

نظام پولی در اقتصادهای جهان چگونه مدیریت می‌شود؟

حسین درودیان

پژوهشگر مؤسسه‌ی مطالعات و تحقیقات مبین

مشخصات کتاب‌شناختی این اثر:

درودیان، حسین (۱۳۹۳). نظام پولی در اقتصادهای جهان چگونه مدیریت می‌شود؟، جستارهای مبین (نشریه‌ی الکترونیکی مؤسسه‌ی مطالعات و تحقیقات مبین)، سال دوم، جستار شماره‌ی ۳۲. نشانی دسترسی اینترنتی:

<http://jostar.mrsi.ir/Vol.2/jostar32.pdf>

مؤسسه‌ی مطالعات و تحقیقات مبین

<http://www.mrsi.ir>

Email: mrsi@chmail.ir

نشریه‌ی الکترونیکی «جستارهای مبین»، به‌طور خاص برای انتشار بخشی از تأملات و تحقیقات پژوهشگران رویکرد «توسعه‌ی تعالی‌بخش» انتشار می‌یابد؛ ولی موضوع عام این نشریه «مسئله‌ی توسعه» است؛ و آثار تألیفی و ترجمه‌ای که با رویکردهای مختلف در موضوع توسعه به نگارش درآمده‌اند نیز در آن منتشر می‌شود. برای دسترسی به مقالات نشریه‌ی الکترونیکی «جستارهای مبین» به سایت این نشریه مراجعه کنید.

<http://www.jostar.mrsi.ir>

Email: mobin.jostar@chmail.ir

مؤسسه‌ی مطالعات و تحقیقات مبین

«جستارهای مبین»؛ سال دوم، جستار شماره‌ی ۳۲

تاریخ انتشار: ۱۳۹۳/۱۰/۸

ISSN 2345-2382

نظام پولی در اقتصادهای جهان چگونه مدیریت می‌شود؟

حسین درودیان

در تمامی کشورهای دنیا حاکمیت نسبت به جریان امور در بخش پولی دغدغه‌ها و اهداف مصرحی دارد که با ابزارهای مختلف درصدد تحقق این اهداف و رفع نگرانی‌های خود برمی‌آید. در مقام مقایسه، کشورهای پیشرفته بهترین و کارآمدترین نظام سیاست‌گذاری پولی و قوی‌ترین ابزارها جهت شکل‌دهی به وضع امور در بخش پولی را دارا هستند. مکانیزم‌های عملیات بازار باز، انواع امکان‌های وام‌گیری از بانک مرکزی و سپرده‌گذاری نزد وی، و مقررات مربوط به ذخایر الزامی ابزارهای اصلی بانک مرکزی در اعمال نفوذ و جهت‌دهی به بازار پول محسوب می‌شوند. با یک مقایسه اجمالی روشن می‌گردد که ابزارهای نفوذ بانک مرکزی بر بخش پولی در اقتصاد ایران بسیار ضعیف‌تر از این کشورها بوده و در حقیقت باید نفوذ حکمرانان دولت در بازار پول در اقتصاد ایران را ضعیف ارزیابی کرد.

اگرچه ابزارها و اهداف دولت‌ها در این مدیریت، در تمامی کشورها دقیقاً یکسان و مشابه نیست اما به تدریج و با گذشت زمان و انباشت تجارب، همگرایی زیادی در سیاست‌گذاری پولی به‌ویژه بین کشورهای پیشرو در این سیاست‌گذاری‌ها به وجود آمده است و در نتیجه اقتصادهای در حال توسعه نیز به سمت استقرار و برپایی الگویی مشابه در حرکت‌اند.

یکی از مهم‌ترین ترتیبات و تمهیدات در نظام‌های اقتصادی امروزی در جهان، مدیریت بخش پولی و اعتباری است. نظام‌های حاکمیتی در تمامی کشورها نسبت به تحولات پولی-اعتباری حساس بوده و برای کنترل و مدیریت آن اهداف و ابزارهای مشخصی را طراحی و تمهید می‌کنند. در حقیقت کنترل و جهت‌دهی به بخش پولی و اعتباری از مهم‌ترین مؤلفه‌های نفوذ حکمرانان دولت‌ها بر اقتصاد محسوب می‌شود.



