



Transmission Channels of the Impact of Banks' Quantitative Balance Sheet Control Policy on Economic Output in Iran

Hamide Zamani Amirzakaria¹, Ali Saeedi^{2✉}, Hossein Eslami Mofid Abadi³ and Hamidreza Maghsoodi⁴

1. PhD Student, Department of Economics, SR.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: hamide.zamani@iau.ac.ir
2. Corresponding Author, Associate Professor, Department of Islamic Economics, University of Qom, Qom, Iran. Email: a.saeedi@qom.ac.ir
3. Associate Professor, Department of Financial, Banking, and Insurance Management, CT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir
4. Assistant Professor, Department of Islamic Economics, University of Qom, Qom, Iran. Email: hr.maghsoodi@qom.ac.ir

Article Info

Article type:
Research Article

Article history:
Received
Accepted

Keywords:
Quantitative Balance Sheet
Control, Economic
Output,
Inflationary
Economy, Banking
Imbalance

ABSTRACT

Purpose: Chronic inflation and the structural imbalance of the banking system have been two fundamental challenges of Iran's economy over the past two decades. In response to these issues, the Central Bank has, since the year 1399 (2020), implemented a quantitative balance sheet control policy with the aim of curbing liquidity growth and controlling inflation. The present study aims to identify and explain the channels through which this policy affects economic output under Iran's inflationary conditions.

Methodology: This study adopts a qualitative approach, employing a systematic literature review and conceptual analysis, to evaluate the effects of the quantitative balance sheet control policy on economic output under inflationary conditions, with a focus on Iran.

Findings: The findings indicate that this policy negatively affects economic output through four main channels: credit constraints on small and medium-sized enterprises; a change in the composition of credit facilities in favor of large enterprises; the intensification of banks' precautionary behavior and an increase in excess reserves; and increased financial stress and contagion risk in the interbank network. Iran's experience shows that this policy reduced liquidity growth from 40% to 25%, but had little effect on inflation and restricted small firms' access to credit facilities. A critique of conventional macroeconomic models (DSGE and RBC) also shows that these approaches lack the ability to analyze phenomena such as balance sheet control in Iran's inflationary and sanctioned economy.

Conclusion: The quantitative balance sheet control policy alone cannot curb inflation, and its success depends on the implementation of a comprehensive policy package that simultaneously includes structural reforms, fiscal discipline, and expectations management. The fundamental solution to curbing inflation in Iran is the targeted direction of liquidity toward production and improving the quality of budget spending.

مسیرهای اثرگذاری سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها بر تولید اقتصادی در ایران

حمیده زمانی امیرزکریا^۱، علی سعیدی^۲، حسین اسلامی مفیدآبادی^۳ و حمیدرضا مقصودی^۴

۱. دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: hamide.zamani@iau.ac.ir
۲. نویسنده مسئول، دانشیار، گروه اقتصاد اسلامی، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران. رایانامه: a.saeedi@qom.ac.ir
۳. دانشیار، گروه مدیریت مالی، بانک و بیمه، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir
۴. استادیار، گروه اقتصاد اسلامی، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران. رایانامه: hr.maghsoodi@qom.ac.ir

چکیده

نوع مقاله:	هدف: تورم مزمن و ناترازی ساختاری نظام بانکی، دو چالش اساسی اقتصاد ایران در دو دهه اخیر بوده‌اند. بانک مرکزی در پاسخ به این مسائل، از سال ۱۳۹۹ سیاست کنترل مقداری ترازنامه را با هدف مهار رشد نقدینگی و کنترل تورم به اجرا گذاشته است. پژوهش پیش‌رو با هدف شناسایی و تبیین مسیرهای اثرگذاری این سیاست بر تولید اقتصادی در شرایط تورمی ایران انجام شده است.
علمی پژوهشی	
تاریخچه مقاله:	روش‌شناسی: پژوهش حاضر با رویکرد کیفی و با استفاده از مرور نظام‌مند ادبیات و تحلیل مفهومی، به ارزیابی اثرات سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید اقتصادی در شرایط تورمی با تمرکز بر ایران می‌پردازد.
تاریخ دریافت:	یافته‌ها: یافته‌ها نشان می‌دهد که این سیاست از چهار مسیر اصلی بر تولید اقتصادی اثر منفی می‌گذارد: محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط؛ تغییر ترکیب تسهیلات به نفع بنگاه‌های بزرگ؛ تشدید رفتار احتیاطی بانک‌ها و افزایش ذخایر اضافی؛ و افزایش استرس مالی و ریسک سرایت در شبکه بین‌بانکی. تجربه ایران نشان می‌دهد که این سیاست رشد نقدینگی را از ۴۰ به ۲۵ درصد کاهش داده، اما تأثیر چندانی بر تورم نداشته و دسترسی بنگاه‌های کوچک به تسهیلات را محدود کرده است.
تاریخ بازنگری:	کلیدواژه‌ها:
تاریخ پذیرش:	کنترل مقداری ترازنامه، تولید اقتصادی، اقتصاد تورمی، ناترازی بانکی، ایران
تاریخ انتشار:	نقد مدل‌های مرسوم اقتصاد کلان (تعادل عمومی پویای تصادفی ^۱ و چرخه تجاری حقیقی ^۲) نیز نشان می‌دهد که این رویکردها توانایی تحلیل پدیده‌هایی مانند کنترل ترازنامه در اقتصاد تورمی و تحت تحریم ایران را ندارند.
	نتیجه‌گیری: سیاست کنترل مقداری ترازنامه به‌تنهایی نمی‌تواند تورم را مهار کند و موفقیت آن منوط به اجرای بسته سیاستی جامعی است که هم‌زمان اصلاحات ساختاری، انضباط مالی و مدیریت انتظارات تورمی را در بر گیرد؛ راهکار اساسی مهار تورم در ایران، هدایت هدفمند نقدینگی به سمت تولید و اصلاح کیفیت هزینه‌کرد بودجه است.

^۱. DSGE

^۲. RBC

۱- مقدمه

در دانش اقتصاد، پول عمدتاً بر اساس کارکردهای آن تعریف می‌شود و نقش آن فراتر از تصور عمومی به عنوان یک ابزار ساده مبادله است. پول به عنوان وسیله‌ای تعریف می‌شود که توسط آن قیمت‌ها معنا و مفهوم می‌یابند و وظایف مهم آن شامل وسیله مبادله، ذخیره ارزش، پرداخت دیون و واحد شمارش است (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰). در شرایط خاص، مانند دوره‌های تورمی، درک صحیح از ماهیت پول و نحوه تعامل آن با سایر متغیرهای کلان از اهمیت دوچندانی برخوردار است. والش^۱ (۲۰۱۷) با اشاره به نقش تعیین‌کننده نحوه خلق و ورود پول به اقتصاد، توضیح می‌دهد که دولت‌ها در شرایط فشار مالی برای تأمین مخارج خود، اغلب به استقراض از بانک مرکزی روی می‌آورند که این امر می‌تواند به رشد سریع پایه پولی و در صورت تداوم، به ابرتورم منجر شود. با این حال، رشد پول ناشی از کسری بودجه دولت، نوع خاصی از پول برون‌زا محسوب می‌شود که به‌طور مستقیم تقاضای کل را افزایش می‌دهد و در شرایط نزدیک به اشتغال کامل، اثری تورمی دارد. در مقابل، رشد پولی که در نتیجه خلق اعتبار درون‌زا توسط نظام بانکی و در پاسخ به تقاضای بخش خصوصی رخ می‌دهد، لزوماً تورمی نیست و ممکن است عمدتاً به رشد تولید و سرمایه‌گذاری منجر شود (والش، ۲۰۱۷). بنابراین، صرفاً افزایش حجم پول برای پیش‌بینی تورم کافی نیست و تحلیل دقیق‌تر، نیازمند شناسایی منشأ و مسیر ورود پول به اقتصاد و همچنین شرایط ساختاری (مانند میزان بیکاری، ظرفیت مازاد تولید و سرعت گردش پول) است.

یکی از بنیادی‌ترین عناصر در این تحلیل، مفهوم تقاضای پول است که بیانگر تمایل عاملان اقتصادی به نگهداری بخشی از دارایی‌های خود به صورت نقد و حساب‌های جاری می‌باشد (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰). به طور سنتی، فرض بر این است که تقاضا برای مانده‌های حقیقی پول، رابطه‌ای مثبت با مقیاس اقتصاد (مانند تولید ناخالص داخلی) و رابطه‌ای منفی با متغیرهای هزینه فرصت (مانند نرخ تورم) دارد. در اقتصاد ایران به دلیل دستوری بودن نرخ‌های بهره رسمی، نرخ تورم به عنوان جانشین مناسبی برای هزینه فرصت نگهداری پول در نظر گرفته می‌شود (آشنا، ۱۴۰۳). در این چارچوب، ثبات تابع تقاضای پول به عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای کلان اقتصادی و پیش‌شرطی حیاتی برای اجرای هدفمند سیاست‌های پولی محسوب می‌گردد. منظور از ثبات تقاضای پول آن است که رابطه بین مقدار پول مورد تقاضا و متغیرهای تعیین‌کننده آن در طول زمان پایدار و قابل پیش‌بینی باشد (داودی و زارع‌پور، ۲۰۰۷). این ویژگی به مقامات پولی امکان می‌دهد تا با اطمینان بیشتری از تغییرات حجم پول به عنوان ابزاری برای دستیابی به اهداف نهایی نظیر کنترل تورم و ثبات بخشی به فعالیت‌های اقتصادی استفاده نمایند (بوستانی و کمیجانی، ۱۴۰۱).

با این حال، در شرایطی که تابع تقاضای پول دچار بی‌ثباتی باشد، رابطه علی و معلولی بین تغییرات حجم پول و متغیرهای کلان اقتصادی مخدوش می‌گردد. اگر تقاضای پول دچار انتقال‌های پیش‌بینی نشده شود و سرعت گردش پول رفتاری ناپایدار و غیرقابل پیش‌بینی داشته باشد، ارتباط میان حجم نقدینگی و متغیرهای کلانی مانند تولید ناخالص داخلی یا سطح عمومی قیمت‌ها دستخوش اختلال می‌گردد (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰). در چنین وضعیتی، سیاست‌گذار پولی نمی‌تواند با اطمینان پیش‌بینی کند که افزایش یا کاهش معینی در حجم پول، چه تأثیری بر تولید و تورم خواهد گذاشت. انتظارات تورمی عامل کلیدی مؤثر بر این بی‌ثباتی محسوب می‌شود. والش (۲۰۱۷) توضیح می‌دهد که اگر یک شوک اقتصادی نرخ تورم را به سمت تعادلی با تورم بالا هدایت کند و این تعادل ناپایدار باشد، اقتصاد مسیر واگرایی را در پیش گرفته و به سمت نرخ‌های تورم بالاتر حرکت خواهد کرد. هنگامی که تورم انتظاری کاهش می‌یابد، هزینه فرصت نگهداری پول کاهش پیدا کرده و تقاضا برای مانده‌های حقیقی پول افزایش می‌یابد (والش، ۲۰۱۷). از این رو، مدیریت انتظارات تورمی و ایجاد باورمندی نسبت به اعلامیه‌های سیاستی بانک مرکزی، نقشی اساسی در حفظ ثبات تقاضای پول ایفا می‌کند (بانک مرکزی، ۱۴۰۱).

در اقتصاد ایران که با نرخ‌های تورم نسبتاً بالا و نوسانی همراه بوده است، موضوع ثبات تقاضای پول از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰). کاهش نرخ تورم، رجحان عاملان اقتصادی را نسبت به نگهداری پول نقد تحت تأثیر قرار

¹ Walsh

داده و تمایل به نگهداری پول را افزایش می دهد. بر این اساس، شناخت رفتار تابع تقاضای پول و بررسی ثبات آن در دوره های مختلف می تواند به سیاست گذاران در طراحی و اجرای سیاست های پولی مؤثرتر یاری رساند. تنها در سایه چنین شناختی است که مقامات پولی قادر خواهند بود با اطمینان بیشتری از ابزارهای کنترلی نظیر مدیریت ترازنامه بانک ها برای دستیابی به اهداف نهایی خود بهره گیرند (مزارعی، ۲۰۱۹).

