

ارزیابی درجه هماهنگی سیاست پولی و مالی در اقتصاد ایران و الزامات دستیابی به آن

ژاله زارعی* و مریم همتی**

چکیده

هماهنگی سیاست پولی و مالی بدین معناست که این سیاست‌ها با وجود داشتن اولویت‌های هدف‌گذاری متفاوت، برای تقویت رشد اقتصادی و ثبات قیمت‌ها در یک سوی حرکت کرده و یا دست‌کم اثر یکدیگر را خنثی نکنند؛ زیرا نبود هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی و غفلت از این موضوع به آن منجر خواهد شد که دستیابی به سطوح بهینه اهداف میسر نباشد. بر این اساس، این مطالعه به دنبال ارزیابی هماهنگی سیاست پولی و مالی در اقتصاد ایران است. پرسش اصلی این است که وضعیت هماهنگی سیاست پولی و مالی در اقتصاد ایران چگونه بوده است؟ در راستای پاسخ به این پرسش، در این پژوهش، هماهنگی بین سیاست‌های پولی و مالی ایران در بلندمدت با استفاده از آزمون علیت گرنجر و آزمون هم‌انباشتی انگل - گرنجر و در کوتاه‌مدت با استناد به رویکرد اربی و همکاران (۲۰۱۰) و همکارانش (۲۰۱۳) در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸ با تواتر سالانه بررسی شده است. نتایج آزمون علیت گرنجر و آزمون هم‌انباشتی انگل - گرنجر بر نبود رابطه بلندمدت بین این دو سیاست تأکید دارد. همچنین، ارزیابی میزان هماهنگی آنها در کوتاه‌مدت با استفاده از رویکرد اربی و همکاران (۲۰۱۰) و تاراوالی و همکارانش (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که میزان هماهنگی این دو سیاست در وضعیت‌های مختلف اقتصادی در وقفه‌های اول تا سوم به ترتیب برابر ۰/۲۱، ۰/۱۶ و ۰/۲۷ بوده که نشان از ضعیف‌بودن تعامل بین سیاست‌گذاران پولی و مالی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌هاست. ایجاد این هماهنگی نیازمند پشتیبانی ترتیبات نهادی و عملیاتی است که از آن جمله می‌توان به تعریف، تبیین و پیاده‌سازی قواعد سیاست‌گذاری پولی و مالی، تعیین چارچوب قانونی برای استقلال بانک مرکزی، مدیریت بدهی دولت و همچنین، تشکیل شورای هماهنگی بین سیاست پولی و مالی اشاره کرد. بررسی آمار اقتصادی نشان می‌دهد کشورهایی که قواعد مالی و چارچوب هدف‌گذاری تورمی همراه با هم اتخاذ کرده‌اند، در مقایسه با کشورهایی که این قواعد را به تنهایی پیاده‌سازی کرده‌اند، در عین حال که از ثبات قیمت‌ها برخوردار بوده‌اند، نسبت بدهی دولت‌ها به تولید ناخالص داخلی کمتری نیز داشته‌اند. بدین‌روی، پیشنهاد می‌شود در راستای خروج از رکود اقتصادی و کاهش نرخ تورم، دولت و بانک مرکزی پیاده‌سازی قواعد مالی و هدف‌گذاری منعطف تورمی را به‌طور هم‌زمان و هماهنگ با یکدیگر در برنامه‌های عملیاتی سیاست‌گذار مالی و پولی تبیین و اجرایی نمایند.

واژگان کلیدی: سیاست مالی، سیاست پولی، هدف‌گذاری تورم، هماهنگی سیاست‌ها

طبقه‌بندی JEL: E62، E63، P24، P41.

۱. مقدمه

بر پایه دیدگاه سارجنت و والاس^۱ (۱۹۸۳) در مقاله «حساب ناخوشایند پولی»،^۲ سیاست مالی غیرمنضبط امکان شکل‌گیری سیاست‌های پولی منضبط را فراهم نمی‌کند. در نظریه مالی سطح قیمت، (FTPL)^۳ که الگوی گسترش‌یافته این دیدگاه است، تأکید بر این است که بین بدهی‌های دولت و سطح عمومی قیمت‌ها، یک رابطه علت و معلولی برقرار است.^۴ این نظریه‌ها بر این موضوع تأکید دارند که سلطه سیاست مالی^۵ بر سیاست پولی می‌تواند از عوامل مؤثر بر رشد غیرمتعارف حجم پول باشد^۶ و میزان اثرگذاری سیاست پولی بر تورم به نسبت هماهنگی سیاست پولی و مالی تغییر کند؛ یعنی افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی که به‌نوعی از تأمین مالی کسری بودجه منتج می‌شود، یک رابطه علیت دوسویه بین این متغیر و تورم ایجاد می‌نماید که تأثیرپذیری سیاست پولی از سیاست مالی را مشخص می‌کند. سارجنت و والاس با بیان این دیدگاه، چشم‌انداز جدیدی از هماهنگ‌سازی سیاست مالی و پولی در راستای تأمین مالی کسری بودجه از طریق افزایش اجزای پایه پولی و صدور اوراق قرضه در اوایل دهه ۱۹۸۰ مطرح کردند. اهمیت این موضوع با وقوع بحران‌های مالی در دهه‌های اخیر بیش از پیش افزایش یافت و زمینه افزایش پژوهش‌هایی در این حوزه را فراهم آورد.

هماهنگی سیاست پولی و مالی بدین معناست که این سیاست‌ها با وجود داشتن اولویت‌های هدف‌گذاری متفاوت، برای تقویت رشد اقتصادی و ثبات قیمت‌ها در یک سوی حرکت کرده و یا دست‌کم اثر یکدیگر را خنثی نکنند؛ زیرا نبود هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی و غفلت از این موضوع به آن منجر خواهد شد که دستیابی به سطوح بهینه اهداف تعریف‌شده در برنامه‌های سیاست‌گذاران امکان‌پذیر نباشد.

-
1. Sargent and Wallace
 2. Unpleasant Monetary Arithmetic
 3. Fiscal Theory of Price Level
 4. Piontkivsky. (2001).
 5. Fiscal Dominance
 6. Buchanan and Wagner. (1977).

بر این اساس، این پژوهش به دنبال ارزیابی هماهنگی سیاست پولی و مالی در اقتصاد ایران در کوتاه‌مدت و بلندمدت است. پرسش اصلی این است که وضعیت هماهنگی سیاست پولی و مالی در اقتصاد ایران در بلندمدت چگونه بوده و درجه هماهنگی آنها در کوتاه‌مدت به چه میزان است؟ چگونه می‌توان این هماهنگی را در راستای دستیابی به اهداف کلان اقتصادی افزایش داد؟ این مطالعه با بررسی میزان هماهنگی مقام‌های پولی و مالی ایران در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸، درصد یافتن پاسخی برای این پرسش است که الزامات نهادی مورد نیاز برای دستیابی به این هماهنگی چیست؟ بدین‌روی، پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، در بخش چهارم روش پژوهش بررسی می‌شود. در بخش پنجم، برآورد الگو انجام شده و سرانجام نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی در بخش ششم مطرح خواهد شد.

۲. مبانی نظری

اهمیت هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی با وقوع بحران‌های مالی در دهه‌های اخیر بیش از پیش افزایش یافت و زمینه افزایش پژوهش‌هایی در این حوزه را فراهم آورد. از آنجا که در کشورهای درحال توسعه که بخش اصلی کسری بودجه دولت‌ها از طریق استقراض از بانک مرکزی تأمین مالی می‌شود، مشکل ناهماهنگی سیاست‌ها بسیار شدیدتر بوده و سلطه مالی بر سیاست پولی بیشتر است^۱، بنابراین، پرداختن به این موضوع اهمیت ویژه‌ای دارد.

برای رسیدن به ثبات اقتصاد کلان، هماهنگ‌سازی مؤثر سیاست‌های مالی و پولی نیازمند است؛ اما این هماهنگی باید توسط ترتیبات نهادی و عملیاتی پشتیبانی شوند.

از مهم‌ترین چالش‌هایی که برای پیاده‌سازی مؤثر هماهنگی سیاست پولی و مالی وجود دارد می‌توان به نبود کانال‌های مناسب به‌منظور برقراری ارتباط مؤثر بین مقام‌های پولی و مالی، وجود تضاد در اهداف سیاست‌گذاران پولی و مالی، نبود بازار مالی مناسب و توسعه‌یافته برای تأمین مالی بودجه دولت، ضعف نهادهای نظارتی و وجود سلطه مالی اشاره کرد.^۲ بنابراین، برای رفع این چالش‌ها و برقراری هماهنگی بیشتر سیاست‌گذاران مالی و پولی، تعریف و تبیین برخی ترتیبات نهادی و چارچوب‌های

1. Nayyar. (2011).

۲. توکلیان. (۱۳۹۸).

قانونی الزامی بوده که از آن جمله می‌توان به تعریف، تبیین و پیاده‌سازی قواعد سیاست‌گذاری پولی و مالی،^۱ تعیین چارچوب قانونی برای استقلال بانک مرکزی،^۲ مدیریت بدهی دولت^۳ و همچنین تشکیل شورای هماهنگی بین سیاست پولی و مالی^۴ اشاره کرد که در زیر به‌طور خلاصه توضیح داده می‌شود.

۲-۱. قواعد سیاست‌گذاری پولی و مالی

استفاده از قواعد سیاستی در حوزه سیاست‌های پولی و مالی در دهه‌های اخیر مورد استقبال گسترده سیاست‌گذاران اقتصادی قرار گرفته است. طراحی و پیاده‌سازی قواعد سیاست‌گذاری پولی و مالی که از تمهیدات حمایتی و ظرفیت‌های نهادی مناسب برخوردار باشد، می‌تواند از اتخاذ تصمیمات مقطعی سیاسی و مصلحتی جلوگیری نماید و به اعمال سیاست‌های پادچرخه‌ای منجر شود.

در ادبیات مرسوم بانکداری مرکزی، قاعده‌مند بودن سیاست‌ها به زیان اجتماعی کمتری منجر می‌شود. در این چارچوب، قاعده همانند محدودیتی بر عملکرد استصوابی سیاست‌گذار در نظر گرفته می‌شود. به بیان دیگر، بانک مرکزی با پذیرش قواعد پولی الزام‌آور و شفاف که عموماً در هر شرایطی از اعطای تسهیلات مقام پولی به دولت یا نظام بانکی ممانعت به‌عمل می‌آورد، می‌تواند با کنترل کامل خالص دارایی‌های داخلی و خارجی، از تعهد این بانک در حفظ ثبات قیمت‌ها اطمینان حاصل نماید. بنابراین، اتخاذ قواعد فضای ناچیزی برای سیاست‌گذاری مصلحتی مقام‌های پولی و مالی باقی گذاشته و بهترین حافظ در مقابل فشارها برای تأمین مالی پولی دولت خواهد بود. تعریف چنین چارچوبی برای سیاست‌گذار پولی، می‌تواند دو استلزام پایه‌ای برای سیاست مالی را به دنبال داشته باشد؛ نخست، از آنجا که در این چارچوب نمی‌توان کسری بودجه را تأمین مالی پولی نمود، دولت باید برای پوشش کسری بودجه به دنبال توسعه بازارهای مالی باشد. دوم، با وجود محدودیت‌های بانک مرکزی، سیاست مالی باید فشارهایی را در راستای دستیابی به اهداف تعریف‌شده در قواعد پولی و مالی تحمل نماید.

