مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره ۱۲، اسفند ۱۳۹۰، صفحات ۱۶۶ - ۱۵۹

سفنرانی

مکانیزم انتقال پولی و اثربخشی سیاست‌های پولی در ایران
(بخش اول)

ورود به بحث نجارفیروزجائی:

در هفتمین نشست از مجموعه نشست‌هایی که در سال ۱۳۹۰ برای بررسی موضوع تأمین مالی پیش‌بینی شده است، مکانیزم انتقال پولی و اثربخشی سیاست‌های پولی در ایران است. مکانیزم انتقال‌پولی یکی از محورهای اساسی در اقتصاد پولی است. تقریباً موضوع اثربخشی سیاست‌های پولی حول و حوش این موضوع قرار می‌گیرد موضوع بسیار جذاب و جالبی است و بر این اساس ابتدا جناب آقای محسن واشقانی معاون مدیریت نهادها و ابزارهای بین‌المللی بانک کشاورزی و سپس آقای مهدی پدرام عضو هیئت‌علمی دانشگاه الزهرا و در نهایت جناب آقای آلبرت بغزیان سرپرست پژوهشی پژوهشکده امور اقتصادی مطالب خود را مطرح خواهند کرد و در ادامه میهمانان ارجمند به پرسش‌های حضار پاسخ خواهند گفت.

واشقانی: موضوع بحث در مورد مکانیزم انتقال پولی است که البته زمان یابی فرایندهای انتقال پولی نیز مدنظر می‌باشد.

مشخص است که برای مدیریت اقتصاد می‌توان از سیاست‌های پولی استفاده کرد. منتهی موفقیت در آن مستلزم آن است که مقام پولی یا بانکدار مرکزی فرایند انتقال پولی یا فرایندی که تحت آن شوک‌های پولی در اقتصاد اشاعه پیدا می‌کنند را به‌طورکامل بشناسد. اگر از این اطلاع غافل باشد یا آگاهی کامل از این موضوع نداشته باشد ممکن است در اجرای سیاست‌های پولی دچار چهار خطا به‌شرح زیر شود:

۱. ممکن است سیاست پولی ناکارآمد باشد یعنی به نتایج ناخواسته در زمان اشتباه برسد.

۲. در روابط اشتباه نماید.

۳. درانتخاب ابزارها دچار خطا شود.

۴. در پیش‌بینی متغیرها و مدت زمان لازم برای اثرگذاری سیاست پولی که قلب سیاست پولی است اشتباه نماید.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

مکانیزم انتقال پولی به تعبیر لیدلر(۱۹۷۸) به فرایند یا رابطه علی از سیاست پولی به درآمد اسمی یا درآمد پولی است. این فرایند از سیاست پولی شروع و به تولید و قیمت‌ها ختم می‌شود. بنابراین پرسش‌هایی که در این تحقیق مطرح بودند، این بود که تحت چه مکانیزم و ازطریق چه عناصری سیاست پولی عمل می‌نماید و اهمیت هرکدام از این عناصر در مکانیزم انتقال چقدر است؟ و نهایتاً الگوی زمانی انتقال پولی چگونه است.

از نظر مکاتب اقتصادی در بلندمدت سیاست‌های پولی تأثیری بر تولید ندارند و فقط منجر به افزایش قیمت می‌شوند. منتهی در کوتاه‌مدت این اتفاق‌نظر بین مکاتب وجود دارد که سیاست‌های پولی اثرگذارند بجز پیروان دیدگاه چرخه‌های تجاری حقیقی چرا که آنها پول را منفعل می‌داند و به همین خاطر هم مکانیزم انتقال پولی را فاقد ارزش مطالعاتی می‌دانند. در مکتب کلاسیک‌ها برای انتقال شوک پولی به قیمت و تولید دو سازکار وجود دارد.