۱-۱- سوالات پژوهش

سوال اصلی: بر اساس مبانی نظری، شواهد تجربی و تجربه اقتصاد ایران در دوره ۱۳۹۹-۱۴۰۳، سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک ها از چه مسیرهایی بر تولید اقتصادی اثر می گذارد و شدت و جهت این آثار تحت تأثیر چه شرایط ساختاری و نهادی قرار می گیرد؟

سوالات فرعی:

۱- نظریه درون زایی پول، ناترازی ساختاری نظام بانکی و سلطه مالی چه سازوکارهایی را برای تبیین اثر سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید اقتصادی فراهم می کنند؟

۲- شواهد داخلی و بین المللی چه مسیرهایی را در انتقال اثر محدودیت های ترازنامه ای بانک ها به بخش واقعی اقتصاد تأیید می کنند؟

۳- روند متغیرهای پولی، اعتباری و بانکی ایران در دوره ۱۳۹۹-۱۴۰۳ (شمسی) تا چه اندازه با مسیرهای نظری شناسایی شده سازگار است؟

۴- چه محدودیت هایی در استفاده از مدل های متعارف اقتصاد کلان برای تحلیل سیاست کنترل مقداری ترازنامه در اقتصاد تورمی، بانک محور و دارای سلطه مالی ایران وجود دارد؟

در این میان، یکی از مفاهیم نهادی کلیدی که اثربخشی هر سیاست پولی (از جمله کنترل ترازنامه) را به طور اساسی تحت تأثیر قرار می دهد، استقلال بانک مرکزی است. استقلال بانک مرکزی به درجه ای از آزادی عمل اشاره دارد که بانک مرکزی در تعیین و اجرای سیاست های پولی بدون دخالت مستقیم قوه مجریه (دولت) یا مقننه دارد (کوکیمن^۱، ۲۰۰۸: ۴۵-۵۰). این استقلال معمولاً در سه بعد تعریف می شود: استقلال عملیاتی (آزادی در انتخاب ابزارهای سیاست پولی)، استقلال هدفی (آزادی در تعیین اهداف نهایی سیاست پولی) و استقلال شخصی (امنیت شغلی رئیس بانک مرکزی و عدم عزل و نصب های سیاسی) (دبل و فیشر^۲، ۱۹۹۴: ۱۹۵-۲۰۰). از دهه ۱۹۹۰ به بعد، استقلال بانک مرکزی به عنوان یکی از ارکان اصلی معماری سیاست پولی مدرن و ابزاری کلیدی برای مهار تورم شناخته شده است (والش^۳، ۲۰۱۰: ۱۲۰-۱۲۵). با این حال، تجربه کشورهای مختلف نشان داده است که استقلال بانک مرکزی یک دارایی خالص بدون هزینه و آسیب نیست و اعطای آن مستلزم در نظر گرفتن ملاحظات پیچیده سیاسی، اقتصادی و نهادی است.

برای درک بهتر جایگاه استقلال بانک مرکزی، لازم است به سه چارچوب اصلی کنترل تورم اشاره شود که بانک های مرکزی در چارچوب آن ها عمل می کنند. اولین چارچوب، لنگر اسمی نرخ ارز است که در آن بانک مرکزی نرخ ارز را به یک ارز خارجی پایدار (مانند دلار یا یورو) قفل می کند. مزیت اصلی آن مهار سریع تورم در کشورهای با سابقه تورم بالا است، اما آسیب پذیری در برابر حملات سفته بازانه و از دست دادن استقلال سیاست پولی از معایب آن است (کالوو و راینهارت^۳، ۲۰۰۲: ۱۵-۲۰). دومین چارچوب، لنگر کل های پولی است که در آن بانک مرکزی هدف رشد یک متغیر پولی (مانند نقدینگی) را اعلام می کند. این رژیم

^۱. Cukierman

^۲. DeBelle & Fischer

^۳. Calvo & Reinhart

مبتنی بر نظریه مقداری پول و رابطه پایدار بین رشد پول و تورم در بلندمدت است (فریدمن^۱، ۱۹۶۸: ۱۰-۱۵؛ می‌شکین، ۲۰۰۷: ۳۵۰-۳۵۵)، اما با بی‌ثبات شدن رابطه میان پول و تورم در دهه ۱۹۹۰، کارایی آن کاهش یافت (برنانکی و می‌شکین، ۲۰۰۷: ۱۰۵). سومین چارچوب، هدفگذاری تورم است که در آن بانک مرکزی یک هدف عددی صریح برای نرخ تورم اعلام می‌کند. مزایای این رژیم عبارتند از شفافیت بالا، پاسخگویی بانک مرکزی، و انعطاف‌پذیری در برابر شوک‌ها، اما نیاز به استقلال بالای بانک مرکزی از معایب آن است (سونسون، ۲۰۱۰: صص. ۲۰-۳۰؛ برنانکی و می‌شکین، ۱۹۹۷: ۱۱۰-۱۱۵). امروزه بیش از ۴۰ کشور جهان از این چارچوب استفاده می‌کنند (هموند، ۲۰۱۲: ۵-۱۰).

پژوهش‌های تجربی گسترده نشان داده‌اند که میان استقلال بانک مرکزی و تورم پایین، همبستگی منفی و معناداری وجود دارد (آلسینا و سامرز، ۱۹۹۳: ۱۵۵-۱۶۰؛ گرلی و دیگران، ۱۹۹۱: ۳۶۵-۳۷۰). استدلال اصلی موافقان این است که دولت‌ها معمولاً دارای افق زمانی کوتاه (به دلیل چرخه‌های انتخاباتی) و تمایل به ایجاد تورم (برای کاهش بدهی واقعی، تأمین مالی کسری بودجه یا تحریک اقتصاد پیش از انتخابات) هستند. اعطای استقلال به بانک مرکزی، سیاست پولی را از این فشارهای سیاسی کوتاه‌مدت مصون می‌دارد و امکان تمرکز بر اهداف بلندمدت مانند ثبات قیمت‌ها را فراهم می‌کند (روگوف، ۱۹۸۵: ۱۱۷۰-۱۱۷۵).

با وجود چارچوب‌های مرسوم سیاست‌های پولی، تجربه اقتصادهای با تورم بالا نشان می‌دهد که ابزارهای متعارف و حتی برخی روش‌های غیرمتعارف به تنهایی برای کنترل حجم پول و رشد اعتبارات کافی نیستند. در این شرایط، سیاست‌های احتیاطی کلان به عنوان یک رویکرد مکمل برای سیاست‌های پولی مطرح می‌شوند. هدف اصلی این سیاست‌ها، کاهش ریسک‌های سیستمی و تضمین ثبات مالی در سطح نظام بانکی است. برخلاف سیاست‌های پولی سنتی که بر کل اقتصاد اثر می‌گذارند، اقدامات کلان احتیاطی مستقیماً رفتار وام‌دهی و ساختار ترازنامه بانک‌ها را هدف قرار می‌دهند و به محدود کردن رشد اعتبارات پرخطر کمک می‌کنند (دو^۲ و همکاران، ۲۰۲۵). از آنجا که بانک‌ها در خلق پول نقش محوری دارند، سیاست‌های احتیاطی کلان می‌توانند تأثیرات غیرمستقیمی بر نقدینگی و تورم داشته باشند. به عنوان مثال، اقدامات احتیاطی کلان سختگیرانه‌تر ممکن است دسترسی به اعتبار را محدود کند و در نتیجه بر فعالیت کلی اقتصادی و پویایی تورم تأثیرگذار باشد (اسکارینجاریک^۳، ۲۰۲۵).

کنترل ترازنامه یکی از ابزارهای حیاتی سیاست‌های احتیاطی کلان است که بانک‌ها و مؤسسات مالی برای پایش و مدیریت ترازنامه خود از آن استفاده می‌کنند. این رویکرد به طور مستقیم بر حجم نقدینگی و میزان اعتبارات بانکی تأثیر می‌گذارد و نقش مهمی در حفظ ثبات مالی و اقتصادی ایفا می‌کند (پیدرو^۴، ۲۰۱۶). سیاست‌های احتیاطی کلان، از جمله کنترل ترازنامه، به منظور پیشگیری از بی‌ثباتی مالی و کاهش ریسک‌های سیستمیک طراحی شده‌اند و با جلوگیری از انتشار زیان‌های ترازنامه‌ای در سیستم مالی، مانع ایجاد اثرات منفی گسترده بر اقتصاد می‌شوند (گان^۵، ۲۰۱۵). ترازنامه بانک مرکزی نیز ابزار کلیدی در اجرای این سیاست‌ها است و این نهاد می‌تواند با مدیریت مستقیم ترازنامه خود علاوه بر کنترل تورم، اهداف ثبات مالی و اقتصادی دیگری را نیز دنبال کند. به ویژه در اقتصادهای نوظهور، بانک‌های مرکزی توجه ویژه‌ای به سلامت مؤسسات مالی و تعامل آنها با ثبات اقتصاد کلان دارند، زیرا ضعف ترازنامه بانک‌ها می‌تواند پیامدهای گسترده اقتصادی ایجاد کند (احمدیان، ۱۴۰۴).

ابزارهای کلان احتیاطی شامل سقف نسبت وام به ارزش^۶، نسبت بدهی به درآمد^۷، محدودیت رشد اعتبار، الزامات سرمایه و ذخیره و مالیات‌های پیگویی هستند (کلاسنس^۸ و همکاران، ۲۰۱۳). ترازنامه واسطه‌های مالی نقش کلیدی در انتقال سیاست

^۱ . Fridman

^۲ . Do

^۳ . Skrinjarić

^۴ . Peydró

^۵ . Gan

^۶ . LTV

^۷ . DTI

^۸ . Claessens

پولی دارد. در دوره‌های انقباض پولی، کاهش ترازنامه بانک‌ها می‌تواند به محدودیت دسترسی به اعتبار و کاهش فعالیت اقتصادی منجر شود (ایگان و کانگ^۱، ۲۰۱۱). بنابراین، هماهنگی بین سیاست‌های احتیاطی کلان و سیاست پولی اهمیت فراوانی دارد. بحران‌های مالی، تغییرات قیمت دارایی‌ها و تضعیف ترازنامه‌ها از عوامل اصلی تشدید بحران‌های اقتصادی هستند. سیاست‌های احتیاطی کلان با تمرکز بر کنترل ترازنامه، توانایی کاهش تجمع عدم تعادل‌های مالی و محدود کردن ریسک اعتباری را دارند (لایون^۲ و همکاران، ۲۰۲۲).

سیاست کنترل مقداری ترازنامه به مجموعه اقدامات نظارتی اطلاق می‌شود که از طریق آن بانک مرکزی یا نهاد ناظر، با وضع محدودیت‌های کمی بر ترازنامه بانک‌ها، سعی در کنترل رشد اعتبارات و مدیریت ریسک‌های سیستمی دارد. یکی از مهم‌ترین ابزارهای کنترل مقداری ترازنامه، نسبت کفایت سرمایه است که به عنوان معیاری برای سنجش توانایی بانک در جذب زیان‌های احتمالی و حفظ ثبات مالی تعریف می‌شود (اورفانیدز، ۲۰۱۶). بر اساس تعریف ارائه شده در دستورالعمل محاسبه سرمایه نظارتی و کفایت سرمایه مؤسسات اعتباری، نسبت کفایت سرمایه عبارت است از نسبت سرمایه نظارتی به کل دارایی‌های موزون شده به ریسک که حداقل الزام آن ۸ درصد تعیین شده است. این نسبت به عنوان یکی از معیارهای کلیدی نظارت احتیاطی، مستقیماً ترازنامه بانک‌ها را تحت تأثیر قرار داده و توان وام‌دهی و سرمایه‌گذاری آن‌ها را محدود می‌سازد (سیسچیتی و هیلشچر^۳، ۲۰۲۵).

کمیته بازل که در سال ۱۹۷۵ میلادی با عضویت ۱۰ کشور بزرگ اقتصادی و در پی ورشکستگی چند بانک بزرگ دنیا به دلیل مشکلات ارزی تشکیل شد، نقش محوری در تدوین استانداردهای بین‌المللی نظارت بانکی ایفا کرده است. این کمیته در سال ۱۹۸۸ اولین مدل ساده کفایت سرمایه را تحت عنوان بازل ۱ ارائه کرد. در ادامه و به دنبال بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷-۱۹۹۸، مقررات بازل ۲ تدوین گردید. با وقوع بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ (میلادی) و ورشکستگی چندین شرکت سرمایه‌گذاری معتبر به دلیل کمبود نقدینگی، کمیته بازل از اوایل سال ۲۰۰۹ مقررات جدیدی برای بهبود نقدینگی و کفایت سرمایه وضع کرد که نهایتاً تحت عنوان بازل ۳ برای اجرا در سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ ارائه شد. بازل ۳ میزان کفایت سرمایه بانک‌ها را افزایش داد؛ به‌طوری‌که در شرایط عادی باید ۸٫۵ درصد و با احتساب ۲٫۵ درصد سپر حفاظت سرمایه در شرایط بحران، مجموعاً ۱۰٫۵ درصد باشد. در دوران رونق اقتصادی، ۲٫۵ درصد دیگر نیز به عنوان سپر سرمایه‌ای ضدچرخه‌ای اضافه می‌شود و عملاً کفایت سرمایه معادل ۱۳ درصد قرار می‌گیرد (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰؛ شریف‌مقدسی و همکاران، ۱۳۹۶).

