

Analysis of Liquidity Dynamics in the Iranian Economy (1981–2021): Transition from Fiscal to Banking Dominance

Omid Īzānlū¹ 

1.Ph.D. in Economics, Researcher, Ghadr Applied Socioeconomic Research Center, Qom, Iran.

omidezanlo@gmail.com

Received: 2025/05/24; Accepted 2025/08/16

Extended Abstract

Introduction and Objectives: Chronic inflation has persisted as one of the most enduring macroeconomic challenges in Iran over recent decades, consistently occupying a central focus for policymakers and analysts. The dominant economic literature in Iran, primarily grounded in conventional monetarist doctrine, attributes the root cause of inflation to rapid liquidity growth. This growth itself has traditionally been ascribed to the consequences of government budget deficits and public sector fiscal imbalances. According to this perspective, formulated within the theory of fiscal dominance, the Central Bank of Iran (CBI), under government fiscal pressure, is compelled to provide financing through the expansion of the monetary base, which is thus considered the principal driver of liquidity growth.

However, structural transformations within the country's monetary and banking system in recent decades have cast doubt on the continued validity of this hypothesis. Employing an analytical-critical approach based on time-series data, this research evaluates the credibility of this hypothesis over four decades (1981–2021). The central research question is whether budget deficits and the mechanism of fiscal dominance remain the primary driver of liquidity growth in Iran, or if the banking system has emerged as the dominant actor in money creation. The ultimate objective of this study is to identify the disaggregated contributions of each factor (the government sector and the banking system) to the liquidity creation process and to provide a precise depiction of the internal logic of money creation in the Iranian economy.

Methodology: This study utilizes an analytical-computational method to analyze liquidity data in Iran's economy from 1981 to 2021. The conceptual framework is based on the fundamental monetary identity ($m \times B = M$), where M represents the liquidity volume, m the money multiplier, and B the monetary base. This decomposition allows for an independent evaluation of the roles of monetary policy and credit policy in the liquidity creation process.

The data were extracted from published statistics of the Central Bank of the Islamic Republic of Iran and from bank financial statements available on the CODAL system. The analytical procedure was conducted in five stages:



1. Decomposition of liquidity growth into its two components: the monetary base and the money multiplier.
2. Estimation of the contribution of each component to liquidity growth in each decade.
3. Decomposition of the monetary base into its constituent parts and calculation of their individual contributions to base money growth.
4. Integration of the results to ascertain the final contribution of each constituent part to overall liquidity growth.
5. Estimation of the banking system's net contribution to liquidity growth through both the multiplier channel and banks' debt to the central bank.

This process enables a more precise assessment of the internal logic of liquidity growth over the past four decades.

Findings: The results indicate a structural shift in the drivers of liquidity growth in the Iranian economy over the last four decades. In the 1980s, the fiscal dominance hypothesis is largely corroborated. The monetary base played the dominant role, accounting for 54% of liquidity growth. Among its components, net government debt to the central bank alone explained over 100% of the growth in the monetary base. This underscores the government's dominant role in the money creation process during that period.

However, from the 1990s onward, the structure of liquidity growth transformed significantly. The findings demonstrate that the share of the money multiplier in liquidity growth gradually increased, becoming the dominant factor: rising from 46% in the 1980s to 61% in the 1990s, 75% in the 2000s, and finally reaching 84% in the 2010s. This trend signifies a transfer of the epicenter of money creation from the central bank to the banking network.

Based on the integrated results, the net contribution of the banking system (including both direct effects via the multiplier and indirect effects through its debt to the central bank) to liquidity growth increased from 50% in the 1980s to 69% in the 1990s, 82% in the 2000s, and finally 92% in the 2010s. These findings provide clear evidence that over the last three decades, the banking system has been the primary—and nearly exclusive—agent of liquidity creation in the country.

Discussion and Conclusions: The findings of this study challenge the traditional view prevalent in Iranian economic literature, which emphasizes the dominant role of government and budget deficits in liquidity growth. Empirical evidence shows that the money creation process over the past three decades has become increasingly endogenous and reliant on the behavior of the banking system, to the extent that one can speak of a conceptual transition from “fiscal dominance” to “banking dominance.”

This evolution carries significant implications for the effectiveness of monetary policy. Monetary policymaking within the traditional framework, focused on controlling the monetary base and enforcing government fiscal discipline, is no longer adequate. This is because the vast majority of liquidity (over 90% in the 2010s) is now generated through credit creation by banks, predominantly private ones. Furthermore, the increase in banks' overdrafts from central bank resources, which has itself become a driver of monetary base growth, signifies the central bank's passive role in response to the banking network's behavior.

Consequently, achieving sustainable inflation control necessitates a redefinition of monetary policy approaches and a greater focus on precise regulation of the banking network. Key measures include enhancing effective supervision of bank balance sheets, revising statutory reserve ratios, implementing macroprudential policies, and strengthening the supervisory authority of the central bank. These steps are essential for curbing excessive liquidity creation, channeling liquidity toward productive activities, and achieving lasting stability in the country's macroeconomy.



Journal of Economic Essays; an Islamic Approach (JEE)

Journal homepage: <https://jee.rihu.ac.ir/>



Original Article

Acknowledgements: The author sincerely extends gratitude to the “Ghadr: Applied Economic-Social Research Center” for its scientific support and for providing the necessary platform and resources for this research. Undoubtedly, a portion of this study’s achievements is indebted to the accompaniment and support of this esteemed center.

Conflict of Interest: The author declares that there is no conflict of interest regarding the conduct of this research or the publication of its results

Keywords: Liquidity, Liquidity, Banking System, Money Creation, Monetary Base, Monetary Multiplier, Monetary Policy.

Cite this article: Omid Īzānlū (2025). “Analysis of Liquidity Dynamics in the Iranian Economy (1981–2021): Transition from Fiscal to Banking Dominance”. Journal of Economic Essays; an Islamic Approach, 22(46): 35-59.





Research Institute of
Hawzah and University

جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی

Journal homepage: <https://iee.rihu.ac.ir/>



نوع مقاله: پژوهشی

تحلیل پویایی‌های نقدینگی در اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۴۰۰): گذار از تسلط مالی به نقش محوری نظام بانکی

امید ایزانلو^۱

۱. دکترای اقتصاد، پژوهشگر مرکز پژوهش کاربردی اقتصادی اجتماعی قدر، قم، ایران

omidezanlo@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۳؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۲۵

چکیده گسترده

مقدمه و اهداف: تورم مزمن یکی از پایدارترین چالش‌های اقتصاد کلان ایران در دهه‌های اخیر بوده و همواره در کانون توجه سیاست‌گذاران و تحلیلگران قرار داشته است. در ادبیات غالب اقتصادی کشور که عمدتاً مبتنی بر آموزه‌های مکتب پولی متعارف است، علت اصلی بروز تورم در رشد شتابان نقدینگی ریشه‌یابی می‌شود؛ رشدی که خود به‌طور سنتی به پیامد کسری‌های بودجه‌ای دولت و ناترازی مالی بخش عمومی نسبت داده می‌شود. براساس این نگاه، که ذیل نظریه تسلط مالی صورت‌بندی شده است، بانک مرکزی تحت فشارهای مالی دولت، ناگزیر به تأمین منابع از طریق افزایش پایه پولی شده و همین امر عامل اصلی رشد نقدینگی قلمداد می‌شود. باوجوداین، تحولات ساختاری نظام بانکی و پولی کشور در دهه‌های اخیر، این فرضیه را در معرض تردید قرار داده است. پژوهش حاضر با رویکردی تحلیلی-انتقادی و مبتنی بر داده‌های سری زمانی، به ارزیابی میزان اعتبار این فرضیه در طول چهار دهه (۱۳۶۰ تا ۱۴۰۰) می‌پردازد. پرسش اصلی تحقیق آن است که آیا همچنان کسری بودجه و سازوکار تسلط مالی عامل اصلی رشد نقدینگی در ایران است، یا آنکه نظام بانکی به‌عنوان بازیگر مسلط در خلق پول ظاهر شده است؟ هدف نهایی پژوهش، شناسایی سهم تفکیکی هر یک از عوامل (بخش دولت و نظام بانکی) در فرآیند خلق نقدینگی و ارائه تصویری دقیق از منطق درونی خلق پول در اقتصاد ایران است. روش‌شناسی: مطالعه حاضر با بهره‌گیری از روش تحلیلی-محاسباتی، به تجزیه و تحلیل داده‌های نقدینگی اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۰ تا ۱۴۰۰ می‌پردازد. چهارچوب مفهومی پژوهش مبتنی بر رابطه بنیادین نقدینگی ($M = m \times B$) است که در آن، M نماینده حجم نقدینگی، m ضریب فزاینده و B پایه پولی است. این تفکیک امکان ارزیابی مستقل نقش سیاست پولی و سیاست اعتباری را در فرآیند خلق نقدینگی فراهم می‌کند.





Research Institute of
Hawzah and University

جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی

Journal homepage: <https://iee.rihu.ac.ir/>



نوع مقاله: پژوهشی

داده‌های مورد استفاده از آمارهای منتشرشده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و صورت‌های مالی بانک‌ها از سامانه کدال استخراج شده است. روند تحلیل در پنج مرحله صورت گرفته است: ۱. تجزیه رشد نقدینگی به دو مؤلفه پایه پولی و ضریب فزاینده؛ ۲. برآورد سهم هر مؤلفه در رشد نقدینگی در هر دهه؛ ۳. تجزیه پایه پولی به اجزای آن و محاسبه سهم هریک در رشد پایه پولی؛ ۴. ترکیب نتایج برای دستیابی به سهم نهایی هر جزء در رشد نقدینگی؛ و ۵. برآورد سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی از مسیر ضریب فزاینده و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی. این روند، امکان ارزیابی دقیق‌تر منطق درونی رشد نقدینگی در چهار دهه گذشته را فراهم می‌کند.

یافته‌ها: نتایج پژوهش حاکی از بروز یک تغییر ساختاری در محرک‌های رشد نقدینگی طی چهار دهه اخیر در اقتصاد ایران است. در دهه ۱۳۶۰، فرضیه تسلط مالی تا حدود زیادی قابل تأیید است. پایه پولی با سهم ۵۴ درصدی در رشد نقدینگی، نقش غالب داشته و در میان اجزای آن، خالص بدهی دولت به بانک مرکزی به تنهایی بیش از ۱۰۰ درصد از رشد پایه پولی را تبیین می‌کرد. این امر نشان‌دهنده نقش مسلط دولت در فرآیند خلق پول در آن دوره است.

باوجوداین، از دهه ۱۳۷۰ به بعد، ساختار رشد نقدینگی به‌طور معناداری دگرگون شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد سهم ضریب فزاینده از رشد نقدینگی به‌تدریج افزایش یافته و به عامل غالب تبدیل شده است؛ به گونه‌ای که از ۴۶ درصد در دهه ۱۳۶۰ به ۶۱ درصد در دهه ۱۳۷۰، ۷۵ درصد در دهه ۱۳۸۰ و سرانجام ۸۴ درصد در دهه ۱۳۹۰ افزایش یافته است. این روند بیان‌کننده انتقال مرکز ثقل خلق پول از بانک مرکزی به شبکه بانکی است.

براساس نتایج ترکیبی، سهم خالص نظام بانکی (شامل تأثیر مستقیم از طریق ضریب فزاینده و غیرمستقیم از طریق بدهی به بانک مرکزی) در رشد نقدینگی از ۵۰ درصد در دهه ۱۳۶۰ به ترتیب به ۶۹ درصد در دهه ۷۰، ۸۲ درصد در دهه ۸۰ و سرانجام ۹۲ درصد در دهه ۱۳۹۰ رسیده است. این یافته‌ها به‌روشنی مؤید آن است که در سه دهه اخیر، نظام بانکی بازیگر اصلی و تقریباً انحصاری خلق نقدینگی در کشور بوده است.

بحث و نتیجه‌گیری: یافته‌های پژوهش حاضر، دیدگاه سنتی حاکم بر ادبیات اقتصادی ایران مبنی بر نقش مسلط دولت و کسری بودجه در رشد نقدینگی را به چالش می‌کشد. شواهد تجربی نشان می‌دهد فرآیند خلق پول طی سه دهه گذشته، به‌طور فزاینده‌ای درون‌زاتر و متکی به رفتار نظام بانکی شده است؛ به گونه‌ای که می‌توان از گذار مفهومی از «تسلط مالی» به «تسلط نظام بانکی» سخن گفت.