در واقع کلاسیک‌ها اعتقاد داشتند که با افزایش حجم پول قیمت‌ها هم به همان متناسب افزایش پیدا می‌کند. آنها دو سازوکار دارند یک سازوکار مستقیم و دیگری سازوکار غیرمستقیم. سازوکار مستقیم مبتنی برشکاف حجم مطلوب نگهداری پول درسبد دارایی‌ها به نسبت میزان نقدی و نرخ خرج‌کردن است. آنها اعتقاد دارند که وقتی پول زیاد میشود شکاف‌تراز نقدی و مطلوب افزایش پیدا یافته که به تبع آن نرخ خرج‌کردن خانوارها زیاد خواهد شد و در نتیجه نرخ خرج‌کردن زیاد می‌شود و چون درآمد درسطح درآمد اشتغال کامل ثابت است در نهایت قیمت‌ها زیاد می‌شود. در سازوکار غیرمستقیم به مکانیزمی شبیه مکانیزم کینزی اعتقاد دارند. افزایش حجم پول باعث کاهش نرخ بهره و افزایش سرمایه گذاری و تقاضای کل می‌شود.

در دیدگاه کینزی برخلاف دیدگاه کلاسیک‌ها تغییرات حجم پول، دست‌کم در کوتاه‌مدت آثار حقیقی در اقتصاد به دنبال دارد. توضیح کینز در کتاب تئوری عمومی اشتغال، بهره و پول[1] راجع به اثرات پول اسمی بر تولید برمبنای دو فرض کلیدی قرار دارد. فرض اول همان اصل کلاسیک‌ها در خصوص وجود رابطه منفی بین دستمزد و اقعی و اشتغال (افزایش اشتغال مستلزم کاهش دستمزد حقیقی است) می‌باشد. فرض دوم با عنایت به تمرکز کارگران بر دستمزدهای اسمی خود، بر چسبندگی بیشتردستمزدهای اسمی نسبت به قیمت‌ها دلالت دارد. در واقع فرض دوم کینز به این نکته اشاره دارد که هم دستمزدها و هم قیمت‌ها هردو چسبنده هستند منتهی شدت چسبندگی دستمزدهای اسمی از قیمت‌ها بیشتر است. از این رو افزایش حجم پول باعث افزایش قیمت و درنتیجه کاهش دستمزد حقیقی و به‌تبع‌آن افزایش اشتغال و تولید می‌شود.

1. Keynes (1936)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

پولیون در بلندمدت اعتقاد دارند که سیاست‌های پولی اثرگذاری بر تولید ندارند اما در کوتاه‌مدت اعتقاد دارند به دلیل درک ناقص کارگزاران اقتصادی از تحلیل تمام پیامدهای سیاست‌های پولی و درک ناقص آنها از پیامدهای آتی یک شکاف اطلاعاتی ایجاد می‌شود که این شکاف اطلاعاتی باعث می‌گردد که سیاست‌های پولی در کوتاه‌مدت اثرگذار شوند و به واسطه مکانیزم شکل‌گیری انتظارات در تئوری پولی، تصحیح درک ناقص یک‌دفعه مثل کلاسیک‌های جدید اصلاح نمی‌شود و چون در هر دوره درصدی از آن اصلاح می‌شود در کوتاه‌مدت سیاست‌های پولی می‌توانند اثرگذاری داشته باشند. اما در مکتب‌های کلاسیک جدید فقط الگوهای غافلگیری پولی اثربخشی دارند و آن هم به دلیل اینکه در کوتاه‌مدت ممکن است مردم متوجه سیاست پولی نشوند اما به محض اینکه کل اطلاعات را کسب کردند به یکباره در یک مرحله، تمامی خطایی که در شکل‌گیری انتظارات داشتند را اصلاح می‌کنند. به خاطر همین در مدل کلاسیک‌های جدید فقط الگوهای غافلگیری پولی است که می‌تواند تولید را تحت‌تأثیر خودش قرار دهد.

مکتب بعدی مکتب چرخه‌های تجاری حقیقی است. از نظر این مکتب سیاست‌های پولی منفعل هستند و چیزی که باعث تغیر تولید می‌شود، تغییر در تکنولوژی، بهره‌وری و یا تغیر کشش بین‌دوره‌ای نیروی‌کار است. از نظر این مکتب در واقع نوسانات حجم پول پاسخی است به نوسانات تولید که به نوسانات حجم پول مقدم هستند.