اهمیت کفایت سرمایه و اثر آن بر فعالیت‌های بانکی نه تنها در صنعت بانکداری، بلکه در تحقیقات دانشگاهی نیز مورد توجه قرار گرفته است. برگر و بومن در این زمینه دو نظریه اصلی مطرح کرده‌اند: نظریه شکنندگی مالی-خروج سپرده‌ها و نظریه جذب ریسک. نظریه اول پیش‌بینی می‌کند که اثر افزایش سرمایه بانک بر میزان وام‌دهی منفی است. نظریه دوم پیش‌بینی می‌کند که افزایش سرمایه به دلیل افزایش ظرفیت ریسک‌پذیری بانک، توان اعتباردهی را افزایش داده و منجر به افزایش تسهیلات اعطایی می‌شود (شریف‌مقدسی و همکاران، ۱۳۹۶). از منظر نظری، کنترل مقداری اعتبارات ریشه در این دیدگاه دارد که بازار اعتبارات به دلیل وجود نااطمینانی، اطلاعات نامتقارن و رفتار ناهمگن عاملان، همواره در حالت تعادل کامل قرار ندارد و ممکن است با شکست مواجه شود. در چنین شرایطی، مداخله ناظر پولی از طریق وضع محدودیت‌های کمی بر ترازنامه بانک‌ها، می‌تواند به تثبیت سیستم مالی و هدایت اعتبارات به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی کمک کند. این رویکرد در اقتصادهای تورمی که با نوسانات شدید نرخ تورم و بی‌ثباتی انتظارات مواجه هستند، از اهمیت دوچندانی برخوردار است (ظفری و پدرام، ۱۴۰۰).

تجربه سیاست کنترل مقداری ترازنامه در ایران (۱۳۹۹-۱۴۰۲) نشان می‌دهد که تورم در اقتصاد ایران همواره یکی از چالش‌های بنیادی سیاست‌گذاری پولی بوده است. در دهه‌های گذشته، جهش‌های قیمتی و بی‌ثباتی‌های متوالی، به‌ویژه در دهه ۱۳۹۰ که با فشار تحریم‌های خارجی همراه بود، اهمیت دستیابی به ثبات قیمتی را در صدر اولویت‌های سیاست اقتصادی کشور

^۱ . Igan

^۲ . Laeven

^۳ . Cecchetti & Hilscher

قرار داد (اندیشکده اقتصاد مقاومتی، ۱۴۰۳). برای نمونه، نرخ تورم که در سال ۱۳۹۶ حدود ۹ درصد گزارش شده بود، در سال ۱۳۹۷ به بیش از ۳۱ درصد افزایش یافت و در ادامه به سطح ۴۷ درصد در سال ۱۳۹۹ رسید (اندیشکده اقتصاد مقاومتی، ۱۴۰۳). شدت بحران تورمی باعث شد کنترل نقدینگی به سطح اولویت‌های سیاست‌گذاری کلان ارتقاء یابد و در سال ۱۳۹۹، کمیته‌ای تخصصی در بانک مرکزی تشکیل شد که یکی از خروجی‌های آن طراحی چارچوب جدید تحت عنوان سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی بود (اندیشکده پول و ارز، ۱۴۰۳).

ماهیت این سیاست در محدودسازی مستقیم رشد دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نهفته است، به گونه‌ای که رشد ترازنامه نباید از سقف تعیین‌شده فراتر رود و مدیریت نقدینگی به جای اتکا به ابزارهای قیمتی، از طریق کنترل کمی ترازنامه دنبال می‌شود. ساختار خاص اقتصاد ایران نیز ناکارآمدی ابزارهای غیرمستقیم مانند نرخ بهره را توضیح می‌دهد؛ تورم عمدتاً از ناترازی‌های ساختاری و شوک‌های سمت عرضه نشأت می‌گیرد و افزایش نرخ بهره می‌تواند موجب تشدید ناترازی شبکه بانکی و تقویت فعالیت‌های غیرمولد در برابر بخش مولد شود (اندیشکده اقتصاد مقاومتی، ۱۴۰۳). برای اجرای این سیاست، چهار بخشنامه متوالی از سال ۱۳۹۹ تا دی‌ماه ۱۴۰۱ صادر شد که شامل تعیین سقف رشد ماهانه دارایی‌ها، کنترل سمت دارایی‌ها و بدهی‌ها، تعریف استثنائات محاسباتی و سامانه نظارتی مهتاب برای ثبت و پایش اطلاعات بانک‌ها بود (اندیشکده پول و ارز، ۱۴۰۳).

بررسی داده‌ها نشان می‌دهد که اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه باعث کاهش رشد نقدینگی از سطوح بالای ۴۰ درصد در نیمه دوم سال ۱۴۰۰ به سطوح زیر ۳۰ درصد در بهار ۱۴۰۲ شد و در دی‌ماه ۱۴۰۲ به ۲۵٫۲ درصد رسید. با این حال، محدودیت دسترسی بنگاه‌ها به منابع بانکی موجب شد سهم شرکت‌های بزرگ و مرتبط با بانک‌ها افزایش یابد و تسهیلات خرد کاهش یابد، که خود چالشی برای توزیع منابع و عدالت اقتصادی ایجاد کرد (اندیشکده پول و ارز، ۱۴۰۳). سیاست کنترل مقداری ترازنامه ایران، با تمرکز بر محدودسازی رشد دارایی‌ها و بدهی‌ها و مدیریت نقدینگی از مسیر کنترل سمت مصارف بانکی، نقطه عطفی در تکامل چارچوب سیاست پولی کشور و پاسخی واقعی به ناترازی‌های اقتصادی و تورم‌های مزمن محسوب می‌شود (اندیشکده اقتصاد مقاومتی، ۱۴۰۳).

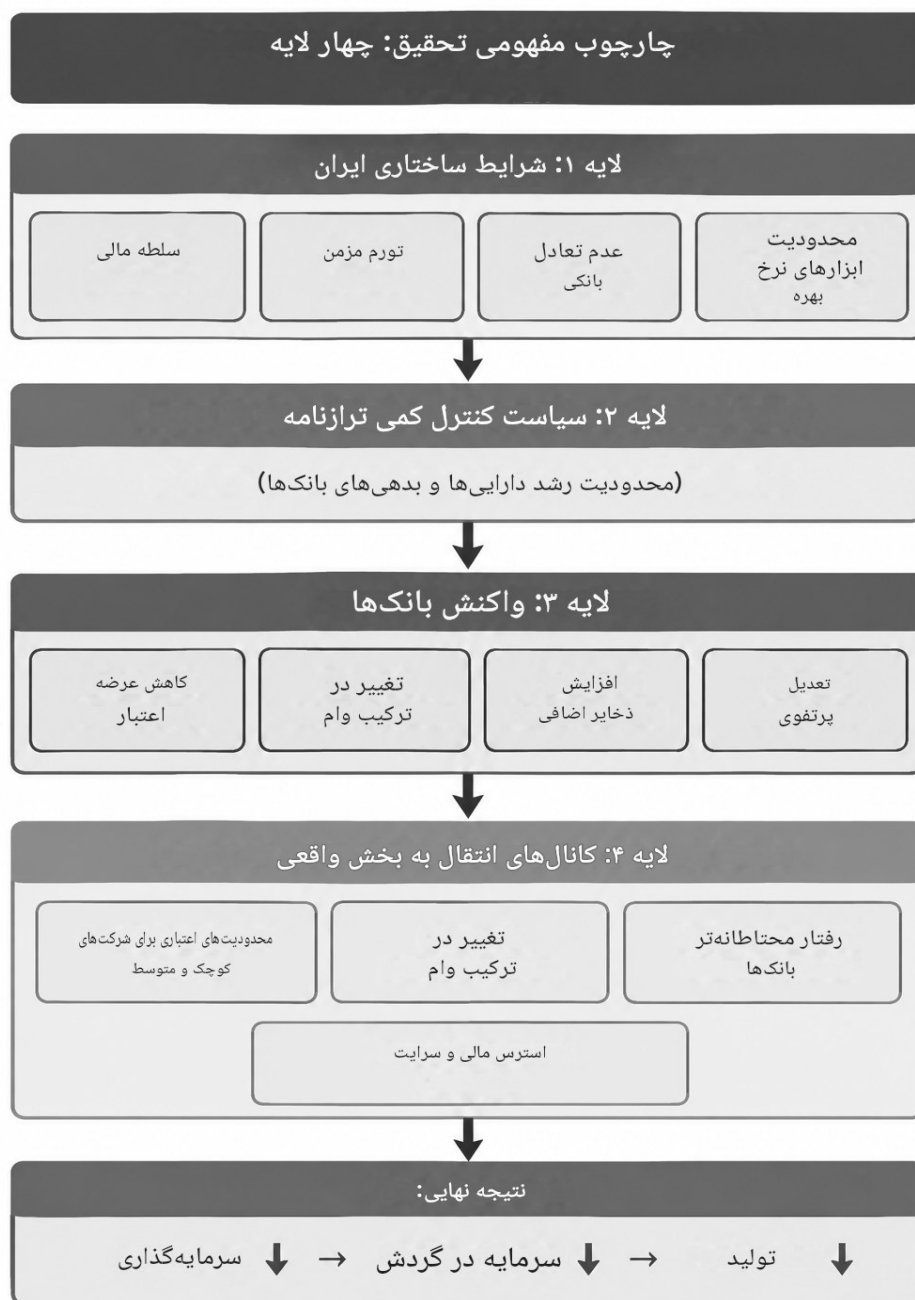
با این وجود، پرسشی که کمتر در ادبیات سنتی اقتصاد کلان ایران مورد واکاوی قرار گرفته، آن است که سیاست‌های کنترل مقداری ترازنامه بانک مرکزی که مستقیماً نرخ رشد ترازنامه بانک‌ها را محدود می‌کند چگونه از مسیرهای تقاضای پول، انتظارات تورمی، ثبات تابع تقاضا، سطح استقلال بانک مرکزی و مکانیسم‌های احتیاطی کلان بر تولید اقتصادی اثر می‌گذارد؟ در این میان، پژوهش حاضر از نوع کیفی تئوریک و با رویکرد توصیفی تحلیلی انجام شده است. روش گردآوری داده‌ها، اسنادی کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مورد نیاز از طریق مرور نظام‌مند منابع معتبر داخلی و خارجی شامل کتب، مقالات علمی پژوهشی، گزارش‌های تخصصی بانک مرکزی و اندیشکده‌های اقتصادی مرتبط گردآوری شده است. روش تحلیل داده‌ها، تحلیل محتوای جهت‌دار بر اساس چارچوب نظری کنترل مقداری ترازنامه و ناترازی بانکی بوده است. در این راستا، ابتدا مبانی نظری و مسیرهای اثرگذاری سیاست کنترل ترازنامه بر تولید اقتصادی استخراج شده، سپس مطالعات تجربی داخلی و خارجی در پنج دسته اصلی طبقه‌بندی و مورد بررسی انتقادی قرار گرفته، و در نهایت با نقد مدل‌های متعارف اقتصاد کلان، چارچوب تحلیلی مروری به عنوان رویکرد اصلی پژوهش معرفی شده است.

