

بررسی تطبیقی سیاست پولی متعارف در مقابل نامتعارف

سیدحسین میرجلیلی*

چکیده

از جنگ جهانی دوم تا اوایل دهه ۲۰۰۰، ابزار اصلی سیاست پولی بانک‌های مرکزی عمده برای کنترل عرضه پول و نرخ‌های بهره سیاستی بود. در دهه ۲۰۰۰ و با بروز بحران نرخ بهره سیاستی به حد پایینی صفر کاهش یافت و ابزار قیمتی برای سیاست پولی کارایی کافی نداشت. بانک‌های مرکزی عمده از ابزارهای سیاست پولی نامتعارف استفاده کردند و از طریق تسهیل مقداری، تسهیل اعتباری، تسهیل درون‌زا و مداخله در بازار ارز و تغییر ذخایر بانکی به اعمال سیاست پول پرداختند. کانال‌های انتقال سیاست پولی نیز از طریق علامت‌دهی و مانده پرتفوی (ترکیب دارایی) انجام شد. پس از بحران و عادی شدن شرایط اقتصادی، بازگشت به سیاست پولی متعارف در برنامه بانک‌های مرکزی عمده قرار گرفت و در حال اجرا است.

کلیدواژه‌ها: سیاست پولی، نامتعارف، تسهیل مقداری، مکانیسم انتقال، تسهیل اعتباری.

طبقه‌بندی JEL: E42, E58

۱. مقدمه

سیاست پولی، فرایندی است که طی آن مقامات پولی یک کشور، عرضه پول را کنترل می‌کنند. هدف سیاست پولی غالباً دستیابی به ثبات قیمتها است. هر چند تعدادی از کشورها، رشد اقتصادی را نیز بدان می‌افزایند. سیاست پولی متعارف از جنگ جهانی دوم به بعد تا پایان قرن بیستم در کشورهای صنعتی حاکم بود. سپس سیاست پولی نامتعارف در کشورهای صنعتی عمده اتخاذ شد و هم‌اکنون در متون درسی جدید اقتصاد کلان به عنوان مبحث جدید مورد بحث قرار می‌گیرد. از این رو آگاهی نسبت به آن برای پژوهشگران و

* دانشیار پژوهشکده اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، h.jalili@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۶/۱۵، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۹/۲۰

دانشجویان علوم اقتصادی ضروری است. در این مقاله ابتدا به تبیین سیاست پولی متعارف و زمینه های حرکت به سمت سیاست پولی نامتعارف می پردازیم. سپس وضعیتی که بانک مرکزی، سیاست پولی نامتعارف را اتخاذ می کند را توضیح می دهیم و در ادامه، ابزارهای سیاست پولی نامتعارف را برمی شماریم. توضیح کانالهای انتقال سیاست پولی و استراتژی خروج از سیاست پولی نامتعارف، بخش های نهایی مقاله را تشکیل می دهد.

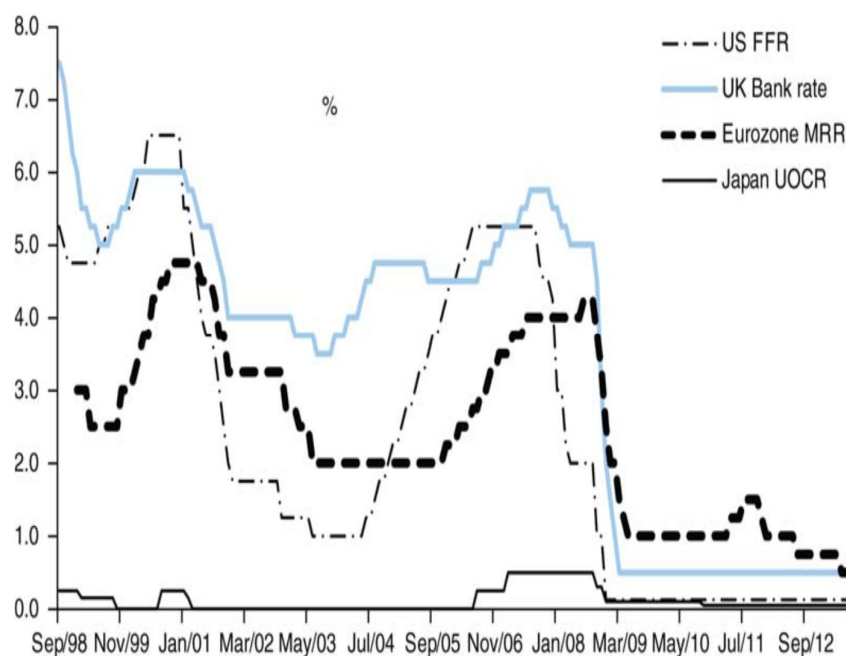
۲. سیاست پولی متعارف

از جنگ جهانی دوم تا اوایل دهه ۲۰۰۰، ابزار اصلی سیاست پولی بانک های مرکزی عمده برای کنترل عرضه پول، نرخ های بهره کوتاه مدت بوده است و انتقال تصمیمات سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد از طریق کانال اعتبار، کانال نرخ ارز و کانال ثروت بوده است. بحران جهانی، این مکانیزم را مختل کرد. (صندوق بین المللی پول، ۲۰۱۳، ص ۵ و هالتوم و ولمن، ۲۰۱۲، ص ۱) در ایالات متحده آمریکا، نرخ اصلی سیاست پولی، به نام "نرخ وجوه فدرال" نامیده می شود، در حالی که در بریتانیا، به آن "نرخ بانک"، در منطقه یورو، "نرخ اصلی تامین مالی مجدد" و در ژاپن "نرخ بهره یک شبه غیروثیقه ای" نامیده می شود. تغییر نرخ بهره کوتاه مدت بانک مرکزی از طریق تاثیرگذاری بر دیگر انواع نرخ های بهره (مانند نرخ بهره وام مسکن، نرخ بهره وام خودرو و نرخ بهره وام کسب و کار)، بر تصمیمات مربوط به مخارج/ پس انداز عوامل خصوصی، و همچنین بر انتظارات در مورد آینده اقتصاد، اثر می گذارد.