لازم و مقررات مربوط به جرایم عدم تأمین این میزان بر رفتار بانک‌های تجاری در تقاضای ذخایر کاملاً مؤثر است. ضمن اینکه بانک مرکزی از طریق مدیریت نرخ بهره دریافتی بابت اعطای وام به بانک‌ها و نرخ بهره پرداختی به ذخایر اضافی (سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی) نیز بر تمایل بانک‌ها به وام‌گیری یا سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی تأثیر می‌گذارد. از این رو بازار ذخایر بانکی را باید بازاری خاص دانست که وضعیت عرضه و تقاضای آن در حیطه نفوذ بانک مرکزی قرار دارد (Jilek, 2006).

اما سوی دیگر بخش پولی و اعتباری بانک‌های تجاری یا در معنای عام‌تر مؤسسات سپرده‌پذیر^۲ هستند. یک مؤسسه سپرده‌پذیر در فعالیت خود با سه طرف یا بازیگر روبه‌رو است:

- اولین بازیگری که مؤسسه سپرده‌پذیر با آن در تعامل است بانک مرکزی است. او باید ذخایر کافی نزد بانک مرکزی برای برآوردن الزام ذخایر نگه دارد از این رو یکی از مهم‌ترین تلاش‌های وی ایفای تعهداتی است که بانک مرکزی بر عهده وی نهاده است. از سوی دیگر بانک مرکزی به مثابه یک بانک برای مؤسسه سپرده‌پذیر عمل می‌کند یعنی مؤسسه سپرده‌پذیر می‌تواند به طرق مختلف از او اعتبار گرفته یا نزد وی سپرده‌گذاری کند.

- مؤسسه سپرده‌پذیر با دیگر هم‌تایان خود نیز در ارتباطی نزدیک است. بازاری که در آن بانک‌ها به عرضه و تقاضای ذخایر بانکی بین خود مبادرت

مهم‌ترین بازیگران در عرصه پول که سیاست‌گذاری پولی در برگیرنده تنظیم روابط و مدیریت کنش و واکنش بین آن‌هاست، بانک مرکزی و مؤسسات سپرده‌پذیر^۱ (نظام بانکی در معنای عام) هستند. بانک مرکزی به مثابه نهادی حاکمیتی، طراح و مجری سیاست پولی است. در واقع مهم‌ترین فلسفه وجودی این نهاد مدیریت بخش پولی از طریق اعمال سیاست‌های پولی است. این نهاد در بازار پول از نقشی قابل توجه برخوردار است. بانک مرکزی هم در جانب تقاضا و هم در جانب عرضه پول نقشی مهم ایفا می‌کند. در طرف عرضه پول بانک مرکزی از قدرت انحصاری بالایی برخوردار است و تصمیم او در خصوص عرضه پول یا در معنای دقیق‌تر عرضه ذخایر بانکی مهم‌ترین عامل در تعیین وضعیت طرف عرضه در بازار بین‌بانکی و در کل بازار اعتباری است. اما جالب است توجه کنیم که بانک مرکزی در طرف تقاضای پول نیز نقش آفرین است. متقاضیان ذخایر بانکی، بانک‌های تجاری هستند که به سبب تأمین نیازهای نقدی مشتریان، انجام معاملات روزانه، تأمین ذخایر لازم برای تسویه (کلرینگ) و تأمین ذخایر قانونی به میزان متفاوت در ادوار مختلف متقاضی ذخایر بانکی هستند، اما با وجود این بانک مرکزی در این حوزه نیز تأثیرگذار است. مقررات مربوط به ذخایر قانونی که بانک‌ها برای تأمین آن تقاضای اعتبار می‌کنند کاملاً در کنترل بانک مرکزی است. میزان ذخایر

1. Depository Institutions

۲. در ادبیات پولی بعضاً به جای استفاده از سیستم بانکی یا بانک‌ها از عنوان «مؤسسات سپرده‌پذیر» استفاده می‌شود که اشاره به انواع گوناگونی از مؤسسات و نهادهایی دارد که به فعالیت در بخش اعتباری به شکل عرضه اعتبار یا جذب سپرده مبادرت می‌ورزند.



