکزی باشد تا در مواقع تعارض اقدامات و یا نیاز به اقدامات همزمان، سیاست‌های پولی، اعتباری، ارزی و احتیاطی با اجماع تصویب و اجرایی شود.
- البته همانگونه که مشخص است این کمیته در درون ساختار بانک مرکزی ایجاد و برای پاسخگویی به ملاحظات ثبات مالی سیستم بانکی پیشنهاد شده است.
- تجارب کشورهای موید آن است که شوراهاى ثبات مالی بصورت فراگیر و در کلیت بخش مالی و نه صرفاً شبکه بانکی تاسیس شده است. بنابراین ضروری است که در اقتصاد ایران نیز شواری ثبات مالی متشکل از ارکان و مقامات بازار پول و سرمایه و همچنین مقامات مرتبط با بیمه، مسکن و نهادهای سیاستگذاری اقتصادی (سازمان برنامه و خزانه داری) ایجاد شود.

ملاحظات اقتصاد ایران

عملیات بازار باز و تغییر چارچوب هدایت سیاست‌های پولی

- آرمان چنین رویکردی امکان واکنش فعالانه و اثربخش بانک مرکزی به پویایی‌های نرخ‌های سود و هدایت بردار نرخ‌های سود اقتصاد در مسیر سازگار با اهداف سیاستی است.
- با توجه به تجارب چند دهه گذشته و شکل‌گیری ساختارهای نهادی در روابط مالی متقابل بین هریک از اجزای دولت، بانک‌ها، و بانک مرکزی به دلایل پولی شدن مستمر کسری خالص پس‌انداز ناخالص داخلی (سلطه مالی)، رشد مستمر ریالی دارایی‌های خارجی، مالیات تسعیر ادواری، و همچنین سهم بالای مبادلات برون‌ترازنامه‌ای در رشد پایه پولی، هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی به‌طور عام و پایه پولی به‌طور خاص طی دوره گذار و تحقق نهایی رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی در راستای تنظیم بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان ضروری خواهد بود؛

سخن پایانی

- در کشورهای در حال توسعه ملاحظات مربوط به سیاست پولی و هدفگذاری تورم علاوه بر ثبات مالی با چالش‌های دیگری نیز روبه است که اساساً همان هدف کلاسیک کنترل تورم را نیز مخدوش نموده است.
- استقلال عملیاتی و اعتبار سیاستگذار پولی، تفاوت کیفیت نهادی، سلطه مالی و تنگناهای بودجه، نظام مالی و محیط قانونگذاری در این کشورها با کشورهای توسعه‌یافته و آسیب‌پذیری بیشتر آنها در برابر تکانه‌های خارجی و جریان‌های سرمایه از مهمترین این موارد است.
- در کشورهای منطقه خاورمیانه که عمدتاً کشورهای مبتنی بر صادرات مواد اولیه و نفت خام هستند، مسائل مربوط به سلطه مالی و هزینه تامین مالی دولت، نظام مالی کم عمق و همچنین مشکلات مربوط به حفظ ارزش پول ملی و متعاقب آن نوسانات نرخ ارز، بهای جهانی کالاها و مواد خام و رابطه مبادله از جمله این چالشهاست.

سخن پایانی

- در این شرایط علاوه بر تلاش برای اصلاح ساختار شبکه بانکی و افزایش سلامت و ثبات مالی آنها، ترتیبات نهادی باید به گونه ای اصلاح شود که سیاست‌های مالی و بودجه‌ای و ارزی نیز از سازگاری بیشتری با هدف ثبات قیمتها برخوردار باشد.
- در این زمینه طراحی قواعد مالی و بودجه‌ای، ایجاد صندوق‌های ثبات‌ساز ثروت بین نسلی و کاهش نااطیمانی نسبت به روند بدهی‌های دولت بخشی از اقداماتی است که می‌تواند بخشی از آثار بی‌ثباتی مالی بر بخش حقیقی اقتصاد را کاهش داد.