۲- مبانی نظری

۲-۱- تعامل درون‌زایی پول و ناترازی ساختاری بانکی

پژوهش حاضر بر اساس دو رویکرد نظری مکمل شکل گرفته است که در ادبیات اقتصاد پولی و بانکی از اعتبار علمی بالایی برخوردارند. نظریه درون‌زایی پول که توسط والش (۲۰۱۷) بسط یافته، بر این اصل استوار است که پول عمدتاً توسط نظام بانکی و در پاسخ به تقاضای اعتبار بنگاه‌ها و خانوارها خلق می‌شود، نه اینکه صرفاً توسط بانک مرکزی به اقتصاد تزریق گردد. در این

چارچوب، هرگونه محدودیت بر ترازنامه بانک‌ها (مانند سقف رشد تسهیلات یا نسبت کفایت سرمایه) مستقیماً بر توان خلق پول آنها اثر می‌گذارد و از این‌رو، مسیر اعتباری به عنوان حلقه اتصال سیاست‌های پولی به بخش واقعی اقتصاد شناخته می‌شود. ادبیات ناترازی ساختاری بانکی که در پژوهش‌های داخلی (به‌ویژه بدری و عبداللهی‌پور، ۱۳۹۶؛ زمان‌زاده و بدری، ۱۳۹۶) به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته، نشان می‌دهد که نظام بانکی ایران با انباشت دارایی‌های موهوم، مطالبات غیرجاری و خلق نقدینگی بی‌پشتوانه مواجه است. این ناترازی، اثرات سیاست‌های کنترلی را دچار اختلال می‌کند و نقش تعیین‌کننده ساختار ترازنامه بانک‌ها در انتقال شوک‌های پولی به تولید را برجسته می‌سازد. شواهد تجربی اخیر در نظام بانکی ایران نشان می‌دهد که رفتار بانک‌ها در سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، ریشه در اینرسی نهادی و ویژگی‌های ساختاری آن‌ها دارد و نه صرفاً واکنش به نوسانات کلان اقتصادی (ایزائلو و حسینی، ۱۴۰۴). این امر نشان می‌دهد که ناترازی بانکی در ایران ماهیتی ساختاری دارد و سیاست‌های نظارتی یکسان و متمرکز نمی‌توانند به طور مؤثر آن را مهار کنند، بلکه نیازمند رویکردی خوشه‌ای و ناهمگن هستند. چارچوب ترکیبی این پژوهش نشان می‌دهد که چگونه تعامل این دو رویکرد، چهار مسیر منفی شناسایی شده را تولید می‌کند:



شکل ۱- چارچوب کلی پژوهش

منبع: مروری بر مبانی نظری و تجربی پژوهش و یافته‌های پژوهشگر (۱۴۰۵)

۲-۲- سلطه مالی و نظریه مالی سطح قیمت

در ادبیات اقتصاد پولی، سه مفهوم مرتبط اما متمایز وجود دارد که اغلب با یکدیگر اشتباه گرفته می‌شوند. سلطه مالی^۱ به وضعیتی اشاره دارد که در آن سیاست مالی بر سیاست پولی غلبه دارد و بانک مرکزی نمی‌تواند مستقل از نیازهای مالی دولت عمل کند. در چنین شرایطی، اولویتهای مالی دولت (مانند تأمین کسری بودجه) بر اهداف پولی (مانند کنترل تورم) سایه

^۱ Fiscal Dominance

می‌افکند و اثربخشی سیاست‌های پولی را تضعیف می‌کند. مطالعات تجربی اخیر در اقتصاد ایران نیز نشان می‌دهد که تأمین کسری بودجه دولت از طریق استقراض از سیستم بانکی (چاپ پول)، به دلیل افزایش نقدینگی و تقاضای کل، آثار تورمی نامناسبی به همراه دارد و اثربخشی سیاست‌های کنترلی بانک مرکزی را تضعیف می‌کند (گودرزی فراهانی و همکاران، ۱۴۰۴). این یافته تأییدی بر این واقعیت است که در شرایط سلطه مالی، سیاست پولی به تنهایی نمی‌تواند موفق باشد و نیازمند انضباط مالی دولت است.

نظریه مالی سطح قیمت^۱ که توسط لیپر^۲ (۱۹۹۱)، وودفورد^۳ (۱۹۹۵) و سیمز^۴ (۱۹۹۴) توسعه یافت، چارچوبی نظری برای تحلیل چگونگی تعیین سطح قیمت‌ها توسط سیاست مالی ارائه می‌دهد. براساس این نظریه، در رژیم‌هایی که سیاست پولی منفعل است، سطح قیمت‌ها توسط تعادل بودجه دولت تعیین می‌شود. این نظریه به دو شکل ضعیف و قوی قابل ارائه است: در شکل ضعیف، سیاست مالی برونزا و عرضه پول درونزا است؛ در شکل قوی، هر دو سیاست مالی و پولی برونزا هستند و قیمت‌ها برای تضمین پرداخت بدهی دولت تنظیم می‌شوند.

تأمین مالی پولی^۵ به اقدام بانک مرکزی در چاپ پول برای تأمین کسری بودجه دولت اشاره دارد. این مفهوم، یکی از پیامدهای سلطه مالی است، اما با آن مترادف نیست. در واقع، تأمین مالی پولی می‌تواند در شرایطی رخ دهد که سلطه مالی وجود دارد، اما لزوماً همه موارد سلطه مالی به تأمین مالی پولی منجر نمی‌شود. در اقتصاد ایران، ترکیب سلطه مالی و تأمین مالی پولی، به شکل‌گیری چرخه معیوب تورم و ناترازی بانکی منجر شده است.

۳-۲- مسیرهای انتقال سیاست پولی و احتیاطی کلان

در این بخش، مسیرهای اصلی انتقال سیاست پولی و احتیاطی کلان به صورت نظام‌مند مرور می‌شوند. جدول زیر خلاصه‌ای از این مسیرها، مکانیزم نظری، شواهد تجربی بین‌المللی و داخلی، و ارتباط آنها با کنترل ترازنامه ارائه می‌دهد:

جدول ۱- مسیرهای انتقال سیاست پولی و احتیاطی کلان

مسیر	ساز و کار نظری	شواهد تجربی ایران	شواهد تجربی بین‌المللی	ارتباط با کنترل ترازنامه	اثر مورد انتظار بر تولید
وام‌دهی بانکی	تغییر در ذخایر بانکی بر توان وام‌دهی بانک‌ها اثر می‌گذارد	رضایی و جلیلی (۱۳۹۱)	برناکی و بلایندر (۱۹۸۸)	محدودیت مستقیم رشد تسهیلات	منفی
ترازنامه	تغییر نرخ بهره بر ارزش دارایی‌ها و توان وثیقه‌گذاری بنگاه‌ها اثر می‌گذارد	بدری و عبداللهی‌پور (۱۳۹۶)	برناکی و گرتلر (۱۹۹۵)	کنترل نسبت کفایت سرمایه	منفی
ریسک‌پذیری	سیاست پولی انبساطی ریسک‌پذیری بانک‌ها را افزایش می‌دهد	صادقی (۱۴۰۲)	بوریل و گامباکورتا (۲۰۱۷)	محدودیت دارایی‌های پرریسک	منفی

^۱ FTPL

^۲ Leeper

^۳ Woodford

^۴ Sims

^۵ Monetary Financing

نرخ بهره	تغییر نرخ بهره بر هزینه تأمین مالی و تقاضای کل اثر می‌گذارد	کمیجانی و علینژاد (۱۳۹۱)	تیلور (۱۹۹۳)	جایگزین کنترل مقداری	منفی
نرخ ارز	تغییر نرخ بهره بر جریان سرمایه و نرخ ارز اثر می‌گذارد	راعی و همکاران (۱۳۹۶)	کالوو و راینهارت (۲۰۰۲)	مدیریت دارایی‌های ارزی	منفی
انتظارات	سیاست پولی بر انتظارات تورمی و رفتار عاملان اثر می‌گذارد	حیاتی و همکاران (۱۳۹۵)	(۲۰۰۳) وودفورد	اعتبار سیاست و شفافیت	منفی - مشروط

منبع: یافته‌های پژوهشگر (۱۴۰۵)

۳- پیشینه پژوهش

مطالعات داخلی در سه دسته موضوعی و به ترتیب تاریخ انتشار تحلیل می‌شوند. دسته اول پژوهش‌های مرتبط با مسیرهای انتقال پولی است. رضایی و جلیلی (۱۳۹۱) با بهره‌گیری از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته نشان دادند مسیر اعتباردهی بانک در نظام بانکی ایران نسبت به مسیر نرخ بهره از قدرت بیشتری برخوردار است. کمیجانی و علینژاد مهربانی (۱۳۹۱) نشان دادند هر چهار مسیر نرخ سود، نرخ ارز، قیمت دارایی و وام‌دهی بانکی در ایران فعال هستند و مسیر نرخ ارز بیشترین اثرگذاری را بر تورم دارد. راعی و همکاران (۱۳۹۶) با استفاده از مدل چرخشی مارکوف نشان دادند سه مسیر نرخ ارز، قیمت مسکن و اعتبارات در انتقال اثرات سیاست پولی در بلندمدت ناتوان هستند که بیانگر خنثایی پول در بلندمدت است. در مجموع، مطالعات این دسته وجود مسیر اعتباری را تأیید می‌کنند، اما مستقیماً محدودیت مقداری ترازنامه را بررسی نکرده‌اند. اختلاف اصلی میان مطالعات، مربوط به بلندمدت در برابر کوتاه‌مدت است. آنچه هنوز نمی‌دانیم این است که چگونه محدودیت مقداری ترازنامه بر ترکیب این مسیرها اثر می‌گذارد. مقاله حاضر با تمرکز بر چهار مسیر خاص، این خلأ را پر می‌کند.

دسته دوم پژوهش‌های مرتبط با ناترازی بانکی و دارایی‌های موهوم است. شاهچراغ و طاهری (۱۳۹۴) توضیح دادند که بانک‌ها از طریق اقلام زیرخط مانند ضمانت‌نامه‌ها، فرآیند خلق اعتبار را به خارج از ترازنامه منتقل می‌کنند که اثربخشی سیاست کنترل مقداری را محدود می‌سازد. زمان‌زاده و بدری (۱۳۹۶) نشان دادند ناترازی ترازنامه نظام بانکی، جریان ناسالم خلق نقدینگی را شکل داده و عامل کلیدی تشدید رکود در اقتصاد است. صادقی (۱۴۰۲) نشان داد افزایش خلق نقدینگی و نگهداری دارایی‌های غیرنقدی، ریسک سیستمیک بانک‌ها را افزایش می‌دهد. احمدیان (۱۴۰۳) رابطه بین ترکیب ترازنامه بانک مرکزی و نااطمینانی متغیرهای کلان را بررسی کرد. حیدری و یوسفی‌زاده (۱۴۰۳) با استفاده از رهیافت سیستم معادلات همزمان نشان دادند که افزایش نرخ ذخیره قانونی یا کاهش تسهیلات اعطایی، نقدینگی و تورم را کاهش می‌دهد. پورجم‌شیدی و فتاحی (۱۴۰۲) نشان دادند کنترل ناترازی بانک‌ها می‌تواند تأثیر معناداری بر کاهش تورم داشته باشد. در مجموع، مطالعات این دسته وجود ناترازی ساختاری در نظام بانکی ایران را تأیید می‌کنند، اما به طور مستقیم به تأثیر سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید نپرداخته‌اند. اختلاف اصلی، مربوط به نقش دارایی‌های موهوم در تضعیف سیاست‌های کنترلی است. آنچه هنوز نمی‌دانیم این است که آیا کنترل ترازنامه می‌تواند ناترازی را کاهش دهد یا آن را تشدید می‌کند. مقاله حاضر با بررسی این پرسش، به ادبیات موجود می‌افزاید.

دسته سوم پژوهش‌های مرتبط با مدل‌سازی کلان و شوک‌های اعتباری است. پروین و همکاران (۱۳۹۳) با استفاده از روش تعادل عمومی پویای تصادفی نشان دادند اثرات منفی شوک ذخیره مطالبات معوق بر تولید و تورم بیش از سایر شوک‌ها است. کاکاوندی و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند شوک منفی اعتباری موجب کاهش تولید، سرمایه‌گذاری و مصرف و افزایش نرخ سود تسهیلات می‌شود. نبی‌زاده و همکاران (۱۴۰۳) در اندیشکده اقتصاد مقاومتی به ارزیابی سیاست کنترل مقداری ترازنامه در ایران پرداختند و نشان دادند که اجرای این سیاست توانسته رشد نقدینگی را کاهش دهد، اما تأثیر ملموسی بر نرخ تورم نداشته و مشکلاتی در توزیع عادلانه تسهیلات ایجاد کرده است. در مجموع، مطالعات این دسته اثرات منفی شوک‌های اعتباری بر تولید را

تأیید می‌کنند، اما مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی به دلیل فروض ساده‌کننده، توانایی تحلیل دقیق سیاست کنترل ترازنامه را ندارند. اختلاف اصلی، مربوط به کارایی مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی در اقتصادهای تحت تحریم است. آنچه هنوز نمی‌دانیم این است که چه رویکرد جایگزینی می‌تواند تصویر واقع‌بینانه‌تری ارائه دهد. مقاله حاضر با نقد مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی و ارائه رویکرد ساختاری-نهادی، این خلأ را پر می‌کند.

نوآوری این پژوهش در سه سطح قابل تفکیک است:

۱- چارچوب تلفیقی درون‌زایی پول، ناترازی بانکی و سلطه مالی. این پژوهش برای نخستین بار، سه رویکرد نظری متمایز را در یک چارچوب ترکیبی منسجم تلفیق می‌کند تا نشان دهد چگونه تعامل این سه، چهار مسیر منفی اثرگذاری بر تولید را تولید می‌کند.

۲- استخراج و تلفیق چهار مسیر انتقال سیاست کنترل ترازنامه به تولید. این پژوهش با احصای نظام‌مند چهار مسیر (محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط^۱، تغییر ترکیب تسهیلات، تشدید رفتار احتیاطی بانک‌ها، و استرس مالی و سرایت)، چارچوبی جامع برای تحلیل اثرات این سیاست ارائه می‌دهد.