رایج‌ترین اهداف سیاست پولی همین هدف را مدنظر دارد. به نظر می‌رسد در بین بانک‌های مرکزی تمامی کشورهای پیشرفته غربی و ژاپن تنها فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا) است که هدف‌های چندگانه‌ای برای سیاست پولی خود اعلام کرده است: «هدف فدرال رزرو عبارت است از اجرای سیاست پولی با تأثیرگذاری بر شرایط پولی و اعتباری اقتصاد باهدف اشتغال پایدار حداکثری، قیمت‌های باثبات، ...» (www.frbfr.org). درواقع فدرال رزرو در کنار ثبات قیمت‌ها، اشتغال را نیز به‌عنوان هدف سیاستی خود اعلام می‌دارد. البته باوجوداین باید توجه داشت که به‌رحال انتخاب هدف ثبات قیمت‌ها توسط عمده بانک‌های مرکزی به‌عنوان هدف نهایی سیاست پولی، در معنای دقیق کلمه هدفی غایی محسوب نمی‌شود. در یک بیان کلی و جامع می‌توان هدف نهایی تمامی سیاست‌های اقتصادی از جمله سیاست پولی را رشد در بخش حقیقی اقتصاد یا «رشد تولید» باهدف «رشد سطح مصرف» و درنهایت «افزایش سطح رفاه و رضایت خاطر مادی افراد» دانست. در حقیقت هدف ثبات قیمت‌ها نیز اگرچه هدف نهایی سیاست پولی عنوان می‌شود، اما خود برای تحقق غایت اخیرالذکر هدفی ابزاری به‌حساب می‌آید. به همین دلیل است که در ادبیات سیاست پولی از تأثیرگذاری مثبت کنترل تورم بر رشد اقتصاد سخن به میان می‌آید مثلاً اینکه تورم پایین، قیمت کالاها و خدمات را منحرف نمی‌کند؛ پس انداز و سرمایه‌گذاری را تشویق می‌کند زیرا ارزش

می‌ورزند بازاری مهم و کلیدی در اقتصاد است که بعضاً حتی عنوان بازار پول را صرفاً برای این بازار به کار می‌برند^۳. بانک‌ها تنها مخاطب در عملیات وام‌دهی و وام‌گیری خود را بانک مرکزی نمی‌پندارند، بلکه خودشان به‌صورت وسیعی با یکدیگر روابط اعتباری برقرار می‌کنند. درواقع بسیاری از سیاست‌های اعمال‌شده توسط بانک مرکزی با هدف اثرگذاری بر این بازار انجام می‌گیرد.

- مشتریان بانک اعم از متقاضیان تسهیلات و سپرده‌گذاران را باید سومین طرف حساب سیستم بانکی در مبادلات روزمره دانست.

۱- اهداف سیاست پولی

یکی از مهم‌ترین ارکان سیاست پولی، هدف یا اهداف آن است. درواقع هر نوع هدف‌گذاری در سیاست پولی وضعیتی خاص به ابزارها و شیوه اجرایی آن می‌دهد. ابتدائاً باید توجه داشت که هدف سیاست پولی در سطوح مختلف قابل بررسی است. درواقع سیاست پولی دارای اهدافی در سطوح مختلف است. در یک معنای کلی سیاست‌گذار پولی می‌کوشد تا از طریق تأثیرگذاری بر یک متغیر نزدیک هدف (هدف ابزاری)، متغیری که می‌توان آن را هدف نهایی دانست، را تحت تأثیر قرار دهد. هدف‌گذاری‌های پولی در بانک‌های مرکزی کشورهای جهان اگرچه دقیقاً مشابه نیست اما از شباهت بالایی برخوردار است. عمده بانک‌های مرکزی هدف نهایی سیاست پولی را «ثبات قیمت‌ها» انتخاب می‌کنند که رژیم «هدف‌گذاری تورم» به‌عنوان یکی از

3. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/movies/html/index.en.html?id=5>



جلوگیری کرده و آن را به سطحی اندک و قابل پیش‌بینی برسانند و درعین حال با بروز تورم منفی^۴ که مقارن با رکود اقتصادی است نیز مقابله می‌کنند.