مکتب بعدی مکتب کینزی‌های جدید است. اگر بخواهیم این مکتب را از سایر مکاتب جدا نماییم، قبلش باید دو سوال پاسخ داده بشود. در واقع برای جداکردن مکتب کینزهای جدید از سایر مکاتب دو پرسش قابل طرح است. پرسش اول: آیا پول در اقتصاد غیرخنثی است؟ و پرسش دوم: آیا نواقص واقعی بازار مثل رقابت ناقص، عدم تقارن اطلاعات، یکسان نبودن اندازه بنگاه‌ها در اقتصاد می‌تواند نوسانات تولید را در توضیح دهد. کینزی‌های جدید به هر دو پرسش پاسخ مثبت دادند اما در مقابل مکتب چرخه‌های جدید به هر سؤال پاسخ منفی می‌دهند. در واقع کینزهای جدید سعی می‌کنند با رعایت اصل انتظارات عقلایی مدل‌هایی بسازند که توانایی توضیح اثرگذاری سیاست‌های پولی را داشته باشد، همانند مدل چسبندگی دستمزدهای اسمی، مدل قراردادهای ناهمزمان، الگوی هزینه فهرست بها و غیره.

تا به حال توضیح دادیم که در مکاتب اقتصادی به جز مدل چرخه‌های تجاری حقیقی سیاست پولی اثرگذاری دارد. پرسش بعدی که قابل طرح است این است که از چه طریقی و تحت چه مکانیزمی؟

اولین کانالی که در ادبیات می‌شود همان کانال نرخ بهره است که با کاهش حجم پول نرخ بهره حقیقی در اقتصاد افزایش پیدا می‌کند به تبعش سرمایه‌گذاری کم می‌شود و تولید کم می‌شود دومین کانالی که در اقتصاد مطرح می‌شود کانال نرخ ارز است که ما در ادبیات می‌توانیم پیدا کنیم

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

باز با کاهش حجم پول نرخ بهره حقیقی افزایش پیدا می‌کند به تبعش سپرده‌گذاری در اقتصاد برحسب پول داخلی جذاب‌تر می‌شه که به مفهوم تقویت پول ملی است.

به محض اینکه نرخ ارز در اقتصاد تقویت می‌شود از سه کانال اقتصاد را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد دو کانال آن کانال تورمی است و کانال دیگری، کانال تولید درکانال تورمی یک کانال مستقیم دارد به محض اینکه پول ملی ما تقویت شود قیمت کالای وارداتی پایین می‌آید و تورم را در اقتصاد کاهش می‌دهد و یک کانال غیرمستقیم که به محض اینکه نرخ پول ملی ما تقویت بشه قیمت کالاهای مبادله‌ای در اقتصاد پایین می‌آید، اما قیمت کالاهای غیرمبادله‌ای در اقتصاد تغییری نمی‌کند به خاطر انتقال تقاضا از کالاهای مبادله‌ای به سمت کالاهای غیرمبادله‌ای در بازار کالاهای مبادله‌ای تقاضا با افت مواجه می‌شود و این خودش یک فشاری است برای کاهش تورم پس یک اثر مستقیم داشت و یک اثر غیرمستقیم یک اثری هم در تولید دارد که با تقویت پول ملی صادرات کم می‌شود و واردات زیاد می‌شود. بنابراین خالص صادرات افت پیدا می‌کنه که در نتیجه درآمد ملی کم می‌شود.

کانال سوم یا گروه سومی که در اقتصاد قابل احصاء هستند کانال قیمت سایر دارایی‌ها است که در غالب الگوهای پولی قابل بحث است. در این نظریه با کاهش حجم پول تعادل سبد دارایی بازیگران اقتصاد بهم می‌خورد، حجم پول کم می‌شود اما سایر دارایی‌ها مثل سهام که در سبد دارایی هستند تغییری نمی‌کند. لذا برای برگشت تعادل به سبد دارایی عرضه سهام افزایش یافته که منجر به کاهش قیمت سهام می‌شود. با افزایش قیمت سهام توبین Q و میل به سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران کم می‌شود به تبعش تولید کم می‌شود. دومین کانالی که در چارچوب اقتصاد پولی قابل بحث است کانال اثر ثروت به مصرف است. وقتی حجم پول کم می‌شود قمیت سهام کم می‌شود که به تبع آن ثروت خانوارها افراد کم می‌شود و لذا مصرف و تولید کم می‌شود و شبیه نظریه چرخه‌زندگی مودی‌گیلیانی است.