این تحول پیامدهای مهمی برای اثربخشی سیاست‌های پولی دارد. سیاست‌گذاری پولی در چهارچوب سنتی که بر کنترل پایه پولی و انضباط مالی دولت متمرکز است، دیگر پاسخگوی شرایط موجود نیست؛ زیرا بخش اعظم نقدینگی (بیش از ۹۰ درصد در دهه ۱۳۹۰) در قالب خلق اعتبار توسط بانک‌ها و عمدتاً بانک‌های خصوصی تولید شده است. همچنین، افزایش اضافه‌برداشت بانک‌ها از منابع بانک مرکزی، که خود به یکی از محرک‌های رشد پایه پولی تبدیل شده، بیانگر نقش انفعالی بانک مرکزی در برابر رفتار شبکه بانکی است.

در نتیجه، مهار پایدار تورم مستلزم بازتعریف رویکردهای سیاست‌گذاری پولی و تمرکز بر تنظیم‌گری دقیق‌تر شبکه بانکی است. اقدامات اصلی مانند ارتقاء نظارت مؤثر بر ترازنامه بانک‌ها، بازنگری در نرخ‌های ذخیره قانونی، اجرای سیاست‌های احتیاطی کلان و تقویت اقتدار نظارتی بانک مرکزی، از جمله گام‌های ضروری در راستای مهار خلق نقدینگی و هدایت نقدینگی به سمت فعالیت‌های مولد و تحقق ثبات پایدار در اقتصاد کلان کشور به شمار می‌روند.

Research Institute of
Hawzah and University

جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی

Journal homepage: <https://iee.rihu.ac.ir/>

نوع مقاله: پژوهشی

تقدیر و تشکر: بدین وسیله از «مرکز پژوهشی کاربردی اقتصادی-اجتماعی قدر» به دلیل حمایت‌های علمی و فراهم‌سازی بسترهای لازم برای انجام این پژوهش، صمیمانه قدردانی و تشکر به عمل می‌آید. بی‌تردید، بخشی از دستاوردهای این مطالعه مرهون همراهی و پشتیبانی آن مرکز محترم است.

تعارض منافع: نویسنده اظهار می‌دارد که هیچ‌گونه تعارض منافی در ارتباط با انجام این پژوهش و انتشار نتایج آن وجود ندارد. واژگان کلیدی: نقدینگی، نظام بانکی، خلق پول، پایه پولی، ضریب فزاینده، سیاست پولی..

استناد: امید ایزانلو (۱۴۰۴). «تحلیل پویایی‌های نقدینگی در اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۴۰۰)»: گذار از تسلط مالی به نقش محوری نظام بانکی»، مجله جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی ۲۲(۴۶): ۳۵-۵۹.



۱. مقدمه

تورم به‌عنوان یکی از ابرچالش‌های اقتصاد کلان ایران در سال‌های اخیر، همواره در کانون توجه سیاست‌گذاران و تحلیلگران اقتصادی قرار داشته است. در گفتمان غالب اقتصادی، که عمدتاً توسط پیروان مکتب اقتصاد متعارف نمایندگی می‌شود، تورم به‌مثابه پدیده‌ای صرفاً پولی تبیین شده و ریشه آن به اختلال در توازن عرضه و تقاضای کل، و به‌ویژه، به رشد بی‌رویه حجم نقدینگی نسبت داده می‌شود. در این چهارچوب تحلیلی، رشد نقدینگی نیز به‌نوبه‌خود، عمدتاً ناشی از فقدان انضباط مالی در بخش عمومی، به‌ویژه ناترازی ساختاری بودجه دولت و بروز کسری‌های مستمر قلمداد می‌شود. براساس این نگرش، کسری بودجه دولت به‌عنوان متهم ردیف اول در ایجاد تورم ناشی از فشار تقاضا^۱ از طریق دامن زدن به رشد نقدینگی شناخته می‌شود (شاگری و باقری اسکویی، ۱۴۰۲).

با وجود سیطره این دیدگاه، پژوهش حاضر با رویکردی انتقادی به واکاوی بنیان‌های نظری و تجربی این ادعا مبادرت می‌کند. در اقتصاد ایران، دیدگاه غالب بر این است که کسری بودجه دولت، به‌ویژه در دهه‌های اخیر، محرک اصلی رشد نقدینگی بوده و از طریق سازوکارهای مختلف، آثار گسترده‌ای بر متغیرهای اسمی و حقیقی اقتصاد برجای گذاشته است. با وجود غلبه این دیدگاه، پژوهش حاضر با رویکردی انتقادی و با هدف ارزیابی تجربی و داده‌محور این ادعا، به بررسی پویایی‌های رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۰-۱۴۰۰ می‌پردازد. پرسش اصلی این مقاله عبارت است از: آیا کسری بودجه دولت همچنان محرک مسلط رشد نقدینگی در اقتصاد ایران محسوب می‌شود یا آنکه شواهد تجربی بیانگر تغییر کانون اصلی این محرک است؟

۲. روش‌شناسی

به‌منظور درک دقیق‌تر از عوامل مؤثر بر رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره‌های زمانی ۱۳۶۰-۱۳۹۹، پژوهش حاضر از یک روش محاسباتی تفصیلی برای تفکیک و تحلیل نقش پایه پولی^۲ و ضریب فزاینده^۳ در رشد نقدینگی استفاده نموده است. در ادامه، ابتدا روش محاسبات به‌صورت گام‌به‌گام تشریح و سپس چرایی و اهمیت این تفکیک بیان و در بخش بعدی، یافته‌های کلیدی تحقیق ارائه شده است.

۳. روش محاسبات

پژوهش حاضر با هدف واکاوی دقیق عوامل مؤثر بر رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی بازه زمانی ۱۳۶۰-۱۳۹۹، از یک روش محاسباتی تفصیلی بهره جسته است. روش‌شناسی تحقیق بر تفکیک نقدینگی به دو مؤلفه اساسی پایه پولی و ضریب فزاینده استوار بوده و به‌صورت گام‌به‌گام شامل ۱. تجزیه نقدینگی به پایه پولی و ضریب فزاینده با استفاده از رابطه بنیادین $M = m * B$ ؛ ۲. محاسبه سهم کمی پایه پولی و ضریب فزاینده از نرخ رشد نقدینگی در هر دهه براساس داده‌های بانک مرکزی؛ ۳. تفکیک پایه پولی به اجزای اصلی (بدهی بانک‌ها و دولت به بانک مرکزی، دارایی‌های خارجی و سایر اقلام) و محاسبه سهم هر جزء در رشد پایه پولی؛ ۴. تعیین سهم نهایی هر یک از اجزای پایه پولی در رشد نقدینگی از طریق تلفیق سهم اجزاء در رشد پایه پولی و سهم پایه پولی در رشد نقدینگی؛ و ۵. محاسبه سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی با در نظر گرفتن اثرگذاری آن از دو مسیر ضریب فزاینده و پایه پولی است.

این تفکیک امکان درک دقیق‌تر محرک‌های اصلی رشد نقدینگی را فراهم و به تشخیص تغییرات ساختاری این محرک‌ها در گذر زمان کمک و زمینه را برای طراحی سیاست‌های پولی هدفمندتر مهیا می‌کند و سرانجام به ارزیابی عملکرد نظام بانکی و بانک مرکزی در مدیریت

1. Demand-pull inflation
2. Monetary Base
3. Money Multiplier

نقدینگی یاری می‌رساند. به‌دیگرسخن، این روش تحلیلی، سیاست‌گذاران را قادر می‌کند تا منشأ اصلی رشد نقدینگی را شناسایی نموده (آیا ناشی از سیاست‌های بانک مرکزی است یا عملکرد نظام بانکی؟) و بر مبنای شناخت پویایی نقش عوامل در طول زمان، سیاست‌های پولی متناسب‌تر و اثر بخش‌تر را تدوین و اجرا نمایند. همچنین، این تفکیک، ابزاری کارآمد برای ارزیابی و پایش عملکرد نهادهای پولی در راستای کنترل و مدیریت نقدینگی فراهم می‌آورد.

جدول ۱. گام‌های روش‌شناسی

گام	شرح	فرمول / توضیحات
گام اول: تفکیک نقدینگی به پایه پولی و ضریب فزاینده	تعریف نقدینگی به‌عنوان حاصلضرب پایه پولی و ضریب فزاینده	$M = m \times B$ (M: نقدینگی، m: ضریب فزاینده، B: پایه پولی)
گام دوم: محاسبه سهم پایه پولی و ضریب فزاینده از رشد نقدینگی	تعیین سهم هر یک از عوامل در نرخ رشد نقدینگی با استفاده از داده‌های نرخ رشد نقدینگی، سهم پایه پولی و ضریب فزاینده از کل نقدینگی در هر دهه	استفاده از داده‌های سری زمانی بانک مرکزی
گام سوم: محاسبه سهم اجزای پایه پولی در رشد پایه پولی	محاسبه سهم هر یک از اجزای پایه پولی (بدهی بانک‌ها و دولت به بانک مرکزی، دارایی‌های خارجی، سایر دارایی‌ها و بدهی‌ها) در نرخ رشد پایه پولی در هر دهه	استفاده از داده‌های سری زمانی بانک مرکزی
گام چهارم: محاسبه سهم اجزای پایه پولی در رشد نقدینگی	محاسبه سهم نهایی هر جزء از پایه پولی در رشد نقدینگی با ضرب سهم هر جزء از رشد پایه پولی در سهم پایه پولی از رشد نقدینگی	استفاده از داده‌های گام دوم و سوم
گام پنجم: محاسبه سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی	محاسبه سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی از طریق دو مسیر ضریب فزاینده و پایه پولی	مجموع سهم سیستم بانکی از مسیر ضریب فزاینده و سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از مسیر پایه پولی

منبع: یافته‌های پژوهش

۴. مبانی نظری

تحلیل تحولات نقدینگی در اقتصاد ایران مستلزم بازخوانی نظریه‌های پولی با تأکید بر منشأ خلق پول و نقش نهادهای سیاست‌گذار در فرآیند افزایش نقدینگی است. در ادبیات اقتصاد پولی، دو چهارچوب مفهومی اصلی برای تبیین سازوکار خلق پول و نقدینگی وجود دارد: نخست، رویکرد پول برون‌زا^۱ که ریشه در سنت پول‌گرایی دارد و دوم، رویکرد پول درون‌زا^۲ که توسط اقتصاددانان پساکینزی توسعه یافته است. فهم این دو رویکرد و تمایزات آنها، چهارچوبی نظری برای تحلیل چگونگی خلق نقدینگی و نقش دولت و نظام بانکی در اقتصاد ایران فراهم می‌کند. در رویکرد کلاسیک و پول‌گرایانه، حجم نقدینگی حاصل ضرب پایه پولی (B) در ضریب فزاینده (m) فرض می‌شود ($M = m \times B$). در این چهارچوب، بانک مرکزی با کنترل پایه پولی از طریق ابزارهایی نظیر عملیات بازار باز،^۳ نرخ ذخیره قانونی^۴ و تسهیلات قاعده‌مند،^۵ قدرت کنترل بر عرضه پول و در نتیجه، نقدینگی را داراست (Friedman, 1968). این دیدگاه بر استقلال بانک مرکزی و نقش فعال آن در سیاست‌گذاری پولی تأکید دارد و فرض می‌گیرد که ضریب فزاینده نسبتاً باثبات و قابل پیش‌بینی است.

1. Exogenous Money
2. Endogenous Money
3. Open Market Operations
4. Legal Reserve Ratio / Required Reserve Ratio
5. Standing Facilities / Discount Window Lending

باوجوداین، در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، این توانایی بانک مرکزی در کنترل نقدینگی، به واسطه پدیده «تسلط مالی»^۱ با چالش مواجه می‌شود. این نظریه، که توسط سارجنت و والس ارائه شده، نشان می‌دهد در شرایطی که دولت با کسری بودجه مزمن و محدودیت‌های دسترسی به منابع مالی روبه‌روست، سیاست پولی به تابعی از نیازهای مالی دولت بدل می‌شود و بانک مرکزی ناگزیر به پولی‌سازی کسری بودجه است (Sargent & Wallace, 1981). در چنین شرایطی، پایه پولی عمدتاً از مسیر افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی رشد کرده و از طریق ضریب فزاینده، به خلق نقدینگی بیشتر منجر می‌شود. این فرآیند که یکی از عوامل اصلی بی‌ثباتی پولی در اقتصادهای در حال توسعه محسوب می‌شود، برای دهه‌ها چهارچوب غالب در تحلیل نقدینگی در اقتصاد ایران بوده است.