1. Combes, et al. (2014).

2. Frenkel. (1990) and Mishkin. (2004).

3. Togo. (2012).

4. Hanif. (2003).

کیدلند و پرسکات^۱ (۱۹۷۷) نخستین اقتصاددانانی بودند که التزام به قاعده سیاست‌گذاری پولی را در راستای اعمال محدودیت‌های لازم برای تصحیح تورش تورم را مطرح کردند که توسط بارو و گوردن^۲ (۱۹۸۳) توسعه داده شد. هم‌زمان با این تحولات، نظریه دوره‌های تجاری در دهه ۸۰ میلادی در راستای تکامل اندیشه سیاست‌گذاری پولی شکل گرفت که سبب شد استقلال بانک مرکزی از سال‌های ابتدایی دهه ۹۰ مورد توجه قرار گیرد. با گسترش ادبیات استقلال بانک مرکزی و شکست هدف‌گذاری حجم پول، گام بعدی طراحی و تبیین هدف‌گذاری تورم بود. ویژگی این هدف‌گذاری، این است که قاعده‌مندی سیاست‌ها را به‌همراه انعطاف‌پذیری دارد. ارکان چارچوب هدف‌گذاری تورمی، تعیین روشن اهداف، تعهد سازمانی به اهداف، اعلان عمومی و پیگیری سیاست‌های قاعده‌مند در جهت احراز اهداف است؛ اما یک قاعده پولی برای اجرایی‌شدن باید قابلیت بیان به ازای متغیری که به منزله ابزار سیاستی عمل می‌کند را داشته و در عین حال تحت کنترل بانک مرکزی باشد. بنابراین در گام نخست، این چارچوب نیازمند تعهد به یک لنگر اسمی است. بانک‌های مرکزی به این نتیجه دست یافتند که به‌جای آنکه تورم را غیرمستقیم و از طریق هدف میانی کنترل کنند، بهتر است که به‌طور مستقیم به تورم به‌عنوان لنگر اسمی واکنش نشان دهند؛ به‌طوری که تعهد به این لنگر زمینه کاهش تورم در کشورهای در حال پیشرفت را فراهم آورده است.^۳ و^۴ در برخی کشورها با وجود اینکه هدف تورم اولی است، اما آنها در موقعیتی نیستند که این اهداف را بر اهداف دیگر (نرخ ارز و تولید) مسلط کرده و در نتیجه، راهکار هدف‌گذاری تورم سبک (ITL)^۵ را دنبال می‌کنند.^۶ این موضوع بر این نکته اشاره دارد که به‌دلیل نبود شفافیت در اولویت‌های سیاستی در این کشورها، در عمل سیاست‌گذاری تحت ITL بستگی به وزنی دارد که سیاست‌گذار برای نرخ تورم، نرخ ارز و اهداف دیگر لحاظ می‌کند. تحت ITL می‌توان متوسط نرخ تورم را کاهش داده و زمان لازم برای اجرای اصلاحات در سیاست پولی را فراهم آورد. باید

1. Kydland and Prescott
2. Barro and Gordon
3. Svensson. (2010).
4. Miller, et al. (2012).
5. Inflation Targeting Lite (ITL)
6. Stone. (2003).

به این مطلب توجه داشت که ITL یک چارچوب مشخص سیاستی نبوده، اما برای گذار به مرحله بعدی قابل استفاده است.^۱

اما برای بسترسازی دوران انتقال و گذار به مرحله دوم (پس از ITL) داشتن دست‌کم یک ابزار اصلی برای سیاست‌گذار پولی الزامی است تا مقام پولی بتواند فعالان بازار را از منظر سیاست پولی مطلع نموده و انتظارات تورمی را کنترل نماید. در متون اقتصادی کانال‌های مرسوم تأثیرگذاری سیاست پولی شامل نرخ بهره، قیمت دارایی‌ها، نرخ ارز، کانال اعطای تسهیلات بانک‌ها و کانال انتظارات بوده که استفاده از ابزار نرخ بهره در مقایسه با کانال‌های دیگر رایج‌تر بوده است؛ اما انتخاب ابزار مناسب مستلزم شناخت ساختار اقتصاد و فرآیند انتقال اثر سیاست پولی بر بخش حقیقی است. سازوکار اثرگذاری سیاست پولی در طول زمان ثابت نبوده و بستگی به چارچوب سیاست پولی، نوع سیستم مالی حاکم در کشور و وضعیت حقیقی هر اقتصادی دارد. از سوی دیگر، تجربه بحران مالی - اقتصادی اخیر نشان داد که کنترل نرخ تورم تنها هدفی نیست که مقام پولی برای ایجاد شرایط مساعد رشد اقتصادی باید آن را دنبال کند، بلکه کنترل نوسانات نرخ ارز به ثبات بخش حقیقی و نیز به ایجاد فضای کلان مناسب برای رشد اقتصادی کمک می‌کند؛^۲ بدین‌رو، می‌توان این‌گونه استنباط نمود که سیاست پولی بدون مشخص کردن نظام ارزی بسته نمی‌شود. بنابراین در برخی کشورها، استفاده از دو ابزار نرخ بهره و مداخله در بازار ارز یعنی «هدف‌گذاری دوگانه» پیشنهاد شد.^۳ حال، چنانچه توسعه و تعمیق بازار پول، اسناد مالی و بازار بین بانکی محقق شده و با رفع محدودیت‌ها بر نقل و انتقالات پول و سرمایه بین‌المللی بازارهای اصلی و فرعی ارز راه‌اندازی شود، زمینه برای عبور از هدف‌گذاری دوگانه به مرحله نهایی و پیاده‌سازی چارچوب هدف‌گذاری منعطف فراهم می‌شود. البته، برای عبور به مرحله پایانی و اجرایی کردن آن باید ملاحظات دیگری نیز در نظر گرفته شود.^۴

۱. رجوع کنید به: جلالی‌نائینی و نادریان. (۱۳۹۳).

2. Ostry. et al. (2012).

3. Ibid.

۴. رجوع کنید به: جلالی‌نائینی و نادریان. (۱۳۹۳).

اما یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌داد که اتخاذ قاعده سیاست پولی حتی با وجود استقلال کامل بانک مرکزی تنها شروط دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده تورم در سطوح پایین یعنی ثبات قیمت‌ها نیستند؛ به طوری که ثبات قیمت‌ها تنها مرتبط با سیاست پولی نبوده، بلکه از سیاست مالی نیز تأثیر می‌پذیرد^۱ و سلطه سیاست‌های مالی^۲ بر سیاست‌های پولی از عوامل مؤثر بر رشد غیرمترعارف حجم پول است^۳ که شرایط تورمی را به دنبال دارد. به بیان دیگر، بی‌انضباطی در سیاست‌های مالی و افزایش بدهی‌های دولت از طریق اخلال در سیاست پولی بر تورم تأثیرگذار بوده (نظریه مالی سطح قیمت (FTPL)^۴) و نبود یک قاعده مالی مناسب باعث می‌شود که سیاست پولی همواره تحت تأثیر سلطه مالی قرار داشته باشد. در این شرایط در بیشتر موارد بانک مرکزی اختیار کافی در استفاده از ابزارهای پولی برای کنترل تورم ندارد. بنابراین، اتخاذ قاعده مالی یک پیش‌نیاز کلیدی برای دستیابی به ثبات قیمت‌هاست.^{۵، ۶ و ۷} در واقع، سیاست‌گذاران به این نتیجه دست یافته بودند که اصلاح نهادهای سیاست پولی نمی‌تواند به طور مستقل از رژیم سیاست مالی انتخاب شود.^۸ بنابراین، در برخی کشورها قواعد مالی در کنار قواعد سیاست‌گذاری پولی در جهت ارتقای انضباط مالی دولت و کنترل قیمت‌ها اتخاذ شد. این کشورها شامل: استرالیا، برزیل، کانادا، شیلی، جمهوری چک، فنلاند، ایسلند، اندونزی، مجارستان، رژیم اشغالگر صهیونیستی، مکزیک، نیوزلند، نروژ، پرو، اسلواکی، لهستان، اسپانیا، سوئد، سوئیس و انگلستان است.

1. Sargent and Wallace. (1983).
2. Fiscal Dominance
3. Buchanan and Wagner. (1977).
4. Fiscal theory of price level (FTPL)
5. Masson and others. (1997).
6. Sims. (2004).
7. Bernanke and Woodford. (2004).
8. Combes, et al. (2014).

اتخاذ قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی در کنار هم در این کشورها نسبت به زمانی که این قواعد به تنهایی اتخاذ شدند، نتایج بهتری در عملکرد سیاست پولی و مالی را به دنبال داشت.^۱ یعنی درست است که پذیرش هدف‌گذاری تورمی با داشتن کارایی برای دستیابی به ثبات قیمت‌ها، یک ابزار مناسب برای بهبود عملکرد مالی محسوب می‌شود، اما تجربه کشورهایمانند آرژانتین، لیتوانی و پاناما در دهه‌های پیشین نشان داد که با وجود اینکه هدف‌گذاری تورمی در ارتقا و حفظ انضباط مالی مؤثر بوده است، اما این هدف‌گذاری به تنهایی نتوانست از افزایش بدهی‌های دولت‌ها جلوگیری نماید.^۲ این موضوع نشان می‌دهد که بانک مرکزی به‌عنوان مقام پولی توانایی برقراری انضباط مالی دولت به‌طور کامل را ندارد. از سوی دیگر، تبیین و تصویب یک قاعده مالی به‌عنوان یک استراتژی معتبر برای بهبود رشد اقتصادی و عملکرد مالی دولت بوده، اما برای بانک مرکزی به‌عنوان یک قاعده برونزا در راستای کاهش تورم کافی نیست. چه بسا تصمیمات مقطعی سیاسی و مصلحتی دولت‌ها، استقلال بانک مرکزی را نیز نفی کند. به بیان دیگر، داشتن انگیزه‌های متفاوت مقام‌های پولی و مالی، می‌تواند پیامدهای نامطلوبی در اقتصاد را به همراه داشته باشد؛ پس مطلوب آن است که این مقامات بر سر مجموعه‌ای از اهداف مشترک به توافق برسند.^۳ بنابراین، با توجه به ارتباط تنگاتنگ سیاست‌های مقام‌های پولی و مالی به‌ویژه تأثیرپذیری سیاست‌گذاری پولی از مالی، بهتر آن است که قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی در راستای دستیابی به اهداف اقتصاد کلان در کنار یکدیگر اتخاذ شوند. در این صورت، کنترل میزان استقرار دولت در راستای تأمین مالی کسری بودجه در کنار تبیین قاعده‌ای برای سیاست‌گذار پولی برای کاهش تورم می‌تواند هم‌زمان با برقراری انضباط مالی دولت، مسیر بانک مرکزی در رسیدن به اهداف تورمی تبیین شده را هموارتر نماید. به بیان دیگر، پذیرش هدف‌گذاری تورم و قاعده مالی فضای

۱. کامبس و همکارانش ۱۵۲ کشور را بررسی کرده‌اند که ۳۹/۵ درصد (۶۰ کشور) از این کشورها قاعده پولی و مالی داشته‌اند. در بین این کشورها، ۴۸ درصد قاعده پولی، ۸۵ درصد قواعد مالی، ۳۳ درصد قواعد مالی همراه با قاعده پولی داشته‌اند (۲۰ کشور) که در بین آنها ۳۰ درصد (۶ کشور) از کشورها ابتدا اقدام به تبیین و تعریف قاعده پولی و سپس، قواعد مالی نموده‌اند و ۷۰ درصد (۱۴ کشور) ابتدا هدف‌گذاری تورمی را پیاده‌سازی کرده، سپس، قواعد مالی تعریف کرده‌اند.

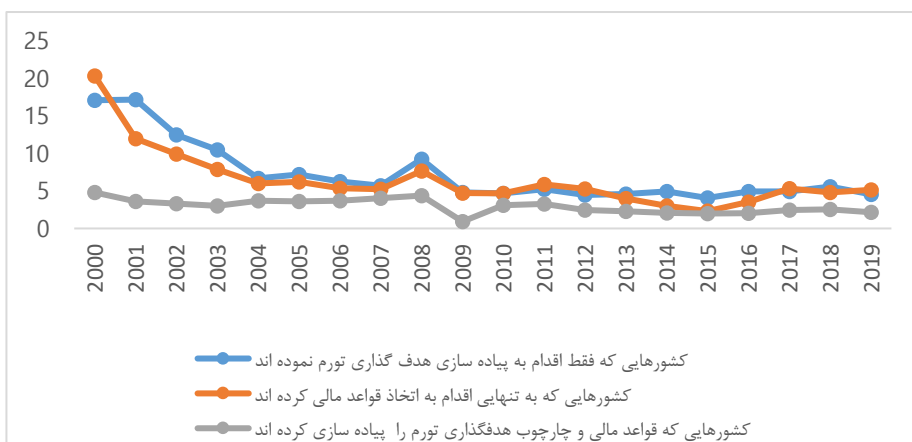
2. Laurens and Piedra. (1998).

3. Dixit and Lambertini. (2003).

کافی برای سیاست‌گذاری مصلحتی را در اختیار مقام‌های پولی و مالی نگذاشته و بهترین محافظ در برابر فشارهای دولت برای تأمین مالی نمودن کسری بودجه است.

بررسی آمار تورم در کشورهایی که قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی را در کنار هم پیاده‌سازی کرده‌اند و مقایسه این ارقام با کشورهایی که صرفاً هدف‌گذاری تورم یا قواعد مالی را اتخاذ کرده‌اند، نشان می‌دهد کشورهایی که هر دو قاعده سیاست‌گذاری را در نظر گرفته‌اند، در کنترل نرخ تورم و میزان بدهی دولت موفق‌تر بوده و عملکرد بهتری داشته‌اند (نمودار ۱).