کانال بعدی کانال اعتبار است که به سه دسته قابل تقسیم می‌باشد. منتهی قبل از آن باید توضیح داده شود که کانال اعتبار مبتنی بر نگرش نیوکینزی‌ها است. اثرگذاری سیاست پولی در این کانال بر عدم دسترسی یکسان بنگاه‌های بزرگ و کوچک به بازار سرمایه و اعتبارات بانکی مبتنی است. بنگاه‌های کوچک و بنگاه‌های با اندازه متوسط نمی‌توانند از بازار سرمایه به‌طور مستقیم تأمین مالی کنند به ناچار به منابع بانکی متکی هستند. دسترسی به منابع بانکی نیز در چرخه‌های اقتصاد درجات مختلفی دارد و همین عدم دسترسی یکسان یکی از عواملی است که این کانال را مؤثر می‌کند. دومین عامل عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌گیرنده و بانک است. معمولاً کسانی که متقاضی وام هستند هم از ارزش آتی سرمایه‌گذاری‌شان خبر دارند و هم از نرخ‌های بازدهی در گذشته و ممکن است که اطلاعات نادرستی را به بانک‌ها بدهند. بانک‌ها نیز برای جبران عدم تقارن اطلاعات درصدی را به عنوان Premium مازاد بر هزینه‌های متعارف

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

تسهیلات از مشتری به منظور کنترل اطلاعات دریافتی اخذ می‌نمایند. نرخ Premium تحت تأثیر اقتصاد و میزان وثایقی است که بنگاه‌ها به بانک ارایه می‌دهند قرار دارد. بسته به شرایط اقتصادی نرخ Premium بزرگ یا کوچک است که این امکان تغییر هزینه‌های تولید را تغییر داده و لذا می‌تواند قیمت تمام شده و حتی مقیاس تولید را تغییر دهد. در واقع به دو دلیل فوق کینزی‌های جدید اعتقاد دارند که سیاست‌های پولی اثربخش هستند. در این راستا کانال‌های زیر قابل طرح هستند:

۱. کانال وام‌دهی

این کانال مابه ازای کانال نرخ بهره نیست در واقع در مقالات جدید این پرسش مطرح است که چرا با کاهش حجم پول و تغییر نرخ بهره کوتاه‌مدت اجزای بلندمدت سرمایه‌گذاری نظیر سرمایه‌گذاری روی کالاهای بادوام تغییر می‌کنند و از خود واکنش نشان می‌دهند. کانال اعتبار پاسخی به پرسش فوق است.

در این کانال با اتخاذ سیاست‌های انقباضی، سپرده‌های بانکی نیز کم می‌شود در نتیجه منابع در دسترس بانک‌ها برای اعطاء تسهیلات افت می‌کند که نتیجه‌ای جز کاهش تسهیلات، سرمایه‌گذاری و نهایتاً تولید ندارد.

کانال بعدی که در این چارچوب قابل بحث است کانال ترازنامه می‌باشد. این کانال مبنی بر ترازنامه بنگاه‌های اقتصادی است. با اتخاذ سیاست انقباضی قیمت سهام در بازار کم می‌شود پس اول بینش پولی است از اینجا به بعد بینش نئوکینزی می‌شود یعنی می‌گوید که با افت قیمت سهام ارزش بنگاه کوچک می‌شود یا ارزش سهام بنگاه پایین می‌آید بنابراین صاحبان بنگاه‌ها ممکن است دست به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک‌تری بزنند واز این جهت احتمال این که بانک به پولش نرسد افزایش می‌یابد در واقع Moral Hazard را بالا می‌برد چون ارزش سهام بنگاه‌ها کم شده صاحبان بنگاه ممکن است سرمایه‌گذاری پرریسک‌تری بکنند.