پس از ترکیدن حباب بازار سهام و املاک ژاپن در اواخر دهه ۱۹۹۰، در اوایل دهه ۲۰۰۰ ژاپن دچار ماریپیچ کاهش قیمتتها شد و رکود گریبانگیر اقتصاد ژاپن گردید. فدرال رزرو ایالات متحده (بانک مرکزی آمریکا) با توجه به شاخص های پیش نگر که نشانگر رکود در آینده نزدیک بود و به دلیل ترس از تکرار تجربه ژاپن، نرخ وجوه فدرال را از ۶.۵٪ در ماه مه سال ۲۰۰۰ به پایین ترین سطح تاریخی ۱٪ در ژوئن سال ۲۰۰۳ کاهش داد و در سطوح بسیار پایین تا نیمه دوم سال ۲۰۰۵ باقی ماند. در نتیجه، ترکیبی از "سیاست های پولی همسازی" و "تسهیل بودجه ای"، با هدف رونق بازار مسکن و افزایش مخارج مصرف کنندگان، باعث رونق در اقتصاد ایالات متحده گردید.

در ژولای ۲۰۰۳، بانک (مرکزی) انگلستان، نرخ بانک را به ۳.۵٪ کاهش داد که پایین ترین سطح نرخ بانک از سال ۱۹۵۵ تا آن زمان بود. در نتیجه در بازار مسکن رونق ایجاد شد و قیمت خانه ها در سطح ملی بین پایان سال ۲۰۰۰ و سال ۲۰۰۵، دو برابر شد. بانک مرکزی اروپا نیز نرخ اصلی تامین مالی مجدد خود از اوج ۴.۷۵٪ در اکتبر سال ۲۰۰۰ را به سطح ۲٪ در ماه ژوئن سال ۲۰۰۳، کاهش داد و بیش از دو سال تا دسامبر ۲۰۰۵ در آن نرخ، باقی ماند. بانک (مرکزی) ژاپن نیز نرخ بهره یک شبه غیروثیقه ای را از کمتر از یک درصد در اوت ۲۰۰۰ به صفر درصد در دسامبر ۲۰۱۳ رساند.

نمودار ۱. نرخ های بهره بانک های مرکزی عمده (به درصد)



در سال ۲۰۰۷، بازار مسکن آمریکا به طور محسوسی شروع به ضعیف شدن کرد و افزایش نرخ بهره به صاحب خانه ها فشار آورد، به خصوص در سطح وام های به اصطلاح کم اعتبار (sub-prime)، در بازپرداخت وام مسکن خود، نکول کردند. این وضعیت بر بازارهای مالی تاثیر منفی به جای گذاشت. بازار وام بین بانکی خصوصی، ناکارآمد شد و

مؤسسات مالی به دلیل نگرانی در مورد قرار گرفتن در معرض ریسک بالقوه زیان بزرگ در سرمایه گذاری مسکن و نگرانی در مورد معتبر بودن طرفهای خود، از اعطای وام خودداری کردند. این وضعیت در اسپرد (مابه التفاوت بهره دریافتی و پرداختی) لایبور (LIBOR) (که اندازه گیری تمایل بانک ها به قرض دادن به یکدیگر است) منعکس شد و اسپرد آن را از متوسط حدود ۱۰ نقطه پایه (۱) در سال منتهی به بحران مالی به بیش از ۳۵۰ نقطه پایه در اکتبر ۲۰۰۸ افزایش داد. مدت کوتاهی پس از سقوط بانک سرمایه گذاری لیمن برادرز در آمریکا، اسپرد (spread) میان یوریبور (Euribor) سه ماهه و متوسط شاخص یک شبه یورو EONIA - که در شرایط نرمال به طور متوسط حدود ۱۰ واحد پایه است (ده واحد از یک درصد) - در ۱۳ اکتبر ۲۰۰۸ به ۱۵۶ نقطه پایه افزایش یافت.