نمودار ۱. متوسط نرخ تورم (درصد)

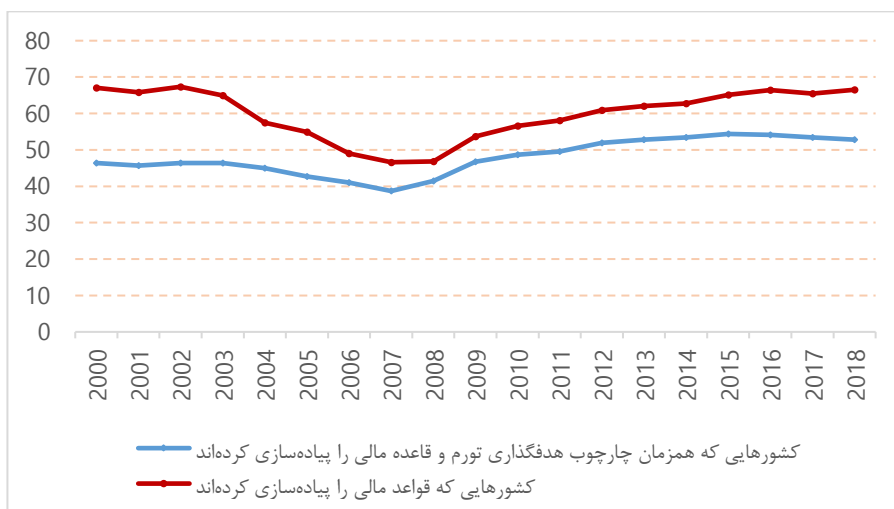


توضیحات: این نمودار متوسط نرخ تورم کشورهایی را که اقدام به پیاده‌سازی هدف‌گذاری تورم و قواعد مالی کرده‌اند با کشورهایی که این دو چارچوب را با هم اتخاذ کرده‌اند، مقایسه می‌کند. کشورها شامل استرالیا، برزیل، کانادا، شیلی، مجارستان، فنلاند، چک، ایسلند، اندونزی، مکزیک، نیوزلند، نروژ، پرو، لهستان، اسلواکی، اسپانیا، سوئد، سوئیس و انگلستان است. مأخذ دریافت داده‌ها: تارنمای بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف که هدف‌گذاری تورم را اتخاذ کرده‌اند و نیز تارنمای صندوق بین‌المللی پول برای ارزیابی کشورهایی که قواعد مالی داشته‌اند به آدرس: <http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules> و سرانجام یافته‌های این پژوهش برای ارزیابی تقدم، تأخر و هم‌زمانی پیاده‌سازی قواعد مالی و هدف‌گذاری تورم.

از سوی دیگر، این نتایج نیز بر این موضوع تأکید دارند که اتخاذ قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در کشورها در کنترل تورم موفق‌تر از هدف‌گذاری تورمی مقام پولی بوده است. بنابراین، شواهد آماری گویای آن است که پیاده‌سازی قواعد مالی در کنار اجرای چارچوب هدف‌گذاری تورمی می‌تواند نتایج بهتری را در کنترل قیمت‌ها به دنبال داشته باشد. افزون بر این، اتخاذ قواعد مالی و چارچوب هدف‌گذاری

تورمی در کنار یکدیگر، زمینه مدیریت بهینه بدهی دولت را در مقایسه با کشورهای که این قواعد و چارچوب را به تنهایی پیاده‌سازی کرده‌اند، فراهم کرده است.

نمودار ۲. متوسط نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی (درصد)



توضیحات: این نمودار متوسط نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی کشورهای را که اقدام به پیاده‌سازی هدف‌گذاری تورم و قواعد مالی نموده‌اند با کشورهای که این دو چارچوب را با هم اتخاذ کرده‌اند، مقایسه می‌کند. کشورهای شامل استرالیا، برزیل، کانادا، شیلی، مجارستان، فنلاند، چک، ایسلند، اندونزی، مکزیک، نیوزلند، نروژ، پرو، لهستان، اسلواکی، اسپانیا، سوئد، سوئیس و انگلستان است. مأخذ دریافت داده‌ها: تارنمای بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف که هدف‌گذاری تورم را اتخاذ کرده‌اند و نیز تارنمای صندوق بین‌المللی پول برای ارزیابی کشورهای که قواعد مالی داشته‌اند به آدرس: <http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules> و سرانجام یافته‌های این پژوهش برای ارزیابی تقدم، تأخر و هم‌زمانی پیاده‌سازی قواعد مالی و هدف‌گذاری تورم.

البته باید به این نکته اشاره کرد که در تعریف و پیاده‌سازی قواعد مالی می‌بایست تبصره‌های گریز به‌منظور تبیین انعطاف بیشتر به قواعد در شرایط بحران در نظر گرفته شود. این تمهیدات اجازه انحراف موقتی از قواعد را در صورت وقوع بحران اقتصادی، کاهش شدید رشد و یا وقوع رخدادهایی مانند بلایای طبیعی و کمک اضطراری به نظام بانکی می‌دهند.

۲-۲. استقلال بانک مرکزی

یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌دهد چنانچه اعمال سیاست پولی به بانک مرکزی مستقل واگذار شود، تورش تورمی سیاست پولی کاهش می‌یابد؛ زیرا نخست، چنانچه بانک مرکزی از استقلال کافی برخوردار باشد، می‌تواند در برابر فشارهای مالی دولت در راستای تأمین مالی کسری بودجه پافشاری نموده و مانع از دریافت تسهیلات دولت از بانک مرکزی از راه اعمال فشارهای سیاسی بر مقام پولی باشد؛ درغیراین صورت، این شرایط زمینه پوشش کسری بودجه از طریق خلق پول را فراهم می‌آورد که شرایط تورمی را به دنبال دارد؛ دوم، دولت‌ها در بیشتر موارد به دنبال اهداف کوتاه‌مدت هستند که با اهداف بلندمدت تبیین شده برای کاهش تورم ناسازگاری دارد.^۱ به بیان دیگر، همواره این خطر وجود دارد که ملاحظات کوتاه‌مدت دولت‌ها بر برنامه‌های بلندمدت بانک مرکزی فایق آمده و بانک مرکزی در معرض فشارهای سیاسی قرار گیرد. در چنین شرایطی، ترتیبات باید به گونه‌ای اتخاذ شود تا از شکل‌گیری ناسازگاری‌ها بین سیاست پولی و مالی جلوگیری شود.

استقلال بانک مرکزی به این مفهوم نیست که دیگر نیازی به برقراری هماهنگی با مقام مالی وجود ندارد؛ بنابراین، برای تعریف استقلال بانک مرکزی ابتدا باید تمایز بین استقلال هدف و استقلال ابزار مشخص شود. استقلال هدف، توانایی بانک مرکزی در تعیین اهداف خود در سیاست پولی است. درحالی که استقلال ابزار، توانایی بانک مرکزی در تعیین مجموعه ابزارهای مستقل سیاست پولی برای رسیدن به اهداف تعیین شده برای این بانک است.

پشتوانه صریح و قانونی برای پیگیری ثبات قیمت‌ها، باید به‌عنوان هدف اصلی و بلندمدت بانک مرکزی تعیین شود؛^۲ اما این واقعیت که دولت این اهداف را تعیین می‌کند، به این مفهوم نیست که بانک مرکزی از فرایند تصمیم‌گیری خارج شده است. از آنجا که بانک مرکزی، هم از اعتبار و هم از تجربه اجرای سیاست پولی برخوردار است، می‌تواند همواره به‌عنوان مشاوره دولت در تعیین این اهداف زمینه دستیابی به نتایج بهتری را فراهم آورد. به بیان دیگر، از دیدگاه میشکین، بانک مرکزی در تعیین و

1. Gutierrez. (2003).

2. Mishkin. (1998).

تبیین هدف مستقل نبوده، اما اصول بنیادین سیاست پولی، که ترغیب ثبات قیمت‌ها، جلوگیری از ناهماهنگی زمانی، آینده‌نگری، پاسخگویی و هماهنگی سیاست مالی و پولی را توصیه می‌کند، دلایل انکارناپذیری را مبنی بر اینکه بانک مرکزی باید در ابزارهای خود مستقل باشد، ارائه می‌کند. یعنی بانک مرکزی با استقلال در کنترل و تعیین ابزارهای مناسب سیاست پولی، مانعی در برابر فشارهای سیاسی به وجود می‌آورد که احتمال آینده‌نگر بودن بانک مرکزی را افزایش و به بانک این امکان را می‌دهد تا وقفه‌های طولانی بین اقدامات سیاست پولی و تأثیر آن بر تورم را تحمل کند. از سوی دیگر، چنانچه اهداف صرفاً توسط بانک مرکزی تعیین شود، این خطر وجود دارد که سیاست‌های اتخاذشده توسط دولت در راستای کاهش تورم نباشد.^۱ بنابراین، هنگامی که دولت‌ها هدف را تعیین کرده و بانک مرکزی از ابزار در دسترس خود برای رسیدن به اهداف استفاده می‌کند، مسئولیت و تعهد مشترک برای کاهش تورم و ثبات قیمت‌ها مشهود است.^۲ بنابراین، برای بانک‌های مرکزی بهتر این است که در اهداف به دولت وابسته بوده و در ابزار مستقل باشند.

۲-۳. مدیریت بدهی دولت

چارچوب قانونی برای مدیریت بدهی دولت به خزانه یا وزارت اقتصاد و دارایی اجازه می‌دهد از سوی دولت برای پوشش کسری بودجه، استقراض نماید. از سوی دیگر، بانک‌های مرکزی یکی از مهم‌ترین منابع برای اعطای اعتبار به دولت محسوب می‌شوند؛ بنابراین، ناهماهنگی سیاست پولی و مالی می‌تواند تضادهایی را بین وظایف بانک مرکزی و سیاست‌های مقام مالی ایجاد نماید. بر این اساس، امروزه گرایش بسیار زیادی در جداسازی بین مدیریت بدهی و سیاست پولی وجود دارد که به هماهنگ‌سازی بیشتر سیاست پولی و مالی نیاز دارد.

مدیریت بدهی دولت می‌تواند تعدادی وظایف جداگانه، اما مرتبط را داشته که شامل فرمول‌بندی ابزارها (وظیفه سیاستی)، پیش‌بینی الزامات مالی و فرمول‌بندی برنامه بدهی (وظیفه برنامه‌ریزی)،

1. Ibid.

2. Frenkel. (1990)

مدیریت ترازهای دولت، ترتیبات مرتبط با فروش اوراق قرضه دولت و در مجموع، مشاور دولت و خزانه در مدیریت بدهی‌های دولت باشد. اختیارات این وظایف می‌تواند در بانک مرکزی، خزانه یا وزارت اقتصاد دارایی باشد. اهداف اصلی مدیریت بدهی در تعیین محل وظایف آن نقش اساسی دارد. به‌عنوان نمونه در کشورهایی که توسعه بازارهای ثانویه به‌عنوان هدف اصلی این مدیریت باشد، ممکن است حوزه قابل توجهی از اختیارات به کلیدی در رابطه با این شرایط (صدور، نوع، زمان‌بندی و میزان) به بانک مرکزی سپرده شود. این امر در کشورهایی که در مرحله گذار از فرآیند هماهنگ‌سازی هستند، امری رایج است. از سوی دیگر، در برخی کشورها ممکن است حداقل‌سازی هزینه بهره هدف اصلی سیاست‌گذاران باشد، در آن صورت خزانه عموماً بدهی دولت را مدیریت می‌نماید؛ اما این روند می‌تواند استقلال بانک مرکزی و تمرکز این نهاد بر سیاست پولی را دچار مشکل نماید. در برخی کشورها (مانند سوئد، ژلاندنو و ایرلند) که با توسعه بازارهای مالی، سطح وسیعی از اختیارات حداقل‌سازی هزینه بهره بر عهده این بازارها نهاده شده، اداره مدیریت بدهی جداگانه‌ای با نام «دفتر ملی بدهی» تأسیس شده است. این شورا مسئولیت استقراض دولت را به صورت مستقل از وزارت دارایی بر عهده دارد. اجازه استقراض دولت برای تأمین مالی کسری بودجه، ارائه وام و ضمانت‌نامه، بازپرداخت وام‌ها و وقفه‌های آن و همچنین، الزامات ارزی بانک مرکزی از جمله وظایف این نهاد به‌شمار می‌آیند. تجربه این کشورها نشان می‌دهد اتخاذ این شرایط، منافاتی با هماهنگ‌سازی سیاست‌های پولی و مالی نداشته است؛ با این حال، در کشورهایی که بازارهای مالی آنها توسعه‌نیافته باشد، تأسیس یک اداره مدیریت بدهی جداگانه ممکن است وظایف مدیریت بدهی را پیچیده‌تر نماید. بدین‌روی، از آنجا که سیاست مدیریت بدهی دولت ممکن است سیاست پولی و مالی را تحت تأثیر قرار دهد، ضروری است هماهنگی بالایی بین وزارت اقتصاد و دارایی، خزانه و بانک مرکزی وجود داشته باشد.