۳- بررسی سیاست خاص ایران در دوره اجرای ۱۳۹۹-۱۴۰۳. این پژوهش با تمرکز بر دوره پسابرجام و اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه در ایران، به تحلیل تجربه‌ای می‌پردازد که کمتر مورد توجه مطالعات پیشین قرار گرفته است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

۴-۱- رویکرد جستجو و تحلیل منابع

پژوهش حاضر از نوع کیفی-تئوریک و با رویکرد توصیفی-تحلیلی و با استفاده از روش تحلیل محتوای جهت‌دار انجام شده است. این روش با هدف شناسایی و تبیین مسیرهای اثرگذاری سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید اقتصادی در شرایط تورمی، به کار گرفته شده است. برخلاف پژوهش‌های کمی که بر اندازه‌گیری روابط آماری متمرکزند، این پژوهش با بهره‌گیری از استدلال نظری و بررسی عمیق ادبیات موضوع، به دنبال ارائه چارچوبی تحلیلی برای درک پیوند میان سیاست‌های پولی-اعتباری و بخش واقعی اقتصاد است.

پروتکل جستجو و انتخاب منابع بر اساس معیارهای زیر انجام شده است:

پایگاه‌های جستجو شده شامل منابع بین‌المللی ساینس دایرکت^۲، وب‌آور ساینس^۳، اسکوپوس^۴، اکون لیت^۵، گوگل اسکولار^۶ و منابع داخلی مانند نورمگز، مگیران و سایت علمی مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی^۷ (SID) و سیویلیکا^۸ است. همچنین، کلیدواژه‌های فارسی شامل: کنترل مقداری ترازنامه، تولید اقتصادی، اقتصاد تورمی، ناترازی بانکی، مسیرهای انتقال پولی،

^۱ SME

^۲ ScienceDirect

^۳ Web of Science

^۴ Scopus

^۵ EconLit

^۶ Google Scholar

^۷ www.sid.ir

^۸ Civilica

سیاست احتیاطی کلان و کلیدواژه‌های انگلیسی برگردان شده شامل: Quantitative Balance Sheet Control, Economic Policy می‌شوند. علاوه بر این، بازه زمانی جست‌وجو برای منابع لاتین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۵ (معادل ۱۳۷۹ تا ۱۴۰۴) و برای منابع فارسی ۱۳۸۰ تا ۱۴۰۴ در نظر گرفته شده است. معیارهای ورود شامل مقالات علمی- پژوهشی داوری شده، گزارش‌های تخصصی رسمی از بانک مرکزی و اندیشه‌های اقتصادی معتبر، کتب مرجع در حوزه اقتصاد پولی و بانکی و مقالات مرتبط با موضوع کنترل ترازنامه، ناترازی بانکی، مسیرهای انتقال پولی و تولید اقتصادی است. معیارهای حذف نیز شامل عدم دسترسی به متن کامل، عدم ارتباط مستقیم با موضوع پژوهش و کیفیت روش‌شناختی پایین (برای مقالات علمی) است. از مجموع ۱۴۷ منبع اولیه شناسایی شده، پس از غربالگری اولیه ۸۹ منبع انتخاب شدند و در نهایت ۶۲ منبع (۴۵ منبع فارسی و ۱۷ منبع لاتین) در تحلیل نهایی مورد استفاده قرار گرفتند.

واحد تحلیل در این پژوهش شامل مقالات علمی- پژوهشی، گزارش‌های تخصصی و فصل‌های کتب مرجع مرتبط با موضوعات پژوهش است. تعداد منابع نهایی نیز ۴۵ منبع فارسی و ۱۷ منبع لاتین (مجموعاً ۶۲ منبع) می‌باشد. برای تحلیل داده‌ها، از روش تحلیل محتوای کیفی با رویکرد جهت‌دار بهره گرفته شده است.

برای تحلیل داده‌ها، از روش تحلیل محتوای کیفی با رویکرد جهت‌دار بهره گرفته شده است. فرایند کدگذاری به صورت دستی و با استفاده از نرم‌افزار اکسل^۱ انجام شده است. مراحل کدگذاری شامل موارد زیر است:

ابتدا کدگذاری باز که در این مرحله، تمامی مفاهیم مرتبط با اثرگذاری کنترل ترازنامه بر تولید اقتصادی از منابع استخراج و به صورت کدهای اولیه ثبت شدند. به عنوان مثال، کد اولیه محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط به کاهش دسترسی بنگاه‌های کوچک به تسهیلات اشاره دارد. کد اولیه تغییر ترکیب تسهیلات به افزایش سهم تسهیلات بنگاه‌های بزرگ اشاره دارد. کد اولیه رفتار احتیاطی بانک‌ها به افزایش ذخایر اضافی بانک‌ها اشاره دارد. کد اولیه استرس مالی و سرایت به افزایش شاخص استرس مالی اشاره دارد.

سپس کدگذاری محوری که در این مرحله، کدهای اولیه در دسته‌های مفهومی بزرگ‌تر سازماندهی شدند. به عنوان مثال، کدهای مرتبط با محدودیت دسترسی بنگاه‌ها، کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش اشتغال در دسته محدودیت اعتباری بنگاه‌ها قرار گرفتند. کدگذاری انتخابی که در این مرحله، چهار مسیر اصلی به عنوان مضامین نهایی شناسایی و تأیید شده‌اند.

جدول ۲- نمونه کدها و مقوله‌ها

کدهای اولیه	کدگذاری محوری	کدگذاری انتخابی
کاهش دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به تسهیلات	محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط	مسیر اول محدودیت اعتباری
کاهش سرمایه‌گذاری بنگاه‌های کوچک	محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط	مسیر اول محدودیت اعتباری
افزایش سهم تسهیلات بنگاه‌های بزرگ	تغییر ترکیب تسهیلات	مسیر دوم تغییر ترکیب تسهیلات
کاهش کارایی تخصیص اعتبار	تغییر ترکیب تسهیلات	مسیر دوم تغییر ترکیب تسهیلات
افزایش ذخایر اضافی بانک‌ها	رفتار احتیاطی بانک‌ها	مسیر سوم رفتار احتیاطی
کاهش ضریب فزاینده پولی	رفتار احتیاطی بانک‌ها	مسیر سوم رفتار احتیاطی
افزایش شاخص استرس مالی	استرس مالی و سرایت	مسیر چهارم استرس مالی
افزایش ریسک نکول در بین بانکی	استرس مالی و سرایت	مسیر چهارم استرس مالی

^۱ Microsoft Excel

۴-۲- اعتبار و پایایی تحلیل کیفی

برای افزایش اعتبار یافته‌ها، از سه راهکار استفاده شده است. نخست مثلث‌سازی منابع که در آن تطابق یافته‌ها با منابع متعدد شامل مقالات، گزارش‌های بانک مرکزی، اندیشکده‌های اقتصادی و کتب مرجع برای اطمینان از هم‌سویی نتایج انجام شد. دوم بازخوردگیری از متخصصان که در آن یافته‌های پژوهش در اختیار سه نفر از متخصصان حوزه اقتصاد پولی و بانکی قرار گرفت و نظرات آنها برای اصلاح و تأیید نهایی مسیرهای شناسایی‌شده اعمال شد و توافق بین کدگذاران حدود ۸۵ درصد برآورد شد که نشان‌دهنده پایایی قابل قبول تحلیل است. سوم اشباع نظری که در آن فرایند کدگذاری تا زمانی ادامه یافت که کدهای جدیدی شناسایی نشد و مفاهیم به اشباع رسید.

پژوهش حاضر با محدودیت‌های روش‌شناختی زیر مواجه است:

- ۱- به دلیل کیفی بودن رویکرد، امکان تعمیم آماری یافته‌ها به کل جامعه وجود ندارد.
- ۲- عدم دسترسی به داده‌های تفصیلی ترازنامه بانک‌ها در سطح خرد، امکان تحلیل کمی دقیق‌تر را محدود کرده است.
- ۳- تمرکز پژوهش بر دوره پسابرجام و اجرای سیاست کنترل ترازنامه (۱۳۹۹-۱۴۰۴)، امکان مقایسه با دوره‌های تاریخی دیگر را محدود می‌سازد.
- ۴- یافته‌های پژوهش بر اساس منابع در دسترس است و ممکن است برخی از جنبه‌های موضوع در منابع موجود پوشش داده نشده باشد.

سوالات پژوهش از طریق بخش‌های مختلف تحلیل محتوای کیفی پاسخ داده شده‌اند. سوال فرعی اول درباره مبانی نظری از طریق مرور نظام‌مند ادبیات نظری در بخش مبانی نظری (بخش ۲) پاسخ داده شده است. سوال فرعی دوم درباره شواهد تجربی از طریق مرور نظام‌مند ادبیات تجربی در بخش پیشینه پژوهش (بخش ۳) پاسخ داده شده است. سوال فرعی سوم درباره تجربه ایران از طریق مرور گزارش‌های بانک مرکزی و اندیشکده‌ها در بخش مقدمه و یافته‌ها پاسخ داده شده است. سوال فرعی چهارم درباره نقد مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی^۱ از طریق نقد مدل‌های متعارف در بخش یافته‌ها (بخش ۵) پاسخ داده شده است. چهار مسیر نهایی نیز از ترکیب کدهای اولیه و مقوله‌های محوری استخراج و در جدول ۲ (نمونه کدها و مقوله‌ها) و همچنین در بخش یافته‌ها به تفصیل ارائه شده‌اند.

۵- یافته‌های پژوهش

بر اساس فرایند کدگذاری تحلیل محتوای جهت‌دار، چهار مسیر اصلی اثرگذاری منفی سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید اقتصادی شناسایی شده است.

مسیر اول: محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط

سیاست کنترل مقداری ترازنامه، رشد دارایی‌های بانک‌ها (به‌ویژه تسهیلات اعطایی) را محدود می‌کند. این محدودیت، دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی جدید را کاهش داده و توانایی آنها را برای سرمایه‌گذاری، توسعه ظرفیت تولیدی و تأمین سرمایه در گردش محدود می‌سازد. بر اساس نظریه درون‌زایی پول (والش، ۲۰۱۷)، هرگونه محدودیت بر ترازنامه بانک‌ها مستقیماً بر توان خلق پول

^۱. DSGE

آنها اثر می‌گذارد. این مسیر به‌ویژه برای بنگاه‌های کوچک و متوسط که وابستگی بیشتری به تأمین مالی بانکی دارند، آسیب‌زا است.

مطالعات نشان داده‌اند که در دوره اجرای این سیاست، سهم بنگاه‌های بزرگ و مرتبط با بانک‌ها افزایش یافته و تسهیلات خرد کاهش یافته است (اندیشکده پول و ارز، ۱۴۰۳). همچنین، ایزانلو (۱۴۰۴) با استفاده از مدل خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی غیرخطی^۱ نشان داد که شوک‌های منفی نقدینگی و افزایش نرخ ارز، تأثیر منفی و معناداری بر تشکیل سرمایه در ایران دارند. این یافته با کانال محدودیت اعتباری شناسایی شده در پژوهش حاضر هم‌راستا است؛ زیرا کاهش دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی، مستقیماً توانایی آن‌ها را برای سرمایه‌گذاری و توسعه ظرفیت تولیدی محدود می‌سازد و به کاهش تشکیل سرمایه در اقتصاد منجر می‌شود.

مسیر دوم: تغییر ترکیب تسهیلات به نفع بنگاه‌های بزرگ و کاهش تخصیص کارآمد اعتبار

در شرایط محدودیت رشد ترازنامه، بانک‌ها تمایل دارند تسهیلات خود را به سمت بنگاه‌های بزرگ، کم‌ریسک و دارای وثایق بالارزش هدایت کنند. این رفتار، ترکیب تسهیلات را به نفع بنگاه‌های بزرگ و به ضرر بنگاه‌های کوچک و نوپا تغییر می‌دهد. این تغییر ترکیب، به کاهش کارایی تخصیص اعتبار و در نتیجه کاهش بهره‌وری کل عوامل تولید منجر می‌شود. رضایی و جلیلی (۱۳۹۱) نشان دادند که مسیر اعتباردهی بانک در ایران از قدرت بیشتری نسبت به مسیر نرخ بهره برخوردار است، بنابراین هرگونه اختلال در این مسیر، تأثیر مستقیمی بر تخصیص منابع خواهد داشت.