به دلیل ترس فزاینده از رکود اقتصادی، فدرال رزرو نرخ بهره و جوه فدرال را به سرعت کاهش داد و کاهش مشابه توسط بانک (مرکزی) انگلستان و بانک مرکزی اروپا انجام شد. بانک (مرکزی) ژاپن نیز قبلاً نرخ بهره خود را کاهش داده بود. با تشدید بحران مالی و سقوط بانک سرمایه گذاری لیمن برادرز در ۱۵ سپتامبر ۲۰۰۸، نرخ بهره فدرال رزرو آمریکا که ۲ درصد بود، در پایان سال به ۰.۲۵-۰ درصد کاهش یافت. این همان "کرانه پایین" (lower bound) برای نرخ و جوه فدرال بود که عملکرد موثر بازار پول را مختل نمی کرد. (منبع اصلی تامین مالی کوتاه مدت برای بخش شرکتی). در بریتانیا، بانک (مرکزی) انگلستان نرخ بانک را به ۰.۵ درصد در ماه مارس ۲۰۰۹ (که پایین ترین سطح نرخ بانک در بیش از ۳۰۰ سال گذشته بود)، کاهش داد. این همان کرانه پایین برای نرخ بانک در انگلستان بود. کمیته سیاست پولی بانک (مرکزی) انگلستان می ترسید که کاهش های بیشتر، سودآوری تعدادی از مؤسسات مالی که دارایی اصلیشان (یعنی وام مسکن) مرتبط با نرخ بانک است، تضعیف کند. کمیته سیاست پولی بانک (مرکزی) انگلستان همچنین نگران تاثیر کاهش بیشتر نرخ بانک بر کارکرد بازار پول بود. بانک مرکزی اروپا نیز نرخ های بهره را به شدت کاهش داد به طوری که نرخ اصلی تامین مالی مجدد به یک درصد در ماه مه ۲۰۰۹ رسید و وقتی "بحران بدهی حاکمیتی" (sovereign) در منطقه یورو شدت یافت، به ۰.۷۵ درصد در سال ۲۰۱۲ کاهش یافت و سپس به ۰.۵ درصد در ماه مه سال ۲۰۱۳ رسید، در حالیکه اقتصاد منطقه یورو همچنان دچار رکود اقتصادی بود.

به رغم کاهش شدید نرخ بهره توسط بانک های مرکزی عمده، بانک ها و سایر مؤسسات مالی، به امتناع از وام دادن به یکدیگر، ادامه دادند. (ناکارآمدی بازار وام بین بانکی) به همین

ترتیب بازارهای خصوصی نیز از اعطای اعتبار، امتناع نمودند. (ناکارآمدی بازار اعتبار) در نتیجه نرخ بهره بانک مرکزی که در اقتصادهای صنعتی در طول چند دهه گذشته به خوبی به عنوان ابزار اصلی سیاست پولی عمل کرده بود، تقریباً به طور کامل، ناکارآمد شد و بانکهای مرکزی یاد شده باید در شرایط دام نقدینگی، در "کرانه پایینی صفر"، سیاست پولی خود را اجرا می کردند. (۲)

در مواجهه با شرایط رکودی و همچنین احتمال اینکه موسسات مالی تحت فشار قرار بگیرند تا اجباراً دارایی های قابل عرضه شان در بازار را به منظور رفع نیازهای نقدینگی خود، بفروشند (که احتمالاً باعث ایجاد مارپیچ رو به پایین خود تقویت کننده کاهش قیمتها می شد)، بانک های مرکزی عمده تصمیم گرفتند پا را از نقش سنتی خود به عنوان "آخرین وام دهنده" فراتر گذارند. لازمه اش این بود که بانک های مرکزی از ترازنامه خود برای وام دادن و جوجه به موسسات مالی (و نهادهای غیر مالی در موارد خاص) برای دوره های طولانی تر استفاده کنند و در برابر آن طیف گسترده تری از وثیقه را بپذیرند. (چون وثیقه هایی که در بازارهای مالی آن زمان، به طور معمول در شرایط نرمال قابل قبول بود، غیر نقد شده بود). اقتصاد آمریکا، بریتانیا و اروپا در حال انقباض شدید در فصل چهارم سال ۲۰۰۸ و فصل اول سال ۲۰۰۹ بودند. ترس از وقوع مارپیچ کاهش قیمتها مانند ژاپن، و همچنین کاربرد مدل های قاعده سیاستی بانک مرکزی (یعنی قاعده تیلور، که قاعده ای برای نرخ بهره سیاستی مبتنی بر شکاف محصول و تورم در اقتصاد است)، نشان می داد که تسهیل پولی بیشتری لازم است و چون نرخ بهره بانک مرکزی به "کرانه پایینی صفر" رسیده بود، در واقع نرخ بهره "اسمی" منفی مورد نیاز بود که عملاً قابل اجرا نبود. (۳) اما با وجود نرخ های سیاستی بانک مرکزی در کرانه پایین شان، و قرار داشتن در شرایط "دام نقدینگی"، مقامات بانک مرکزی لازم بود "سیاست پولی غیرمتعارف" را به منظور کاهش بیشتر هزینه های استقراض به روشهای غیرقیمتی در نظر بگیرند، و نقدینگی و تقاضای کل در اقتصاد را افزایش دهند یا حداقل از سقوط آن بیشتر جلوگیری کنند. (اشورث، ۲۰۱۳، ص ۳-۱ و تریشه، ۲۰۱۳، صص ۲۳۸-۲۴۳)

۳. سیاست پولی نامتعارف

در شرایط غیر عادی که ابزار متعارف سیاست پولی برای دستیابی به هدف بانک مرکزی کافی نباشد، بانک مرکزی می تواند از سیاست نامتعارف پولی استفاده کند. اصولاً در دو وضعیت زیر، سیاست پولی نامتعارف اتخاذ می شود:

الف) وقتی نرخ بهره سیاستی، نزدیک صفر باشد. در سطح نرخ بهره نزدیک صفر، کاهش بیشتر نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی، امکان پذیر نمی باشد. در چنین شرایطی، محرک پولی می تواند به سه روش زیر انجام شود:

اول، با هدایت انتظارات مربوط به نرخ بهره میان مدت و بلندمدت.

دوم، با تغییر ترکیب ترازنامه بانک مرکزی.

سوم، با گسترش اندازه ترازنامه بانک مرکزی.