اما بانک‌های مرکزی هدف اصلی سیاست پولی، یعنی کنترل و تثبیت تورم در یک نرخ پایین مثبت و باثبات، را مستقیماً اعمال نمی‌کنند بلکه برای این منظور به اهدافی ابزاری متوسل می‌شوند. تا اواخر دهه ۱۹۸۰ میلادی هدف ابزاری بانک مرکزی عبارت بود از «کنترل حجم پول». هدف‌گذاری حجم پول که کاملاً از فضای حاکم پول‌گرایی در این ادوار متأثر بود، با توجه به وجود رابطه بین حجم پول و سطح قیمت‌ها به‌طور طبیعی درصدد آن بود که از طریق کنترل دقیق حجم پول به هدف کنترل سطح قیمت‌ها نائل آید. اما از اواخر دهه ۱۹۸۰ تغییری مهم در سیاست‌گذاری پولی اتفاق افتاد که علت این تغییر تضعیف ارتباط بین تورم و حجم پول بود. عدم همبستگی کوتاه‌مدت قوی بین حجم پول و تورم، وجود وقفه بین تأثیرگذاری حجم پول بر تورم و بی‌ثبات بودن سرعت گردش پول باعث شد که بانک‌های مرکزی به طریقی دیگر درصدد حصول هدف ثبات قیمت‌ها برآیند. به تدریج اهمیت تحقق میزان خاصی از رشد نقدینگی (به‌عنوان متغیر هدف ابزاری) جای خود را به «هدف‌گذاری نرخ بهره» داد.^۵

دارایی‌ها [دارایی‌های مالی] در اثر تورم از بین می‌رود؛ با کنترل تورم قابلیت پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد افزایش یافته و لذا تصمیمات فعالان اقتصادی در آینده صحیح از کار درخواهد آمد؛ تورم باعث خواهد شد پس‌اندازکنندگان و وام‌دهندگان تنبیه شوند و... (Jilek, 2006).

پس باید گفت تورم به این دلیل هدف‌گذاری می‌گردد که فرض می‌شود هدف رشد اقتصادی از دل یک فضای غیرتورمی و باثبات اقتصادی به دست می‌آید. لذا می‌توان گفت مادرسیاست پولی با لایه‌های مختلفی از اهداف روبه‌رو هستیم. زمانی که سخن از هدف سیاست پولی به میان می‌آید باید دقیقاً مشخص شود از چه سطحی از هدف‌گذاری سخن می‌گوییم.

۲- سطوح هدف‌گذاری سیاست پولی

همان‌طور که ذکر شد هدف نهایی سیاست پولی به‌مانند تمامی سیاست‌های اقتصادی، کمک به رشد اقتصاد و افزایش تولید و درنهایت مصرف کالا و خدمات است که فرض می‌شود سطح رضایت یا خوشبختی افراد بدان وابسته است. اما در سطح میانی هدف اصلی و عمده سیاست پولی مربوط به سطح قیمت‌ها و تورم است. حفظ تورم در یک عدد پایین مثبت به‌طور وسیع و فراگیری هدف اصلی و متعارف اعلام‌شده سیاست پولی است. بانک‌های مرکزی با اعمال ابزارهای پولی می‌کوشند از بروز نوسان در نرخ تورم و افزایش آن

4. Deflation

^۵. در برخی موارد در ادبیات موضوع، هدف‌گذاری تورم آلترناتیو هدف‌گذاری حجم پول برشمرده می‌شود و بیان می‌شود که بانک‌های مرکزی با کنار گذاشتن هدف‌گذاری حجم پول به سراغ هدف‌گذاری تورم رفتند. اما به نظر می‌رسد که نمی‌توان هدف‌گذاری تورم و حجم پول را آلترناتیو هم برشمرد چراکه کنترل حجم پول در حقیقت با هدف کنترل تورم صورت می‌گیرد. در