در مقابل این دیدگاه، اقتصاددانان پساکینزی نظریه «پول درون‌زا» را ارائه کرده‌اند که جهت علیت در فرآیند خلق پول را وارونه می‌کند. در این چهارچوب، بانک‌ها در پاسخ به تقاضای اعتبار از سوی بنگاه‌ها و خانوارها، اقدام به پرداخت وام می‌کنند و این وام‌ها به خلق سپرده‌ها (و نقدینگی) منجر می‌شود (Moore, 1988; Wray, 2007). پس از پرداخت تسهیلات، بانک‌ها برای تأمین ذخایر مورد نیاز به بانک مرکزی مراجعه کرده و این نهاد برای حفظ ثبات بازار پول، ذخایر لازم را در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهد. در این مدل، پایه پولی و ضریب فزاینده، متغیرهایی درون‌زا و تابع رفتار نظام بانکی تلقی می‌شوند، نه عوامل برون‌زای تحت کنترل مستقیم بانک مرکزی (Wicksell, 1907; Lavoie, 2006).

براساس این رویکرد، مهم‌ترین محرک خلق نقدینگی، تصمیمات اعتباری بانک‌ها و رفتارهای درون‌زای آنهاست. عواملی نظیر نرخ بهره واقعی، ریسک اعتباری، ساختار بازار پول، کفایت سرمایه، انتظارات تورمی، و وضعیت ترازنامه‌ای بانک‌ها، همگی بر میزان پرداخت تسهیلات و خلق نقدینگی مؤثرند (Fontana, 2003).

مرور تجربیات اقتصاد ایران نیز نشان می‌دهد که در دهه‌های اخیر، الگوی خلق پول در کشور، از چهارچوب کلاسیک مبتنی بر تسلط مالی، به سمت نوعی «تسلط نظام بانک» تغییر یافته است. در دهه ۱۳۶۰ و بخش‌هایی از دهه ۱۳۷۰، خلق نقدینگی عمدتاً نتیجه پولی‌سازی کسری بودجه دولت و افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی بود. این وضعیت با نظریه تسلط مالی همخوانی کامل داشت؛ اما با اجرای سیاست‌های تعدیل ساختاری و خصوصی‌سازی بانک‌ها در دهه ۱۳۷۰ به بعد، ساختار بانکی ایران دچار تحول شد. ورود بانک‌های خصوصی، افزایش رقابت برای جذب منابع و تسهیلات و تضعیف نظارت مؤثر موجب شد که نظام بانکی به محرک اصلی رشد نقدینگی تبدیل شود. این فرآیند از دو مسیر شکل گرفت:

الف) از طریق ضریب فزاینده: رفتار تهاجمی بانک‌ها در پرداخت وام با هدف افزایش سود و سهم بازار، باعث افزایش ضریب فزاینده و خلق پول اعتباری شد؛

ب) از طریق پایه پولی: ناترازی ترازنامه‌ای بانک‌ها، افزایش دارایی‌های موهومی و غیرجاری و الزام به ایفای تعهدات نقدی، موجب اضافه‌برداشت‌های مکرر از بانک مرکزی شد. برخلاف گذشته که پایه پولی نتیجه بدهی دولت بود، اکنون رشد پایه پولی عمدتاً ناشی از اضافه‌برداشت بانک‌هاست که به پدیده‌ای درون‌زا بدل شده است.

در چنین شرایطی، بانک مرکزی در عمل، به نهادی منفعل در برابر رفتارهای نظام بانکی تبدیل شده و کنترل نقدینگی صرفاً از طریق مدیریت نرخ بهره ممکن تلقی می‌شود. تمرکز بانک مرکزی بر هدف‌گذاری نرخ بهره و مهار تورم، جایگزین نقش فعال آن در هدایت اعتبارات و توسعه شده است (Goodhart, 2009). سرانجام، بررسی روند تاریخی اقتصاد ایران نشان می‌دهد که منشأ خلق نقدینگی در کشور، طی زمان دچار تحول نهادی شده و از تسلط مالی دولت به تسلط نظام بانکی^۲ تغییر یافته است. این تحولات، لزوم بازنگری در سیاست‌های پولی و طراحی چهارچوب‌هایی برای کنترل و هدایت فعال نقدینگی از مسیر نظام بانکی را آشکار می‌کند. چهارچوب نظری ارائه شده در این بخش، مبنایی برای آزمون تجربی فرضیات پژوهش و ارزیابی نقش متغیرهای مختلف در خلق نقدینگی در اقتصاد ایران فراهم می‌آورد.

۵. پیشینه پژوهش

مطالعات تجربی گوناگونی به بررسی رابطه میان کسری بودجه دولت و تأثیر آن بر افزایش نقدینگی در اقتصاد ایران پرداخته‌اند. مطالعات اولیه، با به‌کارگیری روش‌های معادلات منفرد^۱، اثر مثبت کسری بودجه بر پایه پولی (زنوز، ۱۳۹۳) و حجم نقدینگی (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۱؛ تقی‌پور، ۱۳۸۰) را در دوره‌های زمانی مختلف (۱۳۴۰-۱۳۷۸، ۱۳۵۷-۱۳۸۷، ۱۳۹۲) به اثبات رساندند. این تحقیقات آغازین، با وجود سادگی روش‌شناختی، همگی بر وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار میان کسری بودجه و متغیرهای پولی در اقتصاد ایران تأکید داشته‌اند. با توسعه دانش اقتصادسنجی، رویکرد پژوهش‌ها به سمت استفاده از مدل‌های چندمتغیره و پویاتر گرایش پیدا کرد. بهره‌گیری از الگوی خودرگرسیون برداری^۲ توسط علوی‌راد (۱۳۸۵) در بازه زمانی ۱۳۴۲-۱۳۸۰ و همچنین هژبر کیانی و حلافی (۱۳۸۰) با کاربرد گسترده‌تر VAR، VECM و ARDL و داده‌های ۱۳۳۸-۱۳۷۷، همگی اثرگذاری مثبت کسری بودجه بر حجم نقدینگی را در اقتصاد ایران، با تأکید بر پویایی‌های زمانی و روابط متقابل بین متغیرها، مجدداً تأیید نمودند.

در سال‌های اخیر، رویکردهای ساختاری و مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی^۳ در تحلیل این رابطه، مورد توجه فزاینده قرار گرفته‌اند. مطالعات مبتنی بر مدل‌های DSGE کالبره شده، تسلط قابل توجه سیاست مالی بر سیاست پولی در اقتصاد ایران را به تصویر کشیده‌اند (مشیری و همکاران، ۱۳۹۰؛ صباغ کرمانی و دیگران، ۱۳۹۳). برای مثال، مشیری و همکاران (۱۳۹۰) میزان تسلط مالی را حدود ۷۷ درصد و صباغ کرمانی و دیگران (۱۳۹۳) تا ۹۲ درصد برآورد نمودند که این امر، استقلال محدود بانک مرکزی و کارایی ناکافی سیاست پولی در کنترل نقدینگی را نمایان می‌کند. افزون‌براین، کمیجانی و توکلیان (۱۳۹۱) با استفاده از مدل DSGE، وابستگی سیاست پولی به تورم را بررسی کردند. همچنین، قبادی و کمیجانی (۱۳۸۹) در یک مطالعه موردی با بهره‌گیری از مدل‌های VECM و SVECM در دوره ۱۳۶۸-۱۳۸۷، اثرگذاری مثبت بدهی دولت بر حجم نقدینگی را به‌عنوان یکی از مسیرهای اصلی اثرگذاری سیاست مالی شناسایی نمودند.

باوجود تمرکز غالب ادبیات موجود بر مفهوم سلطه مالی و نقش کسری بودجه، تحولات ساختاری نظام بانکی ایران در دهه‌های اخیر، کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. اگرچه برخی تحقیقات به نقش ضریب فزاینده نقدینگی اشاره داشته‌اند (درگاهی و هادیان، ۱۳۹۶)، اما تحلیل نظام‌مند تغییر کانون خلق نقدینگی از کسری بودجه به نظام بانکی، همچنان به‌صورت یک شکاف در پیکره دانش موجود احساس می‌شود. پژوهش حاضر، در راستای پر نمودن این خلأ، با رد فرضیه نقش مسلط کسری بودجه براساس داده‌های بلندمدت (۱۳۶۰-۱۴۰۰)، اثبات انتقال کانون خلق نقدینگی به نظام بانکی و تبیین نقش تحولات ساختاری نظام بانکی به‌عنوان محرک کلیدی افزایش نقدینگی، نوآوری‌های قابل توجهی را ارائه می‌نماید. این مطالعه، با ارائه شواهد تجربی برگرفته از یک دوره چهار ساله و پیشنهاد یک الگوی نوین برای اقتصادهای در حال گذار با ساختار بانکی دوگانه (دولتی-خصوصی)، ادبیات فعلی را به چالش کشیده و به توسعه آن یاری می‌رساند.

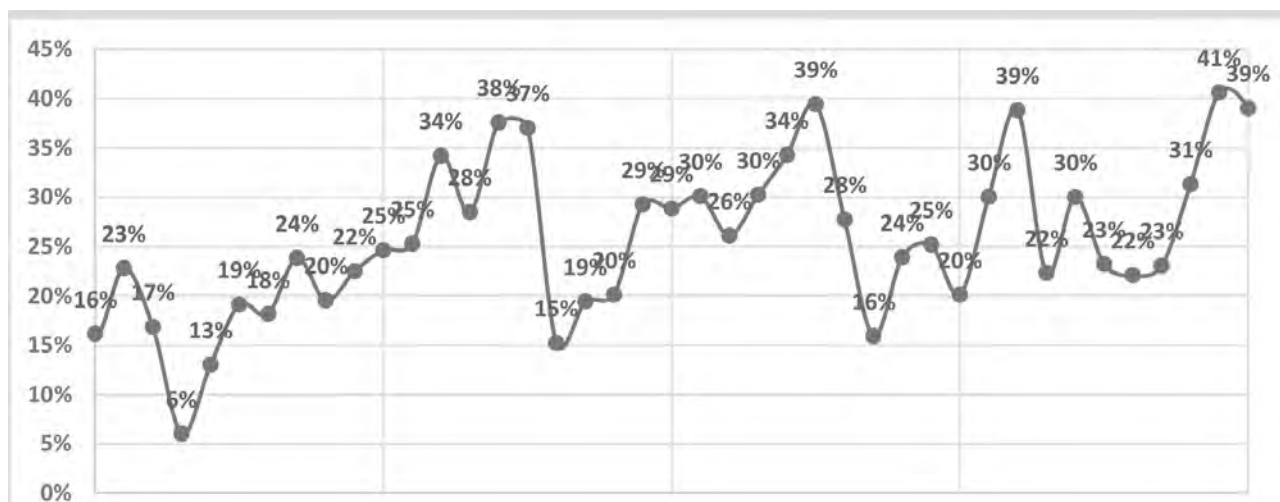
۶. یافته‌های پژوهش

۶-۱. بررسی روند رشد نقدینگی

مطالعه سری‌های زمانی مربوط به نقدینگی در اقتصاد ایران طی چهار دهه اخیر (از سال ۱۳۶۰ تا ۱۴۰۰) نشان می‌دهد این متغیر اقتصادی نوسانات قابل توجهی در طول زمان داشته است.

1. Single Equation models
2. Vector Autoregression (VAR)
3. Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)

نمودار ۱. رشد نقدینگی در بازه ۱۳۶۰-۱۴۰۰



منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

همان‌طورکه در جدول شماره ۲ با عنوان «نتایج تحلیل رشد نقدینگی (۱۳۶۰-۱۴۰۰)» نشان داده شده است، با وجود تلاش‌های مقطعی برای کنترل نقدینگی، میانگین نرخ رشد نقدینگی در هر دوره زمانی ده ساله، نسبت به دوره پیشین افزایش یافته است. این روند افزایشی در میانگین رشد نقدینگی، در کنار نوسانات مشاهده شده در هر دوره، نشان‌دهنده تغییر ساختاری در پویایی‌های نقدینگی و افزایش سطح عمومی حجم نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره مورد مطالعه می‌باشد. تداوم این وضعیت به‌ویژه در دوره چهارم (دهه ۱۳۹۰) و رسیدن متوسط رشد نقدینگی به سطوح بالاتر، مؤید استمرار تغییرات و روند فزاینده نرخ رشد نقدینگی در اقتصاد ایران است. این یافته‌ها بر ضرورت تحلیل عمیق‌تر عوامل مؤثر بر این روند صعودی و نوسانات نقدینگی در اقتصاد ایران تأکید می‌نماید که در بخش‌های آتی پژوهش به آن پرداخته خواهد شد.