عنصر مشترک روشهای یادشده این است که همگی برای بهبود شرایط تامین مالی، بدون توسل به نرخ بهره بانک مرکزی طراحی شده اند. به دلیل تاثیرگذاری بر ترازنامه بانک مرکزی، در تحلیل های بانک تسویه های بین المللی، سیاستهای پولی غیرمتعارف، "سیاست ترازنامه ای بانک مرکزی" دانسته شده است که در مقابل سیاست نرخ بهره، قرار دارد. (بوریو و دیسیاتات، ۲۰۰۹، ص ۲-۹)

ب) وقتی نرخ بهره سیاستی، بالاتر از صفر است، اما "مکانیسم انتقال سیاست پولی" دچار اختلال شده باشد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی دو انتخاب پیش رو دارد:

اول، کاهش نرخ بهره کوتاه مدت حتی بیشتر از نرخ بهره در شرایط عادی.

دوم، عمل به طور مستقیم بر روی مکانیسم انتقال پولی با استفاده از اقدامات نامتعارف سیاست ترازنامه ای بانک مرکزی. اصولاً هر گاه کانال انتقال سیاست پولی به شدت دچار اختلال شود، اعمال سیاست پولی متعارف، تا حد زیادی بی اثر است.

بر همین اساس در زمینه مکانیسم انتقال سیاست پولی (۴) به بخش واقعی اقتصاد، این مکانیزم در سیاست پولی متعارف و غیرمتعارف، تفاوت دارد.

۴. ابزارهای سیاست پولی نامتعارف

مهمترین ابزارهای استفاده شده توسط بانکهای مرکزی عبارتند از:

۱.۴ تسهیل مقداری (quantitative easing)

تسهیل مقداری، سیاست پولی نامتعارفی است که وقتی سیاست پولی متعارف، بی تاثیر شده است، برای جلوگیری از کاهش عرضه پول، توسط بانک مرکزی اتخاذ می شود. در تسهیل

مقداری، بانک مرکزی، اوراق قرضه "دراز مدت" دولت از بانک ها خریداری می کنند و در بخش دارایی های ترازنامه خود می گذارد. (۵) هنگامی که بانک مرکزی تصمیم به گسترش ترکیب ترازنامه خود می گیرد، باید انتخاب کند که کدام دارایی مالی را بخرد. منطق اقتصادی این اقدام این است که بازدهی اوراق حاکمیتی، به عنوان معیاری برای قیمت گذاری اوراق ریسکی تر بخش خصوصی عمل می کند. هنگامی که اوراق قرضه دراز مدت دولتی خریداری می شود، انتظار می رود بازدهی اوراق بهادار بخش خصوصی به موازات بازدهی اوراق قرضه دولتی، کاهش یابد. علاوه بر آن بانک مرکزی با این اقدام به دنبال آن است که نرخ بهره بلند مدت کاهش یابد، در این صورت، سرمایه گذاری های درازمدت تشویق می شود و در نتیجه محرک برای افزایش تقاضای کل ایجاد می شود. از این طریق بانک مرکزی، هدف ثبات قیمت ها یا ثبات مالی را دنبال می کند. بانک ها نقش مهمی در موفقیت سیاست تسهیل مقداری بانک مرکزی ایفا می کنند. اگر بانک مرکزی، اوراق بانک ها را خریداری کند، نقدینگی اضافی توسط بانک ها، وام و اعتبار جدید داده می شود. سیاست بانک (مرکزی) ژاپن بین سال های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۶ و بانک (مرکزی) انگلستان و فدرال رزرو آمریکا پس از بحران جهانی ۲۰۰۷، نمونه هایی از تسهیل مقداری است. بدلیل آنکه دارایی های مالی خریداری شده توسط بانک مرکزی، در سمت دارایی ترازنامه بانک مرکزی قرار می گیرد، به این گونه اقدامات، "سیاست پولی ترازنامه ای" نیز گفته می شود.

۲.۴ تسهیل اعتباری (credit easing)

تسهیل اعتباری سیاستی است که از طریق خرید "اوراق تجاری" (commercial paper)، "اوراق قرضه شرکتی" و "اوراق بهادار با پشتوانه دارایی" بخش خصوصی، به مقابله با کمبود نقدینگی در برخی بخش های بازار می پردازد. از لحاظ تاثیر بر عرضه پول و پایه پولی، خرید اوراق بخش خصوصی، اساساً تفاوتی با خرید اوراق قرضه دولتی ندارد. خرید اوراق بهادار خصوصی حاکی از آن است که بانک مرکزی تعامل مستقیم با بخش خصوصی دارد و مانند بانک های تجاری، با ریسک اعتباری مواجه می شود. خرید اوراق بهادار خصوصی نیز بر ریسک ترازنامه بانک مرکزی اثر می گذارد. انتخاب میان اوراق خصوصی، بر ترکیب ترازنامه بانک مرکزی اثر می گذارد و چالشی برای بانک مرکزی است.

رویکرد فدرال رزرو ایالات متحده، از دسامبر سال ۲۰۰۷ به بعد، مثالی از تسهیل اعتباری است. فدرال رزرو آمریکا چندین برنامه تسهیل اعتباری برای ارائه نقدینگی و بهبود

کارکرد بازارهای اعتباری، ارایه کرد. به عنوان مثال، "تسهیلات حراج مدت دار"، برای حصول اطمینان از این که موسسات مالی، دسترسی کافی به اعتبار کوتاه مدت دارند، اجرا شد. "تسهیلات تامین مالی اوراق تجاری" سهولت برای بازار اوراق تجاری با کیفیت بالا را فراهم کرد. همچنین فدرال رزرو در همکاری با وزارت خزانه داری ایالات متحده، شروع به خرید "اوراق بهادار با پشتوانه دارایی" (asset-backed) مانند اوراق بهادار رهنی (وام مسکن) با پشتوانه شرکت های تحت حمایت دولت کرد.

