



انتشارات
پول و ارز



انديشكده
پول و ارز



موسسه مطبوعاتي
بازار پول و ارز



هفته نامه
تازه های اقتصاد



ايبنا
رسانه مرجع بانک مرکزی

تحلیلی بر تعامل انتظارات و فضای پولی و مالی اقتصاد ایران

پاییز ۱۴۰۳

شناسنامه گزارش



انتشارات
پول و ارز



اندیشکده
پول و ارز



موسسه مطبوعاتی
بازار پول و ارز



هفته‌نامه
تازه‌های اقتصاد



ایبنا
رسانه مرجع بانک مرکزی

عنوان گزارش	تحلیلی بر تعامل انتظارات و فضای پولی و مالی اقتصاد ایران
نویسنده	مرجانه بشخور
مدیر پژوهشی	حسین جعفری
ناظر علمی	دکتر عباس دادجوی توکلی
واژگان کلیدی	انتظارات، سیاست پولی، سیاست مالی
نشانی	تهران، خیابان خالد اسلامبولی (وزرا)، ضلع جنوبی پارک ساعی، پلاک ۷۰، طبقه ۱۱، موسسه مطبوعاتی بازار پول و ارز



ورود بحث انتظارات به حوزه تئوری‌های اقتصادی پیشینه خیلی طولانی دارد. نخستین اشاره‌ها به نقش انتظارات در اقتصاد در کتاب سیاست ارسطو در دوران یونان باستان بوده که در آن به سود قابل توجهی که از پیش‌بینی صحیح وضعیت کشت زیتون حاصل شده، اشاره شده است.^۱ مطالعه ادبیات اقتصادی نیز در هم‌آمیختگی مفهوم انتظارات با رفتارهای عوامل اقتصادی و تصمیم‌سازی‌ها را طی ادوار گذشته، هرچند به طور ضمنی، به خوبی تایید می‌کند. لیون‌هوود^۲ یکی از مفسرین بزرگ اقتصادی، معتقد است تفاوت اصلی بین علوم طبیعی و اقتصاد در پیش‌بینی‌ها و تصمیمات آینده‌نگر فعالان اقتصادی نهفته است. به عبارت دیگر او معتقد است یقین و جبر در سیستم اقتصادی جایگاهی نداشته و همین امر موجب پیچیدگی علم اقتصاد و درهم تنیدگی آن با بسیاری از حوزه‌ها از جمله علوم طبیعی (شامل ریاضیات و فیزیک) و علوم اجتماعی (شامل روانشناسی، جامعه‌شناسی و فلسفه)، علوم سیاسی و... شده است.

انتظارات تعیین‌کننده رفتار پویای اقتصاد هستند؛ انتظارات نه تنها به رفتار عوامل اقتصادی جهت می‌دهند بلکه عامل تکامل این رفتارها طی زمان بوده و همچنین از رفتار تکاملی عوامل تاثیر می‌پذیرد. در نمودار (۱)، مکانیسم تاثیرگذاری انتظارات بر رفتار عوامل اقتصادی نشان داده شده است. مطابق این نمودار، سه متغیر کلیدی اقتصاد با انتظارات تورمی در ارتباط هستند: نخست، نرخ بهره حقیقی که به صورت تفاوت بین نرخ بهره اسمی و نرخ تورم انتظاری تعریف می‌شود و بر رفتار بین دوره‌ای مصرف و پس‌انداز خانوارها و رفتار سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها موثر است. دوم، نرخ دستمزد که قدرت خرید مصرف‌کنندگان را حفظ می‌کند. سوم، قیمت‌های تنظیم شده از سوی بنگاه‌های تولیدی که قیمت آتی عوامل تولید (شامل سرمایه و کالاهای واسطه‌ای) در آن گنجانده شده‌اند.

^۱ M. Mikołajek-Gocejna (2014)

^۲ Cheysson (1887), Marshall, Juglar and Walras (1862), Ezekiel (1938), Lindahl (1939), Fisher and Hayek (1974), see: M. Mikołajek-Gocejna (2014)

^۳ Leijonhufvud (1986,4)



براساس مدل‌های مرسوم، انتخاب بهینه خانوارها (حداکثرسازی مطلوبیت) از طریق معادله اولر^۴ تعریف می‌شود، تنظیم قیمت‌ها از سوی بنگاه‌ها با استفاده از حداکثرسازی سود (و با در نظر گرفتن درجه رقابتی بازار) انجام می‌شود و در سطح کلان، منحنی فیلیپس، که ترکیبی از رابطه بین قیمت‌ها و عملکرد بازار کار است، پویایی بین تورم (تورم انتظاری) و دستمزدها را تعریف می‌کند.

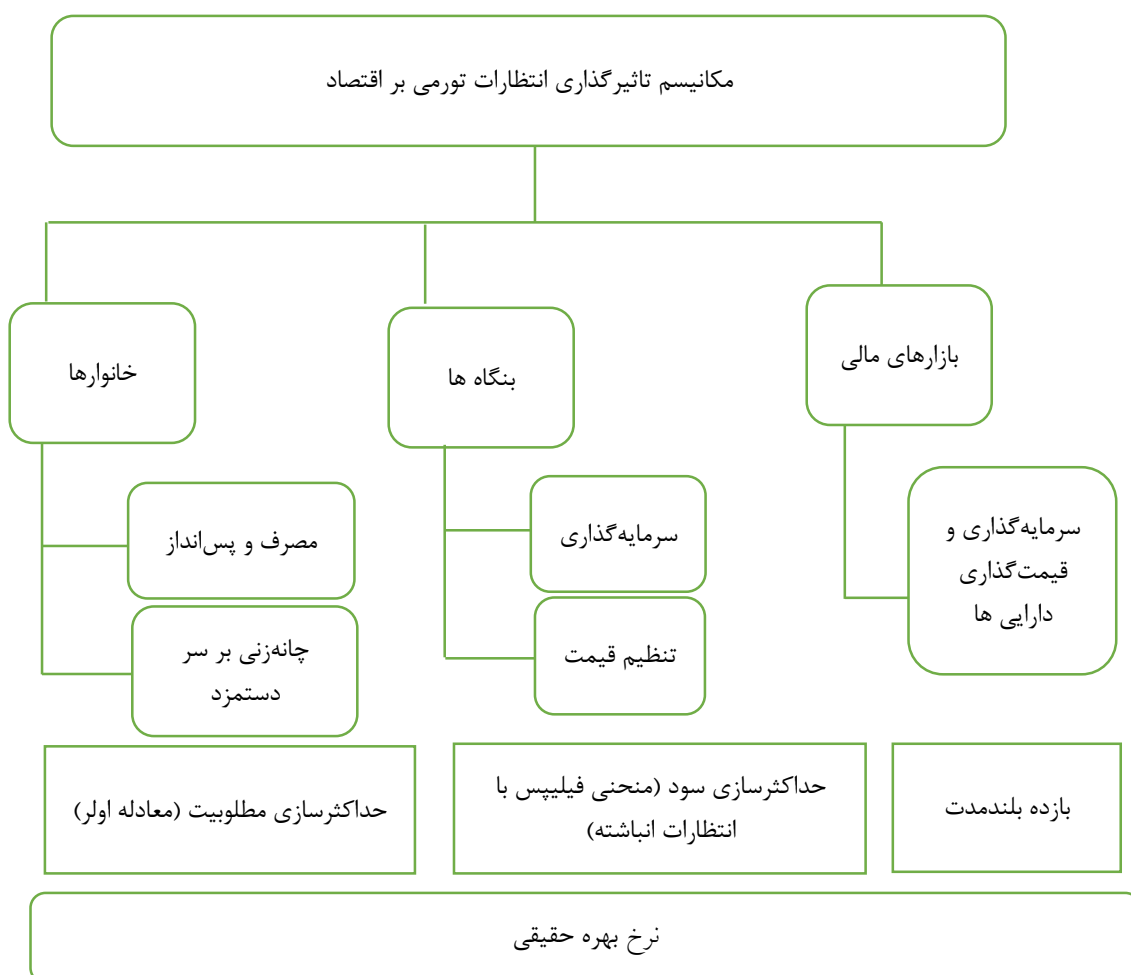
۴. معادله اولر اغلب در مدل‌های اقتصاد کلان و برای ارایه تصمیمات مصرفی بهینه افراد در طی زمان استفاده می‌شود. نرخ بهره معادله اولر یک نرخ تنویری است که منعکس‌کننده مبادله بین مصرف امروز و مصرف در آینده است. از طرف دیگر نرخ بهره حقیقی یک معیار عملی است که در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی از آن استفاده می‌شود. این نرخ درواقع همان نرخ بهره اسمی تعدیل شده بر حسب تورم است تا ریسک تورم در این تصمیمات لحاظ شود و هزینه واقعی وجوه برای قرض‌دهندگان و بازده واقعی برای وام‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران مشخص شود. در مدل‌های اقتصاد کلان استاندارد نرخ بهره بازار پول فرض می‌شود که با نرخ بهره حاصل از معادله اولر باید برابر باشد. این بدان معنی است که معادله اولر یک رابطه مستقیم بین سیاست پولی و تقاضای مصرفی برقرار می‌کند. در واقع داریم:

$$1 = E_t \left[\beta \frac{C_{t+1}}{C_t} (1 + r_{t+1}) \right]$$

که در آن E_t عملگر امید ریاضی شرطی برحسب اطلاعات در دسترس در زمان t است، β نرخ تنزیل و $\frac{C_{t+1}}{C_t}$ نسبت مصرف در زمان $t+1$ نسبت به زمان t است، r_{t+1} پیش‌بینی نرخ بهره حقیقی دوره $t+1$ در زمان t است.



نمودار ۱: مکانیسم تاثیرگذاری انتظارات تورمی بر اقتصاد



European parliament, ECON committee, 2022

با ورود بحث انتظارات به مدل های کلان اقتصادی، الگوهای مدل سازی رفتار عوامل اقتصادی و پیشنهادهای سیاستی مربوطه، بسته به اینکه عوامل اقتصادی از چه نوع الگوی انتظاراتی پیروی می کنند، تحت تاثیر قرار گرفت. برای مثال نظریه انتظارات عقلایی بر این موضوع تاکید دارد که عاملان اقتصادی در راستای منافع خود



عمل می‌کنند و در تصمیم‌گیری‌های خود از همه اطلاعات موجود استفاده می‌کنند. لذا در صورت پیش‌بینی‌پذیر بودن سیاست‌های اقتصادی، این سیاست‌ها خنثی خواهد بود. یا به عنوان مثالی دیگر براساس نظریه انتظارات عقلایی، کسری بودجه بالاتر، موجب افزایش نرخ بهره و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری خواهد شد. این رفتار خنثی‌کننده که عاملان اقتصادی براساس انتظارات خود به وجود می‌آورند، سیاست‌های دولت را حتی در کوتاه‌مدت نیز بی‌اثر خواهد کرد. در واقع وقتی که عاملان اقتصادی از تمامی اطلاعات و آمارهای موجود استفاده می‌کنند، انتظارات بهترین پیش‌بینی ممکن را در آینده به دست می‌دهند، در نتیجه امکان اینکه دولت در غالب اوقات مردم را فریب دهد وجود نخواهد داشت. در مقابل، اگر دولت سیاست متفاوتی را نسبت به آنچه اعلام شده اجرا کند یا سیاستی را اجرا کند که اعلام نشده باشد، عاملان اقتصادی در کوتاه‌مدت نمی‌توانند اثر سیاست را بر تورم به طور صحیح پیش‌بینی کنند. انتظارات در تعیین تورم نیز نقش بازی می‌کنند. اگر فعالان اقتصادی پیش‌بینی کنند که قیمت‌ها افزایش خواهد یافت، آن‌ها این انتظارات را در مذاکرات و چانه زنی‌های دستمزد خود و تعدیل قیمت قرارداده‌ها (از قبیل افزایش اجاره مسکن) وارد می‌کنند. این رفتار، تورم دوره بعد را متأثر خواهد کرد (حسینی و شکوهی، ۱۳۹۲).

