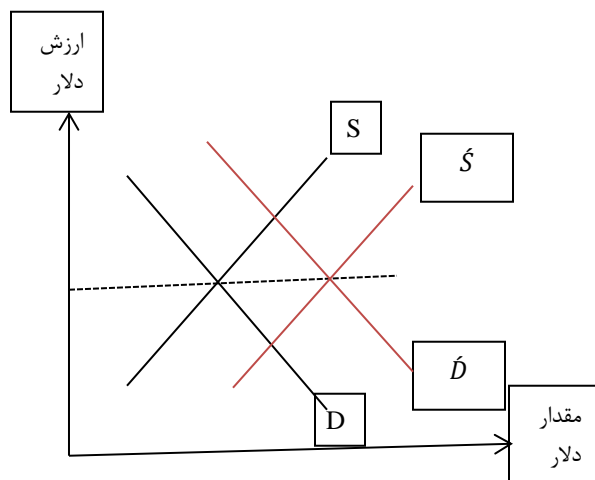


نظام‌های سیاست پولی

- بانک مرکزی باید به پیروی از یک قاعده پولی متعهد باشد.
- قاعده مورد نظر باید به ثبات قیمت‌ها یا ثبات پولی اطمینان دهد.
- انتخاب قاعده اغلب انتخاب نظام سیاست پولی نامیده می‌شود.
- نهاد سیاستگذاری باید بگونه‌ای طراحی شود که برای دستیابی به اهداف قاعده مزبور نیاز است.
- ساختار بانک مرکزی مدرن باید برای اجرای عملیات سیاست پولی تحت قاعده انتخاب شده مناسب باشد. همچنین زیرساخت‌های پشتیبان مثل وجود بازارهای بین بانکی، بازار ثانویه اوراق قرضه و ... باید متناسب با قاعده انتخابی باشند.
- بعد از فروپاشی برتن وودز، ۵ قاعده کلیدی مورد استفاده قرار گرفته است:
 - هدف‌گذاری نرخ برابری ارز
 - هدف‌گذاری نرخ رشد پول
 - رویکرد مدیریت ریسک
 - هدف‌گذاری تورم
 - سیاست پولی نامتعارف
- چهار مورد اول قواعد سیاست پولی سنتی‌اند برای دستیابی به ثبات پولی. مورد آخر بعد از بحران ۲۰۰۷ توسط برخی کشورهای پیشرفته اتخاذ شد.
- هدف‌گذاری نرخ برابری ارز
 - تثبیت نرخ ارز در یک دوره معین و در محدوده هدف اعلام شده.
 - تثبیت ارزش پول رایج کشور نسبت به پول یک کشور دارای ثبات قیمت‌ها
 - دلار آمریکا بعد از ۱۹۷۰ و تورم بزرگ و مارک آلمان بعد از تورم حاد ۱۹۲۰
 - تنوع در سرمایه‌گذاری‌ها و مبادلات کشورها باعث شد نرخ برابری ارز بر اساس سبدهی از ارزهای طرف تجاری هدف‌گذاری شود. (براساس شاخص موزون ارزها).
 - هدف‌گذاری نرخ ارز می‌تواند یک نرخ معین یا دامنه معینی را در برگیرد یا نظام برابری می‌خکوب خزنده باشد.



- بانک مرکزی به منظور حفظ ثبات نرخ برابری ارز ملزم به تغییر عرضه پول داخلی متناسب با تغییرات تقاضای پول داخلی است.
- غیر از تأثیرگذاری تقاضای داخلی ارز، ورود و خروج سرمایه هم روی نرخ ارز اثر می‌گذارد.
 - ورود سرمایه به کشور، عرضه پول داخلی را برای تثبیت نرخ ارز افزایش می‌دهد.
 - خروج سرمایه از کشور باعث کاهش عرضه پول داخلی می‌شود.
- دو مشکل اساسی هدف‌گذاری نرخ ثابت ارز
 - ممکن است هدف‌گذاری نرخ ارز در دنیای واقعی امکان پذیر نباشد.
 - هجوم سرمایه‌گذاران برای خروج سرمایه از کشور و نبود ذخایر ارزی کافی، با حمله سوداگرانه سفته‌بازان ارز بانک مرکزی مجبور به کاهش ارزش پولی ملی خود می‌شود.
 - عدم استقلال بانک مرکزی در تغییر عرضه پول.
 - وجود بیکاری در کشور نمیتواند با انبساط پولی رفع شود. زیرا تورم افزایش و بر کاهش ارزش پول و نرخ ارز فشار وارد میشود.
- سه‌گانه ناممکن (impossible trinity)
 - نرخ ارز ثابت، آزادی ورود و خروج سرمایه، و سیاست پولی مستقل، نمیتوانند همزمان اعمال شوند.