تسهیل مقداری و تسهیل اعتباری، تملک دارایی مالی (asset) توسط بانک مرکزی تا زمان سررسید یا فروش مجدد است و در نتیجه ریسک، در ترازنامه بانک مرکزی وجود دارد.

۳.۴ تسهیل درونزا

ابزار دیگر سیاست پولی غیرمتعارف، افزایش "اندازه" ترازنامه بانک مرکزی، با اعطای وام به بانک ها در سررسید طولانی تر، در ازای وثیقه ای است که بازار آن دارایی به وثیقه گذاشته، به طور موقت، مختل شده است. بر اساس ترجیح بانک ها برای نقدینگی، افزایش پایه پولی به طور درونزا توسط سیستم بانکی تعیین می شود. در شرایط عادی، زمانی که بازارهای مالی به درستی کار می کنند، اندازه ترازنامه بانک مرکزی به گونه ای خواهد بود که نرخ بهره یک شبه منطبق با نرخ تامین مالی مجدد کوتاه مدت بانک مرکزی خواهد بود و ذخایر اضافی، اندک است. در شرایط استرس، اندازه ترازنامه بانک مرکزی، افزایش می یابد، چون بانکها، تقاضای ذخایر اضافی می کنند، به طوری که نرخ بهره شبانه، کمتر از نرخ بهره کوتاه مدت می شود.

جنبه دیگری از این سیاست مربوط به کیفیت وثیقه است. با گسترش طیف وثیقه هایی که بانک مرکزی برای عملیات تامین مالی مجدد می پذیرد، شرایط تامین مالی بانکها تسهیل می شود که در اسپرد اعتباری منعکس می شود که بانک ها از بخش شرکتی مطالبه می کنند. اصولاً در زمان های استرس بازار، بانک ها گرایش به استفاده از دارایی های با کیفیت پایین تر دارند. لذا سپرده وثیقه گذاشته شده نزد بانک مرکزی به طور درونزا بسته به وضعیت استرس بازارهای مالی تغییر خواهد کرد.

در منطقه یورو، بانک مرکزی اروپا تصمیم به اتخاذ رویه "تخصیص کامل با نرخ ثابت" گرفت. از اکتبر ۲۰۰۸ طرفهای واجد شرایط در منطقه یورو، برای دوره های مختلف از یک هفته تا شش ماه در نرخ بهره ثابت، به نقدینگی دسترسی "نامحدود" داشتند. در همان

زمان، با گسترش فهرستی از دارایی های مالی واجد شرایط به عنوان وثیقه در عملیات تامین مالی مجدد نظام یورو، شرایط تامین مالی بیشتر تسهیل شد. اصلاح مقررات وثیقه در نظام بانکی حوزه یورو، کلید تسهیل درون زا در زمان استرس بوده است. ایجاد انعطاف در چهارچوب سخت گیرانه وثیقه باعث شد نقدینگی لازم برای رسیدگی به اختلال بازار پول فراهم شود. در سال ۲۰۰۸، متوسط مبلغ وثیقه واجد شرایط در مقایسه با سال ۲۰۰۷، در حوزه یورو، ۱۷.۲ درصد افزایش یافت. با توجه به ترکیب وثیقه، سهم متوسط اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، از ۱۶٪ در ۲۰۰۷ به ۲۸٪ در سال ۲۰۰۸ افزایش یافت، هدف از "تسهیل درون زا"، کاهش محدودیت های تامین مالی و وثیقه بانک ها است، تا اعطای اعتبار گسترش یابد.

عملیات تسهیل مقداری، اعتباری و درون زای بانک مرکزی اروپا، شرایط تامین مالی بخش خصوصی را بهبود بخشیده است و این امکان را به بانک ها داده است تا تامین مالی مجدد وام، آسان تر از قبل شود. شواهد مثبتی نیز در مورد میزان تاثیر این اقدامات بر نرخ بهره بازار و شرایط بازار پول وجود دارد. اسپرد بین یوریبور (Euribor) سه ماهه و EONIA کاملاً کاهش یافته است و از انقباض شدید در حجم اعتبار، جلوگیری شده و مشابه آن در ایالات متحده و بریتانیا اتفاق افتاده است. (اسماقی، ۲۰۰۹، صص ۴-۸).

۴.۴ مداخله در بازار ارز

در این سیاست، بانک مرکزی خالص ارایه ارز به بخش خصوصی در بازار ارز را تغییر می دهد. هدف از این اقدام، تاثیر گذاری بر نرخ ارز، سطح آن و یا بی ثباتی آن در هر سطح معین نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی است. هدف از اعمال این سیاست، مقابله با معکوس شدن ناگهانی جریان ورودی سرمایه و فشار رو به پایین متعاقب آن بر نرخ ارز است که از جمله در کشورهای برزیل، مجارستان و مکزیک و جمهوری چک اجرا شد. افزون بر آن، پس از کاهش ارزش یورو و دلار در بحران جهانی، هجوم برای خرید فرانک سوئیس اتفاق افتاد. در این شرایط، بانک ملی سوئیس، سیاست مداخله در بازار ارز را اجرا کرد تا فرانک سوئیس به طور ناگهانی تقویت نشود، و همچنین برای کاهش ریسک کاهش قیمتها (deflationary) و سست شدن شرایط بازار پول، این سیاست نامتعارف را انجام داد. (بورویو و دیسیاتات، ۲۰۰۹، صص ۷ و ۱۱ و لیزال و شوارتز، ۲۰۱۳، صص ۵-۱۲).