علاوه بر عوامل یاد شده، تحولات سیاسی نیز می‌تواند از دو کانال بر انتظارات تورمی اثرگذار باشند. نخست، انتظارات ناشی از محیط ناامن اقتصادی ناشی از جرم و جنایت، تبعیض نژادی، تحریم، جنگ و تهدید که انتظارات تعارضی را شکل می‌دهند. در واقع این نوع انتظارات نوعی الگوی انتظارات آینده‌نگر و ناشی از افزایش احتمال شکل‌گیری یک محیط ناامن در آینده در ذهن فعالان اقتصادی است؛ اگر فعالان اقتصادی براساس شواهد و اطلاعاتی متوجه شوند که در آینده امکان بروز تحریم یا جنگ علیه آن‌ها وجود دارد، هم اکنون اقدام به رفتارهایی برای پیشگیری از اثرات تحریم و جنگ می‌نمایند. برای مثال، مصرف‌کنندگان اقدام به ذخیره کالاهای ضروری کرده و یا سرمایه‌گذاران تقاضای سرمایه‌گذاری در زمان حال را کاهش می‌دهند. دوم، تغییر در دولت از طریق انتخابات نیز می‌تواند شکل‌دهنده انتظارات باشد. برای مثال، ریسک سرمایه‌گذاری بنگاه‌های



اقتصادی به دلیل نامشخص بودن نتایج انتخابات، در زمان نزدیک به انتخابات بالا می‌رود و متعاقب آن تقاضا برای سرمایه‌گذاری در اقتصاد کاهش می‌یابد. همچنین، اگر برخی بنگاه‌های اقتصادی، انتخاب یک داوطلب را باعث افزایش هزینه‌های تولید و تورم در اقتصاد بدانند و شانس زیادی برای انتخاب او برآورد کنند، انتظارات تورمی ناشی از این گروه از بنگاه‌ها افزایش می‌یابد (باستانی‌فر و صمدی، ۱۳۹۶).

در اقتصاد ایران، به خصوص بیش از یک دهه گذشته، دامنه بسیار زیاد نوسان متغیرهای اقتصادی به خصوص متغیرهای پولی، و تبدیل شدن مسائلی مانند تورم، رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری، کسری بودجه و... به پدیده‌ای مزمن و گرفتار در یک دور باطل و همچنین حساسیت بسیار زیاد متغیرهای اقتصادی به اعلام هرگونه خبر اقتصادی، سیاسی، سیاستی، زیست محیطی و... به خوبی نشان‌دهنده اهمیت بالایی توجه به انتظارات و مدیریت صحیح آن به خصوص در حوزه پولی است.

انتظارات و روند متغیرهای پولی

تجربه چهاردهه سیاست‌گذاری اقتصادی، ساختارهای اقتصادی توسعه‌نیافته و غیرمستقل، نهادهای ضعیف و بنیان‌های فرهنگی، تاریخی و سیاسی موجود موجب شده است که در اقتصاد ایران به جای حلقه‌های انتظاری تعدیل شونده، حلقه‌های انتظاری خود تقویت شونده شکل گیرد. این موضوع به خصوص در حوزه پولی، به عنوان پایه اصلی تامین مالی فعالیت اقتصادی، موجب بی‌تاثیری سیاست‌گذاری‌ها از یک سو و سردرگمی و کاهش اعتبار سیاست‌گذار اقتصادی از سوی دیگر شده است.

در نمودار (۲) روند اجزای ضریب فزاینده نقدینگی و تاثیرپذیری این متغیر از انتظارات ناشی از شوک‌های اقتصادی نشان داده شده است. همان‌طور که در این نمودار مشاهده می‌شود:

۱- به طور کلی در سال‌های اخیر نسبت اسکناس و مسکوک به سپرده‌های دیداری نزولی بوده اما تمایل به

نگهداری سپرده‌های دیداری نسبت به سپرده‌های مدت‌دار افزایش یافته است.

۲- نرخ ذخیره قانونی از سال ۱۳۷۵ به بعد کاهش قابل توجهی داشته است. به علاوه، ذخایر قانونی بانک‌ها با

وجود کاهشی بودن نرخ ذخیره قانونی به میزان کافی از طرف بانک‌ها تامین نشده است که این می‌تواند

به دلیل تمایل بالای بانک‌ها برای تنزیل و قرض‌گیری از بانک مرکزی باشد و این موضوع نیز خود

تاییدکننده تاثیرپذیری ذخایر از شوک‌ها و بی‌ثباتی‌های موجود باشد.

۳- نرخ ذخیره احتیاطی بانک‌ها از سال ۱۳۸۹ به بعد کاهش یافته و به حدود ۰ درصد در سال‌های آخر

دوره است. این نشان می‌دهد که از نظر بانک‌ها در دوره جنگ اقتصادی (سال‌ها ۱۳۸۹-۱۳۹۹) هزینه

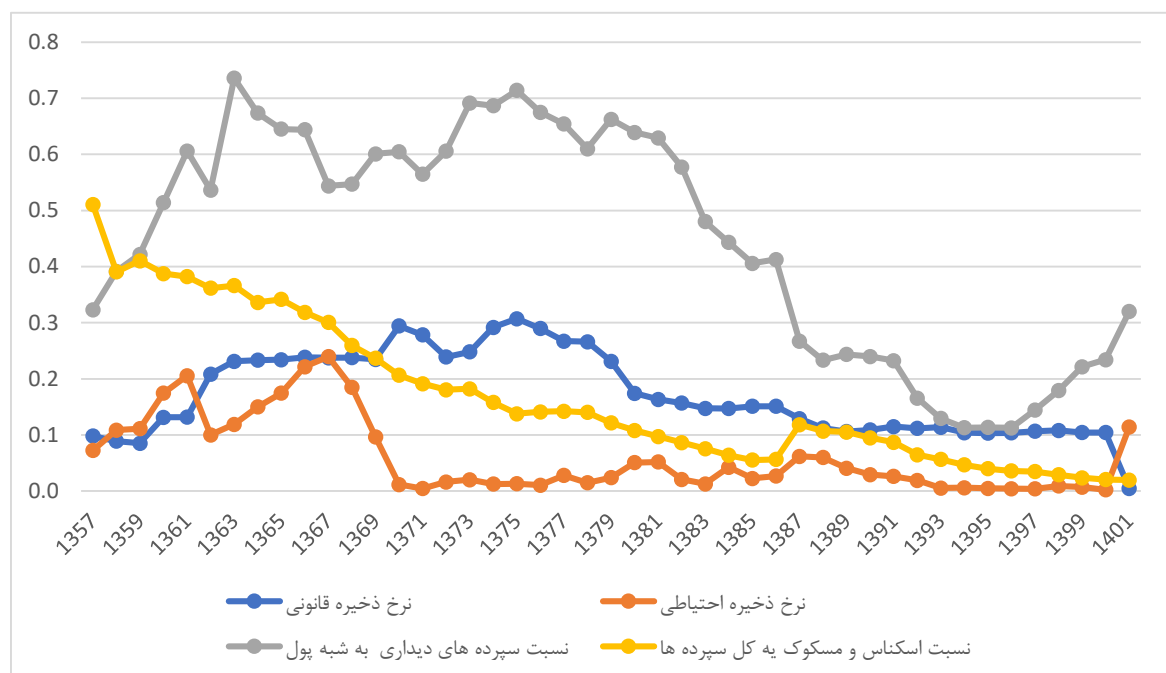
نگهداری پول احتیاطی برای آن‌ها بسیار بیشتر از هزینه قرض‌گیری از بانک مرکزی (در صورت نیاز) بوده

یا توان تصمیم‌گیری در مورد ذخایر احتیاطی را نداشته‌اند. این تغییر رفتار بانک‌ها و نحوه عملکرد آن‌ها

در سایر بازارهای مالی به خوبی می‌تواند نشان‌دهنده سطح بالای انتظارات تورمی در این دوره باشد

(بشخور، ۱۴۰۰)

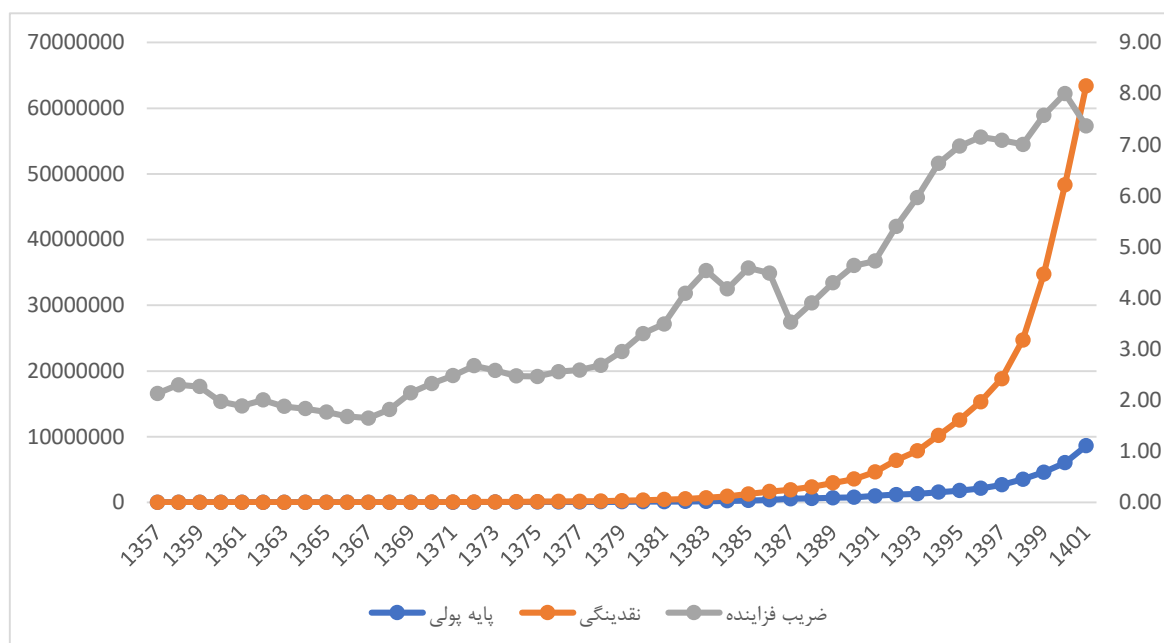
نمودار ۲: روند اجزای ضریب فزاینده نقدینگی طی دوره ۱۳۵۷-۱۴۰۱



منبع: بانک مرکزی

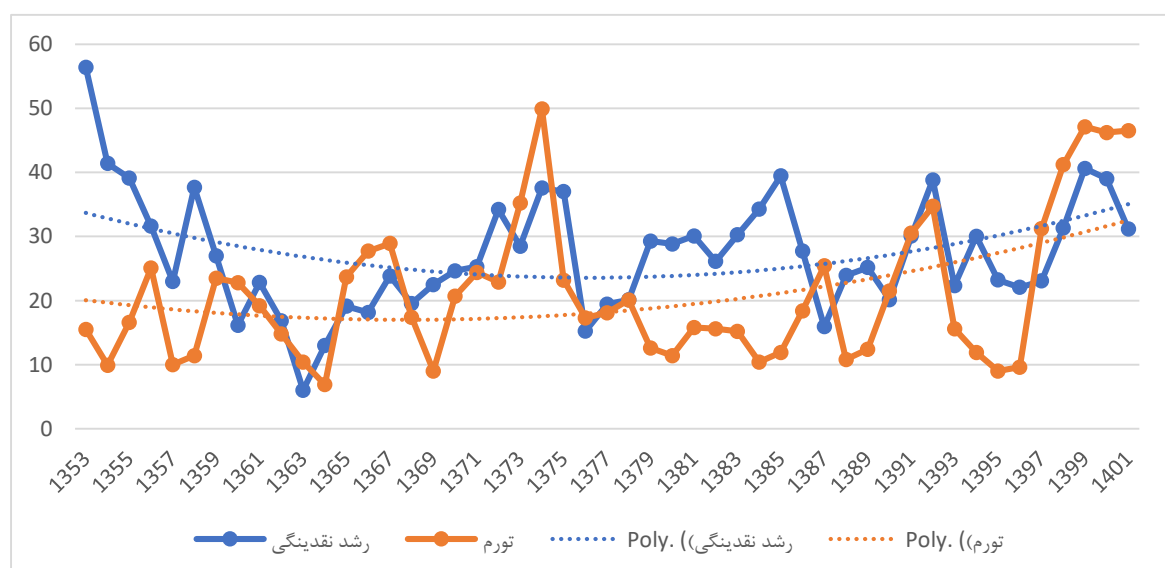
همچنین، همان‌طور که در نمودار (۳) مشاهده می‌شود، شوک‌ها و اطلاعات تحلیلی ناشی از آنها توسط فعالان بازار پول (به خصوص بانک‌ها) موجب شکل‌گیری انتظارات در جهت افزایش ضریب فزاینده پولی از یک سو و پایه پولی از سوی دیگر و در نهایت افزایش نقدینگی شده است. این افزایش نقدینگی، مطابق نمودار ۴، خود در بازگشت از طریق مکانیسم تقاضای کل، تورم بالفعل و متعاقب آن تورم انتظاری دوره آتی را تحت تاثیر قرار داده است، به طوری که تبعیت با وقفه تورم از نقدینگی کاملاً در این نمودار مشهود است.