۲-۴. شوراهای هماهنگ‌سازی سیاست‌های پولی و مالی

ایجاد شوراهایی برای هماهنگ‌سازی سیاست‌های پولی و مالی و مدیریت بدهی‌های دولت در بسیاری از کشورها رایج است. این شوراها بر پایه قوانین متعهد به ارائه اطلاعات مورد نیاز دولت برای تأمین مالی

کسری بودجه به صورت منظم هستند. در این شوراها تراز نقدی دولت همواره پیش‌بینی شده و از اطلاعات آن در راستای نظارت بر نقدینگی، توسعه بازارهای مالی و نیز استراتژی‌های مرتبط با اهداف مدیریت بدهی و پولی استفاده می‌شود. پایه این شوراها هماهنگی سیاست‌های پولی، مالی و ارزی بوده و برای اطمینان از پایداری رشد اقتصادی و ثبات قیمت‌ها هر فصل سیاست‌ها را بررسی و در صورت نیاز در شرایط وقوع بحران محدودیت‌ها و اهداف بازنگری می‌شوند. از مهم‌ترین وظایف این شوراها، بررسی میزان مخارج و بدهی دولت و ارائه گزارش بوده است.

شورای هماهنگ‌سازی سیاست پولی و مالی به شکل‌های مختلف در کشورهای جهان وجود دارد؛ اما در این کمیته به‌طور معمول تیم مدیریت اقتصادی ریاست جمهوری، رئیس بانک مرکزی و خزانه حضور دارند. وزیر اقتصاد دارایی، سازمان برنامه و بودجه به‌عنوان تیم مدیریت اقتصادی محسوب می‌شوند.

تقویت شورای هماهنگ‌سازی سیاست پولی و مالی می‌تواند با تسهیل پیاده‌سازی قواعد مالی و پولی، ترتیبیاتی را برای استقلال بانک مرکزی فراهم کرده و تسهیلات‌دهی بانک مرکزی به دولت را به صورت مستقیم محدود نماید. این شوراها، به‌ویژه در زمانی که بازارهای مالی توسعه نیافته باشند، شرایطی را برای اعضای آن فراهم می‌سازند تا با اطلاع از اهداف و فرآیند مدیریت هر یک از کمیته‌های عضو، همدیگر را در رسیدن به یک اجماع در چگونگی هدایت مدیریت بدهی، پولی و مالی کمک نمایند.

۳. مروری بر ادبیات تجربی

پژوهشگران برای ارزیابی هماهنگی و تعامل میان سیاست پولی و سیاست مالی از پنج رویکرد استفاده کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که در طول دوره تحلیل، در قسمت اصلی اقتصادهای تحت بررسی، سیاست پولی تابعی از سیاست مالی بوده و سیاست مالی، محور غالب بوده است.

در رویکرد نخست، با استفاده از نظریه مالی سطح قیمت نشان دادند که وجود سلطه مالی در کشورها به‌ویژه کشورهایی که درآمد حاصل از منابع دارند، باعث اثرگذاری بیشتر سیاست مالی بر سیاست

پولی و نوسانات آن می‌شود. پژوهش‌های کونکورو و سبایانگ،^۱ جاوید و عارف،^۲ باجو رابو و همکاران،^۳ البادوی و همکاران،^۴ گونکالوز،^۵ پانجر و همکاران،^۶ مزود و آچوش^۷ و یوچوویچ و میلنکوویچ^۸ از نمونه‌های این مطالعات هستند.

رویکرد دوم، با استفاده از مدل‌های پارامتر زمان متغیر^۹ و مارکف سوئیچینگ ماهیت تعامل میان سیاست پولی و سیاست مالی را بررسی می‌کند. در پژوهش‌های سملمر و ژانگ،^{۱۰} داویگ و لیپر،^{۱۱} چوکو،^{۱۲} بیانچی،^{۱۳} چکین،^{۱۴} گونزالس-استودیلو^{۱۵} و پیرگالینی^{۱۶} از این مدل‌ها استفاده شده است. در رویکرد سوم با استفاده از الگوهای تعادل عمومی پویای تصادفی^{۱۷} (DSGE) تعامل میان مقام پولی و مقام مالی با توجه به قید بودجه دولت بررسی شده است. از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به مقالات موسکاتلی و همکاران،^{۱۸} نونس و پرتگال،^{۱۹} اورلناس،^{۲۰} شهید و همکاران^{۲۱} و توکلیان و همکاران (۲۰۲۰) اشاره کرد.

1. Kuncoro and Sebayang. (2013).
2. Javid and Arif. (2014).
3. Bajo-Rubio, et al. (2014).
4. Elbadawi, et al. (2017).
5. Goncalves. (2017).
6. Panjer, et al. (2017).
7. Mezhoud and Achouche. (2017).
8. Jevđović and Milenković. (2018).
9. Time varying Parameter Model Approach
10. Semmler and Zhang. (2004).
11. Davig and Leeper. (2006).
12. Chuku. (2010).
13. Bianchi. (2012).
14. Çekin. (2013).
15. Gonzalez-Astudillo. (2013).
16. Piergallini. (2019).
17. Dynamic Stochastic General Equilibrium Models
18. Muscatelli, et al. (2004).
19. Nunes and Portugal. (2009).
20. Ornellas. (2011).
21. Shahid, et al. (2016).

بنت و لویزا،^۱ گویال،^۲ مرزلیاکف^۳ و سائولو و همکاران^۴ نیز از نظریه بازی‌ها استفاده کرده‌اند که می‌توان آن را به‌عنوان رویکرد چهارم در نظر گرفت. به‌عنوان نمونه، سائولو و همکاران با استفاده از نظریه بازی به بررسی تعاملات سیاست پولی و مالی در قالب تعادل نش، اشتاکلبرگ و همکاران پرداختند. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که هماهنگی بین سیاست‌های مالی و پولی ضروری است، زیرا تصمیمات اتخاذشده توسط یک مقام ممکن است به زیان رفاهی برای جامعه منجر شود. از سوی دیگر، هنگامی که مقام پولی به‌عنوان رهبر عمل می‌کند در مقایسه با سیاست مالی بهینه در راه‌حل تعادل نش، زیان اجتماعی کمتری اعمال می‌شود.

اربی و همکارانش^۵ و تاراوالی و همکارانش^۶ برای تعیین میزان هماهنگی سیاست مالی و پولی از ماتریس وضعیت اقتصادی و ماتریس واکنش سیاستی استفاده کرده‌اند. افزون بر این، برای ارزیابی هماهنگی میان سیاست پولی و سیاست مالی پژوهش‌های توصیفی و مفهومی پرشماری انجام شده است که از میان آنها می‌توان به پژوهش لورنز و پیدرا^۷ اشاره کرد.

دمید^۸ نیز با استفاده از مدل الگوی خودرگرسیونی برداری ساختاری پانلی رابطه متقابل میان سیاست پولی و سیاست مالی و نقش ساختارهای نهادی و چارچوب‌های سیاستی را برای ۴۲ کشور در دوره ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۶ و همچنین، برآورد واکنش سیاست پولی و سیاست مالی به تکانه تقاضای کل برای پانلی دربرگیرنده از ۲۵ کشور در دوره ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۶ بررسی می‌کند. یافته‌های تجربی این مطالعه بیان می‌دارد که اقتصادهای پیشرفته و کشورهای درحال توسعه با محیط نهادی قدرتمندتر، تمایل بیشتری به اجرای سیاست‌های پولی و مالی پادچرخه‌ای دارند. همچنین، در کشورهای دارای هدف‌گذاری تورم

1. Bennett and Loayza. (2000).
2. Goyal. (2007).
3. Merzlyakov. (2012).
4. Saulo, et al. (2013).
5. Arby and, et al. (2010).
6. Tarawalie and, et al. (2013).
7. Laurens and Piedra. (1998).
8. Demid. (2018).

هماهنگی سیاستی افزایش پیدا می‌کند و کشورهایی با هدف‌گذاری کل‌های پولی، دچار تعارض سیاستی هستند. کشورهایی که تورم را هدف قرار داده‌اند، ساختار نهادی خویش را به‌طور چشم‌گیری بهبود بخشیده‌اند که عامل مهمی در رژیم هدف‌گذاری تورم است. به‌طور کلی، نتایج این پژوهش این دیدگاه را تأیید می‌کند که تشکیل و تأسیس نهادها و اجرای هدف‌گذاری تورمی می‌تواند تعارض میان سیاست پولی و سیاست مالی را کاهش داده و احتمال بهبود شاخص‌های اقتصاد کلان را افزایش دهد.

در ایران نیز توکلیان و همکاران (۱۳۹۸) با استفاده از مدل‌های DSGE نشان دادند که بهترین شرایط رفاهی در صورت همکاری دو سیاست‌گذار و در نظر گرفتن وزن بیشتر به تورم رخ خواهد داد و در کل، این رویکرد زبان پایین‌تری را نسبت به شرایط دیگر به‌همراه خواهد داشت. توصیه الگوی آنها اهتمام دو سیاست به همکاری دو جانبه برای دستیابی به هدف مشترک کنترل تورم و حفظ ثبات اقتصادی بوده و برای این منظور اولویت در کنترل تورم است. توکلیان و همکاران در پژوهش خود بر پایه الگوی استخراج‌شده اعلام می‌کنند که در صورت دست‌نیافتن به همکاری سیاست‌گذاران مالی و پولی، رهبری سیاست‌گذار پولی در اولویت دوم باشد؛ چرا که این حالت زیان کمتری برای هر دو سیاست‌گذار به‌همراه خواهد داشت. محمودی‌نیا و زیدآبادی (۱۳۹۹) با بررسی تعامل رفتار دولت و بانک مرکزی در یک بازی رهبر-پیرو با وجود ریسک صرف ریسک به این نتیجه دست یافتند که در چارچوب بازی دیفرانسیلی غیرخطی، تعامل مقام پولی و مالی در یک بازی اشتاکلبرگ و با تعریف دولت به‌عنوان رهبر و بانک مرکزی به‌عنوان پیرو، پیامدهای مطلوب‌تر اقتصادی برای جامعه رقم خواهد خورد؛ به‌گونه‌ای که رهبری مالی باعث کاهش بیشتر سطح بدهی‌های دولت و کسری بودجه می‌شود. این پژوهشگران نشان دادند در این وضعیت، سرعت همگرایی بدهی به مقدار هدفش بالاتر است. کاهش صرف ریسک و نرخ ترجیح زمانی، می‌تواند شرایط بهتری را برای سیاست‌گذار پولی و مالی در جهت دستیابی به اهداف فراهم نماید.

آنچه که این پژوهش را از پژوهش‌هایی که در این زمینه انجام شده است، متمایز می‌نماید، این است که هماهنگی سیاست پولی و مالی در ایران صرفاً با استفاده از مدل‌های DSGE و نظریه‌بازی‌ها سنجیده شده و رابطه بلندمدت آنها مورد نظر بوده است؛ اما تاکنون مطالعه‌ای در خصوص روابط

کوتاه‌مدت این دو سیاست صورت نگرفته است؛ این در حالی است که در این پژوهش، افزون بر استفاده از آزمون علیت گرنجر و آزمون هم‌انباشتگی انگل- گرنجر برای ارزیابی رابطه بلندمدت سیاست پولی و مالی، میزان درجه هماهنگی آنها در کوتاه‌مدت با استناد به رویکرد اربی و همکاران و تاراوالی و همکارانش در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸ با تواتر سالانه بررسی شده است.