○ همین امر باعث ترک سیاست هدف‌گذاری نرخ برابری ارز توسط بسیاری از کشورها شده است.

هدف‌گذاری رشد عرضه پول

- اگر نرخ رشد پول با نرخ رشد فعالیت‌های حقیقی اقتصاد یکی باشد، تورم نسبتاً ثابت و پایین می‌ماند.

- با توجه به معادله مقداری پول یعنی $MV = PQ$ و با لگاریتم‌گیری از طرفین و مشتق نسبت به زمان خواهیم داشت:

$$\log(M) + \log(V) = \log(P) + \log(Q)$$

$$\dot{M} + \dot{V} = \dot{P} + \dot{Q}$$

علامت دات بالای حروف به معنای نرخ رشد در طول زمان است.

- اگر سرعت گردش پول ثابت باشد، چنانچه $\dot{M} = \dot{Q}$ باشد، $\dot{P} = 0$ خواهد شد.

- باقی ماندن بر این سیاست هدف‌گذاری نرخ رشد پول ممکن است سخت باشد.

○ در شرایط رکودی نرخ رشد پول افزایش مییابد

○ مطالعات فدرال رزرو و بانک مرکزی انگلستان مشخص کرد که رابطه بین هدف

رشد عرضه پول و رشد درآمد اسمی (PQ) بسیار ناپایدار است. یعنی سرعت

گردش پول ناپایدار شد.

رویکرد مدیریت ریسک

- ظاهراً این سیاست، خاص فدرال رزرو است. هدف خاصی برای رشد پول و نرخ تورم

اعلام نمی‌شود. سیاست **just-do-it** است. فقط انجام بده اما با رصد مجموعه‌ای از داده-

های اقتصادی، تلاش می‌شود ثبات قیمت‌ها حفظ شود و ریسک‌های اشتغال و رشد

اقتصادی به حداقل برسد. بدین منظور، از نرخ بهره کوتاه مدت به عنوان **نرخ بهره**

سیاستی استفاده می‌کرد.

- جان تیلور، با تحلیل داده‌های آماری آمریکا دریافت که رفتار بانک مرکزی آمریکا،

خواسته یا ناخواسته، معطوف به حفظ تورم در یک سطح تعادلی و نیل به نرخ بالقوه

رشد تولید ناخالص داخلی بوده است.

- تیلور براساس تحلیل‌های آماری خود، فرضیه زیر را مطرح کرد که به **فرضیه یا قاعده**

تیلور معروف است.

$$\dot{i}_t = r_t^* + \pi_t + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - y_t^*)$$

- هرگاه نرخ تورم از تورم مطلوب بیشتر شود یا رشد تولید ناخالص واقعی از رشد تولید ناخالص داخلی بالقوه (در سطح حداکثر پتانسیل اقتصاد) بیشتر شود، نرخ بهره سیاستی هم باید افزایش یابد و برعکس.
- اگر شکافها در تضاد باشند(مثلاً وقوع شوک نفتی) ممکن است بانک مرکزی وزنهای نسبی شکافها را با صلاحدید خود تغییر دهد. اگر بخواهد انتظارات تورمی را کاهش دهد، وزن بیشتری به شکاف تورم می دهد.

هدف گذاری تورم

- در این سیاست، هدف دستیابی به یک تورم در سطح مورد نظر و در زمان مشخص است.
- ابزار کلیدی این سیاست، نرخ بهره سیاستی است. نرخ بهره سیاستی یا کوتاه مدت بگونه ای تعدیل می شود تا تورم و مشخصاً، پیش بینی تورم، در محدوده هدف- گذاری شده حفظ شود.
- در این سیاست، دو وظیفه شفافیت و پاسخگویی به عهده بانک مرکزی است.
 - شفافیت یعنی اعلام عمومی تورم هدف
 - پاسخگویی یعنی بیان علل عدم دستیابی به تورم هدف
- هر دو مورد فوق باعث افزایش اعتبار بانک مرکزی در حفظ ثبات پولی خواهد شد.
- شفافیت هدف گذاری تورم از شفافیت هدف نرخ رشد پول بیشتر است چون هم موسسات دیگر تورم را محاسبه می کنند و هم مردم آثار تورم را بیشتر درک می کنند.