۵.۴ ذخایر بانکی

در این مورد بانک مرکزی هدف مشخصی برای ذخایر بانکی تعیین می کند، بدون توجه به اینکه چگونه ذخایر در طرف دارایی ترازنامه بانک، موازنه می شود، از قبیل اینکه از طریق تملک ارز یا مطالبات به پول ملی، یا در بخش خصوصی یا دولتی باشد. تاثیر آن بر ترازنامه بخش خصوصی بستگی به دارایی دارد که طرف مقابل افزایش ذخایر، قرار می گیرد. (بوریو و دیسیاتات، ۲۰۰۹، ص ۸).

۵. مکانیسم انتقال سیاست پولی نامتعارف

اثرات سیاست پولی نامتعارف از طریق دو کانال منتقل می شود:

اول، "کانال علامت دهی" (signaling channel) که مربوط به "اعلام" عملیات آینده بانک مرکزی برای عموم است. این کانال انتقال سیاست پولی، "راهنمای آتی" (forward guidance) نیز نامیده شده است. (فدرال رزرو، ۲۰۱۳، ص ۱) بانک مرکزی با آشکار کردن اطلاعات در اختیار خود در مورد آینده سیاست های ترازنامه ای، انتظارات بازار در مورد نرخ های بهره درازمدت را کاهش می دهد و بدین ترتیب ثبات مالی و راهنمایی برای آینده سرمایه گذاران، خانوارها و صاحبان مشاغل، ارایه می کند. در واقع علامت دهی بانک مرکزی بر انتظارات عموم مردم در باره ارزشیابی بازار دارایی های خریداری شده، انتظارات در مورد مسیر آینده سیاست ترازنامه ای، کمیابی نسبی دارایی های مختلف یا وضعیت ریسک و نقدینگی آنها اثر می گذارد. (صندوق بین المللی پول، ۲۰۱۳، ص ۸ و هالتوم و ولمن، ۲۰۱۲، صص ۳-۵) به عنوان مثال، اعلام اینکه بانک مرکزی آماده شده است تا وارد عملیات مربوط به دارایی های مالی "غیرقابل تبدیل به پول" (illiquid assets) شود، می تواند اعتماد سرمایه گذاران به این دارایی ها را افزایش دهد و در نتیجه هزینه نقد شوندگی آنها را کاهش دهد و باعث معامله آنها شود.

دوم، "کانال مانده پرتفوی" که از طریق تاثیر عملیات سیاست ترازنامه ای بانک مرکزی، بر ترکیب پرتفوی بخش خصوصی عمل می کند. وقتی دارایی ها (و بدهی ها) جانشین ناقص یکدیگر باشند، تغییرات در عرضه نسبی در نتیجه عملیات بانک مرکزی، عملاً بر ترکیب پرتفوی بخش خصوصی اثر می گذارد و رفتار آنها را تغییر می دهد. (بوریو و دیسیاتات، ۲۰۰۹، ص ۱۳)

۶. چرا تورم طی دوره تسهیل مقداری شتاب نگرفت؟

هنگامی که فدرال رزرو و بانک مرکزی انگلستان برای اولین بار تسهیل مقداری را در ۲۰۰۸-۲۰۰۹ معرفی کردند، تعدادی از مفسران آن را به عنوان " چاپ پول " دانستند، که برای تامین مالی مستقیم کسری بودجه و بدهی های دولت توسط بانک مرکزی است و پیش بینی کردند که منجر به تورم می شود. اما در عمل تسهیل مقداری به دلایل زیر منجر به تورم نشد:

۱. به رغم افزایش عظیم در پایه پولی اقتصاد آمریکا و بریتانیا، اعطای وام به بخش خصوصی، تغییر زیادی نداشته است. بی میلی موسسات مالی به وام دادن به بخش خصوصی بدان معنی است که پایه پولی در قالب ذخایر اضافی در بانک مرکزی باقی مانده است.

۲. ظرفیت خالی (که با شکاف محصول [۳۶] اندازه گیری می شود)، در اقتصادهایی مانند ایالات متحده آمریکا و بریتانیا، مانع شتاب گرفتن تورم می شود. نرخ بیکاری ۷.۶٪ در ایالات متحده آمریکا و ۷.۸٪ در بریتانیا بالاتر از NAIRU است. علاوه بر این، با تقاضای نهایی بسیار ضعیف، شرکت ها تمایلی به افزایش قیمت شان ندارند.

۳. در شرایط رکودی، انتظارات تورمی در اطراف سطح هدف بانک مرکزی، باقی مانده است.