درواقع بانک‌های مرکزی مدت‌هاست می‌کوشند اهداف تورمی خود را از طریق «هزینه پول و اعتبار» و نه «میزان عرضه پول و اعتبار» تعقیب کنند. در شرایط رونق که بروز فشارهای تورمی محتمل است، بانک مرکزی با افزایش نرخ بهره هزینه وام‌گیری را افزایش داده و ضدانگیزه‌ای در راه افزایش مخارج به وجود می‌آورد تا بدین وسیله میزان مخارج مصرفی و سرمایه‌گذاری را تضعیف کند. افزایش نرخ بهره مخارج روی تجهیزات و ساختمان توسط بنگاه‌ها و همچنین مخارج خانوارها روی کالاهای بادوام مانند اتومبیل و لوازم و اثاثیه (که به‌طور وسیعی به‌صورت اقساطی به فروش می‌رود) را کاهش می‌دهد. در شرایط رکودی هم عکس این وضعیت مصداق داشته و بانک مرکزی با کاستن از نرخ بهره درصدد تحریک مصرف و سرمایه‌گذاری و جلوگیری از رکود و کاهش قیمت‌ها برمی‌آید. لذا هدف اصلی کوتاه‌مدت بانک‌های مرکزی امروزه تنها یک چیز است و آن عبارت است از «نرخ بهره بازاری کوتاه‌مدت». فرآیندی که طی آن تغییر در نرخ بهره موجب تأثیرگذاری بر رفتارهای تولیدی و مصرفی شده و درنهایت تورم و بخش حقیقی اقتصاد را متأثر می‌سازد، به «مکانیزم انتقال»^۶ سیاست پولی موسوم است.

۳- ابزارهای سیاست پولی
ابزارهای سیاست پولی تکنیک‌هایی است که به‌وسیله آن‌ها بانک مرکزی می‌کوشد متغیر هدف خود را در سطح مطلوب و موردنظر قرار دهد. با توجه به این حقیقت که هدف اولیه و ابزاری مهم در سیاست‌گذاری پولی، اثرگذاری بر نرخ بهره کوتاه‌مدت است لذا ابزارهای سیاست پولی شامل ابزارهایی می‌شود که با کاربرد آن‌ها بانک مرکزی موفق به تغییر دلخواه در نرخ بهره یا حفظ آن در سطح دلخواه می‌گردد. پس رویه اجرای سیاست پولی چنین است که ابتدا بانک مرکزی با رصد شرایط اقتصادی از حیث رونق و رکود یک نرخ بهره را به‌عنوان هدف انتخاب کرده و سپس با کاربرد ابزارهای خود درصدد تحقق و سپس حفظ آن برمی‌آید.

یک تفکیک کلی در مورد ابزارهای سیاست پولی، تفکیک آن به ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم است. ملاک این تفکیک، بازارمحور بودن عملکرد بانک مرکزی است (Balogh, 2009). ابزارهای مستقیم اشاره به محدودیت‌های اعمال‌شده توسط بانک مرکزی بر نرخ بهره پرداختی بانک‌ها (اعم از نرخ بهره سپرده‌ها یا نرخ تسهیلات) و همچنین تعیین سقف و کف برای میزان اعطای اعتبارات دارند. در اینجا بانک مرکزی از طریق وضع دستورات مستقیم بانک‌ها را مکلف به تبعیت از سقف یا کف‌های مربوط به نرخ

حقیقت به نظر می‌رسد هدف بودن کنترل تورم موضوعی ثابت بوده است که زمانی از طریق هدف‌گذاری حجم پول تعقیب می‌شد اما به‌تدریج جای خود را به هدف‌گذاری نرخ بهره داد. از این‌رو بهتر به نظر می‌رسد که هدف‌گذاری حجم پول را آلترناتیو هدف‌گذاری نرخ بهره بدانیم تا هدف‌گذاری تورم.