در واقع تحت همین اصل است که به محض اینکه ارزش سهام بنگاه‌ها کم می‌شود و ارزش خالص بنگاه افت پیدا می‌کند بانک هم وثایق کمتری از این بنگاه‌ها دارند و ممکن است که با خطر انتخاب ناثواب مواجه در اقتصاد مواجه شوند. به همین دلایل باید در اعطاء تسهیلات خیلی دقت کنند و آن را محدود نمایند. زمانی که اعطاء تسهیلات در اقتصاد محدود شود به تبع آن سرمایه‌گذاری کم می‌شود و در نهایت تولید کم می‌شود.

در ترازنامه خانوارها زمانی که قیمت سهام کم می‌شود دارایی مالی خانوارها در اقتصاد کم می‌شود و اگر آنها احتمال بدهند که در آینده ممکن است با تنگناهای مالی مواجه شوند تصمیم

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

می‌گیرند مخارج روی کالای مصرفی با دوام و مسکن را کم کنند که نتیجه مستقیم آن باز کاهش تولید است.

یک کانال پنجمی در ادبیات هست بنام کانال هزینه، که از سمت عرضه اقتصاد عمل می‌کند. چارچوب بحث کانال هزینه به این صورت است که بنگاه‌های اقتصادی برای تولیدکردن مجبور به استخدام عوامل تولید و خرید مواد اولیه هستند و هزینه‌هایی که برای این کار انجام می‌دهند قبل از فروش محصولاتشان است،از این رو به ناچار باید از بانک‌ها وام‌های سرمایه در گردش بگیرند. اگر اتخاذ سیاست انقباضی منجر به افزایش نرخ‌های بهره بشود هزینه‌های مربوط سرمایه در گردش افزایش پیدا می‌کند که به‌تبع آن هزینه یا بهای تمام شده محصولات بالا می‌رود. به قول یک سناتور آمریکایی که برای اولین بار این بحث را مطرح کرده است افزایش نرخ‌های بهره برای کنترل تورم مثل ریختن بنزین روی آتش است.

بغزیان:

در بحث مکانیزم پولی یا ثبات بحث پول باید بررسی شود؟ چون بانک ها بیشتر در این زمینه می‌خواهند مطمئن شوند تا خود سیاستگذار به دلیل اینکه بخش تقاضای پول را هم باید در نظر بگیریم و این زمینه‌ای است که می تواند برای مطالعات آتی مدنظر قرار بگیرد. بحث کاهش حجم پول و افزایش نرخ بهره و نهایتاً هم کاهش در تولید آیا می‌توان بررسی کرد و جای تأمل دارد مخصوصاً در بحث بازار بورس در واقع بحث تقارن و عدم تقارن جزء یکسری مطالعاتی است که درحال‌حاضر در ادبیات بحث‌های تجربی ریشه گرفته است من می‌خواهم اشاره کنم به این سیاست اخیر بانک مرکزی با توجه به بحث اثرگذاری نرخ ارز روی کانال تولید و نگرانی به سمت یک بی‌ثباتی در اقتصاد سیاست افزایش نرخ را پیشنهاد داد که افزایش پیدا کند. اشاره شد که در ایران بانک مرکزی بیشتر روی سیاست کوتاه‌مدت و برنامه‌ای نظر ندارند و آیا در این سیاست اخیر بانک مرکزی با توجه به این روش و این شیوه تحلیل هدف بانک مرکزی کاهش تورم بوده می‌توانیم یک نظری از وزارت اقتصاد و این جمع ارائه کنیم سیاست بانک مرکزی انقباضی هست یا انبساطی چون بانک مرکزی یک قدم جلوتر افتاد و منتظر نشد که سیاست تأثیر بگذارد و نرخ بهره را افزایش داده‌اند و حالا با اینکه روی نرخ ارز اثر می‌گذارد و در مسیر کانال پایین‌تر از آن قیمت در بازار سهام رونق می‌گیرد.