البته نرخ تورم ممکن است عملاً افزایش یابد، زمانی که بهبود پایداری در رشد اقتصادی در ایالات متحده آمریکا، بریتانیا و اروپا تحقق یابد. زیرا همچنانکه ریسک اعتباری مربوط به اعطای وام به بخش خصوصی کاهش می یابد، بانک ها احتمالاً شروع به استفاده از بخشی از ذخایر اضافی شان برای اعطای وام می کنند. این منجر به افزایش ضریب فزاینده پول می شود، و عرضه پول گسترش می یابد و در نهایت، تقاضا کل افزایش پیدا می کند. علاوه بر آن، با بهبود بازار کار، کارگران دستمزد بالاتر مطالبه می کنند و شرکت ها نیز با مشاهده بهبود اقتصادی پایدار، تلاش می کنند حاشیه سود خود را بازگردانند. موارد یادشده می تواند فشار تورمی به دنبال داشته باشد. (اشورث، ۲۰۱۳، صص ۱۵-۱۶).

۷. استراتژی خروج

چگونه و چه زمانی بانک مرکزی از سیاست پولی غیرمتعارف خارج می شود و به سیاست متعارف باز می گردد؟ پاسخ این است که زمانی که کارکرد منظم بازار پول، بازگردد و

اقتصاد دوباره به وضع عادی برگردد. در اینجا توالی مناسب و سرعت خروج، اهمیت دارد. در مورد تسهیل مقداری و تسهیل اعتباری، خروج، به معنی فروش دارایی مالی است. در مورد تسهیل درونزا، بانک‌ها باید تقاضای شان برای پول بانک مرکزی را به تدریج کاهش دهند و بازار وام بین بانکی، جایگزین آن شود. از سوی دیگر هنگامی که بانک مرکزی دارایی‌هایی به فروش می‌رساند که با توجه به نرخ بهره بالاتر، ارزش شان احتمالاً به طور قابل توجهی کاهش یافته است، این به معنی زیان مالی برای بانک مرکزی است.

از زمانی که توسط فدرال رزرو ایالات متحده اعلام شد که سیاست پولی غیر متعارف خود را به تدریج کاهش (tapering) خواهد داد، در چند اقتصاد در حال توسعه و نوظهور، جریان سرمایه معکوس شده است. زیرا در زمان کاهش نرخ بهره در آمریکا و اروپا و بریتانیا و ژاپن، سرمایه‌ها به سوی کشورهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور جریان یافت و با خروج تدریجی بانکهای مرکزی عمده از سیاست غیر متعارف پولی، نرخ بهره افزایش خواهد یافت و کشورهای در حال توسعه با شرایط نامطمئن، مواجه خواهند شد. یک چالش این کشورها، بی‌ثباتی بالقوه ناشی از خروج آمریکا و اروپا از سیاست‌های پولی غیر متعارف است که اثر نامطلوبی بر چشم انداز میان مدت این اقتصادها به دلیل خروج سرمایه دارد.

۸. امکان کاربرد در ایران

در سیاست گذاری پولی در اقتصاد ایران، نرخ بهره (یا نرخ سود سپرده) به عنوان یک ابزار سیاست پولی، به همان روشی که در بانکهای مرکزی عمده استفاده می‌شود، به کار برده نمی‌شود. اصولاً بدلیل ممنوعیت به کارگیری نرخ تنزیل مجدد و فقدان نرخ بهره پایه (سیاستی) در بانکداری اسلامی در ج.ا.ایران، امکان به کارگیری چنین ابزاری در سیاستگذاری پولی در ایران وجود ندارد. علاوه بر آن، برخلاف بانکهای مرکزی عمده که در دوره بحران، دامنه نرخ‌های بهره سیاستی، به حد پایینی صفر (دامنه بین صفر و ۲۵٪) تنزل پیدا کرد، نرخ‌های بهره (یا نرخ سود سپرده) در اقتصاد ایران، همواره در سطوح نسبتاً بالایی قرار داشته است.

البته باید توجه داشت که به کارگیری سیاستهای پولی غیر متعارف، به معنای ابزارهای غیر قیمتی سیاست پولی، با بانکداری اسلامی تناسب بیشتری از ابزارهای قیمتی دارد و پتانسیل آن برای استفاده در سیاستگذاری پولی در بانکداری بدون بهره می‌تواند از این دیدگاه مورد بررسی قرار گیرد.

۹. نتیجه‌گیری

با توجه به کاهش نرخ بهره پایه بانک مرکزی به حدپایینی صفر در بحران مالی جهانی، کاربرد سیاست پولی متعارف را مختل کرد و بانکهای مرکزی عمده به ناچار به سیاست پولی نامتعارف (غیرقیمتی) روی آوردند تا بتوانند عرضه پول را کنترل کنند. بازگشت از سیاست پولی نامتعارف به سیاست پولی متعارف، با بازیابی (recovery) اقتصادی امکان پذیر می‌گردد که در آن نرخ های بهره پایه مجدداً افزایش یابد و خروج از سیاست پولی نامتعارف امکان پذیر می‌گردد. پیامد این امر خروج سرمایه از کشورهای در حال توسعه و ایجاد رکود احتمالی و ورود سرمایه به کشورهای صنعتی و اصلاح ترازنامه بانکهای مرکزی از طریق فروش دارایی های مالی خریداری شده از طریق تسهیل مقداری است.