6. Transmission Mechanism



بانک‌ها بلکه از طریق ایفای نقش در جانب عرضه و تقاضای بازار پول هدایت و محقق می‌سازد. بدیهی است که این نوع مدیریت بازار پول با توجه به ماهیت آن (تأثیرگذاری غیرمستقیم بر متغیر هدف) علاوه بر کارایی بالا در ابزارها و بازارهای مالی نیازمند اعمال مدیریتی هوشمندانه، انعطاف‌پذیر و ماهرانه توسط مقامات پولی است. مهم‌ترین ابزارهای غیرمستقیم در اجرای سیاست پولی عبارت‌اند از:

• عملیات بازار باز^۷: در عملیات بازار باز بانک مرکزی از طریق خرید و فروش دارایی‌ها به‌ویژه اوراق قرضه دولتی به دنبال تأثیرگذاری بر قیمت منابع و حجم آن‌هاست. این عملیات عمدتاً بین بانک مرکزی و بانک‌های تجاری صورت می‌پذیرد یعنی مخاطب بانک مرکزی در خرید و فروش اوراق بهادار بانک‌های تجاری هستند. بانک مرکزی به بهانه خرید و فروش اوراق بهادار ذخایر بانک‌ها را کم و زیاد می‌کند که این بر قیمت این ذخایر (نرخ بهره) مؤثر واقع می‌گردد. در واقع بانک مرکزی اجازه نمی‌دهد کمبود یا مازاد ذخایر بانکی موجب تغییر در نرخ بهره و انحراف آن از سطح هدف وی شود و چنانچه چنین اتفاقی در حال رخ دادن باشد او از طریق خرید یا فروش اوراق بهادار، کمبود یا مازاد ذخایر را رفع می‌کند. قیمت‌گذاری این اوراق به‌صورت کاملاً آزاد و رقابتی انجام می‌گیرد اگرچه قیمت پایه را بانک مرکزی تعیین می‌کند.

• تنزیل: مراد از تنزیل وام‌دهی مستقیم بانک مرکزی به مؤسسات سپرده‌پذیر (یا پذیرش سپرده

بهره یا میزان اعتبار می‌سازد. این قبیل سیاست‌ها در کشورهای کمتر توسعه‌یافته‌تر متداول بوده و در کشورهای پیشرفته نیز تا اواخر دهه ۱۹۷۰ یعنی پیش از طرح ایده مقررات‌زدایی و آزادسازی اقتصادی حاکم بود. تجارب گوناگون نشان می‌دهد کشورهایی که سیاست‌های مستقیم را رها کرده و رو به سیاست‌های غیرمستقیم می‌آورند به‌ویژه در اوان این اقدام معمولاً خود را در مقایسه با گذشته در کنترل شرایط ناتوان می‌بینند که نمونه آن رشد شدید متغیرهای پولی در انگلستان پس از کنار گذاشتن ابزارهای مستقیم ناظر بر سقف اعتبارات و نرخ‌ها در اواخر دهه ۱۹۷۰ است (Jilek, 2006). به‌رحال با وجود این مطابق ادبیات غالب پولی، این ابزارها به‌عنوان ابزارهایی مخدوش‌کننده کارایی شناخته می‌شوند. ابزارهای مستقیم همواره در معرض خطر عدم تبعیت و سرپیچی قرار داشته و نیازمند اعمال نظارت جدی و مستقیم توسط مقامات پولی هستند. امروزه کاربرد این ابزارها در اقتصادهای اصلی جهان منسوخ شده است.

ابزارهای غیرمستقیم پولی که ابزارهای اصلی و شناخته‌شده سیاست پولی محسوب می‌شوند به‌طورکلی تا حد زیادی معلول رشد و کارایی بازارهای مالی هستند. در واقع کارایی بازارهای مالی از پیش‌نیازهای مهم کاربرد ابزارهای غیرمستقیم در سیاست‌گذاری پولی است. معنای «غیرمستقیم» در این تفکیک این است که بانک مرکزی متغیر هدف خود (نرخ بهره) را نه از طریق نرخ‌گذاری و تعیین سقف و کف دستوری برای

7. Open Market Operation



۴-۱- ابزارهای سیاست پولی در آمریکا

۴-۱-۱- عملیات بازار باز

فعالترین و منعطفترین ابزار سیاستی در سیاست‌گذاری پولی نه فقط در آمریکا بلکه در کلیه کشورها عملیات بازار باز است^۹. در آمریکا این سیاست تقریباً به صورت روزانه برای حصول نرخ بهره تعیین شده توسط کمیته بازار باز مورد استفاده قرار می‌گیرد. اما فهم چگونگی تأثیرگذاری این سیاست بر متغیر هدف موضوعی کلیدی است.