پدرام:

اجازه بدهید تأکید کنم بحث دکتر بغزیان در رابطه با بحث تقارن و عدم‌تقارن آقای دکتر واشقانی راجع به پستروی یک صحبتی کردند ما یک مقاله برای پستروی نوشتیم که فرستادیم دانشگاه مفید قم

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

که انشاءالله چاپ شود در رابطه با دالان[1] نرخ ارز هست بحثی که ما در این مقاله انجام دادیم بحث دالان نرخ ارز است یعنی افزایش و کاهش نرخ ارز و اثرات یکسانی را روی اثرات تجاری دارد و کاری است که ما در دانشگاه الزهرا انجام دهیم. ما یک حد آستانه‌ای را در نظر گرفتیم آن حد آستانه‌ای که نرخ ارز تعیین می‌کند که اثراتش متفاوت هست و افزایش نرخ ارز و کاهش نرخ ارز و یعنی افزایش پول ملی و کاهش پول ملی و اثرات کاملاً نامتقارنی را درون بحث تجاری ما قرار می‌دهند که تکنیک خیلی خوبی اجرا می‌شود و این جای بحث دارد که من در تأیید سخنان آقای دکتر واشقانی لازم دانستم بیان کنم.

پرسش: تشکر می‌کنم از اساتید محترم در مورد کاری که آقای واشقانی انجام دادند یک سؤالی پیش آمده بود یک بخشی از کار شما این بود که نرخ ارز را یکبار آمدید درون‌زا کردید و یکبار برون‌زا و مقایسه‌ای که انجام شد شوک پولی قوی هر کدام از اینها بود. استنباط‌های خاص خودش را دارد. سؤال من این است که نرخ ارز درون‌زا است یا برون‌زا تحلیل ما تحلیل درون‌زا است یعنی ما نرخ ارز را باید درون‌زا در نظر بگیریم . شوک پولی در هر کدام از اینها به چه صورتی خواهد بود مقایسه مدل غلط و درست چون داده‌های ما داده‌های گذشته است یعنی ما فرصت انتخاب نداریم بگوییم می‌تواند درون‌زا باشد می‌تواند برون‌زا باشد.

اگر ما مدل رو به اساس درون‌زا و برون‌زا بودنش در هر دو حالت نرخ ارز وارد شده ولی به نظر من کسی که برآوردها را انجام می‌دهد قدرت انتخاب ندارد و نمی‌داند که این را درون‌زا بگیرد یا برون‌زا. این استنباط من است می‌خواهم بدانیم آقای دکتر نظرشان چیست؟

پرسش:اگر چه من خیلی فاصله گرفتم از مباحث گذشته ولی بحث کلاً برای من سنگین بود حالا شاید به خاطر فاصله‌ای که از این بحث‌ها دارم سؤال من از آقای دکتر واشقانی دارم این است که شما دوره زمانی که انتخاب کردید سال (۱۳۸۸-۱۳۶۸) به چه دلیل بوده است؟

پاسخ: واشقانی: برای بحث درون‌زا بودن در ادبیاتم هم من اشاره کردم اصلاً دلیل اینکه از مدل‌های ساختاری کلان‌سنجی استفاده کردم این بود که ما از کجا می‌خواهیم تشخیص بدهیم این بحث درون‌زا است یا برون‌زا ما که قوه تمیز نداریم سیمز آمد گفت همه درون‌زا هستند.

1. Path Through

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

کاری که ما انجام دادیم صرفاً بحث اقتصادی نبود، بحث فنی بود. شما یک متغیری دارید که اثرش را می‌خواهید احصاء کنید، اینکار یک روش محاسباتی بود. در این کار از تکنیک VAR استفاده کردیم در واقع یک اثری وجود دارد که از یک نوع متغیر عبور می‌کند، ما چطور می‌خواهیم آن را احصاء کنیم، کافی است ما این متغیر را از مدل دربیاوریم. ما این کار را انجام دادیم و پسماند دو تا مدل یکسان بود. در مدلسازی ساختاری و در مدل VAR این اصلاً مطرح نیست، یک روش محاسباتی بود یعنی می‌خواهم بگویم من این روش را خلق نکردیم. در مورد داده‌ها از سال ۱۳۶۸ تا۱۳۸۶ استفاده کردم. این کل نمونه‌های داده‌های فصلی بود که دراقتصاد ایران وجود دارد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]