پی‌نوشت‌ها

۱. نقطه پایه ، واحدهای کمتر از درصد است. هر صد نقطه پایه معادل یک درصد است. لذا ۳۵۰ نقطه پایه معادل ۳.۵ درصد است.
۲. در اقتصاد کینزی، دام نقدینگی وضعیتی است که در آن تزریق پول به سیستم بانکی خصوصی توسط بانک مرکزی نمی‌تواند نرخ های بهره را کاهش دهد و از این رو قادر به تحریک فعالیت اقتصادی نیست. دام نقدینگی در شرایطی اتفاق می‌افتد که افراد پول ذخیره می‌کنند ، زیرا انتظار دارند کاهش قیمت ها یا تقاضای کل ناکافی، اتفاق افتد. در دام نقدینگی نرخ های بهره کوتاه مدت نزدیک صفر است و نوسانات در پایه پولی تبدیل به نوسان در سطح قیمت‌ها نمی‌شود و منحنی تقاضا افقی پول در نرخ بهره مثبت وجود دارد. بنابراین مفهوم کینزی آن ، دام نقدینگی اشاره به این پدیده دارد که افزایش عرضه پول نمی‌تواند نرخ بهره را کاهش دهد. اما اقتصاددانان سنتز نئوکلاسیک نشان دادند که در دام نقدینگی، سیاست های پولی انبساطی بر اقتصاد تاثیر می‌گذارد حتی اگر نرخ بهره را کاهش ندهد. آنها "اثر پیگو" را مطرح کردند که در آن مانده پول واقعی، عنصری از تقاضای کل کالاها است و حجم پول به طور مستقیم بر منحنی پس انداز- سرمایه گذاری (IS) در تحلیل IS / LM اثر می‌گذارد و لذا سیاست های پولی قادر به تحریک اقتصاد حتی در شرایط دام نقدینگی می‌باشد. این اساساً تحلیل بانک (مرکزی) ژاپن در سال ۲۰۰۱ بود هنگامی که سیاست پولی نامتعارف خود را با "تسهیل مقداری" آغاز کرد. همین استدلال در نظر فدرال رزرو ایالات متحده و بانک مرکزی اروپا در سال ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بود که سیاست پولی نامتعارف خود را برای تحریک اقتصاد از طریق روش هایی غیر از کاهش نرخ بهره کوتاه مدت، با "تسهیل مقداری" به پیش بردند.

- وقتی اقتصاد ژاپن با وجود نرخ بهره نزدیک به صفر، گریبانگیر رکود طولانی مدت شد، مفهوم دام نقدینگی دوباره مورد بحث قرار گرفت. (آگرتسون و وودفورد، ۲۰۰۴، صص ۷۶-۷۸ و سونسون، ۲۰۰۶، صص ۱-۱۰) با این تفاوت که دام نقدینگی در دهه ۱۹۹۰ و دهه ۲۰۰۰، مربوط به وجود نرخ بهره صفر بود. بنابراین بر خلاف اقتصاد کینزی، هم اکنون دام نقدینگی مربوط به وضعیتی است که در آن نرخ بهره اسمی، صفر است. در نتیجه به مساله دام نقدینگی، "مساله کرانه پایین صفر" نیز گفته می شود. پیل کروگمن بارها در ۲۰۰۸-۲۰۱۱ مطرح کرده که بسیاری از کشورهای توسعه یافته، از جمله ایالات متحده، اروپا و ژاپن، در دام نقدینگی به معنای یاد شده قرار دارند و سه برابر شدن پایه پولی ایالات متحده بین سال های ۲۰۰۸ و ۲۰۱۳ هیچ اثر معنی داری بر شاخص قیمت داخلی ایالات متحده نداشته است. (کروگمن، ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳).
۳. معنای اعمال نرخ بهره منفی این است که مثلاً بانکی صد واحد "اسمی" پولی را وام دهد و در سررسید، کمتر از صد واحد "اسمی" پس بگیرد.
۴. مکانیزم انتقال سیاست پولی، توضیح می دهد که تصمیمات سیاست پولی چگونه و با چه فرایندی به اقتصاد منتقل می شود و بر اقتصاد و به ویژه بر سطح قیمت ها اثر می گذارد.
۵. دلیل نامیدن آن به تسهیل مقداری می تواند این باشد که هر بار "کمیت" مشخصی از اوراق خریداری می شود. همچنین، نوعی اقدام کمیتی است و در مقابل اقدام قیمتی است که توسط نرخ بهره بانک مرکزی انجام می شود.

کتابنامه

- 1-Ashworth, J. (2013), "Quantitative easing by the major western central banks during the global financial crisis", The New Palgrave Dictionary of Economics, online edition.
- 2-Bini Smaghi, Lorenzo, (2009), "conventional and unconventional monetary policy", European Central Bank .
- 3-Haltom, Renee and Alexander Wolman, (2012), "A citizen's Guide to unconventional monetary policy", The Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief 12-12.
- 4-Trichet, Jean-Claude, (2013), "Unconventional monetary policy measures: Principles, conditions, raison d'etre", International Journal of Central Banking, January
- 5-IMF, (2013), "Unconventional monetary policies, recent experience and prospects", April.
- 6-Gauti Eggertsson and Michael Woodford, "Policy options in a liquidity trap", American Economic Review, Vol. 94, No. 2.
- 7-Svensson, Lars, (2006) "Monetary policy and Japan's Liquidity Trap", CEPS working paper, No. 126, January

- 8-Krugman, Paul (17 March 2010), "How much of the world is in a liquidity trap?", *The New York Times*.
- 9-Krugman, Paul (11 March 2013), "Monetary Policy in a liquidity Trap", *The New York Times*.
- 10-The Federal Reserve,(2013), How does forward guidance about the Federal Reserve's target for the federal funds rate support the economic recovery?" http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm
- 11-Lubomer Lizal and Jiri Schwarz,(2013), "Foreign Exchange Interventions as an unconventional monetary policy tool", Czeck National Bank working paper.