۴. روش پژوهش

اربی و همکارانش^۱ و تاراوالی و همکارانش^۲ برای تعیین میزان هماهنگی سیاست مالی و پولی از ماتریس وضعیت اقتصادی و ماتریس واکنش سیاستی استفاده کرده‌اند؛ با توجه به این که پرسش میزان هماهنگی بین سیاست‌گذار مالی و پولی زمانی مطرح می‌شود که این دو سیاست‌گذاری دست‌کم از نظر عملیاتی از یکدیگر مستقل باشند، بنابراین، در گام نخست آنها استقلال عملیاتی مقام‌های پولی و مالی را ارزیابی کرده، سپس، میزان هماهنگی بین آنها را بر پایه نظریات اقتصادی و با مقایسه رفتار سیاست‌گذارها در شرایط متفاوت اقتصادی محاسبه کرده‌اند. این پژوهشگران از دو متغیر رشد اقتصادی و تورم به‌عنوان شاخص‌های بیانگر عملکرد اقتصادی استفاده کرده و با توجه به تکانه‌هایی که به این دو متغیر وارد می‌شود، برای وضعیت اقتصادی چهار امکان را در نظر گرفته‌اند که در جدول ۱، نشان داده شده است. بر پایه این رویکرد، تکانه اقتصادی به تولید ناخالص داخلی برابر شکاف تولید و تکانه تورم برابر تفاوت تورم از سطح آستانه‌ای در نظر گرفته شده است. چهار وضعیت ممکن عبارتند از: تکانه مثبت به رشد اقتصادی و تورم (P,P)، تکانه مثبت به رشد اقتصادی همراه با تکانه منفی به تورم (P,N)، تکانه منفی به رشد اقتصادی و شوک مثبت به تورم (N,P) و تکانه منفی به رشد اقتصادی و تورم (N,N).

1. Arby and, et al. (2010).

2. Tarawalie and, et al. (2013).

جدول ۱. ماتریس وضعیت اقتصادی

		تورم	
		تورم بالاتر از حد آستانه	تورم پایین تر از حد آستانه
رشد اقتصادی	شکاف تولید مثبت	P,P	P,N
	شکاف تولید منفی	N,P	N,N

بر پایه نظریه‌های اقتصادی، سیاست‌گذار مالی و پولی برای رسیدن به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمتی باید در شرایط مختلف واکنش‌های متفاوتی داشته باشد که در ماتریس واکنش سیاستی در جدول ۲، مشاهده می‌شود. در صورتی که اقتصاد در شرایطی قرار داشته که تکانه مثبت به رشد اقتصادی و تورم وارد شده است (P,P)، مقام پولی برای کاهش تورم باید سیاست پولی انقباضی را اعمال کرده و سیاست‌گذار مالی نیز نباید سیاست مالی انبساطی اتخاذ نماید. به بیان دیگر، سیاست‌گذار مالی و پولی باید در راستای رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها گام سیاست پادچرخه‌ای اتخاذ نمایند. چنانچه وضعیت اقتصاد کلان کشور در شرایط رکود اقتصادی همراه با تورم پایین (تکانه منفی به رشد اقتصادی و تورم (N,N)) باشد، سیاست پولی و مالی باید انبساطی باشند.

جدول ۲. ماتریس واکنش سیاست‌گذار مالی و پولی

		سیاست پولی	
		انبساطی، انقباضی (C,E)	انبساطی، انقباضی (E,E)
سیاست مالی	انبساطی، انقباضی (C,C)	انبساطی، انقباضی (C,E)	انبساطی، انقباضی (E,E)
	انبساطی، انقباضی (E,C)	انبساطی، انقباضی (E,E)	انبساطی، انقباضی (E,E)

در شرایط رکود تورمی (تکانه منفی به رشد اقتصادی و تکانه مثبت به تورم (N,P)) نیز سیاست مالی انبساطی و سیاست پولی انقباضی بوده و عکس این سیاست‌ها در شرایط رونق اقتصادی همراه با تورم پایین (تکانه منفی به رشد اقتصادی و تورم (N,N)) باید اتخاذ شود.

باید به این نکته توجه کرد که سیاست‌گذار در بیشتر موارد ممکن است با یک یا دو وقفه به شرایط اقتصادی پیش‌آمده واکنش نشان دهد؛ بنابراین، محاسبه شدت و میزان هماهنگی (SPC_t) به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$SPC_t = n(P_{t-i}P_{t-i} \cap C_t C_t) + n(P_{t-i}N_{t-i} \cap C_t E_t) + n(N_{t-i}P_{t-i} \cap E_t C_t) + n(N_{t-i}N_{t-i} \cap E_t E_t) / T \quad (1)$$

که در آن، t دوره زمانی، T کل دوره زمانی، \cap نماد اشتراک و i برابر وقفه‌های زمانی در نظر گرفته شده است. همچنین:

- $n(P_{t-i}P_{t-i} \cap C_t C_t)$ برابر با تعداد دوره‌هایی (n) است که تکانه مثبت به رشد اقتصادی و تورم وجود داشته و سیاست‌گذار مالی و پولی پس از مشاهده این شرایط هر دو سیاست انقباضی اتخاذ کرده‌اند.

- $n(P_{t-i}N_{t-i} \cap C_t E_t)$ برابر با تعداد دوره‌هایی (n) است که تکانه مثبت به رشد اقتصادی همراه با شوک منفی به تورم وجود داشته و سیاست‌گذار مالی و پولی پس از مشاهده این شرایط به ترتیب سیاست‌های انقباضی و انبساطی اتخاذ کرده‌اند.

- $n(N_{t-i}P_{t-i} \cap E_t C_t)$ برابر با تعداد دوره‌هایی (n) است که تکانه منفی به رشد اقتصادی و تکانه مثبت به تورم وجود داشته و سیاست‌گذار مالی و پولی پس از مشاهده این شرایط به ترتیب سیاست‌های انبساطی و انقباضی اتخاذ کرده‌اند.

- $n(N_{t-i}N_{t-i} \cap E_t E_t)$ برابر با تعداد دوره‌هایی (n) است که تکانه منفی به رشد اقتصادی و تکانه منفی به تورم وجود داشته و سیاست‌گذار مالی و پولی پس از مشاهده این شرایط سیاست‌های انبساطی اتخاذ کرده‌اند.

با تقسیم مجموع این دوره‌ها بر کل دوره‌ها میزان هماهنگی (SPC_t) محاسبه می‌شود.

- اگر مقدار SPC_t برابر عدد یک باشد ($SPC_t = 1$)، در آن صورت هماهنگی کامل بین مقامات پولی و مالی وجود دارد.
- اگر مقدار SPC_t نزدیک به عدد یک باشد ($0/5 < SPC_t < 1$)، در آن صورت میزان هماهنگی بین مقامات پولی و مالی بالا بوده است.
- اگر مقدار SPC_t نزدیک به صفر باشد ($0 < SPC_t < 0/5$)، در آن صورت میزان هماهنگی بین مقامات پولی و مالی ضعیف بوده است.
- اگر مقدار SPC_t برابر صفر باشد ($SPC_t = 0$)، در آن صورت هیچ‌گونه هماهنگی بین مقامات پولی و مالی وجود ندارد.

۵. داده‌ها و برآورد الگو

برای بررسی وضعیت و میزان هماهنگی بین سیاست پولی و مالی در ایران، در گام نخست استقلال عملیاتی (ابزاری) مقام‌های پولی و مالی بررسی می‌شوند. بانک مرکزی و سازمان برنامه و بودجه کشور (به‌عنوان متولی صدور عملیات مالی دستگاه‌های دولتی) به ترتیب به‌عنوان مقام‌های پولی و مالی در نظر گرفته شده‌اند.

میزان و شدت هماهنگی بین سیاست پولی و مالی در ایران با استفاده از رویکرد اربی و همکاران (۲۰۱۰) که توسط تاراوالی و همکارانش (۲۰۱۳) توسعه داده شده است، در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸ محاسبه می‌شود. منظور از هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی آن است که سیاست‌های اتخاذ شده توسط مقام‌های پولی و مالی به چه میزان هماهنگ با نظریات اقتصادی و با توجه به وضعیت اقتصادی کشور یعنی در راستای تحقق رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمتی بوده است. به‌عنوان نمونه، آیا در شرایط رکود تورمی، سیاست مالی انبساطی و سیاست پولی انقباضی اتخاذ شده است یا خیر؟

با توجه به وابستگی اقتصاد ایران به درآمدهای نفتی و تأمین مالی کسری بودجه از طریق منابع نفتی، شاخص نسبت کسری بودجه به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان نماینده سیاست مالی مناسب نبوده،

بنابراین، از مخارج دولت به‌عنوان شاخص نماینده‌ای برای سیاست مالی و از نقدینگی به‌عنوان نماینده‌ای برای سیاست پولی استفاده شده است.

پس از بررسی استقلال عملیاتی دو نهاد مالی و پولی، در گام دوم، میزان و شدت هماهنگی بین دو مقام پولی و مالی بررسی می‌شود. برای انجام این آزمون، ابتدا ماتریس وضعیت اقتصاد کلان در ایران باید مشخص شود. برای تفکیک شرایط تورمی، حد آستانه‌ای $12/23$ درصد برای این متغیر، در نظر گرفته شده است. این مقدار برابر با متوسط تورم هدف‌گذاری شده در شش برنامه نخست توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی بوده است. تورم بالاتر از این میزان به‌عنوان تورم بالا و پایین‌تر از مقدار یادشده، شرایط تورم پایین در اقتصاد ایران تلقی شده است. برای تفکیک رشد اقتصادی نیز از شکاف تولید استفاده شده که بر اساس فیلتر هودریک-پرسکات با $\lambda = 2/64$ محاسبه شده است.

بنابراین، وضعیت اقتصادی به چهار بخش شکاف تولید مثبت همراه با تورم بالای $12/23$ درصد، شکاف تولید مثبت همراه با تورم پایین‌تر از $12/23$ درصد، شکاف تولید منفی همراه با تورم بالاتر از $12/23$ درصد و شکاف تولید منفی همراه با تورم پایین‌تر از $12/23$ درصد تقسیم شده است. سرانجام این فرضیه آزمون می‌شود که در شرایط متفاوت اقتصادی، رفتار سیاست‌گذار مالی و پولی پادچرخه‌ای بوده است.

جدول ۲. ماتریس وضعیت اقتصادی در ایران

شکاف تولید مثبت، تورم بالاتر از $12/23$ درصد	شکاف تولید مثبت، تورم پایین‌تر از $12/23$ درصد
شکاف تولید منفی، تورم بالاتر از $12/23$ درصد	شکاف تولید منفی، تورم پایین‌تر از $12/23$ درصد

همان‌طور که پیش از این نیز اشاره شده بود، برای بررسی هماهنگی سیاست پولی و مالی ابتدا باید استقلال عملیاتی این دو سیاست ارزیابی شود. به‌منظور بررسی استقلال عملیاتی سیاست‌های پولی و مالی بهتر آن است که رابطه علیت دوطرفه بین رشد نقدینگی حقیقی و رشد مخارج حقیقی دولت با استفاده از آزمون علیت گرنجر و هم‌انباشتگی بررسی شود. پیش از برآورد مدل، لازم است ایستایی متغیرها بررسی شود. برای بررسی ایستایی متغیرها از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF) استفاده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون ADF برای بررسی ایستایی متغیرها

متغیر	مقادیر آماره (t) و بحرانی (P-Value)	آماره (t)	مقدار بحرانی (P-Value)
رشد نقدینگی		-۳/۶۱۵۷	۰/۰۰۸۶
رشد مخارج دولت		-۴/۹۳۳۵	۰/۰۰۰۲

مأخذ: خروجی نرم‌افزار Eviews.

توضیحات: مقادیر بحرانی در سطح ۵ درصد در آزمون ADF است.

نتایج نشان می‌دهد که فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد، رد می‌شود و متغیرهای الگو در سطح ایستا (مرتبه صفر $I(0)$) هستند.

برای ارزیابی استقلال عملیاتی بین دو متغیر رشد مخارج دولت و رشد نقدینگی از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است. نخستین گام در برآورد این مدل تعیین تعداد وقفه بهینه است. تعداد این وقفه‌ها بر پایه معیار آکائیک و شوارتز برابر صفر است. بررسی رابطه علیت دوطرفه متغیر بر پایه تعداد وقفه‌های بهینه بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد رابطه علیت دو طرفه بین دو متغیر در وقفه صفر وجود ندارد. افزون بر این، وجود رابطه بلندمدت بین شاخص‌های یادشده با استفاده از آزمون انگل-گرنجر انجام شد. برآورد آزمون انگل گرنجر مستلزم برآورد رابطه بلندمدت با استفاده از روش OLS و سپس، ارزیابی ایستایی پسماندهای حاصل از رابطه مرحله اول هم‌انباشتگی آزمون است. نتایج بررسی ایستایی جزء پسماند بر نبود رابطه بلندمدت بین شاخص‌های یادشده تأکید دارد.