جدول ۲. نتایج تحلیل رشد نقدینگی (۱۳۶۰-۱۴۰۰)

دوره	سال شروع	سال پایان	متوسط رشد نقدینگی به درصد	سال بیشترین رشد (نقدینگی به درصد)	سال کمترین رشد (نقدینگی به درصد)	ملاحظات کلیدی
اول	۱۳۶۰	۱۳۶۹	۱۸/۱۰	۱۳۶۸ (۲۴)	۱۳۶۳ (۶)	دوره نوسانات اولیه و عدم قطعیت سیاستی: رشد نقدینگی پایین‌تر از میانگین بلندمدت و با نوسانات بالا، نشانگر عدم ثبات اقتصاد کلان و سیاست‌های پولی در دوران گذار پس از انقلاب و جنگ.
دوم	۱۳۷۰	۱۳۷۹	۲۷/۱۰	۱۳۷۳ (۳۸)	۱۳۷۵ (۱۵)	دوره افزایش نرخ رشد: افزایش قابل توجه متوسط رشد نقدینگی با وجود نوسانات، حاکی از آغاز دوره‌ای با رشد بیشتر و تغییر در روند نقدینگی.
سوم	۱۳۸۰	۱۳۸۹	۲۷/۳۰	۱۳۸۵ (۳۹)	۱۳۸۷ (۱۶)	تداوم رشد بالای نقدینگی: تثبیت متوسط رشد نقدینگی در سطح بالا، نمایانگر عدم تغییر قابل توجه در نرخ رشد نقدینگی نسبت به دوره قبل و پایداری نرخ رشد.
چهارم	۱۳۹۰	۱۴۰۰	۲۹/۳۰	۱۳۹۳ (۳۹)، ۱۳۹۴ (۳۹)	۱۳۹۵ (۲۲)، ۱۳۹۶ (۲۲)	دوره رشد پایدار نقدینگی در سطوح بالاتر: افزایش بیشتر متوسط رشد نقدینگی به بالاترین سطح، بیانگر افزایش مداوم نرخ رشد نقدینگی در اقتصاد ایران.

منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

۶-۲. سهم پایه پولی و ضریب فزاینده از رشد نقدینگی

پس از بررسی کلی روند رشد نقدینگی، گام دوم از روش شناسی پژوهش حاضر به تخصیص و اندازه‌گیری سهم هر یک از اجزای تشکیل دهنده نقدینگی (پایه پولی و ضریب فزاینده) در نرخ رشد نقدینگی اختصاص می‌یابد. در این مرحله، هدف اصلی تعیین میزان اثرگذاری مجزای پایه پولی و سازوکار ضریب فزاینده بر نوسانات و روند صعودی رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۰-۱۴۰۰ است.

براساس تحلیل داده‌های سری زمانی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، پژوهش حاضر به تفکیک دوره‌های ده ساله (دهه‌های ۱۳۶۰، ۱۳۷۰، ۱۳۸۰ و ۱۳۹۰)، سهم پایه پولی و سیستم بانکی از طریق ضریب فزاینده در ایجاد نقدینگی را محاسبه نموده است. روش شناسی محاسباتی مبتنی بر تخمین سهم درصدی هر عامل از نرخ رشد سالانه نقدینگی بوده و نتایج در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

یافته‌ها نشان می‌دهد در دهه ۱۳۶۰، سهم پایه پولی (۵۴ درصد) و ضریب فزاینده (۴۶ درصد) در رشد نقدینگی نسبتاً متعادل بوده، اما به تدریج طی دهه‌های ۱۳۷۰، ۱۳۸۰ و ۱۳۹۰، نقش ضریب فزاینده و سیستم بانکی در خلق نقدینگی تقویت شده است. به طوری که سهم ضریب فزاینده از ۴۶ درصد در دهه ۱۳۶۰ به ۶۱ درصد، ۷۵ درصد و نهایتاً ۸۴ درصد در دهه‌های ۱۳۷۰، ۱۳۸۰ و ۱۳۹۰ افزایش یافته، درحالی که سهم پایه پولی در همین دوره‌ها به ترتیب به ۳۹ درصد، ۲۵ درصد و ۱۶ درصد کاهش یافته است. این روند نمایانگر یک تحول ساختاری در سازوکارهای پولی اقتصاد ایران و سلطه فزاینده سیستم بانکی بر رشد نقدینگی در دهه‌های اخیر می‌باشد.

جدول ۳. پویایی‌های رشد نقدینگی در ایران: نقش متغیر سهم پایه پولی و ضریب فزاینده در دهه‌های ۱۳۶۰-۱۳۹۹

دوره زمانی	دهه	متوسط سهم ضریب فزاینده در رشد نقدینگی	متوسط سهم پایه پولی در رشد نقدینگی	تفسیر و نتایج کلیدی
دوره اول	۱۳۶۰-۱۳۶۹	۴۶	۵۴	توازن نسبی محرک‌های رشد: سهم تقریباً برابر پایه پولی و ضریب فزاینده نشان‌دهنده نقش توأمان سیاست‌های پولی مستقیم و عملکرد نظام بانکی در خلق نقدینگی.
دوره دوم	۱۳۷۰-۱۳۷۹	۶۱	۳۹	افزایش نقش نظام بانکی: پیشی گرفتن سهم ضریب فزاینده از پایه پولی بیانگر آغاز روند فزاینده نقش نظام بانکی در ایجاد نقدینگی.
دوره سوم	۱۳۸۰-۱۳۸۹	۷۵	۲۵	غلبه ضریب فزاینده: تبدیل شدن نظام بانکی به محرک غالب رشد نقدینگی و کاهش قابل توجه نقش پایه پولی.
دوره چهارم	۱۳۹۰-۱۳۹۹	۸۴	۱۶	سلطه بلامنازع نظام بانکی: تبدیل شدن نظام بانکی به محرک اصلی و تقریباً انحصاری رشد نقدینگی، و کاهش چشمگیر اثربخشی سیاست‌های مبتنی بر پایه پولی.

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در بازه زمانی ۱۳۶۰-۱۴۰۰، نمایانگر دگرگونی اساسی در ساختار محرک‌های اصلی رشد نقدینگی در اقتصاد ایران است. این تحولات، چرخش قابل توجهی را از اتکای صرف به پایه پولی به سمت نقش محوری ضریب فزاینده و نظام بانکی در خلق نقدینگی نشان می‌دهد. در این راستا، نظام بانکی به تدریج به کنشگر اصلی در فرآیند خلق نقدینگی بدل شده و از طریق سازوکار ضریب فزاینده، نفوذ به مراتب بیشتری را در مقایسه با سیاست‌های مستقیم بانک مرکزی بر حجم نقدینگی اعمال می‌نماید. این تغییر ساختار، به طور بالقوه از اثربخشی سیاست‌های پولی سنتی می‌کاهد که عمدتاً بر کنترل پایه پولی استوارند.

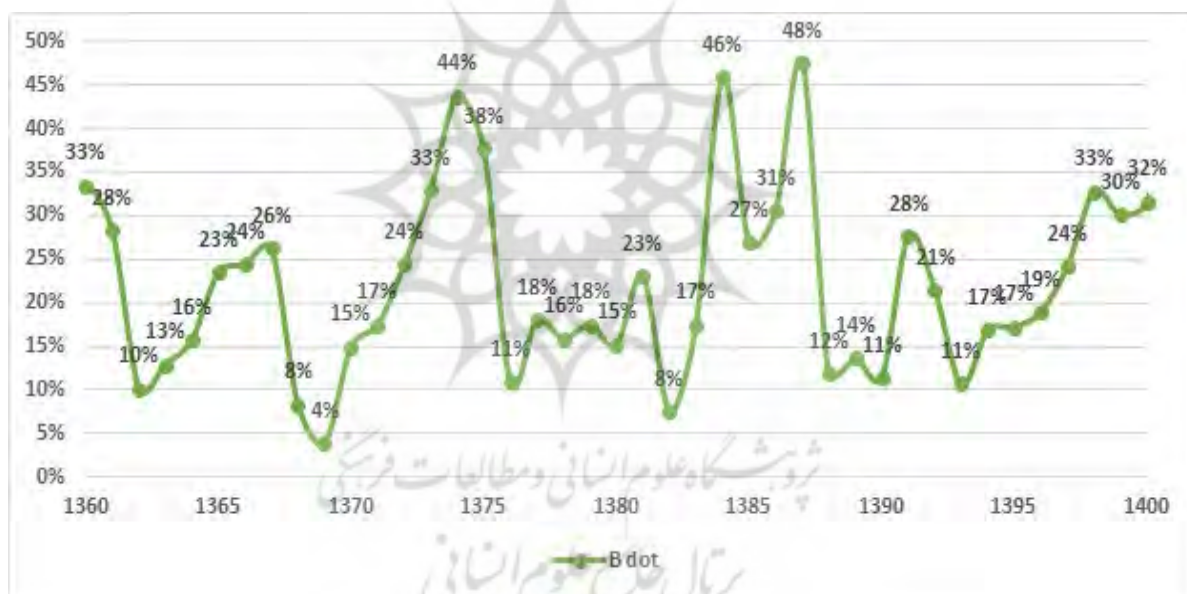
افزایش وابستگی رشد نقدینگی به عملکرد نظام بانکی، مخاطرات سیستماتیک و آسیب‌پذیری‌های مالی را تشدید می‌نماید؛ به گونه‌ای که اختلال در کارکرد نظام بانکی یا وقوع بحران‌های بانکی می‌تواند به نوسانات شدید و غیرقابل مهار در حجم نقدینگی منجر شود. براساس این،

سیاست‌گذاران پولی نیازمند بازنگری در رویکردهای متداول و اتخاذ ابزارها و سیاست‌های نوینی هستند که به طور خاص بر مدیریت و کنترل فعالیت‌های نظام بانکی و مکانیسم‌های خلق پول از مسیر ضریب فزاینده متمرکز داشته باشند.

۳-۶. بررسی روند رشد پایه پولی^۱

پایه پولی به عنوان متغیر کلیدی پولی و هسته مرکزی نقدینگی در اقتصاد، تابعی مستقیم از ترازنامه بانک مرکزی، به ویژه دارایی‌ها و بدهی‌های آن است. این متغیر از چهار جزء اساسی شامل دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، بدهی بانک‌ها و دولت به بانک مرکزی و سایر اقلام تشکیل شده و تغییرات در هر یک از این اجزا، ظرفیت اثرگذاری قابل توجهی بر حجم آن را داراست. وجه تمایز پایه پولی به عنوان پول پر قدرت^۲ در سازوکار انتشار آن توسط بانک مرکزی نهفته است؛ به این معنا که انتشار آن در ازای دارایی‌ها صورت گرفته و متعاقباً، سیستم بانکی از طریق فرآیند تسهیلات‌دهی، امکان تکثیر فزاینده آن را فراهم می‌آورد. تحولات پایه پولی در اقتصاد ایران طی چهار دهه اخیر، همواره با نوسانات قابل ملاحظه‌ای همراه بوده است؛ به گونه‌ای که دوره‌هایی از رشد شتابان و کاهنده را تجربه کرده است (نمودار شماره ۲).