مسیر سوم: تشدید رفتار احتیاطی بانک‌ها و افزایش ذخایر اضافی

در مواجهه با محدودیت‌های ترازنامه‌ای و ریسک جریحه، بانک‌ها رفتار احتیاطی بیشتری در پیش گرفته و تمایل به نگهداری ذخایر اضافی نزد بانک مرکزی را افزایش می‌دهند. این رفتار، ضریب فزاینده پولی را کاهش داده و توان وام‌دهی بانک‌ها را بیش از محدودیت رسمی نیز کاهش می‌دهد. کاپوچینسکی و پیتریکا (۲۰۱۹) نشان دادند که افزایش ذخایر اضافی، ضریب فزاینده حجم پول را کاهش می‌دهد. بدری و عبداللهی‌پور (۱۳۹۶) نیز نشان دادند که ناترازی ترازنامه نظام بانکی، جریان ناسالم خلق نقدینگی را شکل داده که خود به تشدید رکود در اقتصاد منجر شده است.

مسیر چهارم: افزایش استرس مالی و ریسک سرایت در شبکه بین‌بانکی

محدودیت‌های ترازنامه‌ای، استرس مالی را در نظام بانکی افزایش می‌دهد و ریسک سرایت در شبکه بین‌بانکی را تشدید می‌کند. این استرس، هزینه تأمین مالی بانک‌ها را افزایش داده و توان وام‌دهی آنها را کاهش می‌دهد. ابراهیمی شقاقی و اسلامی مفیدآبادی (۱۴۰۰) نشان دادند که شاخص استرس مالی در مدل‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت، تأثیر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی ایران دارد. چاندیا و همکاران (۲۰۲۲) نیز نشان دادند که یک رابطه بلندمدت و دوسویه بین آسیب‌پذیری مالی، استرس مالی و سیاست‌های کلان اقتصادی وجود دارد.

برای افزایش استحکام تجربی یافته‌های کیفی، جدول زیر روند متغیرهای کلیدی را در دوره اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه نشان می‌دهد:

^۱ . NARDL

جدول ۳- روند متغیرهای کلیدی در دوره اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه (۱۴۰۳-۱۳۹۹)

شاخص	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳
رشد نقدینگی (درصد)	۴۷,۲	۴۰,۱	۳۲,۵	۲۵,۲	۲۴,۵~
نرخ تورم (درصد)	۴۷,۰	۴۳,۰	۴۰,۵	۳۵,۸	۳۴,۰~
سهم تسهیلات بنگاه‌های کوچک در کل تسهیلات	۱۸~	۱۷~	۱۵~	۱۴~	۱۳,۵~
نسبت ذخایر اضافی بانک‌ها (درصد)	۸~	۱۰~	۱۲~	۱۵~	۱۶~

منابع: گزارش‌های بانک مرکزی و اندیشکده پول و ارز (۱۴۰۳)، داده‌های سامانه مهتاب

همان‌گونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، در حالی که رشد نقدینگی از ۴۷ درصد در سال ۱۳۹۹ به حدود ۲۴,۵ درصد در سال ۱۴۰۳ کاهش یافته و نرخ تورم نیز از ۴۷ درصد به حدود ۳۴ درصد کاهش داشته است، سهم تسهیلات بنگاه‌های کوچک در کل تسهیلات به‌طور مداوم کاهش یافته و نسبت ذخایر اضافی بانک‌ها افزایش یافته است. این هم‌پوشانی زمانی نشان می‌دهد که مسیرهای شناسایی‌شده (محدودیت اعتباری بنگاه‌های کوچک و متوسط و تشدید رفتار احتیاطی بانک‌ها) در دوره اجرای سیاست فعال بوده‌اند و یافته‌های کیفی پژوهش با داده‌های واقعی همخوانی دارد.

۶- نقد و بررسی مدل‌های مبتنی بر بنیان خرد (چرخه واقعی کسب و کار^۱ و تعادل عمومی پویای تصادفی^۲)

با وجود پیشرفت‌های قابل توجه مدل‌های مبتنی بر بنیان خرد، شامل هر دو دسته مدل‌های چرخه واقعی کسب و کار و تعادل عمومی پویای تصادفی، این رویکردها از ابتدا با انتقادات جدی و بنیادین مواجه بوده‌اند. توجیه اصلی برای تأکید بر بنیان‌های خرد، پرهیز از نقد لوکاس بود، اما در عمل خود مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی دچار همان مشکل هستند، زیرا پارامترهای رفتاری آنها در برابر تغییرات سیاستی ثابت نمی‌ماند. از این‌رو، ادعای ضد لوکاس بودن صرفاً یک توهم روش‌شناختی تلقی می‌شود (استورم، ۲۰۲۱).

یکی از اساسی‌ترین نقدها به این مدل‌ها، فرض نماینده کل است. استیگلیتز (۲۰۱۸) بیان می‌کند که تکیه بر نماینده کل باعث می‌شود مدل‌ها قادر نباشند تعاملات واقعی میان خانوارها، نهادهای مالی و بنگاه‌ها را درک کنند و این فرض، بازتابی از نوعی ساده‌سازی بیش از حد است که باعث حذف ناهمگونی در ترجیحات، دسترسی به اطلاعات و محدودیت‌های مالی می‌شود. فاجیولو و رونتینی (۲۰۱۷) نیز توضیح می‌دهند که فرض نماینده کل مستلزم پیش‌فرض‌هایی مانند وجود بازارهای کامل، انتظارات کاملاً عقلایی و بیمه کامل در برابر تمامی ریسک‌ها است؛ شرایطی که در هیچ اقتصاد واقعی‌ای وجود ندارد و به باور آنها، چنین مدل‌هایی در بهترین حالت تنها کاریکاتوری از پویایی‌های اقتصاد کلان هستند.

از دیگر انتقادات مهم به مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی، ناتوانی در تبیین نقش بانک‌ها و خلق پول است. این مدل‌ها به‌اشتباه از منطق منابع فرض‌دهی پیروی می‌کنند و فرض می‌کنند که وام‌دهی بانک‌ها محدود به پس‌انداز موجود است؛ دیدگاهی که ریشه در منطق اقتصادی قرون وسطایی دارد. اما در اقتصادهای مدرن تولیدمحور و پول‌ساز، خانوارها و بنگاه‌ها می‌توانند از بانک‌های تجاری وام بگیرند و این بانک‌ها قادرند با خلق پول جدید، هزینه‌های اضافی را تأمین کنند. به تعبیر هایمن مینسکی

^۱. RBC

^۲. DSGE

(۱۹۸۶)، فعالیت بنیادین بانکداری، پذیرش و تضمین اعتبار طرف مقابل است. استورم (۲۰۲۱) تصریح می‌کند که تعادل عمومی پویای تصادفی اقتصاد پولی را به اقتصاد تهاتری تقلیل می‌دهد، زیرا خلق پول بانکی و سازوکار اعتبار در آن غایب است.

فرض انتظارات کاملاً عقلایی در تعادل عمومی پویای تصادفی نیز از دیگر نقاط ضعف اساسی این رویکرد محسوب می‌شود. استورم می‌نویسد این فرض تنها زمانی معتبر است که همه عاملان، نه تنها مدل حقیقی اقتصاد، بلکه توزیع دقیق شوک‌ها و مسیر تعادلی آن را نیز بدانند، در حالی که در دنیای واقعی و حتی میان اقتصاددانان جریان اصلی، توافقی درباره مدل صحیح اقتصاد وجود ندارد (استورم، ۲۰۲۱).

در خصوص اقتصادهای تحت تحریم، وضعیت پیچیده‌تر نیز می‌شود. اقتصادهای تحت تحریم‌های بین‌المللی با پدیده‌های منحصربه‌فردی مانند اعوجاجات ساختاری و تکه‌تکه شدن بازارها مواجه هستند (نخلی، ۱۴۰۰). مدل‌های استاندارد تعادل عمومی پویای تصادفی بدون اصلاحات قابل توجه، نمی‌توانند به طور دقیق پویایی‌های اقتصادهای تحت تحریم را درک کنند (سنبتا، ۲۰۱۱). استیو کین (۲۰۲۲) در تحلیل خود از تحریم‌های اقتصادی، مفهوم اثر پروانه‌ای را وارد ادبیات این حوزه کرده است. به اعتقاد او، تحریم‌های اقتصادی می‌توانند زنجیره‌ای از پیامدهای غیرخطی، غیرقابل پیش‌بینی و فزاینده در اقتصاد هدف ایجاد کنند.

۷- عوامل مؤثر بر ناترازی بانکی و تأثیر تورم بر ترازنامه

ناترازی بانکی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن ترازنامه بانک‌ها با عدم تعادل مواجه شده و توانایی آنها در ایفای تعهدات خود با چالش مواجه می‌گردد. این پدیده که در سال‌های اخیر به یکی از مهم‌ترین معضلات نظام بانکی ایران تبدیل شده است، ریشه در عوامل ساختاری متعددی دارد. یکی از مهم‌ترین این عوامل، عدم استقلال بانک مرکزی است. استقلال بانک مرکزی به مفهوم جدایی سیاست‌های پولی از سیاست‌های مالی است که بانک مرکزی را از ناحیه تسلط مطلق دولت رها می‌کند. در نتیجه، دولت نمی‌تواند به میل خود و به هر میزانی که تشخیص می‌دهد، به استقراض از بانک مرکزی و انتشار پول به منظور تأمین کسری بودجه روی آورد. (شعبانی‌فرد و سید موسوی، ۲۰۲۳)

نرخ سود سپرده به عنوان دومین عامل مؤثر بر ناترازی بانکی، نقش مهمی در شکل‌گیری و تشدید این پدیده ایفا می‌کند. با انباشت دارایی‌های موهوم و خلق سپرده‌های بی‌پشتوانه، بانک‌ها به دلیل افزایش فشار بالقوه جریان نقد خروجی و در رقابت با یکدیگر، با استفاده از اهرم افزایش نرخ سود، سعی می‌کنند از خروج سپرده‌ها ممانعت کنند. نرخ سود بانکی در یک رابطه دوطرفه با ترازنامه نظام بانکی قرار دارد؛ به نحوی که علاوه بر اثرات ترازنامه بر نرخ سود، نرخ سود نیز یکی از مهم‌ترین متغیرها در رفتار دارایی و بدهی در دو طرف ترازنامه است. افزایش نرخ سود بانکی به سطحی فراتر از نرخ طبیعی آن، فرآیندی از کاهش کیفیت دارایی‌های نظام بانکی از یک سو و انبساط بدهی‌ها همراه با تغییر ترکیب آنها را از سوی دیگر موجب می‌گردد. (بدری و زمان‌زاده، ۲۰۱۸)

کسری بودجه دولت به عنوان سومین عامل، تأثیر مستقیم و غیرمستقیمی بر ناترازی بانکی دارد. در کشورهایی که بانک مرکزی استقلال مشروط ندارد یا نظام مالیاتی بسیار ضعیف است، دولت از بانک مرکزی برای تأمین کسری بودجه خود استقراض می‌کند و کسری خود را پولی می‌کند. در کشورهای در حال توسعه به ویژه کشورهای دارای منابع نفت، ساختار بودجه از لحاظ درآمدی پرنوسان و از لحاظ مخارجی انعطاف‌ناپذیر است. این ساختار نامتناسب با ایجاد کسری بودجه‌های پی‌درپی، موجب تمایل دولت‌ها به تسلط بر بخش پولی می‌شود. (حاج امینی و همکاران، ۲۰۱۶)

چهارمین عامل مؤثر بر ناترازی بانکی، وجود حجمی عظیم از دارایی‌های موهوم و منجمد در ترازنامه بانک‌ها است. انباشت این دارایی‌ها که عمدتاً ناشی از تسهیلات غیرجاری، مطالبات معوق، سرمایه‌گذاری‌های نامولد و دارایی‌های فاقد ارزش واقعی است، نه

تنها توان وام‌دهی بانک‌ها را محدود می‌کند، بلکه از طریق ایجاد نیاز به تأمین نقدینگی برای پرداخت سود سپرده‌ها، به خلق نقدینگی بی‌پشتوانه و تشدید تورم دامن می‌زند. (عبداللهی‌پور و بت‌شکن، ۲۰۲۱)

در ادامه، تأثیر تورم بر ترازنامه بانک‌ها و بنگاه‌ها را باید از چند منظر مورد بررسی قرار داد. نخست آنکه تورم از طریق تأثیر بر کیفیت دارایی‌های بانک، ترازنامه آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در شرایط تورمی، توان بازپرداخت تسهیلات‌گیرندگان کاهش یافته و نسبت مطالبات غیرجاری بانک‌ها افزایش می‌یابد. بدری و عبداللهی‌پور (۱۳۹۶) نشان می‌دهند که انباشت دارایی‌های موهوم در ترازنامه بانک‌ها، ناشی از به‌کارگیری روش‌های غلط حسابداری در مواجهه با مطالبات غیرجاری است که در شرایط تورمی تشدید می‌گردد.