جدول ۴. نتایج آزمون ADF برای بررسی ایستایی پسماند حاصل از برآورد OLS

متغیر	مقادیر آماره (t) و بحرانی (P-Value)	آماره (t)	مقدار بحرانی (P-Value)
پسماند حاصل از برآورد OLS		-۱/۷۷۷۴	۰/۳۸۳۷

مأخذ: خروجی نرم‌افزار Eviews.

توضیحات: مقادیر بحرانی در سطح ۵ درصد در آزمون ADF است.

اما برای ارزیابی میزان هماهنگی سیاست مالی و پولی در ایران، از رفتار کوتاه‌مدت لگاریتم مخارج حقیقی دولت به‌عنوان شاخص سیاست مالی و از لگاریتم نقدینگی حقیقی به‌عنوان نماینده سیاست پولی

در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸ با تواتر سالانه استفاده شده است. برای استخراج رفتار کوتاه‌مدت این متغیرها از فیلتر هودریک-پرسکات با $\lambda=2/64$ استفاده شده و در ۴ وضعیت اقتصادی ممکن، واکنش این سیاست‌گذاران به این شرایط بررسی شده است؛ اما باید به این نکته توجه کرد که سیاست‌گذاران پولی و مالی در ایران نیز در بیشتر موارد ممکن است مانند کشورهای دیگر، با وقفه به شرایط اقتصادی پیش‌آمده واکنش نشان دهند. در نتیجه، برای ارزیابی این میزان، واکنش سیاست‌گذار در وقفه‌های اول تا وقفه سوم بررسی شده است.

جدول ۳. تعداد سیاست‌های مالی و پولی پادچرخه‌ای و میزان هماهنگی سیاست‌گذار پولی و مالی

در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸

هم‌زمان	شکاف تولید مثبت و تورم بالاتر از ۱۲،۲۳ درصد			شکاف تولید منفی و تورم بالاتر از ۱۲،۲۳ درصد			شکاف تولید مثبت و تورم پایین‌تر از ۱۲،۲۳ درصد			شکاف تولید منفی و تورم پایین‌تر از ۱۲،۲۳ درصد		
	تعامُل	سیاست پولی	سیاست مالی	تعامُل	سیاست پولی	سیاست مالی	تعامُل	سیاست پولی	سیاست مالی	تعامُل	سیاست پولی	سیاست مالی
هم‌زمان	۷	۸	۷	۳	۳	۴	۷	۸	۷	۳	۳	۴
وقفه اول	۸	۶	۴	۱	۱	۳	۱	۱	۳	۱	۲	۳
وقفه دوم	۶	۴	۳	۵	۵	۲	۰	۱	۲	۱	۱	۰

مأخذ: خروجی نرم‌افزار Excel و Eviews.

ارزیابی هماهنگی سیاست مالی و پولی در ایران در این دوره نشان می‌دهد، مقدار SPC_t در وقفه اول، دوم و حتی وقفه سوم به ترتیب برابر ۰/۲۱، ۰/۱۶ و ۰/۲۷ بوده که نزدیک به صفر هستند. به بیان دیگر، میزان هماهنگی بین مقامات پولی و مالی در این دوره در ایران ضعیف بوده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، در وقفه دوم کمترین هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی بوده و با سپری‌شدن زمان میزان هماهنگی بیشتر شده است.

افزون بر این، نتایج بر پایه اطلاعات درج شده در جدول ۳، نشان می‌دهد:

- به‌طور متوسط در ۲۱/۹ و ۱۲/۵ درصد از سال‌هایی که شکاف تولید مثبت و تورم بالاتر از ۱۲/۲۳ درصد بوده است، سیاستگذار مالی و پولی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها به‌طور هم‌زمان به ترتیب در همان سال و با یک سال وقفه سیاست پادچرخه‌ای اتخاذ کرده‌اند.
- به‌طور متوسط در ۹/۳۸ و ۳/۱۳ درصد از سال‌هایی که شکاف تولید مثبت و تورم پایین‌تر از ۱۲/۲۳ درصد بوده است، سیاستگذار مالی و پولی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها به‌طور هم‌زمان به ترتیب در همان سال و با یک سال وقفه سیاست پادچرخه‌ای اتخاذ کرده‌اند.
- به‌طور متوسط در ۹/۳۷ و ۳/۱۳ درصد از سال‌هایی که شکاف تولید منفی و تورم بالاتر از ۱۲/۲۳ درصد بوده است، سیاستگذار مالی و پولی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها به‌طور هم‌زمان به ترتیب در همان سال و با یک سال وقفه سیاست پادچرخه‌ای اتخاذ کرده‌اند.
- به‌طور متوسط در ۳/۱۲ درصد از سال‌هایی که شکاف تولید منفی و تورم پایین‌تر از ۱۲/۲۳ درصد بوده است، سیاستگذار مالی و پولی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها به‌طور هم‌زمان به ترتیب در همان سال و با یک سال وقفه سیاست پادچرخه‌ای اتخاذ کرده‌اند.

بنابراین، مشاهده می‌شود دولت و بانک مرکزی در شرایطی که شکاف تولید مثبت بوده است، همکاری بیشتری داشته‌اند؛ این درحالی است که در شرایط منفی بودن شکاف تولید، سیاست‌های کلان اقتصادی ایجاب می‌کند همکاری بین این دو نهاد در راستای خروج از این شرایط بیشتر باشد.

در مجموع، می‌توان این‌گونه استنباط کرد که دولت و بانک مرکزی نتوانسته‌اند به‌عنوان یکی از عوامل ثبات‌ساز در محیط اقتصاد کلان، نقشی ایفا کنند؛ به‌طوری که بررسی دوره‌های رونق و رکود درآمدهای نفتی و رفتار کوتاه‌مدت سیاست‌گذار پولی و مالی نشان می‌دهد که در ۶۷ درصد از دوره‌های رونق درآمد نفتی^۱ سیاست مالی و پولی انبساطی بوده و در ۳۲ و ۳۶ درصد از دوره‌های رکود درآمد نفتی به ترتیب سیاست مالی و پولی انبساطی بوده است. این نتایج حاکی از آن است که مقام‌های مالی

۱. دوره‌های رونق و رکود درآمدهای نفتی دولت با استفاده از الگوریتم برای - بوشان محاسبه شده است.

و پولی در ایران همواره بر پایه درآمدهای نفتی قابل تصرف سیاست‌گذاری کرده‌اند. این موضوع تأییدی بر این مطالب است که در کشورهای صادرکننده نفت، انگیزه برای صرفه‌جویی، کارایی و سیاست‌گذاری محتاطانه توسط دولت‌ها وجود نداشته و بی‌انضباطی مالی در این کشورها را می‌توان به روشنی مشاهده نمود^۱ که بی‌انضباطی پولی را نیز به دنبال دارد.

۵-۱. هماهنگ‌سازی سیاست پولی و مالی در ایران با تعریف و تعیین ترتیبات نهادی و چارچوب‌های قانونی

یافته‌های پژوهش نشان داد که هماهنگ‌سازی سیاست پولی و مالی در ایران در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸ با تواتر سالانه ضعیف بوده و دولت و بانک مرکزی نتوانسته‌اند به‌عنوان عوامل ثبات‌ساز در فضای اقتصاد کلان، نقشی ایفا نمایند؛ به طوری که در ۷۵ درصد از زمان این دوره، اقتصاد در شرایط تورمی بوده و در ۴۹ درصد از سال‌های مورد بررسی شکاف تولید منفی بوده است.

یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بدون هماهنگی سیاست مالی و پولی کارآمد، اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی دشوار خواهد بود؛ بنابراین، در راستای افزایش میزان هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی به‌منظور دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت‌ها، تعریف و تبیین برخی ترتیبات نهادی و چارچوب‌های قانونی الزامی بوده که از آن جمله می‌توان با استناد به مطالعات کامبس و همکاران (۲۰۱۴) قواعد سیاست‌گذاری پولی و مالی را تعریف، تبیین و پیاده‌سازی کرد و بر پایه نتایج مطالعه فرانکل (۱۹۹۰) و میشکین (۲۰۰۴) چارچوب قانونی برای استقلال بانک مرکزی تعیین کرده و مدیریت بدهی دولت و نیز تشکیل شورای هماهنگی بین سیاست پولی و مالی را به ترتیب با توجه به رویکردهای توگو (۲۰۱۲) و حنیف (۲۰۰۳) تعیین کرد که در زیر توضیح داده می‌شود.

1. Karl. (1999) and Alesina. (2008).

۵-۱. طراحی و پیاده‌سازی قواعد مالی و پولی

شواهد تجربی نشان می‌دهد که استفاده از قاعده سیاست پولی بدون توجه به قواعد مالی در بین سیاست‌گذاران بیشتر مورد توجه بوده است؛ این درحالی است که تثبیت‌کننده‌های مالی نقش مهمی در هموارسازی چرخه‌های تجاری دارند؛ اما سیمونز^۱ (۱۹۳۶) معتقد است قاعده پولی بر پایه ابزار، تنها می‌تواند با یک سیستم مالی قاعده‌مند عملی باشد؛ در نتیجه، پس از بیان قواعد مالی مناسب برای اقتصاد ایران، قواعد سیاست‌گذار پولی باید بیان شود.

الف) طراحی و پیاده‌سازی قواعد مالی

در سال‌های اخیر، کشورهای غنی از منابع طبیعی با تبیین و پیاده‌سازی قواعد مالی و تشکیل صندوق‌های ثروت ملی در چارچوب سیاست مالی توانسته‌اند از رفتار قویاً موافق چرخه‌ای سیاست مالی جلوگیری نمایند (کوتینهو و همکاران^۲، ۲۰۱۳). به عبارتی، طراحی قواعد مالی کارآمد می‌توانند ابزار مؤثری برای برقراری انضباط مالی باشند و به واکنش مقامات مالی به چرخه‌های تجاری یاری رسانند. به طوری که این قواعد به‌عنوان بخشی از چارچوب سیاست مالی، می‌توانند با ممانعت از ورود نوسانات قیمت نفت و درآمدهای حاصل از آن، به هموارسازی مخارج دولت در دوره رونق و انقباض‌های ناگهانی در دوره رکود کمک نمایند (بوا^۳، ۲۰۱۴). بدین معنی که درآمدهای مالی موقت و زیاد حاصل از منابع به جای هزینه کردن ذخیره می‌شوند (فرانکل^۴، ۲۰۱۳). در نتیجه با تعریف و پیاده‌سازی قواعد مالی، امکان مقاوم‌سازی اقتصاد این کشورها از تکانه‌های قیمت نفت وجود دارد (اسکانک^۵، ۲۰۰۳).

در اقتصاد ایران نیز استفاده ترکیبی از قواعد مخارج و تراز بودجه ساختاری در بلندمدت می‌تواند در هموار نمودن مخارج دولت و محدود کردن استقراض دولت از سیستم بانکی، مفید باشد. البته قاعده متکی بر قیمت نفت در راستای ذخیره مازاد درآمدهای نفتی در صندوق توسعه ملی و حذف اثرات ناشی از

1. Simons

2. Coutinho, et al

3. Bova, et al

4. Frankel

5. Skancke

نوسانات درآمد‌های نفتی بر هزینه‌های دولت باید در کنار این قواعد تعریف شود. اما اشاره به این نکته ضروری است که قواعد برداشت و قواعد پس‌انداز از صندوق توسعه ملی به روشنی تعریف و با جدیت رعایت گردد.^۱

ب) طراحی و پیاده‌سازی قواعد سیاست‌گذار پولی

در حال حاضر، رژیم پولی اقتصاد ایران مشخص نیست. بر پایه تجربیات بین‌المللی، میان رژیم‌های متفاوت پولی، چارچوب هدف‌گذاری منعطف تورم عملکرد مثبتی در زمینه کنترل تورم داشته است. با توجه به محدودیت‌های بازارهای مالی، امکانات کنونی بانک مرکزی و تحریم‌ها در ایران، پیاده‌سازی این چارچوب سیاستی در حال حاضر امکان‌پذیر نیست؛ اما در یک دوره گذار، به‌طور مثال در یک برنامه پنج‌ساله، می‌توان چارچوب هدف‌گذاری منعطف تورم را در سه مرحله «هدف‌گذاری تورم سبک»، «هدف‌گذاری دوگانه» و «هدف‌گذاری منعطف تورم» عملیاتی کرد. در گام نخست در کوتاه‌مدت و در مرحله «هدف‌گذاری تورم سبک»، بازه نرخ تورم برای سیاست پولی با میانگین بالاتری تعیین‌شده و ترکیبی از ابزارهای سیاستی در اختیار بانک مرکزی استفاده می‌شود. در گام دوم، هدف‌گذاری تورم با سیاست کنترل نوسانات نرخ ارز (هدف‌گذاری دوگانه) همراه بوده که در این راستا، برای مدیریت نوسانات نرخ ارز، نوعی کریدور ارزی توصیه می‌شود. با توجه به اصلاحات انجام‌شده در مراحل پیشین، توسعه بازارهای مالی و برقراری ارتباط این بازارها با بازار بین‌بانکی و نرخ سیاستی بانک مرکزی همراه با راه‌اندازی بازارهای اصلی و فرعی ارز و نیز رفع تحریم‌های بین‌المللی زمینه ورود به مرحله سوم یعنی هدف‌گذاری منعطف تورم فراهم می‌شود.^۲

باید به این نکته توجه داشت که در صورتی که نهادها، سازوکارهای اجرایی و پاسخ‌گویی در داخل کشور ضعیف باشند، الزاماً تبیین قواعد پولی و مالی اثربخش نخواهند بود. بنابراین، به‌منظور پیاده‌سازی قواعد پولی و مالی، باید ضمانت اجرایی و حمایت قانونی از این قواعد تعریف شود تا ماندگاری بیشتری

۱. رجوع کنید به: زارعی. (۱۳۹۳).