نرخ بهره سیاستی <--- رفتار مصرف، رفتار سرمایه گذاری، و رفتار صادرات و واردات <---
تقاضای کل --- <شکاف تولید <--- تورم

- کاهش نرخ بهره سیاستی منجر به کاهش نرخ بهره های کوتاه مدت و بلندمدت شده و تقاضا را کاهش و تورم را نزولی می کند.

- معمولاً اثر نرخ بهره سیاستی بر فعالیتهای اقتصادی و تورم با وقفه همراه است (۱۲ تا بیش از ۲۴ ماه). لذا بانک مرکزی همواره باید پیش‌بینی مناسبی از نرخ تورم داشته باشد تا نرخ بهره سیاستی را به موقع و متناسب تعدیل کند.
- وظیفه پیش‌بینی مستمر تورم (معمولاً برای دو سال آتی) و تعدیل نرخ بهره سیاستی متناسب با آن را وظیفه **غلتان** مینامند.
- افزایش نرخ بهره کوتاه مدت از دو کانال می‌تواند تقاضای کل را تحت تأثیر قرار دهد (کاهش دهد):

○ از کانال مصرف و سرمایه‌گذاری داخلی

○ از کانال خالص صادرات و اثرگذاری روی نرخ ارز

- افزایش نرخ بهره کوتاه مدت، مصرف و سرمایه‌گذاری داخلی را کاهش می‌دهد و با کاهش ارزش پول خارجی نسبت به پول داخلی، خالص صادرات را کاهش می‌دهد.

$$D=C+I+G+(X-M)$$

- دو چالش مهم نظام هدف‌گذاری تورم:

○ ممکن است منشاء تورم شوک عرضه باشد نه شوک تقاضا

○ امکان بروز حساب قیمتی دارایی‌ها حتی در تورم پایین

- هر دو چالش فوق با سیاست **هدف‌گذاری نرخ تورم منعطف** قابل اصلاح است البته به تدریج.

- اگر منشأ تورم شوک عرضه باشد بانک مرکزی به جای افزایش نرخ بهره سیاستی و تشدید شرایط انقباضی تولید، وزن بیشتری به شکاف تولید در تابع زیان اجتماعی خود بدهد

$$L = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda x^2$$

- معمولاً، شاخص قیمتی مصرف‌کننده، مورد استناد بانک مرکزی قرار می‌گیرد. نرخ بهره پایین کوتاه مدت و تسهیل فعالیتهای سفته‌بازی، شرایط ظهور حساب قیمتی دارایی‌ها را فراهم می‌کند.

- حساب قیمتی دارایی‌ها در دوره زمانی طولانی تری ادامه می‌یابد و معمولاً بیش از ۲۴ ماه و بعد ممکن است بترکد.

- در این شرایط، به بانک مرکزی دارای هدف تورمی توضیه شده است افق پیش‌بینی خود را به فراتر از ۲۴ ماه افزایش دهد

سیاست پولی نامتعارف یا تسهیل کمی

- این سیاست تحت شرایط نرخ بهره سیاستی **صفر یا نزدیک صفر** انجام می‌شود اما همچنان اقتصاد نیازمند محرک است تا در مارپیچ کاهش قیمت‌ها سقوط نکند.

- بانک‌های مرکزی اقتصادهای پیشرفته مثل آمریکا، اتحادیه اروپا، انگلستان و ژاپن، از سیاست پولی نامتعارف به عنوان مکمل نرخ بهره سیاستی صفر یا نزدیک صفر، که برای پاسخ‌گویی به بحران‌های مالی جهانی ایجاد شده بود، استفاده کردند.

- ابزارهای تسهیل کمی:

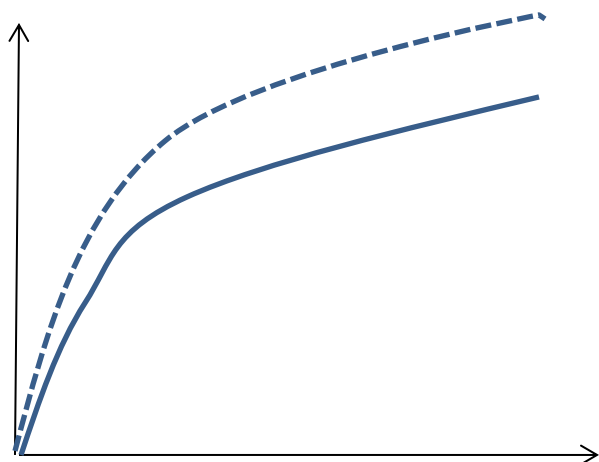
○ اعطای وام به موسسات مالی

○ تأمین نقدینگی بازارهای اعتباری کلیدی

○ خرید اوراق بهادار بلندمدت

- دو ابزار اول را می‌توان ذیل وظیفه وام‌دهنده نهایی برای بانک مرکزی تعریف نمود. لذا ابزار سوم نماد تسهیل کمی یا سیاست پولی نامتعارف تلقی می‌شود.

- با خرید اوراق قرضه بلندمدت دولتی توسط دولت، منحنی بازده به پایین منتقل می‌شود و نرخ‌های بهره کاهش می‌یابند و باعث تحریک اقتصاد می‌شوند.



روی محور افقی زمان سررسید اوراق و روی محور عمودی نرخ بهره اوراق قرار دارد. با افزایش زمان سررسید، نرخ بهره اوراق هم افزایش می‌یابد. منحنی نقطه چین، منحنی بازده قبل از خرید اوراق است و منحنی پر، منحنی بازده بعد از خرید اوراق است.

- بخش خصوصی از منحنی بازده اوراق قرضه دولتی به عنوان نرخ مرجع برای استقراض و اعطای وام استفاده می‌کند.

- اوراق قرضه دولتی بدون ریسک است و بخش خصوصی نرخ بهره بالاتری را در قراردادهای خود بکار می‌برد (صرف ریسک).

- با اینکه نرخ بهره سیاستی کوتاه‌مدت به صفر رسیده است اما نرخ بهره بلند مدت همچنان بالاست. وام‌های تجاری و وام‌های رهنی (مسکن) اغلب براساس نرخ‌های بهره بلندمدت انجام می‌شوند.

- اگر نرخ بهره بلند مدت بالا باشند، در شرایطی که اقتصاد در وضعیت ضعیفی باشد این نرخ‌های بهره بلندمدت مانعی جدی برای اقتصاد ایجاد می‌کنند.

- بانک مرکزی با خرید اوراق قرضه دولتی در دست بخش خصوصی، نرخ بهره بلندمدت را کاهش می‌دهد. در عین حال، نقدینگی بخش خصوصی را هم افزایش می‌دهد.

- تسهیل اعتباری: خرید اوراق بهادار بخش خصوصی است. (به عنوان نمونه، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی در آمریکا)

- تسهیل کمی: خرید اوراق بهادار دولتی است.

- هردو سیاست تسهیل اعتباری و تسهیل کمی، علاوه بر بازگرداندن ثبات به بازار مالی و بازار مسکن که هدف اولیه آن است، به کاهش فشار بر بازار کار هم کمک کرده است. این سیاست‌ها با کاهش نرخ بهره و دستیابی به رشد اقتصادی، به ایجاد بهبود پایدار در شرایط بازار کار کمک می‌کند.

چالش‌های سیاست پولی نامتعارف:

○ تهدید ورود بانک مرکزی به حوزه سیاست مالی. خرید حجم اوراق قرضه دولتی به منزله تأمین مالی هزینه‌های دولت با چاپ پول است و این اعتبار بانک مرکزی را کاهش می‌دهد.

- منجر به تشویق سوداگری در قیمت دارایی‌ها می‌شود. بیشتر تزریق نقدینگی به جای ورود به بخش واقعی، ممکن است به بخش سوداگری وارد شود.
- ادامه سیاست تسهیل کمی ممکن است به افزایش تورم بینجامد و این به اعتبار بانک مرکزی در تثبیت قیمت‌ها لطمه می‌زند. بانک مرکزی برای بازگرداندن ثبات به قیمت‌ها مجبور به کاهش سیاست تسهیل کمی خواهد شد و این میتواند به بازار مالی شوک وارد کند. **زمانبندی سیاست تسهیل کمی مهم است.**
- انتقاد از خرید اوراق قرضه بخش خصوصی. **بانک مرکزی عملاً به موسساتی کمک میکند که اقدام به حفظ دارایی‌هایی نموده‌اند که ارزش آنها افت کرده است (گزینش برندگان)، در حالی که سایر بخش‌ها از این کمک‌ها بی‌نصیب مانده‌اند.**