نمودار ۲. رشد پایه پولی ۱۳۶۰-۱۴۰۰



منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

نمودار خطی ارائه شده، روند تغییرات رشد پایه پولی را در اقتصاد ایران طی بازه زمانی سال‌های ۱۳۶۰ تا ۱۴۰۰ شمسی به تصویر می‌کشد. بررسی نمودار نشان می‌دهد که رشد پایه پولی در طول دوره مورد بررسی، دارای نوسانات قابل توجهی بوده و روند مشخصاً صعودی یا نزولی پایداری را از خود نشان نمی‌دهد. به منظور ارائه ساختارمند نتایج، دوره زمانی مورد بررسی به چهار دوره مجزا تقسیم و یافته‌های حاصل از این تقسیم‌بندی در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

1. B dot

2. High-powered Money

جدول ۴. تحولات رشد پایه پولی در اقتصاد ایران به صورت دهه‌ای (۱۳۶۰-۱۴۰۰)

دهه شمسی	میانگین تقریبی رشد پایه پولی به درصد	حداکثر رشد پایه پولی به درصد	حداقل رشد پایه پولی به درصد	ملاحظات کلیدی
۱۳۶۰-۱۳۶۹	حدود ۲۰	حدود ۵۰ (۱۳۶۰)	حدود ۸ (۱۳۶۹)	- نوسانات بسیار شدید در ابتدای دوره، از اوج اولیه به کاهش قابل توجه - دهه با عدم ثبات و نوسانات زیاد مشخص می‌شود.
۱۳۷۰-۱۳۷۹	حدود ۲۵	حدود ۴۴ (۱۳۷۵)	حدود ۴ (۱۳۷۰)	- روند افزایشی تدریجی پس از کاهش اولیه - رسیدن به قله‌های میانی در نیمه دهه - نوسانات کمتر نسبت به دهه قبل.
۱۳۸۰-۱۳۸۹	حدود ۲۵-۲۸	حدود ۴۸ (۱۳۸۶)	حدود ۱۲ (۱۳۸۹)	- کاهش و نوسانات حول میانگین پایین‌تر نسبت به دهه قبل - رسیدن به قله در اواسط دهه و سپس کاهش مجدد - عدم ثبات قابل توجه همچنان وجود دارد.
۱۳۹۰-۱۳۹۹	حدود ۱۸	حدود ۳۳ (۱۳۹۵)	حدود ۱۱ (۱۳۹۰، ۱۳۹۳)	- میانگین نوسانات در سطح پایین‌تری نسبت به دهه قبل - افزایش موقت در اواسط دهه و سپس بازگشت به میانگین پایین‌تر - ثبات نسبی بیشتر در مقایسه با دهه‌های ابتدایی.

منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

۴-۶. سهم اجزای پایه پولی در رشد پایه پولی

در ادامه تحلیل روند تحولات «رشد پایه پولی»، این پرسش اساسی مطرح می‌شود که کدام یک از مؤلفه‌های تشکیل دهنده پایه پولی، نقش محوری و غالب را در پویایی‌های رشد آن در اقتصاد ایران ایفا نموده‌اند. به منظور پاسخگویی نظام‌مند به این پرسش کلیدی، در گام نخست، سهم نسبی هر یک از بخش‌های مؤثر در ایجاد پایه پولی در طی دهه‌های مورد مطالعه، برآورد و محاسبه شد (جدول شماره ۵).

جدول ۵. متوسط سهم هر بخش از رشد پایه پولی (به درصد)

دوره / متوسط	متوسط رشد پایه پولی	سهم خالص دارایی خارجی از پایه پولی	سهم خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی از پایه پولی	سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از پایه پولی	سهم خالص سایر بدهی‌های
۱۳۶۰-۱۳۶۹	۱۹	۱۵	۱۰۲	۸	-۲۵
۱۳۷۰-۱۳۷۹	۲۳	۱۶	۹۱	۲۱	-۲۸
۱۳۸۰-۱۳۸۹	۲۴	۹۶	۱۸	۲۶	-۴۰
۱۳۹۰-۱۳۹۹	۲۱	۱۰۷	۴	۵۰	-۶۰

منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

مطابق با جدول شماره ۵، در یک بازه زمانی چهار دهه‌ای (۱۳۶۰-۱۳۹۹)، ساختار پایه پولی در اقتصاد ایران دستخوش تحولات بنیادین شده است. یافته‌های این بررسی نشان می‌دهد که سهم بخش دولتی در ایجاد پایه پولی، روندی به شدت کاهشی را تجربه نموده و از ایفای نقش مسلط در دهه ۱۳۶۰، به جایگاهی بسیار کم‌رنگ در دهه ۱۳۹۰ تنزل یافته است. در مقابل، سهم نظام بانکی و دارایی‌های خارجی بانک مرکزی در خلق پایه پولی، گرایش صعودی به خود گرفته و به تدریج جایگزین نقش محوری دولت در این فرآیند شده‌اند. به‌ویژه در دهه پایانی دوره مورد مطالعه، دارایی‌های خارجی و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، به اجزای اصلی و تعیین‌کننده در ساختار پایه پولی تبدیل شده‌اند. همچنین، سایر بدهی‌های بانک مرکزی به‌طور مستمر اثر کاهنده بر پایه پولی داشته و این اثر انقباضی با گذشت زمان تقویت شده است.

با وجود این تغییرات ساختاری اساسی در ترکیب پایه پولی، نرخ متوسط رشد آن در طول دوره نسبتاً پایدار باقی مانده است. این امر دلالت بر آن دارد که تحولات رخ داده در اجزای تشکیل دهنده پایه پولی، عمدتاً معطوف به تغییر در کانال‌های خلق پول و میزان اثرگذاری بخش‌های مختلف اقتصادی بر آن بوده است، نه لزوماً متأثر از تغییرات قابل توجه در حجم کلی رشد پایه پولی.

جدول ۶. تحلیل تحولات پایه پولی و عوامل نوسانات در اقتصاد ایران (دهه‌های ۱۳۶۰-۱۳۹۰)

دوره زمانی	تفسیر نتایج کلیدی	عوامل اصلی نوسانات
دهه ۱۳۶۰ (۱۹۸۱-۱۹۹۰)	سلطه مالی دولت، نقدینگی بی‌ثبات	نااطمینانی سیاسی، جنگ، ضعف نهادی
دهه ۱۳۷۰ (۱۹۹۱-۲۰۰۰)	تداوم نقش دولت، ظهور تدریجی بانک‌ها	تثبیت نسبی اقتصاد، آغاز سیاست‌های تعدیل و تثبیت اقتصادی
دهه ۱۳۸۰ (۲۰۰۱-۲۰۱۰)	گذار به دارایی‌های خارجی، نقش فزاینده بانک‌ها	جهش نفتی، چالش‌های سیاست پولی
دهه ۱۳۹۰ (۲۰۱۱-۲۰۲۰)	سلطه دارایی‌های خارجی، نقش تعیین‌کننده بانک‌ها، انبساط فزاینده	تحریم‌ها، شوک‌های ارزی، ناترازی‌های بانکی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول شماره ۶ نشان می‌دهد اقتصاد ایران در دهه ۱۳۹۰ با یک دگردیسی ساختاری در ترکیب پایه پولی مواجه بوده است؛ به‌گونه‌ای که با وجود اقدامات انقباضی بانک مرکزی و تلاش برای مدیریت پایه پولی، سهم نظام بانکی در رشد پایه پولی در دهه ۱۳۹۰ به نحو قابل توجهی افزایش یافته و به ۵۰ درصد رسیده، که فراتر از سهم خالص بانک مرکزی (مشمول بر خالص دارایی‌های خارجی و سایر بدهی‌ها) (۴۷ درصد) در این دوره می‌باشد. این امر مؤید تغییر کانون اصلی پویایی‌های پایه پولی در اقتصاد ایران و ظهور نظام بانکی به‌عنوان بازیگر مسلط در تعیین روند رشد پایه پولی در دهه ۱۳۹۰ است (جدول شماره ۷).

جدول ۷. خالص متوسط سهم هر بخش در رشد پایه پولی (به درصد)

دوره / متوسط	متوسط رشد پایه پولی	سهم خالص دارایی‌های بانک مرکزی از پایه پولی (سهم از رشد پایه پولی)	سهم خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی از پایه پولی (سهم از رشد پایه پولی)	سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از پایه پولی (سهم از رشد پایه پولی)
۱۳۶۰-۱۳۶۹	۱۹	۱۰- (۲-)	۱۰۲ (۱۹)	۸ (۲)
۱۳۷۰-۱۳۷۹	۲۳	۱۲- (۳-)	۹۱ (۲۱)	۲۱ (۵)
۱۳۸۰-۱۳۸۹	۲۴	۵۶ (۱۳)	۱۸ (۴)	۲۶ (۶)
۱۳۹۰-۱۳۹۹	۲۱	۴۷ (۱۰)	۳ (۱)	۵۰ (۱۱)

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌منظور کمی‌سازی و تفکیک دقیق سهم هر یک از اجزای پایه پولی در نرخ رشد کلی آن (جدول شماره ۷)، روش‌شناسی محاسباتی مشخصی به کار گرفته شده است. در این راستا، سهم نسبی هر بخش از پایه پولی در هر دهه، در میانگین نرخ رشد پایه پولی در همان دهه ضرب شد. نتایج حاصل از این محاسبات، سهم کمی هر بخش از رشد پایه پولی را به تفکیک دهه مشخص می‌سازد (اعداد داخل پرانتز در جدول شماره ۷). برای نمونه، در دهه ۱۳۶۰، از نرخ رشد ۱۹ درصدی پایه پولی، حدود ۲- درصد به سهم خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، ۱۹ درصد به سهم خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، و ۲ درصد به سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی منتسب می‌شود. این محاسبات کمی نشان می‌دهد که در دهه ۱۳۶۰، بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به تنهایی تبیین‌کننده کل نرخ رشد پایه پولی بوده است. در مقابل، در دهه ۱۳۹۰، ساختار محرک‌های رشد پایه پولی به‌گونه‌ای دگرگون شده است که هم دارایی‌های خارجی و هم بدهی بانک‌ها، سهم قابل توجهی در نرخ رشد پایه پولی ایفا نموده است؛ درحالی‌که سهم بخش دولتی به حداقل میزان خود تقلیل یافته است (جدول شماره ۸).

جدول ۸. یافته‌های کلیدی در واکاوی ساختار پایه پولی

یافته کلیدی	دوره زمانی	دلالت‌ها
کاهش شدید سهم بدهی دولت	۱۳۶۰-۱۳۹۰ (رشد کاهشی مستمر)	تضعیف نقش دولت به‌عنوان محرک اصلی رشد پایه پولی، تغییر ساختار تأمین مالی دولت
افزایش فزاینده سهم دارایی‌های خارجی	۱۳۶۰-۱۳۹۰ (رشد صعودی چشمگیر، به‌ویژه در دهه ۱۳۹۰)	تبدیل دارایی‌های خارجی به کانون اصلی خلق پایه پولی، افزایش انباشت ذخایر ارزی به‌عنوان عامل انبساط
افزایش سهم بدهی بانک‌ها	۱۳۶۰-۱۳۹۰ (رشد صعودی، اما ملایم‌تر از دارایی‌های خارجی)	نقش فزاینده نظام بانکی در پویایی‌های پایه پولی، تبدیل بدهی بانک‌ها به یکی از محرک‌های مهم رشد پایه پولی
چرخش کانون خلق پایه پولی	انتقال از دهه ۱۳۶۰ به دهه ۱۳۹۰	تغییر محرک اصلی از بدهی دولت به دارایی‌های خارجی و نظام بانکی، ضرورت بازنگری در سیاست‌های پولی و توجه به عوامل جدید در مدیریت نقدینگی

منبع: یافته‌های پژوهش

۵-۶. محاسبه سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی

در راستای تبیین جامع نقش سیستم بانکی در پویایی‌های نقدینگی، گام پنجم از پژوهش حاضر به محاسبه و تحلیل سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی اختصاص می‌یابد. از آنجاکه سیستم بانکی از دو کانال مجزا -سازوکار ضریب فزاینده پولی و تأثیرگذاری بر پایه پولی از طریق بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی- بر حجم نقدینگی اثرگذار است. در این گام تلاش می‌شود تا با تجمیع اثرات این دو مسیر، تصویر جامعی از سهم خالص نظام بانکی در فرآیند خلق نقدینگی ارائه شود.

همان‌گونه‌که در بخش‌های پیشین تشریح شد، سهم نظام بانکی از رشد نقدینگی از مسیر ضریب فزاینده در جدول شماره ۳ ارائه شده است. به‌منظور محاسبه سهم نظام بانکی از مسیر پایه پولی، از نتایج تحلیل «سهم اجزای پایه پولی در رشد پایه پولی» (جدول ۷) بهره گرفته شده است. جدول شماره ۹، با استفاده از روش‌شناسی پیش‌تر تبیین شده (ضرب سهم هر جزء از پایه پولی در سهم پایه پولی از رشد نقدینگی)، سهم خالص نظام بانکی از رشد نقدینگی را محاسبه و ارائه نموده است.