۲. رجوع کنید به: جلالی‌نائینی و نادریان. (۱۳۹۳).

داشته باشند و اصلاح آنها حتی با تغییر دولت‌ها نیز صورت نگیرد. از سوی دیگر، تبصره‌های گریز در راستای انعطاف‌پذیری قاعده برای جلوگیری از لغو آن در شرایط بحرانی باید تعریف شود. همچنین، ضمانت اجرایی این قواعد و هزینه تخطی از آنها در دیوان محاسبات تعیین‌شده و کمیته مستقلی از خبرگان در راستای پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصادی برای پیاده‌سازی قواعد تشکیل شود. برای اجتناب از انحراف‌های زیاد از قواعد اعلام‌شده، از سیستم‌های مدیریت مالی دولتی استفاده شود تا با دسترسی به اطلاعات عملکرد مالی دولت و بانک مرکزی، درستی پیش‌بینی ارقام هدف افزایش و مدت زمان ارائه گزارش‌ها کاهش یابد و با نظارت بر عملکرد مالی دولت و عملکرد سیاستی بانک مرکزی از انحرافات بزرگ در سیاست مالی و پولی جلوگیری شود.

۵-۱-۲. تشکیل شورای مدیریت بدهی

قواعد مالی از طریق تعیین حدود و نسبت‌های مالی روی ارقام اسمی و حقیقی بودجه عمومی، با هدف اعمال محدودیت‌های هدفمند مالی و نیز ارتقای شفافیت عملیات مالی دولت در بلندمدت طراحی می‌شود. دستیابی به شفافیت مالی دولت، وابسته به تهیه گزارش‌های مالی، حاوی اطلاعات مربوط، قابل اتکا، قابل مقایسه و قابل فهم است. بدون تردید بدهی‌های دولت از عناصر اصلی گزارش‌های مالی بوده و اطلاع از مبلغ درست آن نقش مهمی در ایجاد شفافیت مالی، اتخاذ تصمیمات اقتصادی و ایفای مسئولیت پاسخگویی دولت دارد. صندوق بین‌المللی پول هدف اصلی از تبیین شورای مدیریت بدهی دولت را اطمینان از برآورده‌کردن الزامات تأمین مالی دولت و تعهدات پرداختی آن در پایین‌ترین سطح از هزینه در میان‌مدت تا بلندمدت با ریسکی در حد معمول و قابل‌انتظار بیان می‌کند. خوشبختانه هیأت دولت با تشکیل شورای مدیریت بدهی در وزارت امور اقتصادی و دارایی به‌منظور مدیریت و تقویم بدهی‌های دولت در سال ۱۳۹۳ موافقت کرد تا این شورا بتواند با هماهنگی بانک مرکزی و سازمان برنامه و بودجه کشور به این موضوع اهتمام کنند.

این شورا می‌بایست تمام تأثیرات بدهی‌های احتمالی بر شرایط مالی دولت شامل تأثیر آن بر کل نقدینگی (به‌ویژه زمانی که دولت در حال بررسی و تصمیم‌گیری درباره استقراض است) ارزیابی کند.

بنابراین، دامنه وظایف این شورا ایجاب می‌نماید دولت و شرکت‌های دولتی از اصول حسابداری بر مبنای تعهدی، به‌عنوان جایگزینی برای حسابداری بر مبنای روش نقدی استفاده کنند؛ اما نظام حسابداری بخش دولتی در حال حاضر نقدی یا نقدی تعدیل شده است. روشن است که خروجی‌های این نظام گزارشگری به شناسایی تعهدات و بدهی‌های دولت منجر نمی‌شود؛ این در حالی است که حسابداری تعهدی امکان شناسایی و ثبت دقیق بدهی‌های دولت را فراهم کرده و این اطلاعات بر پایه اصول و استانداردهای پذیرفته‌شده از قابلیت رسیدگی و اثبات برخوردارند.

از سوی دیگر، به‌منظور استفاده مطلوب از دفاتر مالی و آگاهی از میزان بدهی‌های شرکت‌های دولتی، می‌توان از روش بودجه‌ریزی بر مبنای عملکرد استفاده کرد. در بودجه‌ریزی عملیاتی باید عملکرد سازمان ارزیابی شده تا مدیران بتوانند در قبال آن اعتبارات بودجه‌ای لازم را تخصیص دهند. این موضوع می‌تواند با مدیریت بهای تمام‌شده هر واحد محصول یا خدمت تولیدشده نمایان شود. از این راه نیز می‌توان میزان استقراض شرکت‌های دولتی و تعهدات آنها را به‌صورت دقیق‌تری بررسی کرد.

با این حال، به نظر می‌رسد ایجاد واحدی در وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تجمیع و گزارشگری اطلاعات مربوط به بدهی‌های دولت در سطح کلان مملکتی با توجه به شرایط و امکانات موجود، راهکاری قابل بررسی برای کوتاه مدت است. چنین واحدی در صورت تشکیل باید در راستای اهداف مشترک تعریف‌شده در قواعد پولی و مالی حرکت کرده و بتواند با سیاست‌گذاران پولی و مالی تعامل کامل داشته باشد؛ به‌طوری که مدیران این شورا باید اطلاعات مربوط به میزان بدهی و تعهدات مرتبط با آنها در حال و آینده را با سیاست‌گذاران پولی و مالی مانند بانک مرکزی، خزانه، سازمان خصوصی‌سازی، سازمان حسابرسی، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران، به اشتراک گذاشته تا این نهادها از بروز هرگونه مشکل در خصوص سررسیدهای بدهی آگاه شوند. از سوی دیگر، دولت موظف است اطلاعات مربوط به سهام سرمایه، مجموعه دارایی‌های مالی و میزان بدهی‌های داخلی و خارجی و ترکیب آنها (شامل مبلغ، سررسید و نرخ بهره) را به اطلاع عموم برساند؛ اما برای تحقق چنین شرایطی، وجود زیرساخت‌های ارتباطی و اطلاعاتی متمرکز و پایدار ضروری است، در غیر این صورت، نه‌تنها ارائه گزارش‌های کوتاه‌مدت از مانده بدهی‌های دولت و طبقه‌بندی آن ممکن نیست، بلکه

ارائه گزارش‌های فصلی و سالانه ممکن است گمراه‌کننده باشد. البته باید به این نکته نیز اشاره کرد تمام فعالیت‌های شورای مدیریت بدهی باید به صورت سالانه توسط حسابرسان خارج از سازمان حسابرسی شود.

۵-۳. استقلال بانک مرکزی

استقلال بانک مرکزی موضوعی است که در دو دهه اخیر به‌عنوان راهکار اصلی کنترل تورم در جهان مطرح شده است. تعداد بسیاری از کشورهای جهان در این دوره به بازنگری نقش بانک مرکزی در اقتصاد پرداخته و تغییرات اساسی در قوانین مربوط به آن اعمال کرده‌اند؛ این در حالی است که در قانون پولی و بانکی ایران تغییرات مهمی در راستای اعتلای استقلال بانک مرکزی انجام نپذیرفته است. نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد که بانک مرکزی ایران از درجه استقلال پایینی برخوردار است. محدودیت در ابزار سیاست پولی و قابلیت کنترل این ابزار، سلطه مالی از جمله چالش‌های پیش‌روی استقلال بانک مرکزی در ایران است؛ اما اتخاذ قواعد پولی و مالی و در کنار آن تشکیل شورای مدیریت بدهی دولت و شرکت‌های دولتی اقدام‌هایی هستند که می‌توانند به افزایش درجه استقلال بانک مرکزی کمک کنند. این اقدام‌ها می‌تواند از اتخاذ تصمیمات مقطعی سیاسی و مصلحتی در شورای پول و اعتبار نیز جلوگیری نماید.

تجربه کنترل تورم در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۴ نشان داد که بر اساس یافته‌های میشکین برای بانک‌های مرکزی بهتر این است که در اهداف به دولت وابسته بوده و در ابزار مستقل باشند. به بیان دیگر، از آنجا که کاهش تورم به‌عنوان هدف اصلی در برنامه‌های اقتصادی دولت در دو سال اخیر تعیین شد و بانک مرکزی از ابزار در دسترس خود برای دستیابی به اهداف استفاده کرد، مسئولیت و تعهد مشترک برای کاهش تورم و ثبات قیمت‌ها مشهود بوده که این موضوع تأییدی بر یافته‌های فرانکل (۱۹۹۰) است. این نتایج تأکیدی بر این موضوع است که برای اجرای مؤثر سیاست پولی، مقام پولی نیازمند دسترسی به ابزار کارآمد و اختیارات مکفی برای انتخاب ابزار سیاست پولی است؛ زیرا هر چه

کنترل بانک مرکزی بر ابزارهای سیاست پولی بیشتر باشد، احتمال دسترسی به اهداف غایی برای سیاست‌گذار بیشتر است.

۵-۱-۴. تشکیل شورای هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی

ایجاد شوراهایی برای هماهنگ‌سازی سیاست‌های پولی و مالی و مدیریت بدهی‌های دولت از مهم‌ترین الزاماتی است که باید رعایت شود. پایه اساسی این شوراها هماهنگی سیاست‌های پولی، مالی و ارزی بوده و برای اطمینان از پایداری رشد اقتصادی و ثبات قیمت‌ها هر فصل سیاست‌ها را بررسی و در صورت نیاز در شرایط وقوع بحران محدودیت‌ها و اهداف بازنگری می‌شوند.

در این کمیته باید تیم مدیریت اقتصادی ریاست جمهوری، رئیس بانک مرکزی، شورای مدیریت بدهی و خزانه حضور داشته باشند. وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان برنامه و بودجه به‌عنوان تیم مدیریت اقتصادی محسوب می‌شوند.