نمودار ۳: روند ضریب فزاینده، پایه پولی و نقدینگی طی دوره ۱۳۵۷-۱۴۰۱



منبع: بانک مرکزی

نمودار ۴: مقایسه روند تورم و رشد نقدینگی طی دوره ۱۳۵۳-۱۴۰۱ (درصد)



منبع: بانک مرکزی

انتظارات، فساد سیستماتیک و بازار سیاه اطلاعات

همان‌طور که گفته شد، اطلاعات عامل مهمی در شکل‌گیری پیش‌بینی بنگاه‌ها از آینده اقتصاد است. فرآیند تولید اطلاعات نیز خود متأثر از ساختارهای اقتصادی-سیاسی موجود و تغییرات احتمالی در آن‌ها است. از جمله

ویژگی‌های ذاتی اقتصاد ایران عدم تقارن اطلاعات^۱ بوده که موجب شکل‌گیری ساختار اجتماعی-اقتصادی خاص در جامعه شده و یکی از عوامل اصلی ناکامی سیاست‌گذار در مواجهه با انتظارات خود تقویت شونده در اقتصاد ایران نادیده انگاشتن این ساختار می‌باشد. نگاهی به ساختار اجتماعی-اقتصادی موجود حاکی از آن است که عوامل اقتصادی در سطح جامعه ایران به دو گروه قابل تفکیک هستند: گروه نخست، ثروتمندان، یقه سفیدان، مفسدان اقتصادی و افراد برخوردار از رانت اطلاعات که در اصطلاح به آن‌ها بازیگران بازار سیاه اطلاعات گفته می‌شود و گروه دوم، در اصطلاح فقرای ناآگاه. بازیگران بازار سیاه اطلاعات افرادی هستند که یا به صورت فعال به منظور دسترسی به اطلاعات با یکدیگر رقابت می‌کنند و یا تصمیم‌سازهایی هستند که خود خالق این اطلاعات هستند. این گروه از افراد به دلیل آگاهی از روند سیاست‌گذاری‌های آتی و یا آگاهی از قدرت تاثیرگذاری بر سیاست‌گذاری‌ها بیشترین سهم را در شکل‌دهی انتظارات با هدف حفظ یا افزایش سهم خود از کیک درآمدی ایفا می‌کنند. واکنش این گروه به صورت پیش‌بینی و حتی قبل از تصمیم‌سازی‌ها یا اجرای سیاست‌گذاری‌ها در متغیرهای اقتصادی نمود می‌یابد. فقرای ناآگاه به تدریج سیگنال‌هایی مبنی بر احتمال تغییر روندهای اقتصادی در آینده را با توجه به تغییر رفتار فعالان بازار سیاه اطلاعات دریافت کرده و بخش جدیدی از انتظارات را در فضای اقتصادی شکل داده و انتظارات شکل گرفته قبلی را تشدید می‌کنند. آنچه مسلم است به دلیل عدم تقارن اطلاعات اندازه واکنش فقرای ناآگاه در تعدیل انتظارات آتی‌شان به منظور حفظ منافع خود کوچکتر از گروه نخست بوده و قدرت کمتری در حفظ موضوع خود دارند.

مطابق نمودار (۵) که روند نرخ ارز را در دوره ۱۳۹۶ تا دی ماه ۱۴۰۲ نشان می‌دهد، در ماه‌های انتهایی سال ۱۳۹۶ و ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۷ و قبل از خروج آمریکا از برجام، نرخ ارز از روند عادی خود فاصله گرفت و روند صعودی پرشتاب خود را آغاز کرد. افزایش نرخ ارز از ۴۲۰۰۰ ریال به ۱۰۲۰۰۰ ریال نتیجه تاثیرگذاری صرف فعالان بازار سیاه اطلاعات است. در واقع انتظارات این گروه با آگاهی از وضعیت احتمالی آتی اقتصاد (اعم از بلوکه شدن دارایی‌های دلاری یا محدود شدن ارزآوری‌های نفتی و...) و در تلاش برای جلوگیری از کاهش سهم احتمالی آتی خود ناشی از تغییر وضعیت سیاسی، در افزایش نرخ ارز نمود یافت. بعد از خروج از برجام تا اتمام دوره ۹۰ روزه اول سرعت رشد نرخ ارز تشدید شد و به بالای ۱۵۱۰۰۰ ریال رسید و این حاکی از این واقعیت است که فقرای ناآگاه سیگنال‌های انتظاری را دریافت کرده و به گروه نخست پیوستند. در ادامه این مسیر سیاست‌گذار پولی توانست با تکیه بر عدم تقارن اطلاعات، ناآگاهی گروه دوم و برخی سیاست‌های تنبیهی گروه فقرای ناآگاه را وادار به کناره‌گیری از مسیر تاثیرگذاری بر نرخ ارز کند. در واقع با این تلاش سیاست‌گذار پولی، نرخ ارز مجدداً به حدود ۱۰۸۰۰۰ ریال کاهش یافت، اما از آنجایی که نرخ ارز هرگز به ابتدای دوره بازنگشت، پر واضح است که این اقدامات

^۱. Asymmetric information

تاثیری بر روند انتظاری گروه فعالان بازار سیاه اطلاعات نداشته است. این روند به طور مداوم در طی دوره مورد بررسی تکرار شده و به دلیل عدم وقوع رخداد تعدیلی در این حوزه (برای مثال حصول توافق جدید، رفع تحریم‌ها، رویکردهای جدید در سیاست خارجی، گشایش در سرمایه‌گذاری‌های مولد و...) نه تنها تعدیلی در انتظارات فعالان بازار سیاه صورت نگرفته بلکه از یک سو اندازه واکنش انتظاری این گروه به تدریج به دلیل شوک‌های بعدی بیشتر و بیشتر شده و از سوی دیگر جمعی از گروه فقرای ناآگاه را به سمت طبقه اول و جدال برای فعالیت در بازار سیاه اطلاعات سوق داده است.

در این بین سیاست‌گذار بالقوه پولی (یا همان سیاست‌گذار مالی)، به جای ایفای نقش در جهت تعدیل انتظارات با اقداماتی از جمله دستکاری اطلاعات، محرمانه اعلام کردن آنها، عدم آرایه اطلاعات شفاف از فضای کلی سیاسی-اقتصادی کشور، تزریق اخبارهای ضد و نقیض اقتصادی، عدم حرکت در جهت اصلاح نهادها (از جمله قوانین و مقررات ضد فساد و ضد انتشار نامتقارن اطلاعات) و... آگاهانه یا ناآگاهانه موجب تشدید عدم تقارن اطلاعات و فساد سیستماتیک و تقویت چرخه انتظارات شده است.^۱

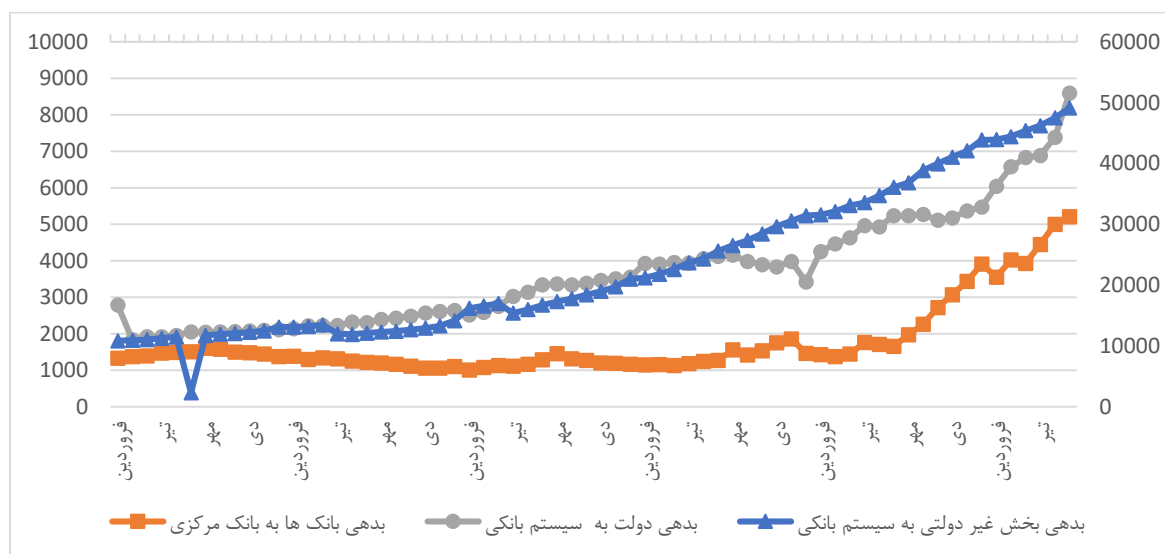
در نمودار (۵) اثر فساد سیستماتیک و بازار سیاه اطلاعات در شکل‌گیری انتظارات تقدیمی پیش از اجرای سیاست حذف ارز ترجیحی نیز قابل مشاهده است. از اواسط سال ۱۴۰۰ با شروع زمزمه‌های لحاظ بند حذف ارز ترجیحی در لایحه بودجه این سال و وجود رانت اطلاعاتی برای گروه نخست، روند رشد پُرسرعت نرخ ارز در نتیجه واکنش انتظاری فعالان بازار سیاه اطلاعات آغاز شد و در اواخر مهرماه با اجرایی شدن این سیاست، واکنش انتظاری گروه فقرای ناآگاه نیز به آن افزوده شد (افزایش نرخ ارز از حدود ۳۰۰۰۰۰ ریال به حدود ۵۲۰۰۰۰ ریال). سیاست‌گذار پولی با استفاده از روش‌های مرسوم شامل ارزیابی، تزریق اطلاعات ضد و نقیض و استفاده از ناآگاهی گروه دوم توانست قدرت تحلیل انتظاری گروه دوم را دچار اختلال کرده و از شکل‌گیری انتظارات ماندگار این گروه جلوگیری کند (کاهش نرخ ارز تا حدود ۴۸۰۰۰۰ ریال). این اقدام سیاست‌گذار پولی تاحدی نرخ ارز را تعدیل کرد اما بازهم تاثیری بر واکنش‌های انتظاری گروه نخست نداشت (بازگشت مجدداً نرخ ارز به حدود ۵۱۰۰۰۰ ریال).^۲

^۱. رفتار بانک مرکزی می‌تواند انتظارات حاکم بر فضای اقتصاد را تشدید یا تعدیل کند. بدین صورت که اگر فعالان اقتصادی مطمئن نباشند که بانک مرکزی تورم پایین‌تر را به تورم بالاتر ترجیح می‌دهد، انتظارات درباره اقدامات سیاستی آینده و تورم آینده به شدت نسبت به هدف تورم بانک مرکزی حساس شده و منجر به بی‌ثباتی در اقتصاد خواهد شد. افزون بر این، اعتبار بانک مرکزی نیز بر انتظارات تورمی اثر دارد. الگوهای متغیر شکل‌گیری انتظارات ممکن است ناشی از فرآیند انتشار اطلاعات درباره سیاست‌های پولی جدید باشد. مطالعات زیادی وجود دارند که بر دو عنصر شفافیت و اعتبار سیاست‌گذار پولی جهت مدیریت موفق انتظارات تأکید دارند که از آن جمله می‌توان به (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۵؛ لیزیاک و همکاران، ۲۰۰۵؛ اند و هیهونگ، ۲۰۲۲؛ لویگ و همکاران، ۲۰۱۵؛ فورست و همکاران، ۲۰۰۰)

^۲. باید توجه داشت تمرکز این بخش بر تحلیل نحوه تاثیرگذاری فساد سیستماتیک و رانت اطلاعات بر ماندگاری انتظارات است و نه تقلیل عوامل مؤثر بر نرخ ارز صرفاً به عامل انتظارات است. البته باید توجه داشت تمامی عوامل مؤثر بر نرخ ارز از جمله کسری تراز تجاری، کمبود عرضه ارز، عدم رشد اقتصادی و... به طور غیرمستقیم و از طریق تاثیرگذاری بر اندازه واکنش انتظاری نرخ ارز را متأثر می‌کنند.