جدول ۹. سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی (درصد) - دوره‌های زمانی ۱۳۶۰-۱۳۹۹

دوره / متوسط	سهم نظام بانکی از مسیر ضریب فزاینده از رشد نقدینگی	سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از سهم پایه پولی در رشد نقدینگی	سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی
۱۳۶۰-۱۳۶۹	۴۶	۴	۵۰
۱۳۷۰-۱۳۷۹	۶۱	۸	۶۹
۱۳۸۰-۱۳۸۹	۷۵	۷	۸۲
۱۳۹۰-۱۳۹۹	۸۴	۸	۹۲

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۹، تصویر روشنی از روند تحولات سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی چهار دهه اخیر ارائه می‌نماید. بررسی داده‌های این جدول، نکات قابل توجهی را آشکار می‌کند:

الف) روند صعودی مستمر سهم خالص نظام بانکی: یافته‌های جدول ۹ به‌وضوح نشان می‌دهد که سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی در طول دوره مورد مطالعه، روندی پیوسته صعودی را طی نموده است. این شاخص از ۵۰ درصد در دهه ۱۳۶۰ به ۹۲ درصد در

دهه ۱۳۹۰ افزایش یافته است. این افزایش قابل ملاحظه، بیان‌کننده تغییر ساختار بنیادین در سازوکارهای خلق نقدینگی و تبدیل نظام بانکی به محرک اصلی و مسلط رشد نقدینگی در اقتصاد ایران به مرور زمان است؛

ب) غلبه قاطع سهم نظام بانکی: در دهه ۱۳۹۰، سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی به رقم چشمگیر ۹۲ درصد بالغ شده است. این بدان معناست که تقریباً تمامی رشد نقدینگی در این دهه (بیش از ۹۰ درصد)، مستقیماً یا غیرمستقیم از عملکرد و فعالیت‌های نظام بانکی نشأت گرفته است. در مقابل، سهم پایه پولی (به استثنای بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی) در ایجاد نقدینگی به کمتر از ۱۰ درصد کاهش یافته است. این یافته، سلطه بی‌چون و چرای نظام بانکی بر پویایی‌های نقدینگی و تقلیل نقش پایه پولی (به مفهوم محدودتر آن) در فرآیند خلق نقدینگی را به اثبات می‌رساند؛

ج) تقویت سازوکار اهرمی نظام بانکی در خلق نقدینگی: روند صعودی سهم خالص نظام بانکی در رشد نقدینگی، به معنای تقویت روزافزون سازوکار اهرمی نظام بانکی در افزایش حجم نقدینگی در اقتصاد است. به عبارت دقیق‌تر، با گذشت زمان، هر واحد پایه پولی اولیه منتشر شده توسط بانک مرکزی، از طریق سازوکارهای درون‌زای نظام بانکی و سازوکار ضریب فزاینده، به طور فزاینده‌ای به چندین برابر نقدینگی در اقتصاد تبدیل شده است. این امر، کنترل حجم نقدینگی را برای بانک مرکزی به مراتب دشوارتر و پیچیده‌تر نموده و اهمیت فزاینده سیاست‌های احتیاطی کلان و نظارت مؤثر بر عملکرد نظام بانکی را دوچندان می‌کند.

۶-۶. سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی در ایران: نقش تسهیلات تکلیفی^۱ و استقرار بخش دولتی از نظام بانکی

در تبیین نقش فزاینده نظام بانکی در رشد نقدینگی اقتصاد ایران طی دهه‌های اخیر، این پرسش مطرح می‌شود که چه عواملی به‌طور مشخص محرک اصلی افزایش تسهیلات بانکی و به تبع آن، رشد نقدینگی بوده‌اند؟ برخی دیدگاه‌ها بر نقش برجسته استقرار بخش دولتی از سیستم بانکی و همچنین تسهیلات تکلیفی به‌عنوان عوامل کلیدی در این زمینه تأکید دارند (بوستانی و صلوی تبار، ۱۳۹۶). این استدلال مبتنی بر این فرضیه است که با ممنوعیت استقرار مستقیم دولت از بانک مرکزی براساس قوانین بالادستی (ماده ۶۹ قانون برنامه سوم توسعه، ۱۳۷۹)، دولت و شرکت‌های دولتی به منظور تأمین مالی، به سیستم بانکی روی آورده و ازسوی دیگر، تسهیلات تکلیفی تحمیل‌شده بر نظام بانکی توسط دولت، به طور قابل توجهی به حجم تسهیلات و نقدینگی دامن زده است. بخش حاضر، با اتکا به داده‌های تجربی اقتصاد ایران، به ارزیابی این فرضیه پرداخته و به دنبال شناسایی و تحلیل عوامل اصلی مؤثر بر رشد تسهیلات نظام بانکی می‌باشد.

به‌منظور ارزیابی فرضیه سلطه بخش دولتی بر نظام بانکی، جدول شماره ۱۰ از بررسی صورت‌های مالی تفکیکی بانک‌ها (شامل بانک‌های خصوصی، دولتی و خصوصی‌شده اصل ۴۴) در سال ۱۳۹۹ استخراج شده است. یافته‌های مندرج در این جدول که بیانگر مانده مجموع مطالبات دولت و بخش دولتی در پایان سال ۱۳۹۹ می‌باشد، نکات قابل توجهی را آشکار می‌کند:

جدول ۱۰. مانده مجموع مطالبات نظام بانکی از بخش دولتی به تفکیک نوع بانک و نسبت آن به نقدینگی (سال ۱۳۹۹)

نوع بانک	مبلغ - میلیارد تومان	مجموع نقدینگی - میلیارد تومان	نسبت مجموع مطالبات به مجموع نقدینگی به درصد
بانک‌های خصوصی	۴,۱۲۰	۳,۴۷۶,۱۰۰	۰
بانک‌های خصوصی شده	۴۰۶,۰۱۴	۳,۴۷۶,۱۰۰	۱۲
بانک‌های دولتی	۱۴۵,۰۷۶	۳,۴۷۶,۱۰۰	۴
مجموع مطالبات	۵۵۵,۲۱۰	۳,۴۷۶,۱۰۰	۱۶

منبع: صورت‌های مالی بانک‌ها - سامانه کدال

الف) عدم سلطه بخش دولتی بر نقدینگی از طریق استقراض مستقیم: سهم ۱۶ درصدی مطالبات بخش دولتی از نقدینگی کل کشور، اگرچه رقم قابل توجهی است، اما نشان‌دهنده سلطه کامل بخش دولتی بر نقدینگی از طریق استقراض مستقیم از نظام بانکی نیست. به‌دیگرسخن، بخش اعظم نقدینگی (۸۴ درصد) از مسیرهای دیگری غیر از مطالبات مستقیم دولت از بانک‌ها ایجاد شده است. این یافته، فرضیه سنتی «سلطه مالی» که کسری بودجه دولت را عامل اصلی رشد نقدینگی می‌داند، به چالش می‌کشد و با یافته‌های مقاله همسو است که نشان می‌دهد کانون اصلی خلق نقدینگی به نظام بانکی منتقل شده است؛

ب) نقش محوری بانک‌های خصوصی شده در مطالبات از بخش دولتی: نکته قابل توجه، سهم بالای بانک‌های خصوصی شده اصل ۴۴ در مطالبات از بخش دولتی است. این بانک‌ها که در گذشته دولتی بوده‌اند و پس از خصوصی‌سازی همچنان ارتباطات و تعاملات گسترده‌ای با بخش دولتی دارند، بخش عمده مطالبات را به خود اختصاص داده‌اند. این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده تداوم اثرگذاری بخش دولتی بر نظام بانکی از طریق بانک‌های خصوصی شده باشد؛ اما نه به شکل استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی، بلکه از طریق سازوکارهای دیگر مانند قراردادهای، پروژه‌ها و تعاملات مالی غیرمستقیم؛

ج) سهم ناچیز بانک‌های خصوصی: سهم بسیار پایین بانک‌های خصوصی (غیردولتی و غیرخصوصی شده) در مطالبات از بخش دولتی، تقویت‌کننده این استدلال است که بانک‌های خصوصی به‌عنوان بازیگران اصلی در خلق نقدینگی، عمدتاً از طریق سازوکار ضریب فزاینده و فعالیت‌های اعتباری خود در بخش غیردولتی (بخش خصوصی و خانوارها) عمل می‌کنند، نه از طریق تأمین مالی مستقیم بخش دولتی؛

د) تأیید نقش محوری نظام بانکی: در مجموع، جدول ارائه شده، به‌طور غیرمستقیم از یافته‌های اصلی مقاله مبنی بر نقش محوری نظام بانکی در خلق نقدینگی حمایت می‌کند. اگرچه بخش دولتی همچنان از طریق بانک‌های خصوصی شده بر نظام بانکی اثرگذار است، اما سهم ۱۶ درصدی مطالبات بخش دولتی از نقدینگی نشان می‌دهد که بخش اعظم نقدینگی از مسیرهای دیگری در نظام بانکی خلق می‌شود که با سازوکار ضریب فزاینده و فعالیت‌های اعتباری بانک‌ها مرتبط است.

افزون بر فرضیه سلطه بخش دولتی، فرضیه تأثیر مسلط تسهیلات تکلیفی بر رشد تسهیلات بانکی نیز ارزیابی شده است. جدول ۱۱ به بررسی مقدار و سهم تسهیلات تبصره‌ای (تکلیفی) نظام بانکی از مجموع تسهیلات پرداختی طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۴۰۲ می‌پردازد. داده‌های این جدول به‌وضوح نشان می‌دهد که سهم تسهیلات تبصره‌ای از مجموع تسهیلات سیستم بانکی، در تمامی سال‌های مورد بررسی، سهمی نسبتاً اندک و محدود بوده است. حداکثر سهم تسهیلات تبصره‌ای از مجموع تسهیلات در سال ۱۳۷۸ (۲۶ درصد) مشاهده شده است و در سایر سال‌ها این سهم بین ۵ تا ۲۴ درصد در نوسان بوده است. در سال‌های اخیر (۱۴۰۰-۱۴۰۲) این سهم به حدود ۵ تا ۹ درصد کاهش یافته است. این روند نزولی سهم تسهیلات تکلیفی در مجموع تسهیلات بانکی، تا حدی می‌تواند نشان از افزایش استقلال بانک مرکزی از فشارهای دولت در تحمیل تسهیلات تکلیفی تلقی شود.