دوم آنکه تورم از طریق تأثیر بر ارزش واقعی دارایی‌ها و بدهی‌های بانک، ترازنامه آنها را متأثر می‌سازد. بانک‌ها معمولاً دارای دارایی‌های با سررسید بلندمدت و بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت هستند. در شرایط تورمی، ارزش واقعی دارایی‌های بلندمدت با نرخ سود ثابت کاهش می‌یابد، در حالی که بدهی‌های کوتاه‌مدت سریع‌تر تعدیل می‌شوند. این عدم تطابق سررسید باعث کاهش خالص ارزش دارایی‌های بانک و تضعیف وضعیت مالی آن می‌گردد. (والش، ۲۰۱۰، ظفری و پدرام، ۱۴۰۰)

سوم آنکه تورم از طریق مسیر انتظارات بر ترازنامه بانک‌ها تأثیر می‌گذارد. در شرایط تورم مزمن، انتظارات تورمی در اقتصاد نهاده شده و عاملان اقتصادی رفتار خود را بر اساس پیش‌بینی تورم بالا در آینده تنظیم می‌کنند. انتظارات تورمی بالا، تمایل به نگهداری سپرده‌های بلندمدت را کاهش داده و بانک‌ها را ناگزیر به رقابت برای جذب سپرده‌های کوتاه‌مدت از طریق افزایش نرخ سود می‌سازد که این امر به تشدید ناترازی بانکی دامن می‌زند. (پورجمشیدی و همکاران، ۱۴۰۲)

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر با هدف شناسایی و تبیین مسیرهای اثرگذاری سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر تولید اقتصادی در اقتصادهای تورمی با تمرکز بر ایران، به بررسی مبانی نظری، شناسایی و احصای مسیرهای اثرگذاری، مرور تجربیات بین‌المللی و داخلی، و تحلیل چالش‌های پیش روی این سیاست پرداخته است. یافته‌های نظری این پژوهش نشان می‌دهد که سیاست کنترل مقداری ترازنامه از چهار مسیر اصلی بر تولید اقتصادی اثر منفی می‌گذارد که عبارتند از: (۱) محدودیت اعتباری بنگاه‌ها به ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط که از طریق کاهش دسترسی به منابع مالی، سرمایه‌گذاری و تولید را محدود می‌سازد؛ (۲) تغییر ترکیب تسهیلات به نفع بنگاه‌های بزرگ و کاهش تخصیص کارآمد اعتبار که از طریق هدایت منابع به سمت بنگاه‌های کم‌ریسک، کارایی تخصیص اعتبار و بهره‌وری کل عوامل تولید را کاهش می‌دهد؛ (۳) تشدید رفتار احتیاطی بانک‌ها و افزایش ذخایر اضافی که از طریق کاهش ضریب فزاینده پولی، توان وام‌دهی بانک‌ها را بیش از محدودیت رسمی کاهش می‌دهد؛ و (۴) افزایش استرس مالی و ریسک سرایت در شبکه بین‌بانکی که از طریق تشدید ریسک نکول و هزینه تأمین مالی، ثبات مالی را تهدید کرده و تولید را کاهش می‌دهد.

بر اساس تحلیل چهار مسیر شناسایی شده، پاسخ به سؤال اصلی مقاله به شرح زیر است: سیاست کنترل مقداری ترازنامه در شرایط فعلی اقتصاد ایران، با توجه به ساختار ناتراز نظام بانکی، عدم هماهنگی با سیاست مالی و انباشت دارایی‌های موهوم، با غلبه بر مسیرهای منفی، می‌تواند به‌طور خالص به ضرر تولید اقتصادی تمام شود. با این حال، این نتیجه مشروط است و در صورت رعایت شرایطی نظیر همراهی با اصلاحات ساختاری در نظام بانکی، هماهنگی کامل با سیاست مالی و انضباط بودجه‌ای، طراحی سازوکارهای حمایتی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط، پوشش نظارتی اقلام زیرخط و بانکداری سایه، و تداوم و اعتبار سیاست برای تثبیت انتظارات، می‌تواند به نفع تولید نیز عمل کند.

براساس یافته‌های این پژوهش، پیشنهاد‌های سیاستی زیر به منظور بهبود اثربخشی سیاست کنترل مقداری ترازنامه و کاهش آثار منفی آن بر تولید اقتصادی ارائه می‌شود. پیشنهادات کوتاه‌مدت (۲-۱ ساله) شامل موارد زیر است: به جای اعمال محدودیت شدید و ناگهانی، سقف رشد ترازنامه بانک‌ها باید به صورت تدریجی و پلکانی کاهش یابد تا بانک‌ها و بنگاه‌ها فرصت تطبیق با شرایط جدید را پیدا کنند. برای جبران کاهش دسترسی بنگاه‌های کوچک به تسهیلات بانکی، بانک مرکزی باید خط اعتباری هدفمندی با نرخ سود ترجیحی برای این بنگاه‌ها ایجاد کند. راه‌اندازی سامانه پایش آستانه‌های بحرانی شامل نسبت کفایت سرمایه، نسبت مطالبات غیرجاری، حجم دارایی‌های موهوم، شاخص استرس مالی و ضریب فزاینده پولی نیز ضروری است.

پیشنهادات میان‌مدت (۵-۳ ساله) شامل موارد زیر است: نرخ سود بانکی باید به تدریج به سمت نرخ طبیعی خود حرکت کند تا انگیزه‌های انحرافی برای بانک‌ها و سپرده‌گذاران کاهش یابد. بانک مرکزی باید از طریق گزارش‌های منظم، کنفرانس‌های خبری و انتشار بیانیه‌های روشن، اهداف و اقدامات خود را برای عموم تشریح کند تا انتظارات تورمی لنگر انداخته و رفتار عاملان اقتصادی تعدیل شود. اصلاح ساختار بودجه دولت و کاهش کسری مزمن نیز به عنوان پیش‌نیاز اصلی موفقیت هرگونه سیاست کنترل مطروح است.

پیشنهادات بلندمدت (۱۰-۵ ساله) شامل اصلاح نظام بانکی و حذف دارایی‌های موهوم از ترازنامه بانک‌ها، افزایش استقلال مشروط و پاسخگوی بانک مرکزی و توسعه بازارهای مالی غیربانکی برای کاهش وابستگی به نظام بانکی است.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی نیز شامل طراحی مدل عامل‌بنیان برای شبیه‌سازی چهار مسیر اثرگذاری کنترل ترازنامه بر تولید، ارزیابی کمی اثرات این چهار مسیر بر بنگاه‌ها در اندازه‌های مختلف، تحلیل تطبیقی تجربه ایران با کشورهای دیگر مانند ترکیه، برزیل و چین و بررسی نقش بانکداری سایه در تضعیف یا تقویت این چهار مسیر است.

منابع

- ابراهیمی شقاقی، ع. و اسلامی مفیدآبادی، س. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر استرس مالی بر رشد اقتصادی در ایران. پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۲۶(۸۷)، ۴۵-۷۲.
- احمدیان، ا. (۱۴۰۴). اثر ترازنامه بانک مرکزی بر ناطمینانی متغیرهای کلان اقتصاد ایران. مطالعات کشورها، ۳(۲)، ۳۲۳-۳۷۰.
- اندیشکده اقتصاد مقاومتی. (۱۴۰۳). تحلیل سیاست کنترل مقداری ترازنامه در ایران (گزارش پژوهشی). تهران: اندیشکده اقتصاد مقاومتی.
- اندیشکده پول و ارز. (۱۴۰۳). بررسی سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی ایران (گزارش پژوهشی). تهران: اندیشکده پول و ارز.
- آشنا، م. (۱۴۰۳). تحولات نوظهور در تقاضای پول: نقش گسترش ICT و توسعه مالی. برگرفته از <https://civilica.com/doc/2145363>
- ایزائلو، ا. (۱۴۰۴). تحلیل نامتقارن اثر نوسانات نرخ ارز، نقدینگی و رشد اقتصادی بر تشکیل سرمایه در ایران: رویکرد نهادی-رفتاری با استفاده از مدل خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی غیرخطی. (NARDL) مطالعات میان‌رشته‌ای در اقتصاد، ۱، ۱۱۵-۱۴۲. doi: 10.22091/ise.2025.13115.1038
- ایزائلو، ا. و حسینی، س. س. (۱۴۰۴). تحلیل عوامل تعیین‌کننده بنگاهداری بانک‌های ایرانی (با تأکید بر دارایی‌های ثابت) طی دوره ۱۳۹۹-۱۴۰۲: تقابل ریشه‌های ساختاری و انگیزه‌های کلان. مطالعات میان‌رشته‌ای در اقتصاد، ۲، ۹۶-۱۱۳. doi: 10.22091/ise.2025.14276.1074
- بدری، ا. و زمان‌زاده، ح. (۱۳۹۶). تحلیل آثار ناترازی ترازنامه نظام بانکی بر متغیرهای پولی و راهکارهای تعدیل این ناترازی. فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۱۰(۳۴)، ۶۵۶-۶۲۱.
- بوستانی، ر. و کمیجانی، ا. (۱۴۰۱). درس‌های ثبات تقاضای پول برای سیاست‌گذاری پولی. فصلنامه تحقیقات اقتصادی، ۵۷(۲)، ۲۵۹-۲۸۴.
- پروین، س.، ابراهیمی، ع. و احمدیان، ا. (۱۳۹۳). تحلیلی بر تأثیر شوک‌های ترازنامه‌ای نظام بانکی بر تولید و تورم در اقتصاد ایران با استفاده از روش تعادل عمومی پویای تصادفی نیوکینزی. تحقیقات اقتصادی، ۱۴(۵۲)، ۱۴۹-۱۸۶.
- حاج‌امینی، م.، شادمهری، م.، فلاحی، ع. و ناجی‌میدانی، ع. (۱۳۹۵). بررسی اثر کسری بودجه و تورم مالیاتی بر اجزای سمت تقاضای اقتصاد ایران. پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۱۶(۴)، ۸۴-۵۷.

- حیاتی، ی.، سهیلی، ک. و عرفانی، ع. (۱۳۹۵). نقش پویایی‌های نرخ تورم در سیاست پولی ایران: یک مدل *DSGE*. اقتصاد مالی، ۱۳(۴۹)، ۲۱۳-۲۳۶.
- حیدری، ع. و یوسفی‌زاده، ح. (۱۴۰۳). کارایی ابزارهای سیاست‌های پولی و اعتباری در کنترل نقدینگی و تورم. در اولین همایش ملی اقتصاد خلاق (صص. ۱-۱۵). تهران: دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران غرب.
- بدری، ا. و عبداللهی‌پور، ح. (۱۳۹۶). تحلیل آثار ناترازی ترازنامه نظام بانکی بر متغیرهای پولی و راهکارهای تعدیل این ناترازی. فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۱۰(۳۴)، ۶۲۱-۶۵۶.
- زمان‌زاده، ح. و عبداللهی‌پور، م. (۱۳۹۶). ناترازی بانکی و انباشت دارایی‌های موهوم در نظام بانکی ایران. تحقیقات مالی، ۱۹(۴)، ۶۸۵-۷۰۴.
- عبداللهی‌پور، م. و بت‌شکن، م. (۱۴۰۰). دارایی‌های موهوم و ناترازی بانکی در ایران. تحقیقات مالی، ۲۳(۱)، ۴۵-۶۸.
- کاکاوندی، م.، رهبر، ف.، مهرآرا، م. و صارم، م. (۱۴۰۰). ارائه مدل تأثیر سیاستگذاری بانک مرکزی ایران بر متغیرهای کلان اقتصادی: رویکرد تعادل عمومی پویای تصادفی. نشریه سیاستگذاری اقتصادی، ۱۳(۲۵)، ۱-۳۴.
- کمیحانی، ا. و علی‌نژاد مهربانی، ف. (۱۳۹۱). ارزیابی اثربخشی مسیرهای انتقال پولی بر تولید و تورم و تحلیل اهمیت نسبی آن‌ها در اقتصاد ایران. فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، ۱۷(۱۱۷)، ۳۹-۶۳.
- گودرزی فراهانی، ی.، الهی، ن. و صبور، م. ح. (۱۴۰۴). مدلسازی اثر تأمین مالی کسری بودجه دولت بر متغیرهای کلان اقتصادی: رویکرد *FAVAR*. مطالعات میان‌رشته‌ای در اقتصاد، ۲، ۱۱۰-۱۲۸. *doi: 10.22091/ise.2025.12505.1013*
- نبی‌زاده، س.، رحمانی، ت. و کریمی، م. (۱۴۰۳). ارزیابی سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی ایران (گزارش پژوهشی شماره ۱۴۰۳-۰۱). تهران: اندیشکده اقتصاد مقاومتی.
- نخلی، س. (۱۴۰۰). اعوجاجات ساختاری و اثرات تحریم‌های اقتصادی بر بازارهای مالی ایران. پژوهش‌های اقتصادی، ۲۱(۸۳)، ۷۹-۱۰۲.
- ظفری، ش. و پدرام، م. (۱۴۰۰). کارایی سیاست‌های پولی و تقاضای پول در ایران: یک تحلیل عدم تقارن. پژوهشنامه اقتصاد کلان، ۱۶(۳۱)، ۲۴۵-۲۷۶.
- Abdollahipour, M., & Botshkan, M. (2021). Fictitious assets and banking imbalance in Iran. *Financial Research*, 23(1), 45-68. (in Persian)
- Ahmadian, A. (2025). The effect of the central bank's balance sheet on the uncertainty of macroeconomic variables in Iran. *Country Studies*, 3(2), 323-370. (in Persian)
- Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151-162.
- Ashena, M. (2024). Emerging changes in money demand: The role of ICT expansion and financial development. Retrieved from <https://civilica.com/doc/2145363> (in Persian)
- Badri, A., & Abdollahipour, H. (2017). Analyzing the effects of banking system balance sheet imbalance on monetary variables and strategies to adjust this imbalance. *Journal of Monetary and Banking Research*, 10(34), 621-656. (in Persian)
- Badri, A., & Zamanzadeh, H. (2017). Analyzing the effects of banking system balance sheet imbalance on monetary variables and strategies to adjust this imbalance. *Journal of Monetary and Banking Research*, 10(34), 621-656. (in Persian)
- Battiston, S., Gatti, D. D., Gallegati, M., Greenwald, B., & Stiglitz, J. E. (2012). Liaisons dangereuses: Increasing connectivity, risk sharing, and systemic risk. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 36(8), 1121-1141.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.
- Bostani, R., & Komijani, A. (2022). Lessons from the stability of money demand for monetary policy. *Journal of Economic Research*, 57(2), 259-284. (in Persian)