حذف ارز ترجیحی در قالب افزایش کنترل نشده نرخ ارز، با اقدامات یاد شده تلاش کرده است، انتظارات گروه فقرای ناآگاه را کنترل کند و این کنترل انتظارات با هزینه افزایش پرشتاب بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی (ناشی از فشار دولت برای ریال پاشی به منظور کنترل فشار بر نرخ ارز) همراه شده است. نکته قابل توجه دیگر سطح بالای بدهی دولت به سیستم بانکی و افزایش فاصله آن از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی با گذشت زمان است. در واقع در شرایط پر ریسک اقتصادی دوره مورد بررسی که موجی از انتظارات خود تقویت شونده را شکل داده است، افزایش بدهی دولت به بانک‌ها صرفاً ناشی از تلاش برای پوشش انتظارات و نه مدیریت آن در جهت تعدیل، گروه فعالان بازار سیاه اطلاعات است. توضیح اینکه با توجه به ثبات نسبی تعداد کارمندان دولت و افزایش یک سومی دستمزدها نسبت به تورم به خصوص در سال‌های آخر دوره و در مقابل نسبت تقریباً سه برابری هزینه‌های جاری دولت به هزینه‌های عمرانی، پر واضح است که این روند افزایشی پرسرعت صرفاً در جهت پوشش انتظارات گروه فعالان بازار سیاه اطلاعات بوده است.^۱

نمودار ۶: روند بدهی بانک‌ها، دولت و بخش غیردولتی به سیستم بانکی در دوره ۱۳۹۷ تا شهریور ۱۴۰۲



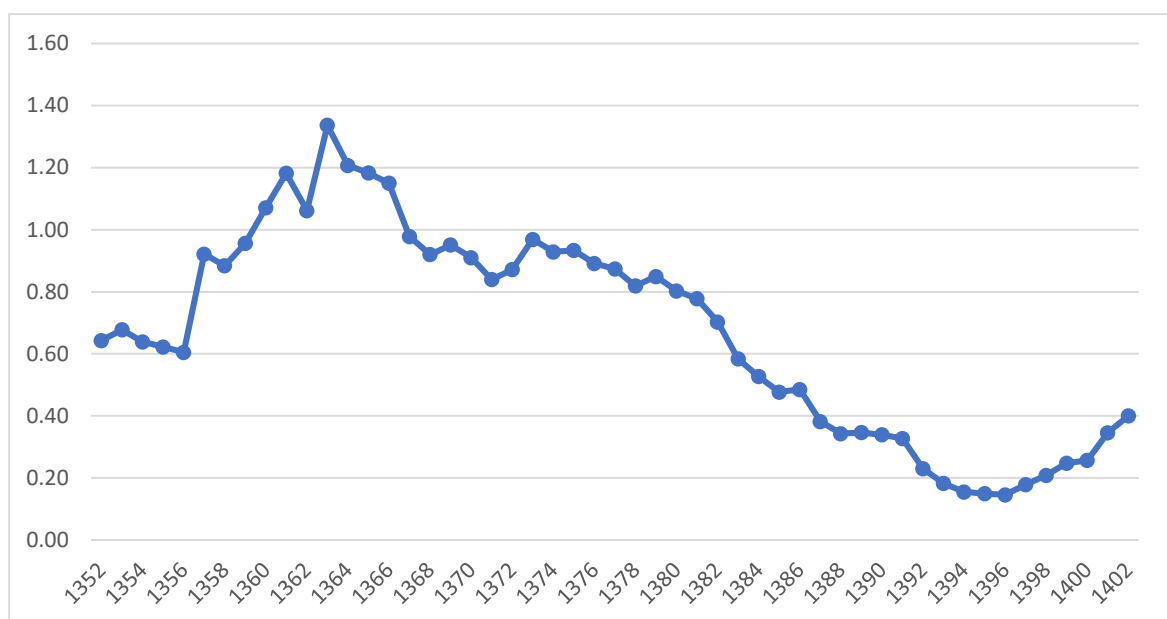
منبع: بانک مرکزی

در نمودار (۷) روند نسبت پول (اسکناس و سپرده دیداری) به شبه پول نشان داده شده است. همان‌طور که در نمودار (۷) مشاهده می‌شود، از سال ۱۳۹۷ و به دنبال شکل‌گیری فضای ناامن اقتصادی و انتظارات خودتقویت شونده ناشی از آن این نسبت روند صعودی در پیش گرفته است. نمودار (۷) نیز ایده جامعه دو سطحی و بزرگ

^۱. نکته قابل توجه در این حوزه آن است که سیاست‌گذار غیرمستقل پولی در تلاش به منظور پوشش ناتوانی در ایجاد حلقه تعدیلی انتظارات سعی در کوچک یا حتی منفی نشان دادن بدهی دولت به بانک مرکزی داشته است.

بودن اندازه تاثیرگذاری گروه فعالان بازار سیاه اطلاعات را به خوبی نشان می‌دهد. مطابق نظر برخی مسئولان ۹۰ درصد حساب‌های سپرده در کشور مربوط به تنها ۵ درصد جمعیت بوده است.^۱ این گروه باشکلهی انتظارات تورمی نوع سپرده‌های خود را از شبه پول به پول تغییر داده‌اند. همان‌طور که در نمودار (۷) مشاهده می‌شود، در این شاخص نیز به وضوح ناتوانی سیاست‌گذار پولی در تعدیل انتظارات این گروه قابل مشاهده است چرا که به مرور زمان این نسبت بزرگ و بزرگ‌تر شده و حتی در دو سال آخر دوره سرعت بیشتری گرفته است.

نمودار ۷: روند نسبت پول به شبه پول طی دوره ۱۳۵۲-۱۴۰۲

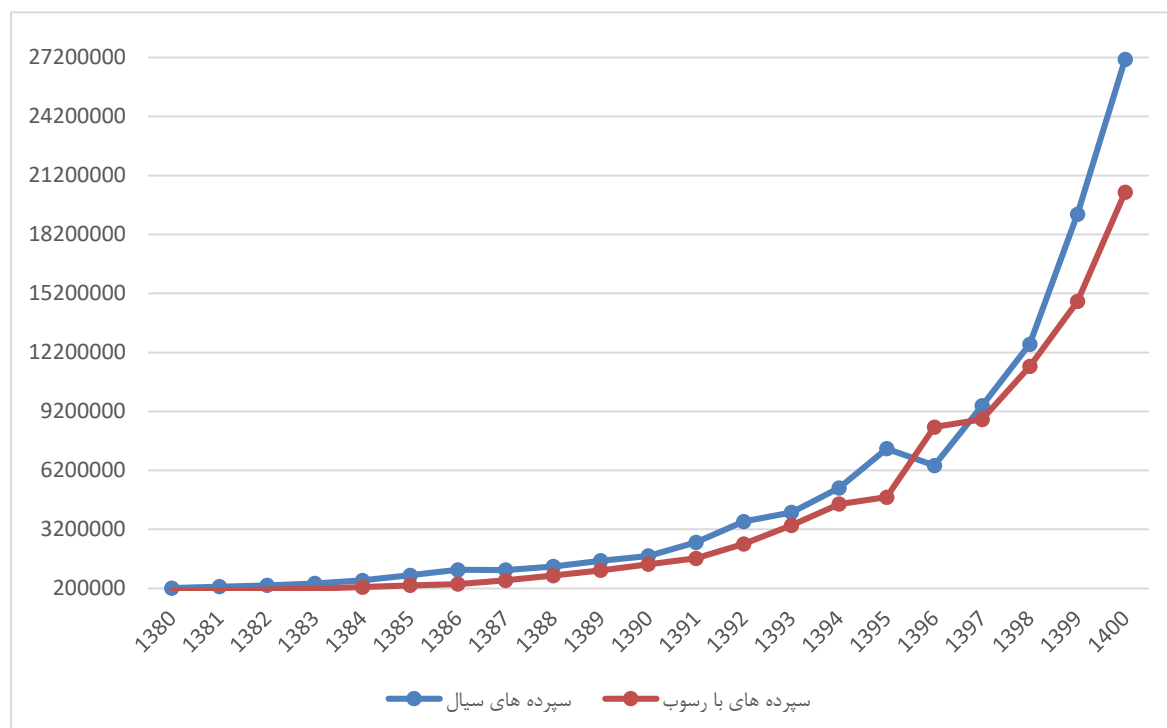


منبع: بانک مرکزی

به علاوه در نمودار (۸) روند سپرده‌های سیال (شامل سپرده‌های دیداری، قرض‌الحسنه پس‌انداز، سپرده‌های کوتاه‌مدت و سایر سپرده‌ها) در مقابل روند سپرده‌های با رسوب (سپرده‌های بلندمدت) نشان داده شده است. در نمودار (۸) نیز مشاهده می‌شود که به خصوص از سال ۱۳۹۷ به بعد به موازات شوک‌های مکرر سیاسی-اقتصادی و انتظارات ناشی از آن‌ها سپرده‌های سیال نه تنها با شیب تندتری نسبت به سپرده‌های با رسوب رشد کرده بلکه به میزان قابل توجهی از سپرده‌های با رسوب پیشی گرفته و این شکاف در سال آخر دوره به شدت افزایش یافته است.

^۱ <https://www.mehrnews.com/news/5236508>

نمودار ۸: مقایسه روند سپرده‌های سیال و سپرده‌های با رسوب طی دوره ۱۳۸۰-۱۴۰۰ (میلیارد ریال)



منبع: بانک مرکزی

سلطه کامل مالی و ناهمگنی انتظارات؛ خصیصه ذاتی اقتصاد

عباسی و همکاران (۱۴۰۰) در تلاش برای نشان دادن تصویر واقع‌گرایانه‌تری از انتظارات و نظام پولی کشور اقدام به تعیین قاعده پولی با لحاظ دو ویژگی ذاتی نظام اقتصادی کشور یعنی سلطه مالی و ناهمگنی انتظارات پرداخته‌اند. نگاهی بر روند تورم در دهه‌های گذشته و نیز کسری بودجه دایمی دولت (حتی در مرحله تنظیم بودجه) پر واضح است که اولاً دولت‌ها قادر به حفظ توازن بین زمانی بودجه خود نبوده‌اند، دوماً تورم در اقتصاد ایران به پدیده‌ای مزمن تبدیل شده و دارای سکون و پایداری است که این می‌تواند ناشی از ناهمگن بودن انتظارات باشد.

منظور از سلطه مالی گسترده بودن چتر دولت بر بخش پولی و افزایش نقدینگی به دلیل رفتار مالی غیرمسئولانه دولت است. سلطه مالی دولت در اقتصاد ایران بسیار عمیق بوده و از روش مستقیم و غیرمستقیم متغیرهای پولی را تحت تاثیر قرار داده و اثر سیاست پولی در کنترل انتظارات را خنثی می‌کند. در اقتصاد ایران رد پای کسری بودجه و بی‌قاعده بودن سیاست‌های مالی دولت حتی در جزئی‌ترین متغیرهای بخش پولی اعم از نرخ ذخیره قانونی، نرخ تنزیل مجدد، نحوه توزیع منابع، اعطا و ابطال مجوز بانک‌ها و موسسات پولی و مالی جدید، دزدن مقررات و دستورالعمل‌های حوزه مالی و.... قابل مشاهده است. در بخش قبل نمونه‌هایی از اثر سلطه مالی دولت بر متغیرهای بخش پولی در قالب نمودار ارائه شده است.

منظور از انتظارات ناهمگن آن است که الگوی پیش‌بینی تورم آتی در بین همه عوامل اقتصادی یکسان نبوده و بخشی از آن‌ها به جای استفاده از الگوی انتظارات آینده‌نگر و عقلایی از الگوی انتظارات تطبیقی و گذشته‌نگر پیروی می‌کنند. عموماً دو پدیده نوسان و تشدید تورم به عنوان پیامد انتظارات ناهمگن مورد تاکید است. مکانیسم عملکرد الگوی انتظارات ناهمگن بدین صورت است که اگر تکانه‌ای به اقتصاد وارد شود، باتوجه به حضور دو نوع کارگزار اقتصادی و بانک مرکزی، سه واکنش متفاوت از این سه گروه شاهد خواهیم بود. وقوع تکانه موجب افزایش تورم در دوره اول می‌گردد. بانک مرکزی با ملاحظه این تکانه و تورم ایجاد شده نسبت به تغییر ابزار سیاستی اقدام کرده و تورم را کاهش می‌دهد. کارگزاران عقلایی تورم در دوره یک را درست پیش‌بینی می‌کنند، اما کارگزاران گذشته‌نگر تورم دوره یک را معادل تورم در دوره صفر قرار می‌دهند. در دوره دوم با توجه به اقدام بانک مرکزی تورم کاهش یافته است. کارگزاران عقلایی باز هم تورم را درست پیش‌بینی می‌کنند، اما کارگزاران گذشته‌نگر تورم در دوره دو را بیش از مقدار واقعی آن تخمین می‌زنند. لذا این گروه، با اینکه تورم کاهش پیدا کرده است، آن را بیش از حد تخمین می‌زنند و این موجب افزایش تورم در دوره سوم خواهد شد. باز هم بانک مرکزی مجبور به دخالت است و تورم را در دوره سوم کاهش می‌دهد. پیش‌بینی کارگزاران گذشته‌نگر برای تورم دوره سوم ضریبی از تورم دوره دوم است که کاهشی بوده است، لذا در این دوره تورم را کمتر از حد تخمین می‌زنند. بنابراین می‌توان گفت در صورت واکنش صحیح و موثر بانک مرکزی این حرکت نوسانی ادامه خواهد یافت تا به تعادل پایا برسد و در غیر این صورت این حرکت نوسانی واگرا خواهد بود. هرچه تعداد کارگزاران گذشته‌نگر در اقتصاد بیشتر باشد شدت این نوسان نیز بیشتر خواهد بود. از سوی دیگر رفتار کارگزاران عقلایی از رفتار کارگزاران گذشته‌نگر تاثیر می‌پذیرد. در واقع هرچند کارگزاران عقلایی از سازوکار شکل‌گیری انتظارت تورمی کارگزاران گذشته‌نگر به‌طورمستقیم خبر ندارند، آن‌ها از معادلات و مقدار گذشته متغیرهای الگو اطلاعات کامل دارند. وجود کارگزاران گذشته‌نگر موجب می‌شود پیش‌بینی دوره بعد کارگزاران عقلایی از نرخ تورم، بر خلاف حالت کاملاً عقلایی که معادل صفر بود، بزرگ‌تر از صفر شود و بدین ترتیب انتظارات تورمی تشدید شود. این وضعیت موجب می‌شود که سیاست‌های بانک مرکزی در مهار تورم بی‌اعتبار شوند و نااطمینانی در فعالان اقتصادی ایجاد شده و رفتار آن‌ها را در پیش‌بینی تورم گذشته‌نگر کند. به علاوه در اثر سکون تورم اتخاذ سیاست‌هایی به منظور کاهش تورم در کوتاه‌مدت خود را در قالب افت فعالیت‌های واقعی اقتصاد و افزایش بیکاری نشان خواهد داد.