جدول ۱۱. مقدار و سهم تسهیلات تبصره‌ای نظام بانکی از مجموع تسهیلات

سال	بانک‌های دولتی - م.م.ر	بانک‌های خصوصی - م.م.ر	بانک‌های غیردولتی و مؤسسات اعتباری غیر بانکی (بانک‌های خصوصی شده اصل ۳۴ و م.م.ر)	مجموع تسهیلات تبصره‌ای - م.م.ر	مجموع تسهیلات پرداختی بانکی و مؤسسات اعتباری غیر بانکی	سهم تسهیلات تبصره‌ای از مجموع تسهیلات به درصد	سهم تسهیلات تبصره‌ای بانکی دولتی از مجموع تسهیلات به درصد	سهم تسهیلات تبصره‌ای بانکی خصوصی از مجموع تسهیلات به درصد
۱۳۷۸	۳۵	۰	۰	۳۵/۰	۱۳۴	۲۶	۲۶	۰
۱۳۷۹	۴۳	۰	۰	۴۳/۳	۱۷۷	۲۴	۲۴	۰
۱۳۸۰	۵۴	۰	۰	۵۴/۲	۲۳۷	۲۳	۲۳	۰
۱۳۸۱	۷۴	۰	۰	۷۴/۵	۳۲۱	۲۳	۲۳	۰
۱۳۸۲	۸۰	۰	۰	۷۹/۸	۴۴۲	۱۸	۱۸	۰
۱۳۸۳	۸۷	۰	۰	۸۷/۲	۶۰۸	۱۴	۱۴	۰
۱۳۸۴	۱۰۲	۰	۰	۱۰۱/۹	۸۳۳	۱۲	۱۲	۰
۱۳۸۵	۱۳۶	۰	۰	۱۳۶/۳	۱,۱۸۰	۱۲	۱۲	۰
۱۳۸۶	۱۷۱	۰	۰	۱۷۱/۰	۱,۶۱۶	۱۱	۱۱	۰
۱۳۸۷	۱۸۹	۰	۰	۱۸۸/۹	۱,۸۱۳	۱۰	۱۰	۰
۱۳۸۸	۱۰۱	۱۱۷	۱۱۷	۲۱۸/۲	۲,۱۰۴	۱۰	۵	۶
۱۳۸۹	۲۴۶	۱۱۲	۱۱۲	۳۵۷/۴	۲,۹۰۳	۱۲	۸	۴
۱۳۹۰	۳۸۴	۱۰۹	۱۰۹	۴۹۳/۴	۳,۴۵۷	۱۴	۱۱	۳
۱۳۹۱	۴۸۰	۱۲۲	۱۲۲	۶۰۲/۱	۴,۰۶۸	۱۵	۱۲	۳
۱۳۹۲	۵۴۲	۱۴۱	۱۴۱	۶۸۳/۵	۵,۳۴۸	۱۳	۱۰	۴
۱۳۹۳	۵۹۰	۱۶۷	۱۶۷	۷۵۶/۰	۶,۲۴۱	۱۲	۹	۳
۱۳۹۴	۶۲۱	۱۹۸	۱۹۸	۸۱۹/۷	۷,۲۹۳	۱۱	۹	۳
۱۳۹۵	۶۲۰	۲۲۶	۲۲۶	۸۴۶/۰	۹,۱۰۱	۹	۷	۲
۱۳۹۶	۶۴۱	۲۵۷	۲۵۷	۸۹۷/۹	۱۰,۸۲۳	۸	۶	۲
۱۳۹۷	۵۷۹	۲۰۶	۲۰۶	۷۸۵/۲	۱۳,۰۰۲	۶	۴	۲
۱۳۹۸	۷۱۰	۳۶۸	۳۶۸	۱,۰۷۸/۳	۱۶,۰۹۷	۷	۴	۲
۱۳۹۹	۷۶۶	۴۸۰	۴۸۰	۱,۲۴۵/۸	۲۳,۹۲۷	۵	۳	۲
۱۴۰۰	۹۱۹	۷۶۵	۷۶۵	۱,۶۸۴/۱	۳۵,۴۰۹	۵	۳	۲
۱۴۰۱	۱,۲۶۱	۱,۴۸۶	۱,۴۸۶	۲,۷۴۷/۲	۵۰,۳۳۳	۵	۳	۳
۱۴۰۲	۲,۹۷۱	۲,۶۰۶	۲,۶۰۶	۵,۵۷۶/۷	۶۱,۵۱۹	۹	۵	۴

منبع: سری‌های زمانی بانک مرکزی

براساس داده‌های این جدول، تا سال ۱۳۸۷، سهم بانک‌های خصوصی از تسهیلات تبصره‌ای در عمل، صفر بوده است. از سال ۱۳۸۸ به بعد، بانک‌های خصوصی نیز سهمی ناچیز از تسهیلات تکلیفی را برعهده می‌گیرند. این تحول عمدتاً ناشی از خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی بزرگ (صادرات، ملت و رفاه) از سال ۱۳۸۷ به بعد بوده است. بانک‌های خصوصی کشور همچنان سهمی بسیار محدود و نزدیک به صفر از تسهیلات تکلیفی را به خود اختصاص داده‌اند و عمده سهم تسهیلات تکلیفی در بخش بانک‌های غیردولتی، برعهده بانک‌های دولتی خصوصی شده می‌باشد.

۷. نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با اتخاذ رویکردی مبتنی بر داده‌های تجربی، به واکاوی پویایی‌های رشد نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۰-۱۴۰۰ پرداخته است. یافته‌های این مطالعه، به‌وضوح فرضیه غالب مبنی بر نقش مسلط کسری بودجه دولت به‌عنوان محرک اصلی رشد نقدینگی را به چالش می‌کشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در طول دوره مورد بررسی، کانون اصلی خلق نقدینگی در اقتصاد ایران دچار تحول ساختاری بنیادین شده است.

براساس یافته‌های این تحقیق، در دهه ۱۳۶۰، بدهی دولت به بانک مرکزی، با مکانیسم اثرگذاری از طریق پایه پولی، به‌عنوان مهم‌ترین عامل انبساط نقدینگی شناخته می‌شد که عمدتاً معلول تأمین مالی کسری بودجه دولت از این مسیر بود. باوجوداین، تحلیل روندها در دهه‌های آتی (۱۳۷۰، ۱۳۸۰ و ۱۳۹۰) نمایانگر ظهور نظام بانکی به‌عنوان محرک اصلی و مسلط رشد نقدینگی است؛ به‌طوری‌که سهم نظام بانکی در رشد نقدینگی، روندی پیوسته صعودی را تجربه نموده و در دهه ۱۳۹۰ به سطح ۹۲ درصد رسیده است. در مقابل، سهم بدهی دولت به بانک مرکزی و به دنبال آن، نقش پایه پولی در خلق نقدینگی، به‌طور معناداری کاهش یافته است.

تحلیل‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که دگرذیسی ساختاری در پویایی‌های نقدینگی، عمدتاً ناشی از افزایش ضریب تکاثری نقدینگی و توسعه کمی و کیفی نظام بانکی، به‌ویژه گسترش بانک‌های خصوصی است. ورود بانک‌های خصوصی به اقتصاد ایران و تغییر پارادایم عملکرد بانک‌ها به سمت سودآوری، رقابت فزاینده و تسهیلات‌دهی گسترده‌تر، به تقویت چشمگیر سازوکار ضریب فزاینده نقدینگی منجر شده و نظام بانکی را به بازیگر محوری در فرآیند خلق نقدینگی تبدیل کرده است. در مقابل، شواهد تجربی اقتصاد ایران، فرضیه‌های اثرگذاری غالب استقراض بخش دولتی از نظام بانکی و نقش مسلط تسهیلات تکلیفی در پویایی‌های نقدینگی را تأیید نمی‌کند و داده‌های پژوهش، دلالت بر رد این فرضیه‌ها دارد.

۸. توصیه‌های سیاستی

دست‌آورد اصلی این پژوهش، مستندسازی چرخش ساختاری محرک اصلی رشد نقدینگی در اقتصاد ایران از بخش دولتی به نظام بانکی در گذر زمان است. در دهه‌های اخیر، نظام بانکی از طریق سازوکار ضریب فزاینده و فعالیت‌های اعتباری، به کانون اصلی خلق نقدینگی تبدیل شده و نقش دولت و پایه پولی در این فرایند به نحو قابل توجهی کم‌رنگ شده است. این یافته‌ها، ضمن ارائه درکی نوین از پویایی‌های پولی اقتصاد ایران، بر ضرورت بازنگری در رویکردهای سیاستی و اتخاذ تدابیر مقتضی برای مدیریت نقدینگی در شرایط کنونی تأکید می‌نماید. پژوهش حاضر با تأکید بر نقش محوری نظام بانکی در خلق نقدینگی و انحراف منابع به سمت فعالیت‌های غیرمولد، به ارائه مجموعه‌ای از توصیه‌های سیاستی برای بهبود کارآمدی سیاست پولی در ایران می‌پردازد. این توصیه‌ها با هدف مهار و هدایت نقدینگی به سمت فعالیت‌های مولد ارائه شده‌اند:

۱. اصلاح ساختار بانک مرکزی در جهت:

- ✓ افزایش اقتدار بانک مرکزی در مرحله اول بر بانک‌ها به‌ویژه بانک‌های خصوصی و در مرحله بعد دولت؛
- ✓ اجرای سیاست‌های پولی فعالانه بر کل‌های پولی؛
- ✓ استقرار رفتار مبتنی بر قاعده براساس اهداف کلان اقتصادی (تولید، تورم و اشتغال) و نه رفتار مبتنی بر پوشش ناترازی دولت و بانک‌ها.
- ۲. اصلاحات بنیادین در سیاست پولی و نظام بانکی:
- ✓ بهینه‌سازی و بازتعریف نظام تسهیلات‌دهی بانکی: بازنگری بنیادین نظام تسهیلات‌دهی مطابق با نیازهای بخش تولیدی اقتصاد با استفاده از نظام جامع اعتباردهی شفاف و معیارهای عملکرد اقتصادی؛
- ✓ توسعه و به‌کارگیری ابزارهای احتیاطی کلان: استفاده فعالانه از ابزارهای احتیاطی کلان برای کنترل ریسک‌های سیستماتیک، مهار رشد بی‌رویه اعتبارات و تقویت ثبات مالی نظام بانکی.
- ✓ بهینه‌سازی نرخ ذخیره قانونی: بازنگری و استفاده مؤثرتر از نرخ ذخیره قانونی برای استفاده مؤثر از نرخ ذخیره قانونی به‌عنوان ابزاری برای کنترل ضریب فزاینده نقدینگی؛
- ✓ محدودسازی دارایی‌های ثابت بانک‌ها: تعیین سقف برای دارایی‌های ثابت بانک‌ها (حداکثر ۱۰ درصد کل دارایی‌ها) به منظور افزایش نقدشوندگی دارایی‌ها؛
- ✓ ممنوعیت سفته‌بازی بانک‌ها: ممنوعیت ورود بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به سفته‌بازی در بازار ارز، کالا و سهام (بازار ثانویه) به منظور کاهش ریسک‌های سیستماتیک؛
- ✓ تدوین لایحه نظارت مؤثر تقویت چهارچوب نظارتی بانک مرکزی برای شناسایی و مدیریت ریسک‌های بانکی؛
- ✓ احیا و حل و فصل نظام بانکی: اجرای برنامه‌های احیا و حل و فصل نظام بانکی با تأکید بر حل و فصل تعهدات بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی غیردولتی از محل دارایی‌های خود بانک‌ها، سهامداران و سپرده‌گذاران عمده؛
- ✓ ممنوعیت جبران ناترازی از منابع دولتی: ممنوعیت استفاده از منابع دولتی (بودجه، درآمدهای نفتی، اوراق بهادار دولتی) و پایه پولی برای جبران ناترازی بانک‌ها.
- ۳. تقویت نظام نظارتی، انضباط‌بخشی و کنترل اضافه برداشت بانک‌ها:
- ✓ ارتقای نظارت بانکی مبتنی بر ریسک: گذار از نظارت سنتی به نظارت مبتنی بر ریسک برای شناسایی پیش‌دستانه و مدیریت مؤثرتر ریسک‌های بانکی، به‌ویژه در بانک‌های خصوصی؛
- ✓ نظارت و کنترل مؤثر بر اضافه برداشت بانک‌ها به‌ویژه بانک‌های خصوصی: اعمال نظارت دقیق و مستمر بر اضافه برداشت بانک‌ها از منابع بانک مرکزی و اجرای قاطعانه مقررات، با استفاده از ابزارهای نظارتی و احتیاطی (نظیر تعیین سقف برای اضافه برداشت، افزایش نرخ سود اضافه برداشت و تشدید جریمه‌های تخلف) و همچنین با بازبینی و اصلاح دستورالعمل‌های مربوطه؛
- ✓ شفافیت و حاکمیت شرکتی: ارتقای شفافیت عملکرد بانک‌ها و بهبود حاکمیت شرکتی برای افزایش پاسخگویی و کاهش فساد؛
- ۴. تقویت نظارت و مدیریت کارآمد تبادلات ریالی در سطح اقتصاد:
- ✓ تفکیک و طبقه‌بندی دقیق حساب‌های بانکی به دو نوع شخصی و تجاری با هدف ارتقای شفافیت و کاهش ریسک‌های مرتبط با پولشویی و فرار مالیاتی؛
- ✓ ایجاد و استقرار سامانه اطلاعاتی یکپارچه و جامع به‌منظور پایش برخط و لحظه‌ای کلیه تراکنش‌های ارزی و ریالی در سطح شبکه بانکی و فراپورس با هدف رصد دقیق جریان وجوه و شناسایی تراکنش‌های مشکوک؛
- ✓ اعمال ممنوعیت کامل بر معاملات رمز ارزها به دلیل ماهیت غیرمتمرکز، غیرشفاف و ریسک بالای آنها برای نظام مالی و اقتصادی کشور؛

✓ پیاده‌سازی جامع و الزام‌آور نظام فاکتورهای رسمی و صندوق‌های فروش به منظور مستندسازی کامل و دقیق تمامی مبادلات تجاری و جلوگیری از فرار مالیاتی.