البته، گفتنی است فعالیت شورای اقتصاد به‌عنوان کمیته هماهنگ‌کننده سیاست‌های پولی و مالی در ایران در مقام یک نهاد ناظر و مشاور در جریان سازماندهی به ساخت اقتصادی کشور در نخستین سال‌های دهه ۱۳۵۰ آغاز شد که از اهداف آن می‌توان به نظارت بر برنامه‌های عمرانی کشور، مدیریت استقرار خارجی برای اجرای برنامه‌های اقتصادی، نظارت بر تراز پرداخت‌ها، سیاست پولی و مالی و سرمایه‌گذاری‌های خارجی اشاره کرد. مستندات موجود و انتشار یافته نشان می‌دهد که در این شورا معمولاً برنامه‌های بلندمدت و اثرات آنها بر اقتصاد کشور مطرح شده است. به بیان دیگر، وظیفه این شورا تدوین و تبیین راهبردهای اساسی کشور در آن دوره بوده است. فعالیت این شورا در دوره‌های پس از انقلاب نیز ادامه داشت و وظایف محوله به این شورا بازبینی و بازنگری شد. از مهم‌ترین وظایف این شورا باید این باشد که میزان مخارج دولت با تأکید بر میزان تعهدات آن را بررسی کرده و همواره میزان بدهی دولت را ارزیابی و گزارش دهد. این شورا بر پایه قوانین متعهد به ارائه اطلاعات مورد نیاز دولت و بانک مرکزی به‌صورت منظم باشد تا بر این اساس بر قواعد پولی و مالی و اهداف تعریف‌شده در آنها و نیز عملیات مالی و پولی دولت و بانک مرکزی نظارت شود. در این صورت، این شورا می‌تواند با تسهیل پیاده‌سازی قواعد مالی و پولی، ترتیباتی را برای استقلال بانک مرکزی نیز فراهم آورده تا بر پایه قوانین

توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی میزان استقراض دولت از بانک مرکزی را به صورت مستقیم محدود نماید. افزون بر این، مطالعات نشان داده است قواعد گنجانده شده در قوانین بالادستی را به سختی می توان لغو نمود و اصلاح و تغییر آنها حتی با تغییر دولت مشکل بوده و حمایت پارلمانی را نیز با خود به همراه دارد؛^۱ بدین روی، به نظر می رسد تبیین وظایف این شورای هماهنگ کننده سیاست پولی و مالی، قواعد مالی و پولی و عملیاتی نمودن رفتار مالی و پولی دولت و بانک مرکزی در قوانین بالادستی، مناسب تر باشد؛ به طوری که مشاهده می شود کشورهای فرانسه، لهستان، آلمان، اسپانیا و سوئیس، این قواعد را در قانون اساسی خود مطرح کرده اند، زیرا در صورتی که از قوانین بالادستی به عنوان پوشش اقتصادی استفاده شود، نخست با تغییر دولت، مجلس و دیدگاه های آنان در دوره های مختلف، قواعد یاد شده و وظایف شوراهای ناظر بر اجرای این قواعد (شورای هماهنگی سیاست پولی و مالی) تغییر نکرده و دوم از یک سوی، قواعد تعریف شده در این قوانین و از سوی دیگر، نظارت شورای هماهنگی سیاست پولی و مالی، می تواند به طور مؤثر از ارائه یا تصویب بودجه سال آتی که معیار با توصیه های قواعد باشد، جلوگیری کند.

۶. نتیجه گیری

برای ارزیابی هماهنگی سیاست های پولی و مالی ایران در بلندمدت از آزمون علیت گرنجر و آزمون هم انباشتگی انگل - گرنجر در دوره ۱۳۶۷-۱۳۹۸، با تواتر سالانه استفاده شده است. نتایج نشان می دهد رابطه بلندمدت بین این دو سیاست وجود ندارد. افزون بر این، ارزیابی میزان هماهنگی آنها در کوتاه مدت با استفاده از رویکرد اربی و همکاران (۲۰۱۰) و تاراوالی و همکارانش (۲۰۱۳) حاکی از آن است که میزان هماهنگی این دو سیاست در وضعیت های مختلف اقتصادی در وقفه های اول تا سوم به ترتیب برابر ۰/۲۱، ۰/۱۶ و ۰/۲۷ بوده که نشان از ضعیف بودن تعامل بین سیاست گذاران پولی و مالی در راستای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و ثبات قیمت هاست.

از سوی دیگر، بررسی آمار نرخ تورم و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی کشورهایی که قواعد مالی و چارچوب هدف گذاری تورمی در کنار یکدیگر اتخاذ کرده اند، در مقایسه با کشورهایی که

این قواعد را به تنهایی پیاده‌سازی کرده‌اند، نشان می‌دهد که این کشورها در عین حال که از ثبات قیمت‌ها برخوردار بوده‌اند، نسبت بدهی دولت‌ها به تولید ناخالص داخلی کمتری نیز داشته‌اند. بدین‌روی، پیشنهاد می‌شود در راستای خروج از رکود اقتصادی و کاهش نرخ تورم، دولت و بانک مرکزی پیاده‌سازی قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی را به‌طور هم‌زمان و هماهنگ با یکدیگر در برنامه‌های عملیاتی سیاست‌گذار مالی و پولی تبیین و اجرایی نمایند. البته، به نظر می‌رسد بهتر است در یک دوره‌گذار، سیاست‌گذار پولی در یک برنامه پنج‌ساله، چارچوب هدف‌گذاری منعطف تورم را در سه مرحله «هدف‌گذاری تورم سبک»، «هدف‌گذاری دوگانه» و «هدف‌گذاری منعطف تورم»، عملیاتی کند.^۱ پیاده‌سازی هم‌زمان قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی صورت پذیرد تا با کاهش درجه سلطه مالی دولت و یا حتی از بین‌بردن آن بانک مرکزی بتواند اقدامات لازم برای عملیاتی‌کردن چارچوب هدف‌گذاری تورم را تحقق بخشد. از سوی دیگر، دامنه وظایف شورای مدیریت بدهی در وزارت امور اقتصادی و دارایی به‌منظور مدیریت و تقویم بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی افزایش و استفاده از اصول حسابداری بر مبنای تعهدی، به‌عنوان جایگزینی برای حسابداری بر مبنای روش نقدی صورت پذیرد. افزون بر این، به‌منظور تعیین میزان استقراض شرکت‌های دولتی و تعهدات آنها، از روش بودجه‌ریزی بر مبنای عملکرد استفاده شود. البته در این بین، برای حفظ استقلال بانک مرکزی باید تأکید داشت که این بانک باید در اهداف به دولت وابسته بوده و در ابزار مستقل باشد. فعالیت شورای اقتصاد به‌عنوان کمیته هماهنگ‌کننده سیاست‌های پولی و مالی افزایش‌یافته و وظایف محوله به این شورا و عملکرد آن بازبینی و بازنگری شود؛ همچنین، در این شورا باید تیم مدیریت اقتصادی ریاست جمهوری، رئیس بانک مرکزی، شورای مدیریت بدهی و خزانه حضور داشته باشند. این شورا بر پایه قوانین متعهد به ارائه اطلاعات مورد نیاز دولت و بانک مرکزی به‌صورت منظم باشد تا بر این اساس بر قواعد پولی و مالی و اهداف تعریف‌شده در آنها و همچنین، عملیات مالی و پولی دولت و بانک مرکزی نظارت شود.

باید به این نکته اشاره کرد که باید این آگاهی در میان سیاست‌گذاران ایجاد شود که اتخاذ چنین رویکردهایی نشان از بازی برد - برد مقام‌های پولی و مالی است.

۱. رجوع کنید به: جلالی‌نائینی و نادریان. (۱۳۹۳).

منابع

- توکلیان، حسین. (۱۳۹۳). برآورد درجه سلطه مالی و هزینه‌های رفاهی آن در قالب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی. پژوهش‌های پولی و بانکی. شماره ۷ جلد ۲۱. صص ۳۲۹-۳۵۹.
- توکلیان، حسین؛ طاهرپور، جواد و محسن‌پور، فرزاد. (۱۳۹۹). هماهنگی و اثر متقابل سیاست‌های مالی و پولی در اقتصاد ایران: یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی. نشریه علمی (فصلنامه) پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی. شماره ۹۰. سال بیست و هفتم. تابستان ۱۳۹۸. صص ۱۹۵-۲۴۱.
- جلالی نائینی، احمدرضا و نادریان، محمدامین. (۱۳۹۳). چارچوبی برای اصلاح سیاست‌گذاری پولی در ایران. چالش‌های پولی و بانکی اقتصاد ایران: تحلیل وضعیت و توصیه‌های سیاستی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی. صص ۱۱۳-۱۷۲.
- زارعی، ژاله. (۱۳۹۳). قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در ایران. چالش‌های پولی و بانکی اقتصاد ایران: تحلیل وضعیت و توصیه‌های سیاستی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی. صص ۱۷۳-۱۹۲.
- Andlib, Z., Khan, A., and Haq, I. U. (2012). The Coordination of Fiscal and Monetary Policies in Pakistan: An Empirical Analysis. *The Pakistan Development Review*, 51(4), pp. 695-704.
- Arby, M. F., and Hanif, M. N. (2010). *Monetary and Fiscal Policies Coordination-Pakistan's Experience* (No. 24160). University Library of Munich, Germany.
- Barro, R. J., and Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), pp. 101-121.
- Beetsma, R., Favero, C., Missale, A., Muscatelli, V. A., Natale, P., and Tirelli, P. (2003). *Fiscal Policies, Monetary Policies and Labour Markets. Key Aspects of European Macroeconomic Policies after Monetary Unification*. Cambridge UP (Forthcoming).
- Bianchi F., (2012). Evolving Monetary/Fiscal Policy Mix in the United States. *American Economic Review*, 102(3), pp. 167-172.

- Cekin, S. E. (2013). Monetary and Fiscal Policy Interactions in Turkey: a Markov Switching Approach. Texas Tech University, Texas.
- Chuku, C. (2012). Monetary and Fiscal Interaction in Nigeria: An Application of a State-Space.
- Chuku, C. A. (2010). Monetary and Fiscal policy Interactions in Nigeria: An Application of a State-Space Model with Markov-switching. CBN Journal of Applied Statistics, 1(1), pp. 39-51.
- Combes, J. L., Debrun, X., Minea, A., and Tapsoba, R. (2014). Inflation Targeting and Fiscal Rules: Do Interactions and Sequencing Matter? (No. 14/89). International Monetary Fund.
- Elbadawi I., Goaid, M., and Tahar M. B., (2017). Fiscal-Monetary Interdependence and Exchange Rate Regimes in Oil Dependent Arab Economies. In Economic Research Forum Working Papers (No. 1116).
- Frenkel, J., Goldstein, M., & Masson, P. (1990). The Rationale for, and Effects of International Economic Policy Coordination. In International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations (pp. 9-62). University of Chicago Press.
- Goncalves, C. E. (2017). Is Fiscal Dominance for Real? Evidence from Brazil's High-Frequency Data!.
- Gonzalez-Astudillo M., (2013). Monetary-fiscal Policy Interactions: Interdependent Policy Rule Coefficients. Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington, D.C., USA. 2013-58.
- Hanif, M., and Arby, M. (2003). Monetary and Fiscal Policy Coordination. University Library of Munich, Germany.
- India, R. B. O. (2012). Report on Currency and Finance 2009-12 Fiscal-Monetary Coordination. From <https://rbi.org.in>
- Javid A., Y., and Arif U., (2014). Fiscal and Monetary Regime Identification for Price Stability in Case of Pakistan's Economy. Journal of Economic Cooperation and Development, 35(3).
- Jevđović G., and Milenković I., (2018). Monetary Versus Fiscal Dominance In Emerging European Economies. Facta Universitatis, Series: Economics and Organization, 15 (2), pp.125-133.

- Laurens, B., and De La Piedra, E. (1998). Coordination of Monetary and Fiscal Policies. (No. 98/25). International Monetary Fund.
- Mezhoud W., and Achouche M., (2017). Prices dynamics in Algeria; A Fiscal Theory of Price Level Analysis. Algerian Review of Economic Development, 7, pp. 307-326.
- Miller, S.; Fang, W. and Eren, O. (2012). Inflation Targeting: Does It Improve Performance? (No. 1207). Las Vegas: University of Nevada. Model with Markov Switching. Journal of Applied Statistics. Vol. 1 No. 1.
- Muscatelli, A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (2002). Monetary and Fiscal Policy Interactions over the Cycle: Some Empirical Evidence (No. 2002_13).
- Ng'ang'a, W. I., Chevallier, J., and Ndiritu, S. W. (2019). Investigating Fiscal and Monetary Policies Coordination and Public Debt in Kenya: Evidence from Regime-Switching and Self-exciting Threshold Autoregressive Models (No. 2019-40). Economics Discussion Papers.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., and Chamon, M. (2012). Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. International Monetary Fund.
- Panjer N., De Haan L., and Jacobs J., (2017). Is Fiscal Policy in the Euro Area Ricardian? (Working Paper No. 562). Netherlands Central Bank, Research Department, September 2011.
- Piergallini A., (2019). Interactions Between Nonlinear Monetary and Fiscal Policies. University of Rome Tor Vergata.
- Sargent, T. J., and Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5(3), pp. 1-17.
- Semmler W., and Zhang W., (2003). Monetary and Fiscal Policy Interactions: Some Empirical Evidence from the Euro-Area. Mimeo, Bielefeld University Working Paper No. 48, March, 2003.
- Snudden, S. (2013). Cyclical Fiscal Rules for Oil-Exporting Countries (No. 13-229). International Monetary Fund.
- Stone, M. R. (2003). Inflation Targeting Lite (No. 03/12). International Monetary Fund.

- Tarawalie, A. B., Sissoho, M., Conte, M. and Christian R. (2014). Fiscal and Monetary Policies Coordination in the WAMZ: Implications for Members State' Performance on the Convergence Criteria. WAMI Occasional Paper Series. Vol. 1 No. 4.
- Togo, E. (2012). Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: an Analytical Framework (Vol. 4369). World Bank Publications.