سیاست پولی و تعدیل انتظارات

جوهره یک سیاست پولی مفید (چه از نظر اهداف سیاستی و چه از نظر ابزارهای سیاستی) مدیریت موثر انتظارات است. مطابق ادبیات اقتصادی هدف بلندمدت و اولیه سیاست پولی دستیابی به یک محیط باثبات

با تورم پایین بوده و در بلندمدت هیچ رابطه‌ای بین تورم و سطح ستانده یا اشتغال وجود ندارد، بلکه تکنولوژی، جمعیت، ساختارهای قانونی و قانون‌گذاری، آموزش، منابع طبیعی، هزینه‌ها و مالیات‌های دولت، پس‌اندازهای ملی و سرمایه‌گذاری و سایر عوامل غیرپولی تعیین‌کننده متغیرهای یاد شده هستند. لذا در بلند مدت حتی یک سیاست پولی بد- که منجر به تورم بالا یا بی‌ثبات یا حتی تورم منفی شود- ممکن است منجر به عملکرد خوب در بخش حقیقی شود.

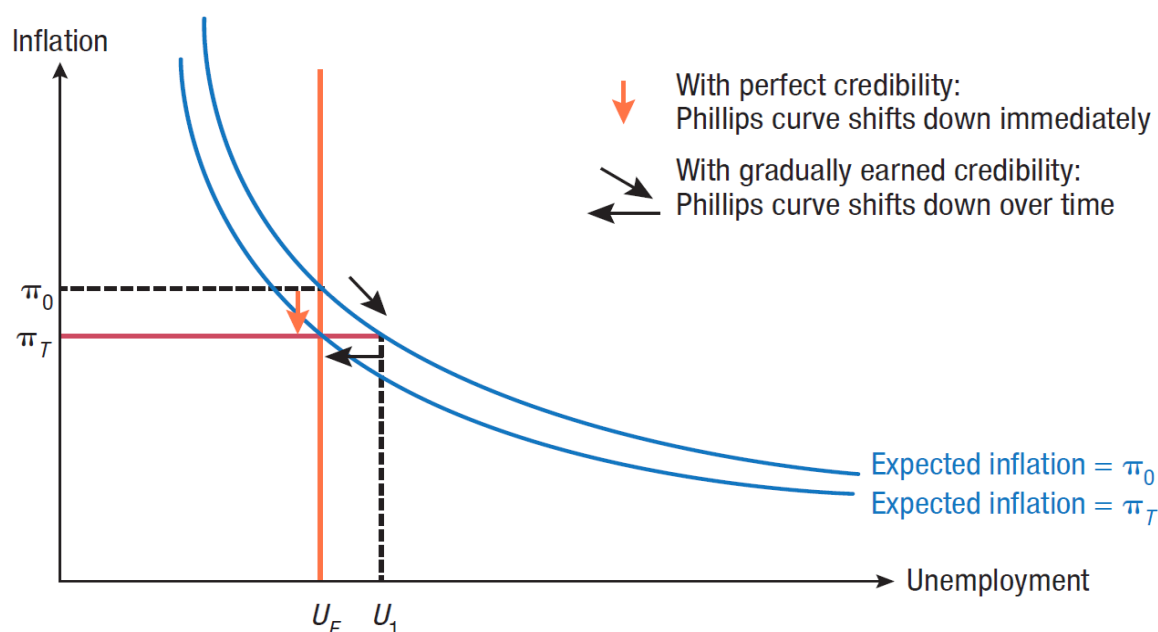
سیاست‌گذار پولی برای دستیابی به تنها هدف خود یعنی محیط باثبات اقتصادی با تورم پایین نیازمند حداقل یک ابزار سیاستی است. اکثر مدل‌های تئوریک مدرن اقدامات نرخ بهره و سایر ادبیات نرخ ارز را به عنوان ابزار کنترل تورم در کوتاه‌مدت و میان‌مدت معرفی می‌کنند. البته باید توجه داشت که، در جهانی که در آن تحرک سرمایه وجود دارد، دستکاری عمده نرخ ارز، مستقل از نرخ بهره، تنها ممکن است در دوره بسیار کوتاه‌مدت بر تورم تاثیرگذار باشد. همچنین در اقتصادهای کوچک و یا متوسط، نرخ بهره جهانی و حق بیمه ریسک، از کانال تحرک سرمایه، نرخ بهره داخلی را تنظیم می‌کند.

در مقابل در بلندمدت بانک مرکزی صرفاً از طریق کنترل انتظارات می‌تواند تورم را کنترل کند. معادله تورم در مدل اقتصاد کلان مرسوم، منحنی فلیپس با انتظارات انباشته، این موضوع را نشان می‌دهد. در این معادله تورم جاری به عنوان تابعی از تورم انتظاری و شکاف ستانده معرفی می‌شود. مطابق این نظریه در تعادل بلندمدت، تورم واقعی برابر با تورم انتظاری بوده و شکاف ستانده صفر است که در نمودار (۹) با خط قرمز عمودی نشان داده شده است که در آن نرخ تورم هدف‌گذاری شده معادل با π_T و نرخ بیکاری تعادلی بلندمدت U_E است. از این دیدگاه، کار اصلی سیاست پولی تضمین این موضوع است که انتظارات بنگاه‌ها را در سطح نرخ هدف نگه دارد- به عبارت دیگر افراد اطمینان دارند که تورم تا آینده‌ای نامعلوم در سطح نرخ رسمی باقی خواهد ماند.

حال فرض کنید که در زمان معرفی هدف تورمی، تورم در اطراف یک نرخ بالاتر π_0 نوسان کند و انتظارات به این نرخ بچسبند، تلاش برای بازگشت به نرخ تورم هدف هزینه‌ای برحسب بیکاری بالاتر از بیکاری تعادلی به همراه خواهد داشت. برای مثال با منحنی فلیپس اولیه، سازگار با تورم انتظاری بلندمدت π_0 ، بانک مرکزی ممکن است برای رسیدن فوری به هدف اعلام شده π_T سخت‌گیری کند. در این حالت انتظارات بر روی منحنی فلیپس کوتاه‌مدت به سمت نرخ هدف تعدیل می‌شود که این مستلزم افزایش بیکاری به U_1 است (مطابق فلش‌های سیاه رنگ در نمودار (۹)). اما در دوره به اندازه کافی بلندمدت، حفظ تورم در نرخ هدف تضمین خواهد کرد که در نهایت انتظارات به این خط (خط تورم انتظاری π_T) افت

خواهد کرد. بنابراین منحنی فیلیپس به سمت پایین منتقل شده، و در نقطه تعادل بلندمدت با شکاف بیکاری بازگشته به صفر، مستقر می‌شود. این مکانیسم در حالتی است که انتظارات به تدریج تعدیل می‌شود. اما در یک مورد فرضی که در آن اعلام تورم هدف از سوی بانک‌های مرکزی به طور کامل قابل اعتماد است، انتظارات فوراً به نرخ هدف خواهد رسید، بدون آنکه هیچ هزینه‌ای در قالب بیکاری به همراه داشته باشد (مشابه فلش و خط قرمز در نمودار (۹)). در این حالت، طی دوره تعدیل به سمت هدف تورمی جدید، هزینه بیکاری پایین‌تر از نرخ تعادلی است و هرچه مردم انتظاراتشان را سریعتر با نرخ هدف تطبیق دهند، نرخ بیکاری کمتر خواهد بود.

نمودار ۹: حرکت به سمت نرخ تورم هدف در شرایط اعتبار کامل و ناکامل سیاست‌گذار پولی

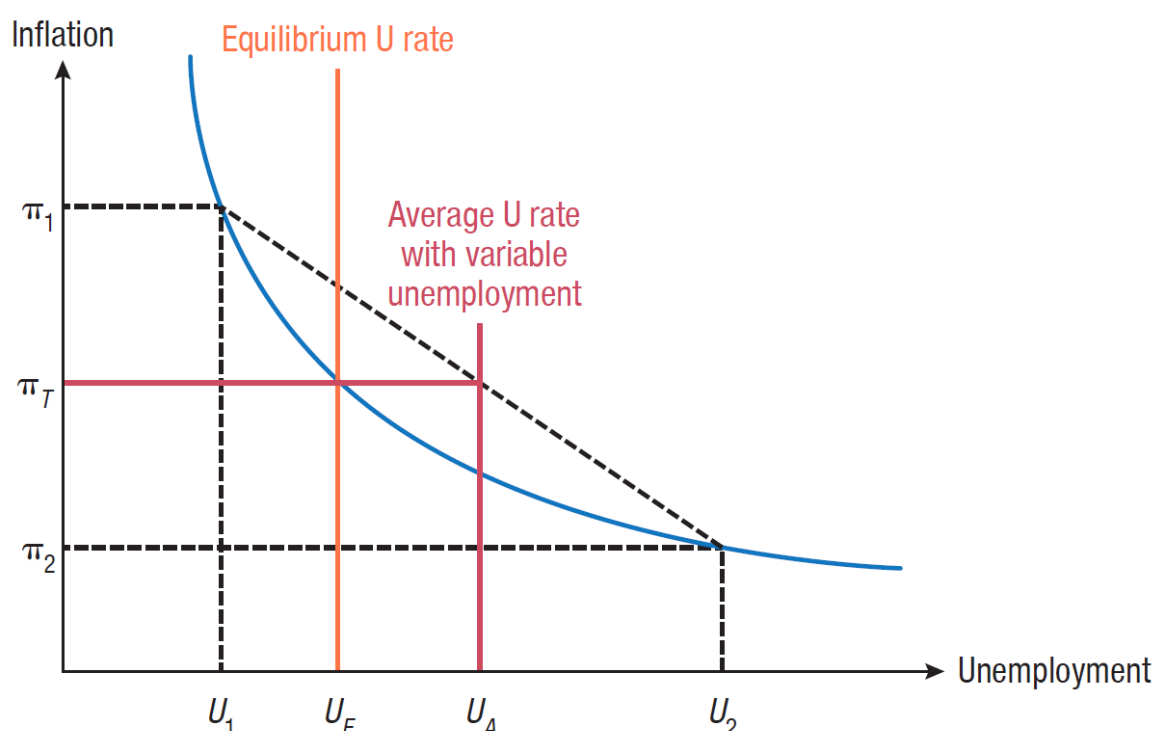


IMF, advancing the frontier of monetary policy, chapter3, 2018

علاوه بر اعتبار کامل سیاست‌گذار پولی، موثر بودن مکانیسم انتقال سیاستی به مدیریت خوب انتظارات نیز بستگی دارد. مطابق نمودار (۱۰)، فرض کنید که تعادل بلندمدت نقطه‌ای است که نرخ تورم هدف π_T و نرخ بیکاری تعادلی U_E باشد. اما شوک‌ها همیشه به اقتصاد ضربه می‌زنند، به طوری که سیاست پولی نمی‌تواند تورم را برای همیشه در نرخ هدف نگه دارد اما می‌تواند آن را به میانگین نزدیک کند. در این نمودار نصف اوقات تورم معادل با π_1 با نرخ بیکاری U_1 و نصف اوقات در π_2 و U_2 است.