۵. توسعه ابزارهای نوین مالی، فناوری‌های پرداخت و تأمین مالی زنجیره‌ای:

✓ گسترش خدمات پرداخت الکترونیکی و کیف پول الکترونیکی: توسعه زیرساخت‌ها و بسترهای لازم برای گسترش خدمات پرداخت الکترونیکی و کیف پول‌های الکترونیکی، با هدف کاهش تقاضا برای پول نقد و افزایش شفافیت گردش وجوه؛

✓ توسعه و ترویج ابزارهای تأمین مالی زنجیره‌ای و مبتنی بر بازار: توسعه ابزارهای نوین تأمین مالی زنجیره‌ای و اوراق زنجیره‌تأمین، برات الکترونیک، گام و دیگر ابزارهای مشابه با هدف کاهش فشار بر تسهیلات سنتی بانکی، هدایت اعتبار به بخش‌های تولیدی، امکان تأمین مالی کارآمد و هدفمند بنگاه‌های تولیدی و در عین حال افزایش شفافیت و کاهش ریسک اعتباری در سیستم مالی.

جدول ۱۲. توصیه‌های سیاستی خلاصه‌شده برای مهار و هدایت نقدینگی

اهداف و نتایج کانونی	اقدامات اجرایی کلیدی	دسته‌بندی توصیه‌ها
سیاست پولی کارآمدتر، کنترل تورم و نقدینگی، حمایت از اقتصاد کلان.	تقویت اقتدار؛ سیاست‌گذاری فعال و قاعده‌مند؛ تمرکز بر اهداف کلان.	۱. اصلاح ساختار بانک مرکزی
هدایت اعتبار به تولید؛ ثبات مالی؛ کنترل نقدینگی؛ نظام بانکی سالم‌تر و کارآمدتر.	بهینه‌سازی تسهیلات‌دهی تولیدمحور؛ ابزارهای احتیاطی کلان؛ کنترل ضریب فزاینده؛ محدودیت دارایی‌های ثابت؛ منع سفته‌بازی؛ حل و فصل بانک‌ها؛ انضباط مالی.	۲. اصلاحات بنیادین نظام پولی و بانکی
نظارت اثربخش‌تر؛ کنترل خلق نقدینگی بی‌رویه؛ سلامت و شفافیت بانکی؛ انضباط.	نظارت مبتنی بر ریسک؛ کنترل اضافه برداشت؛ ارتقای شفافیت و حاکمیت شرکتی.	۳. تقویت نظام نظارتی و انضباط بخشی بانکی
افزایش شفافیت مالی؛ مقابله با پولشویی و فرار مالیاتی؛ حفاظت از نظام مالی؛ انضباط مالیاتی.	تفکیک حساب‌های شخصی و تجاری؛ سامانه اطلاعاتی یکپارچه؛ ممنوعیت رمز ارزها؛ نظام فاکتور رسمی.	۴. مدیریت کارآمد تبادلات ریالی در اقتصاد
کاهش تقاضای پول نقد؛ تنوع تأمین مالی؛ تسهیل تأمین مالی تولیدی؛ نظام مالی مدرن‌تر.	پرداخت الکترونیکی گسترده؛ تأمین مالی زنجیره‌ای و مبتنی بر بازار.	۵. توسعه ابزارهای نوین مالی و پرداخت

منبع: یافته‌های پژوهش

توصیه‌های سیاستی یادشده، بر مبنای یافته‌های پژوهش حاضر و با هدف پاسخگویی به چالش‌های کلیدی اقتصاد ایران در حوزه نقدینگی ارائه شده‌اند. اجرای مؤثر و هماهنگ این سیاست‌ها، مستلزم عزم جدی و همکاری بین‌بخشی نهادهای سیاست‌گذار پولی و مالی کشور بوده و می‌تواند نقش بسزایی در بهبود وضعیت اقتصاد کلان و دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و کاهش تورم در بلندمدت ایفا نماید.

منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا، محمودی، وحید، و سبحانی، سیدمحسن (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین کسری بودجه دولت. نقدینگی و تورم در ایران طی سال‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۸۷. دانش حسابرسی. ۱۲(۴۸). ۱۱۱-۱۱۳.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۳). سری‌های زمانی اقتصادی و مالی. بازیابی شده از <https://tsd.cbi.ir>
۳. بوستانی، رضا، و صلوی تبار، شیرین (۱۳۹۶). بررسی استقلال بانک مرکزی ایران از بعد مالی. فصلنامه روند. ۷۸. ۷۵-۱۰۸.
۴. تقی‌پور، انوشیروان (۱۳۸۰). بررسی ارتباط بین کسری بودجه. رشد پول و تورم در ایران: به روش معادلات همزمان. مجله برنامه و بودجه. ۶(۵ و ۶). ۱۰۵-۱۳۲.
۵. درگاهی، حسن، و هادیان، مهدی (۱۳۹۶). مقایسه آثار تکانه‌های پولی ناشی از ضریب فزاینده و پایه پولی در اقتصاد ایران. پژوهشنامه اقتصادی. ۱۷(۶۷). ۱۸۹-۲۱۹.
۶. سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) (۱۴۰۳). صورت‌های مالی سالانه بانک‌های کشور. بازیابی شده از <https://codal.ir>
۷. شاکری، عباس، و باقرپور اسکویی، الناز (۱۴۰۲). تحلیل رابطه تورم و کسری بودجه دولت در اقتصاد ایران: رویکرد هم‌دوسی موجکی. توسعه علوم انسانی. ۴(۸). ۲۷-۴۴.
۸. صباغ کرمانی، مجید، یآوری، کاظم، موسوی‌نیک، سیده‌هادی، و باقری پرمهر، شعله (۱۳۹۳). بررسی اثر حاکمیت مالی بر نرخ تورم اقتصاد ایران در چهارچوب یک مدل تعادل عمومی پویایی تصادفی (DSGE). پژوهش‌های اقتصادی. ۱۴(۱). ۱-۲۶.
۹. علوی‌راد، عباس (۱۳۸۵). بررسی کسری بودجه و فرآیند تورمی در ایران با کاربرد رویکرد VAR. اطلاعات سیاسی-اقتصادی. (۲۲۶)، ۲۵۸-۲۶۷.
۱۰. قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۷۹). مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
۱۱. قبادی، سارا، و کمیجانی، اکبر (۱۳۸۹). تبیین رابطه میان سیاست پولی-ارزی و بدهی دولت و تاثیر آنها بر تورم و رشد اقتصادی در ایران. مطالعات اقتصاد بین‌الملل (International Economic Studies). ۲۱(۲) (پیاپی ۳۷). ۱-۲۱.
۱۲. کمیجانی، اکبر، و توکلیان، حسین (۱۳۹۱). سیاست‌گذاری پولی تحت سلطه مالی و تورم هدف ضمنی در قالب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی برای اقتصاد ایران. تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی. ۲(۸)، ۸۷-۱۱۷.
۱۳. مشیری، سعید، و باقری پرمهر، شعله، و موسوی‌نیک، سیده‌هادی (۱۳۹۰). بررسی درجه تسلط سیاست مالی در اقتصاد ایران در قالب مدل تعادل عمومی پویایی تصادفی پویا. پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی. ۲(۵)، ۶۹-۹۰.
۱۴. هادی‌زنوز، بهروز (۱۳۹۳). ارزیابی عملکرد بازار پول و اعتبار در ایران و پیامدهای آن بر رشد اقتصادی. تهران: نوین طراحان آزاد.
۱۵. هژبر کیانی، کامبیز، و حلاقی، حمیدرضا (۱۳۸۰). بررسی رابطه بین کسری بودجه و تقاضای پول در اقتصاد ایران: کاربرد روش‌های جوهانسن-جوسلیوس و خودباگشتی با وقفه توزیعی. مجله برنامه و بودجه. ۶(۶۰ و ۶۱)، ۳-۲۴.

References

16. Alavī-Rād, A. (2006). A study on budget deficit and inflationary process in Iran using VAR approach. Political-Economic Information / Ettela'at-e Siasi-Eqtessadi, *(226-227)*, 258-267. [In Persian].
17. Bank Markazi Jomhouri Eslami Iran (Central Bank of the Islamic Republic of Iran). (2024). Economic and financial time series. Retrieved from <https://tsd.cbi.ir> [In Persian].

18. Bozorgniā, R., & Salavi Tabār, Sh. (2017). Examining the financial independence of the Central Bank of Iran. *Ravand Quarterly / Faṣlnāmah-i Ravand, 24*(78), 75–108. [In Persian].
19. Central Securities Depository of Iran (CODAL). (2024). Annual financial statements of Iranian banks. Retrieved from <https://codal.ir> [In Persian].
20. Daghighī, H., & Hādian, M. (2017). A comparison of the monetary shocks arising from the money multiplier and the monetary base in Iran's economy. *Economic Research Letter / Nashriyah-i Pizhūhishhā-yi Iqtisādī, 17*(67), 189–219. [In Persian].
21. Dorghahi, H., Mahmoudi, V., & Sobhani, S. M. (2012). Examining the relationship between government budget deficit, liquidity, and inflation in Iran during 1978–2008. *Audit Knowledge / Dānish-i Ḥisābdarī, 12*(48), 111–130. [In Persian].
22. Fontana, G. (2003). Post Keynesian approaches to endogenous money: A time framework explanation. *Review of Political Economy*, 15(3), 291–314. <https://doi.org/10.1080/0953825032000091360>
23. Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58(1), 1–17.
24. Ghobadi, S., & Kamyjani, A. (2010). Explaining the relationship between monetary-exchange rate policies and government debt and their impact on inflation and economic growth in Iran. *International Economic Studies / Muṭālī'āt-i Iqtisād-i Bayn al-Milālī, 21*(2), 1–21. [In Persian].
25. Goodhart, C. A. E. (2009). The regulatory response to the financial crisis. In A. Felton & C. Reinhart (Eds.), *The first global financial crisis of the 21st century, Volume 2: The aftermath* (pp. 197–201). Centre for Economic Policy Research (CEPR).
26. Hadi-Zonooz, B. (2014). *Evaluating the performance of the money and credit market in Iran and its consequences for economic growth*. Novin Tarahan Azad. [In Persian].
27. Hajbar-Kiani, K., & Hallaafi, H. (2001). Investigating the relationship between budget deficit and money demand in Iran: Applying Johansen-Juselius and ARDL methods. *Planning and Budgeting Journal / Majallah-i Barnāmah'rīzī va Budjih, 6*(60–61), 3–24. [In Persian].
28. Islamic Parliament Research Center of Iran. (2000). *Third Development Plan Law of the Islamic Republic of Iran*. <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/93301> [In Persian].
29. Kamyjani, A., & Tavakolian, H. (2012). Monetary policy under fiscal dominance and implicit inflation targeting in a DSGE model for Iran. *Economic Modeling Research / Taḥqīqāt-i Modeling-i Iqtisādī, 2*(8), 87–117. [In Persian].
30. Lavoie, M. (2006). A post-Keynesian amendment to the new consensus on monetary policy. *Metroeconomica*, 57(2), 165–192. <https://doi.org/10.1111/j.1467-999X.2006.00238.x>
31. Mashayekhi, S., Bagheri Pormehr, Sh., & Mousavi Nik, S. H. (2011). Evaluating the degree of fiscal dominance in Iran's economy using a DSGE model. *Growth and Economic Development Research / Pizhūhishhā-yi Rushtah va Tuṣi'ah-i Iqtisādī, 2*(5), 69–90. [In Persian].
32. Moore, B. J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press.
33. Sabagh Kermani, M., Yavari, K., Mousavi Nik, S. H., & Bagheri Pormehr, Sh. (2014). The effect of fiscal governance on inflation rate in Iran in a DSGE framework. *Economic Research / Pizhūhishhā-yi Iqtisādī, 14*(1), 1–26. [In Persian].
34. Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17. <https://doi.org/10.21034/qv.531>
35. Shakeri, A., & Bagherpour Askuei, E. (2023). Analyzing the relationship between inflation and government budget deficit in Iran: A wavelet coherence approach. *Development of Human Sciences / Tuṣi'ah-i 'Ulūm-i Insānī, 4*(8), 27–44. <https://doi.org/10.22047/hsd.2024.433334.1007> [In Persian].

36. Taghipour, A. (2001). Analyzing the relationship between budget deficit, monetary growth and inflation in Iran: Using simultaneous equations approach. *Planning and Budgeting Journal / Majallah-i Barnāmah'rīzī va Budjih, 6*(5-6), 105-132. [In Persian].
37. Wicksell, K. (1907). The influence of the rate of interest on prices. *The Economic Journal*, 17(66), 213-220. <https://doi.org/10.2307/2220665>
38. Wray, L. R. (2007). *Endogenous money: Structuralist and horizontalist* (Working Paper No. 512). Levy Economics Institute. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010462>