- Calvo, G. A. (1983). *Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework*. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). *Fear of floating*. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.
- Cecchetti, S. G., & Hilscher, J. (2025). *Fiscal consequences of central bank losses*. In *Central Bank Capital in Turbulent Times: The Risk Management Dimension of Novel Monetary Policy Instruments* (pp. 95-124). Cham: Springer Nature Switzerland.
- Central Bank of Iran. (2022). *Report on monetary policy performance and management of inflationary expectations*. Tehran: Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (in Persian)
- Chandia, K. E., Iqbal, M. B., & Bahadur, W. (2022). *An analysis of the linkages among fiscal vulnerability, financial stress and macroeconomic policies: an econometric study*. *Fulbright Review of Economics and Policy*, 2(1), 35-60.
- Claessens, S., Ghosh, S. R., & Mihet, R. (2013). *Macro Prudential Policies to Mitigate Financial Vulnerabilities in Emerging*. *Dealing with the challenges of macro financial linkages in emerging markets*, 155.
- Cukierman, A. (2008). *Central bank independence and monetary policymaking institutions*. In S. Durlauf & L. Blume (Eds.), *The new Palgrave dictionary of economics* (2nd ed., Vol. 1, pp. 180-210). Palgrave Macmillan.
- Davoodi, P., & Zarepour, Z. (2007). *The Role of Definition of Money in the Stability of the Iranian Demand for Money*. *Iranian Journal of Economic Research*, 8(29), 47-74 (in Persian).
- Debelle, G., & Fischer, S. (1994). *How independent should a central bank be? In Goals, guidelines, and constraints facing monetary policymakers* (pp. 195-220). Federal Reserve Bank of Boston.
- Do, H. T., Pham, L. H., Ta, H. T., & Nguyen, H. T. D. (2025). *Macroprudential policies and bank risk evidence from Vietnam*. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 2484653.
- Ebrahimi Shaghaghi, A., & Eslami Mofidabadi, S. (2021). *Investigating the impact of financial stress on economic growth in Iran*. *Iranian Economic Research*, 26(87), 45-72. (in Persian)
- Fagiolo, G., & Roventini, A. (2017). *Macroeconomic Policy in DSGE and Agent-Based Models Redux: New Developments and Challenges Ahead*. *Journal of Artificial Societies and Social Simulation*, 20(1), 1. <https://doi.org/10.18564/jasss.3280>
- Friedman, B. M. (2009). *The failure of the economic models*. *The New York Review of Books*, 56(6), 1-8.
- Friedman, M. (1968). *The role of monetary policy*. *American Economic Review*, 58(1), 10-15.
- Gan, V. B. (2015). *Banking balance sheet channel of systemic risk*. *Journal of Risk Analysis and Crisis Response*, 5(1), 16-30.
- Goudarzi Farahani, Y., Elahi, N., & Sabouri, M. H. (2025). *Modeling the effect of financing the government budget deficit on macroeconomic variables: FAVAR approach*. *Interdisciplinary Studies in Economics*, 2, 110-128. doi: 10.22091/ise.2025.12505.1013 (in Persian)
- Grilli, R., Tedeschi, G., & Gallegati, M. (2015). *Markets connectivity and financial contagion*. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 10(2), 287-304.
- Hammond, G. (2012). *State of the art of inflation targeting*. Bank of England, Centre for Central Banking Studies.
- Haj Amini, M., Shadmehri, M., Fallahi, A., & Naji Meydani, A. (2016). *Investigating the effect of budget deficit and tax inflation on the demand-side components of Iran's economy*. *Economic Research (Sustainable Growth and Development)*, 16(4), 57-84. (in Persian)

- Hayati, Y., Soheili, K., & Erfani, A. (2016). *The role of inflation rate dynamics in Iran's monetary policy: A DSGE model*. *Financial Economics*, 13(49), 213–236. (in Persian)
- Heydari, A., & Yousefizadeh, H. (2024). *The efficiency of monetary and credit policy instruments in controlling liquidity and inflation*. In *First National Conference on Creative Economy* (pp. 1–15). Tehran: Islamic Azad University, West Tehran Branch. (in Persian)
- Igan, M. D., & Kang, M. H. (2011). *Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea*. *International Monetary Fund*.
- Izanloo, A. (2025). *Asymmetric analysis of the effect of exchange rate fluctuations, liquidity, and economic growth on capital formation in Iran: An institutional-behavioral approach using the nonlinear autoregressive distributed lag (NARDL) model*. *Interdisciplinary Studies in Economics*, 1, 115–142. doi: 10.22091/ise.2025.13115.1038 (in Persian)
- Izanloo, A., & Hosseini, S. S. (2025). *Analyzing the determinants of Iranian banks' firm-ownership (with emphasis on fixed assets) during 2020–2023: The confrontation of structural roots and macro incentives*. *Interdisciplinary Studies in Economics*, 2, 96–113. doi: 10.22091/ise.2025.14276.1074 (in Persian)
- Kakavandi, M., Rahbar, F., Mehraara, M., & Sarem, M. (2021). *Providing a model of the impact of the Central Bank of Iran's policymaking on macroeconomic variables: A dynamic stochastic general equilibrium approach*. *Journal of Economic Policy*, 13(25), 1–34. (in Persian)
- Kapuściński, M., & Pietryka, I. (2019). *The impact of the excess reserves of the banking sector on interest rates and money supply in Poland*. NBP Working Paper No. 300. Warsaw: Narodowy Bank Polski
- Keen, S. (2022). *The butterfly effect of economic sanctions: Nonlinear consequences of financial warfare*. Institute for New Economic Thinking, Working Paper No. 78.
- Komijani, A., & Alinejad Mehrabani, F. (2012). *Evaluating the effectiveness of monetary transmission channels on output and inflation and analyzing their relative importance in Iran's economy*. *Quarterly Journal of Planning and Budgeting*, 17(117), 39–63. (in Persian)
- Laeven, L., Maddaloni, A., & Mendicino, C. (2022). *Monetary policy, macroprudential policy and financial stability* (No. 2647). ECB Working Paper.
- Leeper, E. M. (1991). *Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies*. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147.
- Mazarei, A. (2019). *Iran has a Slow-Motion Banking Crisis*. Peterson Institute for International Economics. (in Persian)
- Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets* (8th ed.). Pearson.
- Money and Currency Think Tank. (2024). *Investigating the quantitative balance sheet control policy of the Iranian banking network* (Research Report). Tehran: Money and Currency Think Tank. (in Persian)
- Nabizadeh, S., Rahmani, T., & Karimi, M. (2024). *Evaluating the quantitative balance sheet control policy of the Iranian banking network* (Research Report No. 1403-01). Tehran: Resistive Economy Think Tank. (in Persian)
- Nakhli, S. (2021). *Structural distortions and effects of economic sanctions on Iran's financial markets*. *Economic Research*, 21(83), 79–102. (in Persian)
- Orphanides, A. (2016). *Fiscal implications of central bank balance sheet policies*. Institute for Monetary and Financial Stability, Goethe University Frankfurt Ammain, Working paper series no. 105.
- Parvin, S., Ebrahimi, A., & Ahmadian, A. (2014). *An analysis of the impact of banking system balance sheet shocks on output and inflation in Iran's economy using the New Keynesian dynamic stochastic general equilibrium method*. *Economic Research*, 14(52), 149–186. (in Persian)

- Peydró, J. L. (2016). Macroprudential policy and credit supply. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 152(4), 305-318.
- Pourjamshidi, S., & Fattahi, S. (2023). Investigating the effect of controlling banks' imbalances on inflation in Iran (quantile regression approach). *Macroeconomic Research Letter*, 18(37), 93-112. (in Persian)
- Pourjamshidi, S., & Soheili, M. (2023). The role of fictitious assets in exacerbating banking imbalances in Iran. *Financial Research*, 25(4), 68-91. (in Persian)
- Raei, M., Fallahi, M., & Jalali, S. (2017). Monetary shocks and transmission channels of monetary policy in Iran's economy: with emphasis on the exchange rate, housing price and credit channel. *Iranian Journal of Economic Research*, 22(71), 59-88. (in Persian)
- Resistive Economy Think Tank. (2024). Analysis of the quantitative balance sheet control policy in Iran (Research Report). Tehran: Resistive Economy Think Tank. (in Persian)
- Rezaei, A., & Jalili, R. (2012). An insight into the effect of monetary policy through the bank credit channel in Iran's economy. *Journal of Monetary and Banking Research*, 3(7), 169-202. (in Persian)
- Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169-1189.
- Sanbetta, F. (2011). DSGE models and emerging economies: Limits and modifications. *Economic Modelling*, 28(6), 32-40.
- Sadeghi, S. (2023). The impact of liquidity creation on systemic risk of banks in Iran with a focus on balance sheet structure. *Journal of Economics and Management*, 38(4), 123-145. (in Persian)
- Shahcheragh, M., & Taheri, M. (2015). The mechanism of monetary policy transmission on bank lending through off-balance sheet items. Tehran: Monetary and Banking Research Institute. (in Persian)
- Sharif-Moghaddasi, M., Mousavi-Jahromi, Y., Nedri, K., Mojab, R., & Abolhasani, S. (2017). Bank investment and its non-linear relationship with bank health under financial repression. *Quarterly Journal of Monetary and Banking Research*, 10(33), 353-382. (in Persian)
- Shabanifard, A., & Seyed-Mousavi, S. (2023). Pathology of regulatory structures of monetary and financial institutions in Iran. *Legal Studies*, 6(33), 295-309. (in Persian)
- Sims, C. A. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4(3), 381-399.
- Škrinjarić, T. (2025). Impact of Macroprudential Policy on Economic Growth: A Survey on Growth-at-Risk Approach. *Journal of Economic Surveys*.
- Stiglitz Joseph E, Where modern macroeconomics went wrong, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 34, Issue 1-2, Spring-Summer 2018, Pages 70–106, <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx057>
- Storm, S. (2021). The lies of the economists: DSGE models and the failure of macroeconomics. *Real-World Economics Review*, (96), 2-22.
- Svensson, L. E. O. (2010). Inflation targeting. In B. M. Friedman & M. Woodford (Eds.), *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 20-80). Elsevier.
- Walsh, C. E. (2017). *Monetary theory and policy*. MIT press.
- Woodford, M. (1995). Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 43, pp. 1-46). North-Holland.
- Zafari, S., & Pedram, M. (2021). The efficiency of monetary policy and money demand in Iran: an asymmetry analysis. *Macroeconomic Research Letter*, 16(31), 245-276. (in Persian)
- Zamanzadeh, H., & Abdollahipour, M. (2017). Banking imbalances and accumulation of fictitious assets in Iran's banking system. *Financial Research*, 19(4), 685-704. (in Persian)