مطابق نمودار میانگین نرخ تورم معادل با π_T یعنی همان تورم هدف است اما میانگین نرخ بیکاری U_A به دلیل غیرخطی بودن منحنی فیلیپس استاندارد، بالاتر از نرخ تعادلی بوده و در وسط وتر بین دو نقطه تعادلی کوتاه‌مدت در منحنی قرار دارد. نوسانات سیکلی گسترده‌تر در اقتصاد، با زیان سنگین‌تری در ستانده در طی زمان همراه است، لذا سیاست پولی موثرتری لازم است تا شبیه یک ابزار ضدچرخه‌ای عمل کند و این هزینه را کاهش دهد. اثربخشی بیشتر سیاست پولی به مدیریت انتظارات وابسته است.

نمودار ۱۰: نرخ بیکاری متغیر در مقابل نرخ بیکاری ثابت و مدیریت انتظارات



IMF, advancing the frontier of monetary policy, chapter3, 2018

اگر بنا باشد نرخ بهره سیاستی بر ستانده تاثیر بگذارد، لازم است که تغییرات در نرخ سیاستی به گونه‌ای باشد که نرخ بازار پول بسیار کوتاه‌مدتی که خود ارتباط بسیار کمی با فعالیت‌های اقتصادی دارد، منجر به تغییراتی در جهت مشابه در نرخ‌های بلندمدتی شود که در آن‌ها خانوارها و بنگاه‌ها قرض می‌گیرند یا قرض می‌دهند. اگر بنا باشد که این نرخ متغیرهای اقتصاد کلان را تحت تاثیر قرار دهد، لازم است که تغییرات جاری در نرخ بهره سیاستی، بر انتظارات در مورد مسیر آتی نرخ سیاستی تاثیر بگذارد. بنابراین

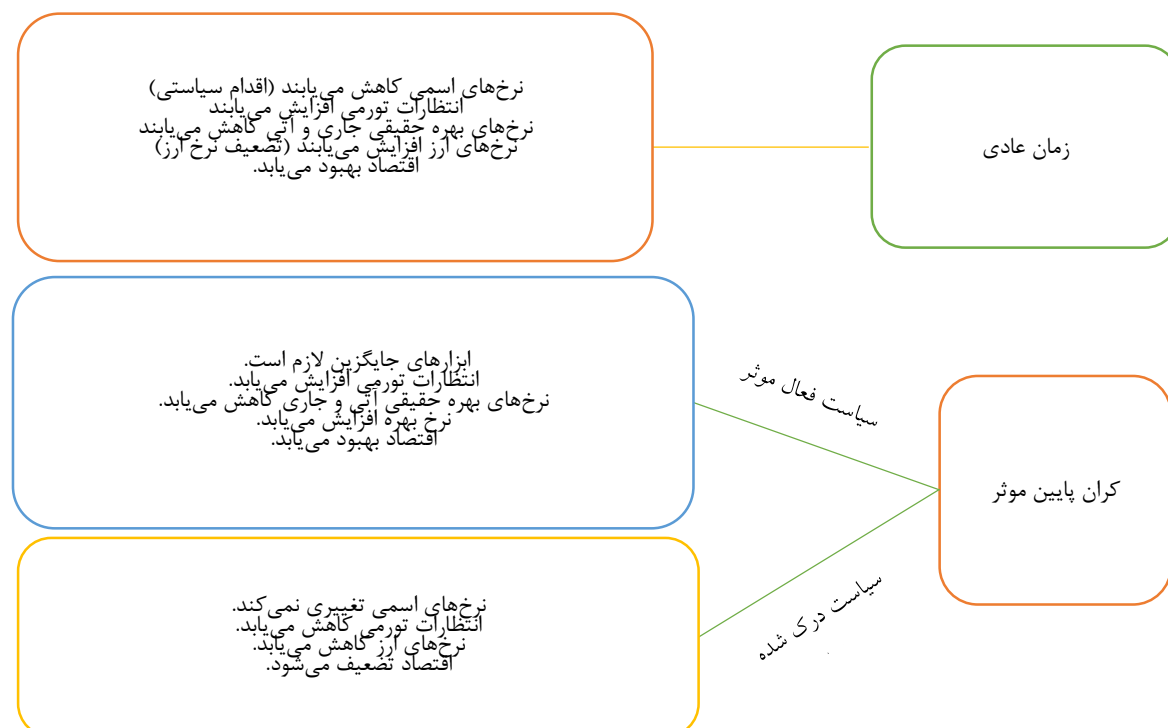
چه در کوتاه‌مدت و چه در بلندمدت، مدیریت انتظارات امری ضروری است. مدیریت انتظارات در دنیای واقعی فقط با اعلام رسمی هدف سیاستی امکان‌پذیر نیست، بلکه عملکرد سیاست‌گذار در جهت تولید نتایج سازگار با هدف اعلام شده در طی زمان تعیین‌کننده اعتبار یا بی‌اعتباری آن است.

شفافیت کامل ساده‌ترین راه تقویت اعتماد به هدف تورمی بلندمدت بانک مرکزی و تشویق حرکت‌های نرخ بهره بلندمدت است. بانک‌های مرکزی دارای هدف تورمی همیشه بر دست‌یابی به نرخ‌های بلندمدت‌شان پافشاری کرده و از همه ابزارهای ارتباطی در دسترس خود برای متقاعد کردن عموم مردم به پذیرش تورم هدف‌گذاری شده در بلندمدت استفاده می‌کنند که از آن جمله می‌توان به انتشار یک مسیر پیش‌بینی شده که در آن یک هدف میان‌مدت قابل دسترس نیز تعیین شده، اشاره کرد. به علاوه، در دوره کوتاه‌مدت تا میان‌مدت انتشار مسیر پیش‌بینی شده نرخ سیاستی درون‌زا توسط بانک مرکزی در کنار سایر متغیرها مکانیسم انتقال سیاستی را تقویت می‌کند. به رغم نگرانی در مورد اینکه عموم مردم ممکن است انتشار نرخ بهره پیش‌بینی شده را به عنوان نوعی از تعهد به نرخ سیاستی تفسیر کنند، بازارهای مالی می‌دانند که نرخ پیش‌بینی شده ممکن است در صورت بروز تحولات اقتصادی پیش‌بینی نشده تغییر کند. مدیریت انتظارات از طریق افشاسازی کامل مسیر پیش‌بینی شده نرخ بهره را هدایت رو به جلوی متعارف می‌نامند تا آن را از هدایت غیرعمومی رو به جلو که از زمان بحران مالی جهانی توسط فدرال رزرو و بسیاری از بانک‌های مرکزی دیگر استفاده می‌شود، متمایز کنند.

از آنجایی که معمولاً درک اثر اقدامات بهره سیاستی سال‌ها طول می‌کشد، مسیرهای آتی متنوعی وجود دارند که با هدف تورمی رسمی سازگار خواهند بود. مسیری که توسط سیاست‌گذاران انتخاب می‌شود ترجیحات آن‌ها را باتوجه به رابطه کوتاه‌مدت بین تورم و ستانده منعکس خواهد کرد. برای مثال، در پاسخ به شوک عرضه، دادن وزن بیشتر به ثبات ستانده تعدیلات آهسته‌تر در نرخ بهره در پاسخ به یک انحراف مشخص از هدف تورمی، و بازگشت آرام‌تر به هدف را منعکس خواهد کرد. در هر نقطه تصمیم‌گیری، سیاست‌گذاران باید یک مشخصه زمانی را برای نرخ سیاستی آتی - یک مسیر مشروط و مطمئن که به موازات دسترسی به داده‌های جدید تغییر خواهد کرد - را در نظر داشته باشد. انتشار این مسیرهای پیش‌بینی شده در شکل‌دهی به نرخ‌های کوتاه‌مدت مورد انتظار و از این رو کل ساختار نرخ بهره

کمک کرده و اثرگذاری سیاست پولی را تقویت خواهد کرد که نتیجه آن کاهش هزینه کاهش مربوط به حذف انحرافات تورم واقعی از نرخ هدف بلندمدت، یا به طور معادل، رابطه بهبودیافته تورم-ستانده در کوتاه مدت خواهد بود. ضمن آنکه انتشار مسیر پیش‌بینی شده نرخ بهره با افزایش دسترسی به اطلاعات پاسخ‌گویی بانک مرکزی را بهبود می‌دهد.

نمودار ۱۱: انتظارات به عنوان جذب‌کننده یا تشدیدکننده شوک انقباضی



IMF, advancing the frontier of monetary policy, chapter3, 2018

اگر سیاست پولی انتظارات را نادیده بگیرد و به حال خود رها کند، اقتصاد در دام یک شبه تعادل بد می‌افتد- تورم خیلی بالا و بی ثبات یا تورم خیلی پایین (در بدترین حالت تورم منفی). در چنین شرایطی سیاست‌های پولی مرسوم در بهترین حالت یک خروج بسیار پرهزینه از این شبه تعادل را به همراه خواهد داشت و در بدترین حالت هیچ خروجی رخ نخواهد داد. در واقع در این شرایط اقتصاد در شبه تعادلی است که در آن اقتصاد نمی‌تواند بازیابی شود و حتی به دنبال وقوع یه شوک خوب اقتصاد قادر نیست در مسیر ترجیحی قرار گیرد. در چنین شرایطی یک حمله هماهنگ با استفاده از همه ابزارهای سیاستی اصلی-

شامل ابزارهای مالی دولت، ابزارهای ساختاری و ابزارهای پولی - لازم است تا اقتصاد از این وضعیت خارج شود. اما یک موضع قاطع و شفاف از سوی بانک مرکزی انتظارات را مدیریت کرده و می‌تواند وضعیت کاملاً متفاوتی ایجاد کند.

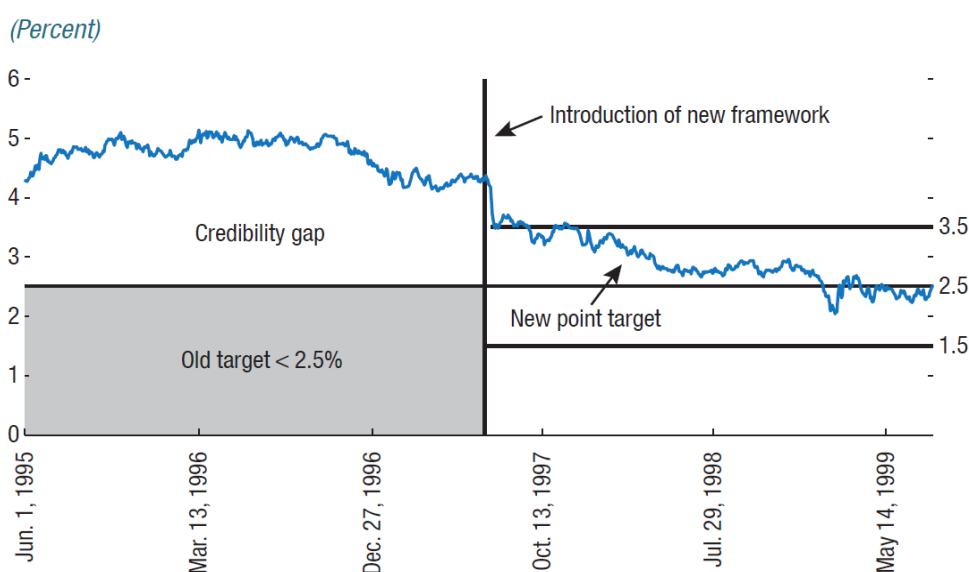
بسیاری از بانک‌های مرکزی همگام اتخاذ رژیم تورم هدف‌گذاری شده، با محیط تورمی مواجه هستند که در آن مردم به افزایش سریع قیمت‌ها طی سال‌های متمادی عادت دارند. آن‌ها هیچ دلیلی برای اعتماد کردن به وعده‌های بانک مرکزی برای تورم‌زدایی از اقتصاد ندارند. در چنین شرایطی یک موضع پولی سخت ممکن است به افت شدید در ستانده منجر شود و اقتصاد را در مسیری با اندکی تورم پایین‌تر قرار دهد. از سوی دیگر اگر سیاست‌گذاران به‌طور غیرمعمول افق‌های زمانی بسیار بلندمدتی را در نظر داشته باشند، ستانده قابل مشاهده و هزینه‌های اشتغال مربوط به تورم‌زدایی از مزایای درک شده آن پیشی می‌گیرد. در چنین شرایطی عموم مردم متوجه می‌شوند که سیاست‌گذار پولی در دوراهی قرار دارد. در نتیجه تعادل تورمی سازگار با زمان ادامه می‌یابد، تعادلی که در آن سیاست‌گذاران هیچ انگیزه مشهودی برای تغییر ندارند و مردم انتظار دارند که این وضعیت ادامه یابد.

اصلی که موثر بودن هدایت رو به جلو را تضمین می‌کند این است که اگر بازارها بدانند سیاست پولی به کدام سمت می‌رود، آن‌ها احتمالاً نرخ‌های بهره را در آن جهت حرکت می‌دهند که این امر از سیاست پولی حمایت می‌کند. این بدان معنی است که انتشار مسیر پیش‌بینی شده تنها راه مشهود شفاف‌سازی دلالت‌های سیاستی چشم‌انداز اقتصادی برای عموم مردم است. به علاوه ماهیت جاری تعهد به تورم هدف پیش‌بینی شده این اطمینان را ایجاد می‌کند که پاسخ به شوک‌های آتی نیز به همین اندازه محکم خواهد بود زیرا بانک مرکزی نه تنها یک مسیر مشروط برای نرخ سیاستی آتی بلکه منطق پشت آن و اینکه چه طور این مسیر انتظاری ممکن است در صورت بروز تحولات غیرمنتظره تغییر کند را نیز به عموم مردم اعلام می‌کند. مشروط بودن پیش‌بینی جاری بانک مرکزی به طور همزمان اعتماد به بانک مرکزی را در چشم‌انداز بلندمدت تقویت خواهد کرد.

شواهدی از مدیریت انتظارات تحت هدف گذاری تورمی

۱. انگلیس: در سال ۱۹۹۷ اصلاحاتی را در حوزه مدیریت انتظارات خود ایجاد کرد تا به اعتبار سیاست گذار پولی بیفزاید. از جمله این اصلاحات عبارتند از: ۱- گرچه تا پیش از این تاریخ رییس خزانه داری (وزیر دارایی)، نه بانک انگلستان، نرخ بهره سیاستی را تنظیم می کرد اما در می سال ۱۹۹۷، این مسئولیت به کمیته سیاست پولی بانک مرکزی محول شد تا از این طریق مسئولیت پذیری و شفافیت بیشتری در حوزه پولی حاکم شود. ۲- انتشار دقایقی از جلسه ماهانه کمیته سیاست پولی را الزامی کرد. ۳- هدف تورمی از یک دامنه ۱-۴ درصدی به نقطه وسط آن یعنی ۲/۵ درصد تغییر کرد. ۴- رییس کمیته سیاست پولی موظف شد تا در صورت دور شدن تورم از نرخ هدف در طی یک سال، طی نامه ای سرگشاده به وزیر دارایی توضیح دهد که دلیل این امر چه بوده و کمیته سیاست پولی برای رفع این انحراف چه اقداماتی را انجام خواهد داد. به طور خلاصه این اصلاحات یک چهارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی متعارف، با استقلال ابزاری برای بانک مرکزی را به همراه داشت. به دنبال این اقدامات حق بیمه تورم برای بازده اوراق قرضه بلندمدت کاهش یافت. انتظارات تورمی ده ساله، یعنی متوسط تفاوت بین بازده ها اوراق اسمی و شاخص سازی شده، از بیش از ۴ درصد به ۲,۵ درصد کاهش یافت و در این سطح ثابت شد. این اصلاحات اعتماد زیادی به سیاست پولی به همراه داشت و شکاف اعتباری در بازده اوراق قرضه را حذف کرد، حتی پیش از آنکه این رژیم نشان دهد که به تعهداتش عمل می کند. نمودار (۱۲) روند تغییرات در تورم انتظاری در انگلیس را نشان می دهد.

نمودار ۱۲: انتظارت تورمی در انگلیس طی سال های ۱۹۹۵-۱۹۹۹



IMF, advancing the frontier of monetary policy, chapter3, 2018

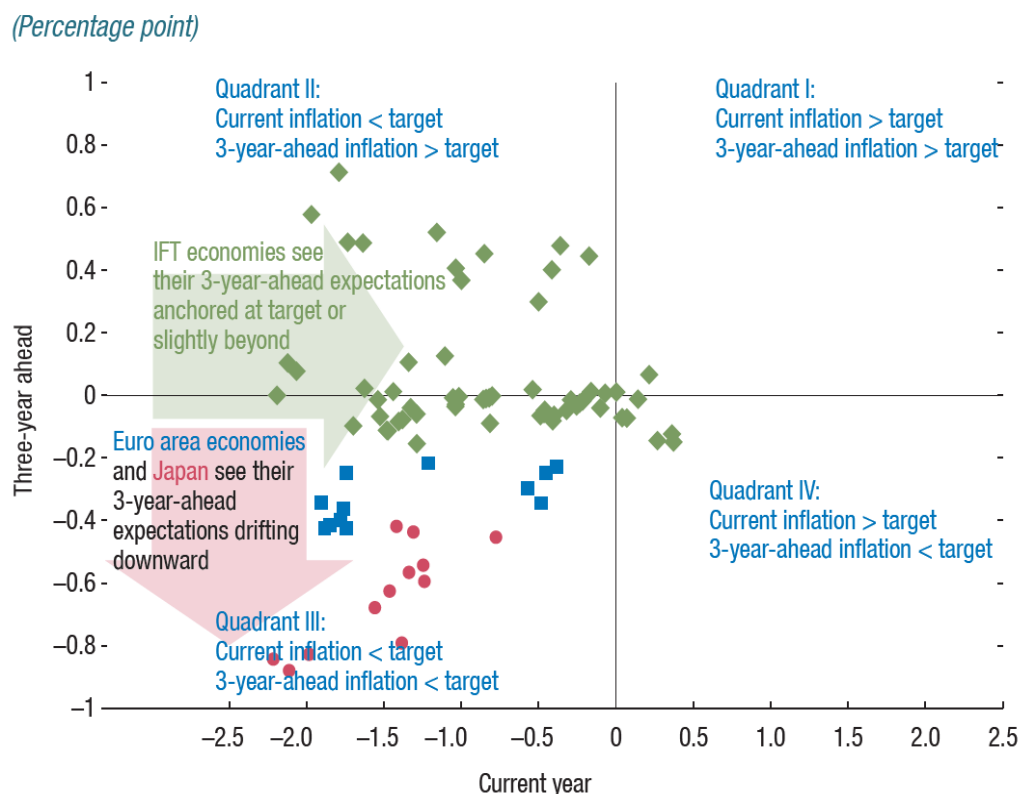
۲. یک نمونه چند کشوری: هر یک از نقاط در نمودار پراکندگی نمودار (۱۳) به پیش‌بینی تورم سه سال آینده (محور عمودی) نسبت به نرخ تورم یک سال خاص (محور افقی) مربوط است. انتظارات تورمی به عنوان انحراف از نرخ هدف رسمی اندازه‌گیری می‌شود. داده‌های نشان داده شده در این نمودار مربوط به دوازده کشور هستند که پیش‌بینی بلندمدت تورم طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۷ برای آن‌ها انجام شده است. لوزی‌ها برای اکثر کشورهای دارای هدف‌گذاری تورم پیش‌بینی شده^۱ نزدیک به محور افقی گروه‌بندی شده است. این دلالت بر آن دارد که انتظارات در این کشورها، بدون توجه به نرخ جاری تورم، نزدیک به تورم هدف بوده است. سایر کشورهای دارای هدف‌گذاری تورم پیش‌بینی شده در ربع بالا سمت چپ هستند: به طور خلاصه، گرچه تورم جاری آن‌ها زیر تورم هدف است، پیش‌بینی‌کنندگان انتظار دارند تورم آتی از هدف بالاتر باشد. از آنجایی که جهش تورم انتظاری نرخ‌های بهره حقیقی را کاهش داده و ستانده را تحریک می‌کند، فشار تورمی به تورم هدف بر می‌گردد.

اکثر نقاط برای کشورهایی که هدف‌گذاری تورم را دنبال نمی‌کنند در ربع پایین و چپ قرار دارند.^۲ بدین معنی که تورم جاری در آن‌ها پایین‌تر از تورم هدف است و پیش‌بینی‌کنندگان انتظار دارند این وضعیت ادامه یابد. لذا انتظارات به سمت نرخ تورم جاری سوق یافته‌اند. انتظارات پایین‌تر از نرخ هدف نرخ‌های بهره را افزایش داده و مشکل تورم پایین را تشدید می‌کند. این داده‌ها شواهدی قوی ارایه می‌کنند مبنی بر اینکه انتظارات در اقتصادهایی که در آن سیاست پولی اصل هدف‌گذاری تورم پیش‌بینی شده را دنبال می‌کنند، بهتر لنگرسازی شده‌اند.

^۱. شامل کانادا، جمهوری چک، نیوزیلند، سوئد و ایالات متحده

^۲. کشورهای اروپایی با مربع‌های آبی و ژاپن با نقاط قرمز نشان داده شده است.

نمودار ۱۳: روند تعدیل انتظارات تورمی در گروه منتخب از کشورها



IMF, advancing the frontier of monetary policy, chapter3, 2018

ارزیابی انتظارات

سوزا و یتمن^۱ (۲۰۱۶)، تلاش بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف برای اندازه‌گیری انتظارات تورمی را مورد توجه قرار داده‌اند. براساس این مطالعه اکثر بانک‌های مرکزی مورد مطالعه هدف‌گذاری تورم را دنبال می‌کردند اما کشورهای دارای نظام نرخ ارز ثابت مثل هنگ کنگ، عربستان و امارات چنین اقدامی را انجام نداده و بانک‌های مرکزی آن‌ها بر انتظارات نرخ ارز به جای انتظارات تورمی متمرکز شده‌اند. به طور کلی اقدامات انجام شده برای پیش‌بینی انتظارات تورمی توسط بانک‌های مرکزی مورد مطالعه را می‌توان در سه دسته قرار داد: پیش‌بینی براساس تحقیق از پیش‌بینی‌کنندگان حرفه‌ای، پیش‌بینی براساس تحقیق از خانوارها و بنگاه‌ها و اقداماتی مبتنی بر قیمت بازار. در اکثر مطالعات انجام شده توسط بانک‌های مرکزی پیش‌بینی حرفه‌ای‌ها از تورم مورد استفاده قرار گرفته است. علت آن است که این عوامل اقتصادی زیادند و به دقت روند افزایش تورم را رصد می‌کنند. آن‌ها احتمالاً آگاه‌تر بوده و سریع‌تر واکنش نشان می‌دهند. بانک‌های مرکزی عمدتاً این بررسی‌ها را با هدف تاثیرگذاری بر تصمیمات سیاستی، سنجش اعتماد اقتصادی و سنجش فشار تورمی کوتاه‌مدت، ارزیابی اعتبار سیاستی، بررسی

^۱. Sousa and Yetman

اینکه چه طور انتظارات تورمی اهرمی می‌شوند و بررسی شکل‌گیری انتظارات انجام داده‌اند. یکی از محدودیت‌های پیش‌بینی پیش‌روی پیش‌بینی‌کنندگان حرفه‌ای این است که عمده پیش‌بینی‌های تورمی ارائه شده به طور بیرونی پیش‌بینی‌های رویداد ثابت بوده و به افق‌های مختلف برای نرخ تورم در سال تقویمی داده شده، مربوط هستند، در حالی که بررسی انتظارات جمع‌آوری شده توسط بانک‌های مرکزی نوعاً در افق‌های زمانی ثابت هستند. در موارد پیش‌بینی‌های حوادث ثابت افق زمانی در طی سال تغییر می‌کند و ممکن است کوتاه‌تر از افق سیاستی شود. در مقابل پیش‌بینی‌های افق ثابت راحت‌تر مقایسه می‌شوند. برای مثال اهداف تورمی عمدتاً مبتنی بر انتظارات تورمی یک یا دو ساله است زیرا این افق زمانی افقی است که در آن سیاست پولی بزرگ‌ترین اثر را دارد و برای افق‌های پیش‌بینی کوتاه‌تر چندان به کار نمی‌رود. محدودیت دیگر این هست که پیش‌بینی‌کنندگان حرفه‌ای با محرک‌هایی مواجه‌اند که موجب می‌شود، پیش‌بینی‌های نسبتاً حدی را به منظور حداکثرسازی ارزش تبلیغاتی‌شان ارائه کنند. ارائه یک پیش‌بینی صحیح وقتی که سایر پیش‌بینی‌کنندگان نیز چنین پیش‌بینی را ارائه می‌دهند، نمی‌تواند توجهات را جلب کند. در مقابل، ارائه یک پیش‌بینی صحیح وقتی همه افراد دیگر اشتباه می‌کنند، می‌تواند ارزش بازاریابی قابل توجهی داشته باشد. در نتیجه پیش‌بینی تورم با استفاده از نظر پیش‌بینی‌کنندگان حرفه‌ای ممکن است، برآورد تورش‌دار از انتظارات تورمی استفاده شده توسط قیمت‌گذاران و سیاست‌گذاران در اقتصاد به دست دهد.

روش دوم برای اندازه‌گیری انتظارات تورمی بررسی انتظارات خانوارها و بنگاه‌ها است. این روش عموماً برای ارزیابی اعتبار بانک مرکزی و درجه‌ای که نسبت به آن انتظارات تورمی اهرمی شده‌اند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در برخی موارد آن‌ها برای ارزیابی اعتماد اقتصادی استفاده می‌شوند و شواهد اضافی از دست رفته در اثر سایر اقدامات را جمع‌آوری می‌کند. با توجه به اینکه خانوارها و بنگاه‌ها بیش از حد تحت تاثیر قیمت انرژی و غذا هستند، انتظارات آن‌ها اغلب به عنوان پیش‌بینی‌کنندگان ضعیف پیشامدهای تورمی تعبیر می‌شوند. اما باید توجه داشت که اگر عوامل اقتصادی براساس انتظارات تورش‌دار عمل کنند، پس مهم است که سیاست‌گذار پولی ماهیت این تورش را درک کند زیرا این تورش می‌تواند بر هزینه‌ها، قیمت‌ها و دستمزدها تاثیر بگذارد. متأسفانه، اندازه انتظارات بنگاه‌ها در مقیاس گسترده‌ای در دسترس نیست. کابینو و گروودنیچنکو^۱ (۲۰۱۵) معتقدند از آنجایی که انتظارات بنگاه‌ها احتمالاً مشابه انتظارات خانوارها هستند، می‌توان از انتظارات خانوارها به عنوان شاخص تورم انتظاری استفاده کرد. کومار و همکاران^۲ (۲۰۱۵) دریافتند که مدیران بنگاه‌ها دانش کمی در مورد پویایی‌های تورم داشته و از اهداف بانک مرکزی ناآگاه‌اند و لذا انتظاراتی را نشان خواهند داد که به خوبی اهرمی نشده‌اند.

^۱. Coibion and Gorodnichenko

^۲. Kumar et al

بررسی‌ها نشان می‌دهد که اوراق قرضه دولتی با تورم شاخص‌سازی شده توسط زیرمجموعه‌ای در حال رشد از بانک‌های مرکزی بازارهای نوظهور به عنوان شاخصی از انتظارات تورمی مورد توجه قرار گرفته‌اند. اما حتی جایی که شاخص‌های بازار مالی انتظارات تورمی در دسترس هستند می‌توان گفت اغلب از روشی ترکیبی برای پیش‌بینی انتظارات استفاده می‌شود. برای مثال بوئر و مک کارتی^۱ (۲۰۱۵) نشان دادند که انتظارات تورمی بازارمحور در مقایسه با پیش‌بینی‌کننده‌های حرفه‌ای پیش‌بینی‌کننده‌های ضعیفی از تورم آتی هستند و اطلاعات آینده‌نگر اندکی در مورد تورم آتی در بر دارند. این تاحدی به این دلیل است که اقدامات بازارمحور نه تنها سطوح انتظاری تورم بلکه نقدینگی بازار و ارزش بیمه در مقابل پیامدهای تورمی را نیز منعکس می‌کند. در جدول (۱) مهمترین متغیرهای مورد استفاده در اندازه‌گیری انتظارات تورمی و در جدول دو مهمترین متغیرهای نهادی و درجه اهمیت آن‌ها در کشورهای مختلف ارائه شده است.

^۱.Bauer and McCarthy

جدول ۱: متغیرهای عمده مورد استفاده در ارزیابی انتظارات تورمی در برخی از کشورها

سایر	تولیدات صنعتی	بیکاری	رشد دستمزد اسمی	نرخ بهره سیاستی	نرخ ارز موثر اسمی	تورم گذشته		
						نوسان	سطح	
برزیل	۸	۷	۵	۲	۳		۱	۴: تعادل مالی دولت (اولیه) ۶: شوک‌های ستانده ۹: بدهی عمومی
شیلی				۲	۴		۱	۳: قیمت‌های غذا/نفت، شکاف ستانده جهانی ۵: شکاف ستانده، پیش‌بینی بانک مرکزی
چین			۲				۱	۳: رشد قیمت دارایی
کلمبیا				۵	۴	۲	۱	۳: شوک‌های ستانده
جمهوری چک	۵	۴			۲		۳	۱: هدف تورمی
مجارستان			۳			۴	۱	۲: تحرکات قیمت‌های انرژی قانون‌گذاری شده و غذا
هند			۲	۵	۴	۳	۱	
اندونزی		۵	۴	۳	۲		۱	۶: رشد قیمت دارایی
اسرائیل		۲		۳		۴	۱	
مالزی	۴	۶	۵		۲		۳	۱: تغییر در سیاست‌های داخلی
مکزیک		=۴		۱	۳			۲: شوک‌های قیمت کالاهای تجاری و شوک‌های قیمت غذا =۴ تعادل مالی دولت (اولیه)، شوک‌های ستانده و بدهی عمومی
پرو	=۵		=۷	۴	۳	۲	۱	۵: رشد قیمت دارایی، ۷= شوک‌های سمت عرضه
فیلیپین	۶		۵	۲		۴	۳	۱: شکاف تورمی (تورم جاری - هدف)
لهستان	=۶	۷		=۴	=۴		۲	۱: هدف تورمی، ۳: شکاف انتظارات تورمی، ۶= قیمت‌های نفت
عربستان سعودی				۴	۳		۲	۱: تعادل مالی (اولیه) دولت
آفریقای جنوبی	۱۰	۱۱	۳	۴	۲	۶	۱	۵: شوک‌های عرضه، ۷: تعادل مالی (اولیه) دولت، ۸: بدهی عمومی ۹: رشد قیمت دارایی
تایلند						۲	۱	
ترکیه			۴	۲	۲		۱	
امارات متحده عربی			۳		۴		۱	۲: رشد قیمت دارایی

جدول ۲: محرک‌های نهادی انتظارات تورمی

استقلال بانک مرکزی / هدف‌گذاری تورمی	انعطاف‌پذیری بازار کار	آزادسازی مالی / تجاری	قانون‌گذاری بازار محصول
۱			برزیل
۱	۲		شیلی
۱	۲	۴	کلمبیا
۱	۲		جمهوری چک
۱			مجارستان
۱			اندونزی
۱	۴	۳	مکزیک
۱			پرو
۱	۲		فیلیپین
۱			لهستان
		۲	عربستان سعودی
۱	۲	۳	آفریقای جنوبی
۱	۲		ترکیه
	۱		امارات متحده عربی

جمع‌بندی

همان‌طور که گفته شد انتظارات در اقتصاد ایران تحت تاثیر عوامل مختلف و متنوعی بوده و مادامی که زمینه کنترل انتظارات فراهم نشود، مدیریت موثر انتظارات و خروج از چرخه انتظارات خودتقویت‌شونده امکان‌پذیر نخواهد بود. در این راستا در مرحله اول موارد زیر باید مورد توجه قرار گیرد:

۱. استقلال کامل سیاست‌گذار پولی و نهاد قضایی از نهاد اجرایی: مساله استقلال بانک مرکزی

به منظور تاثیرگذاری سیاست پولی موضوعی است که در دامنه گسترده‌ای از ادبیات مورد تاکید قرار گرفته است. در مطالعه انجام شده توسط پژوهشکده پولی و مالی بانک مرکزی نیز بر لزوم استقلال بانک مرکزی برای اجرای سیاست هدف‌گذاری تورم تاکید شده است. این استقلال لازم است که در دو حوزه ابزار سیاست پولی و عدم سلطه مالی وجود داشته باشد.

۲. لزوم اتخاذ رویکردی برای پایش کمی انتظارات: مادامی که مسئولین و سیاست‌گذاران نقش

تعیین‌کننده انتظارات در روند پرنوسان متغیرها به خصوص متغیرهای حوزه پولی را به رسمیت نشناسند، موضوع رصد و مدیریت موثر انتظارات مورد توجه واقع نخواهد شد. ارایه چهارچوبی برای رصد کمی دایمی انتظارات عوامل اقتصادی، همان‌طور که سایر بانک‌های مرکزی دنیا در حال انجام آن هستند، می‌تواند در هدف‌گذاری واقع‌بینانه تورم و در نتیجه بازگرداندن اعتبار سیاستی به بانک مرکزی موثر واقع شود.

۳. لزوم اجرای اصلاحات نهادی و ساختار: همان‌طور که گفته شد، ساختارها و نهادهای معیوب

و گاهی ضدثبات در اقتصاد کشور مانع از اثرگذاری موثر سیاست پولی بر انتظارات است. لذا مادامی که این ساختارها و نهادها اصلاح نشود، نه تنها سیاست هدف‌گذاری تورمی و انتشار نرخ‌های پیش‌بینی شده تأثیری بر روند تعدیل انتظارات نخواهد داشت بلکه اعتبار سیاست‌گذار پولی را بیش از پیش تنزل خواهد داد. از جمله اقدامات ضروری در این زمینه اصلاح روند و ماهیت بودجه‌نویسی دولت، تنظیم قوانین و مقررات لازم برای توزیع متقارن و صحیح اطلاعات، تنظیم قوانین برخورداری از بازدارندگی بالا برای حذف فساد سیستماتیک، ایجاد و تقویت ثبات در حوزه‌های اجتماعی و سیاسی، استفاده از منابع نفتی صرفاً برای توسعه و سرمایه‌گذاری‌های بین نسلی و... از جمله مواردی است که به منظور فراهم‌سازی زمینه اجرای موفق سیاست مدیریت انتظارات باید مورد توجه قرار گیرد.

^۱. تأکید بر دستاوردهایی مثل تورم تک‌رقمی موقتاً واسطه دهه ۱۳۹۰ و یا کنترل تورم در سال‌های اخیر در حالی که هر ساله سطح عمومی قیمت‌ها به طور میانگین ۵۰ درصد رشد می‌کند، نشان‌دهنده این واقعیت است.

فهرست منابع

- باستانی‌فر، ایمان و صمدی، سعید (۱۳۹۶)، تحلیل عوامل موثر بر شکل‌گیری انتظارات تورمی ناشی از تحولات سیاسی و تغییرات نقدینگی، نشریه علمی-پژوهشی سیاست‌گذاری اقتصادی، سال دهم، شماره بیستم، ص ۱۳۵-۱۶۱.
- بشخور، مرجانه (۱۴۰۰)، ریشه‌یابی تورم در اقتصاد ایران، پژوهشکده تدبیر اقتصاد.
- حسینی، سیدصفدر و شکوهی، مریم (۱۳۹۲)، بررسی عوامل موثر بر تورم با تاکید بر نقش انتظارات گذشته‌نگر و آینده‌نگر، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال پانزدهم، شماره اول، ص ۲۰۹-۲۲۸.
- عباسی، علی؛ صمدی، علی حسین؛ هادیان، ابراهیم و رستم‌زاده، پرویز (۱۴۰۰)، قاعده پولی متناسب با انتظارات ناهمگن و سلطه مالی: مورد مطالعه ایران، فصلنامه علمی و پژوهشی رشد و توسعه اقتصادی، سال یازدهم، شماره ۴۴، ص ۶۳-۸۴.
- بانک مرکزی، داده‌های سری زمانی
- <https://www.mehrnews.com/news/5236508>
- Sousa, Ricardo and Yetman, James, Inflation Expectations and Monetary Policy (November 1, 2016). BIS Paper No. 89d, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2870936>
- Coibion, Olivier, and Yuriy Gorodnichenko. 2015. "Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts." *American Economic Review*, 105 (8): 2644-78. DOI: 10.1257/aer.20110306
- Miguel Saldarriaga & Pablo del Aguila & Kevin Gershy-Damet, 2017. "Has inflation targeting anchored inflation expectations? Evidence from Peru," *Working Papers* 103, Peruvian Economic Association.
- Michael D. Bauer and Erin McCarthy (2015), Can We Rely on Market-Based Inflation Forecasts? *FRBSF ECONOMIC LETTER* , Can We Rely on Market-Based Inflation Forecasts? - San Francisco Fed (frbsf.org)
- Adrian, T., Laxton, D., & Obstfeld, M. (2018). *Advancing the Frontiers of Monetary Policy*. USA: International Monetary Fund. Retrieved Jun 22, 2024, from <https://doi.org/10.5089/9781484325940.071>
- Mikolajek-Gocejna, M. (2014). Expectations in the Theory of Economics. In: Investor Expectations in Value Based Management. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-06847-3_2
- Leijonhufvud, Axel. 1986. "Rules With Some Discretion." In Colin D. Campbell and William R. Dougan (eds) *Alternative Monetary Regimes*. Baltimore: Johns Hopkins Press. pp. 38-43. (also see: Bordo, Michael D.; Jonung, Lars (1994) : *Monetary Regimes, Inflation And Monetary Reform: An Essay in Honor of Axel Leijonhufvud*, Working Paper, No. 1994-07, Rutgers University, Department of Economics, New Brunswick, NJ)
- ALCIDI C., GROS D., SHAMSAKHAR F., (2022), Inflation expectations: models and measures, Monetary Dialogue Papers, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies, PE 703.338, Inflation expectations: models and measures (europa.eu)