مؤسسات سپرده‌پذیر در پایان یک دوره مشخص، معمولاً در پایان روز، باید به محاسبه این بیردازند که با توجه به موجودی خود، چه میزان ذخایر باید نزد بانک مرکزی نگاهدارند. سطح این بایستگی بستگی دارد به نرخ ذخایر قانونی و سپرده‌های دیداری لازم به نگهداری نزد بانک مرکزی برای انجام عملیات تسویه (کلرینگ). پس از انجام این محاسبه برخی مؤسسات بسته به میزان مساعد بودن وضعیت اعتباری خود ممکن است کمبود شناسایی کرده و برخی مازاد داشته باشند. یک بازار خصوصی بین بانکی برای وام‌دهی این ذخایر وجود دارد که این وام‌دهی و وام‌گیری در آن به صورت شبانه صورت می‌پذیرد. نرخ بهره این منابع به «نرخ منابع فدرال»^{۱۰} موسوم است که کوتاه‌مدت‌ترین و حساس‌ترین نرخ بهره در بازار پول است. این نرخ همان نرخ هدف بانک مرکزی به‌عنوان هدف ابزاری در اجرای سیاست پولی است. در حقیقت فدرال رزرو سیاست پولی خود

این مؤسسات توسط بانک مرکزی) است. بانک مرکزی برای این امر یک نرخ بهره اعلام می‌کند که این نرخ به‌طور غیرمستقیم نرخ‌های بازاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علت نام‌گذاری این ابزار به «تنزیل» این است که تنزیل اوراق تجاری توسط بانک‌ها نزد بانک مرکزی در یک نرخ مشخص در واقع مشابه است با وام‌گیری بانک‌ها از بانک مرکزی با یک نرخ مشخص در ازای وثیقه‌گذاری اوراق بهادار نزد وی.

• الزام نگهداری ذخایر^۸: بانک مرکزی بانک‌ها را موظف می‌کند نسبتی از سپرده‌های خود را نزد بانک مرکزی به‌عنوان ذخایر قانونی نگاهدارند. اگرچه ایده اولیه این ابزار، مربوط به مسائل احتیاطی بوده اما نقش و کارکرد اصلی آن امروزه در تأثیرگذاری بر طرف تقاضای ذخایر است. کاهش در این نسبت به معنای افزایش در ذخایر آزاد در اختیار بانک است که نرخ بهره را کاهش می‌دهد. افزایش آن نیز تقاضای ذخایر را دامن زده و نرخ بهره را در بازار بین بانکی افزایش می‌دهد.

با وجود اینکه عناوین ابزارهای سیاستی در کشورهای مختلف تا حد زیادی مشابه و عمدتاً شامل سه مورد فوق است، اما این ابزارها در جزئیات و شیوه اجرایی باهم متفاوت‌اند. به این علت و برای حصول فهمی دقیق‌تر و شفاف‌تر در ادامه به بررسی جزئیات بیشتری از ابزارهای سیاست پولی در کشورهای اصلی و پیشگام اجرای سیاست پولی می‌پردازیم.

8. Reserve Requirement
9. Open Market Committee
10. Federal Funds Rate



در صورت وجود مازاد خالص در ذخایر بانکها گرایش به کاهش در نرخ منابع فدرال در بازار بین بانکی پدید می آید که بانک مرکزی وارد عمل شده و با سیاست فروش اوراق قرضه سعی می کند این ذخایر مازاد را جذب کند. در حالت کمبود ذخایر نیز بانک مرکزی برای حفظ نرخ بهره مبادرت به خرید اوراق و عرضه ذخایر می کند.

بانک مرکزی به این علت اقدام به هدف گیری نرخ منابع فدرال در بازار بین بانکی می کند که این نرخ مستقیماً تمامی نرخ های بهره در اقتصاد را تحت الشعاع قرار می دهد. نرخ منابع فدرال در وام های شبانه بین بانکی، که تابع فراهم بودن ذخایر بانکی و دسترسی بانکها به ذخایر است، نمودی از وضعیت دسترسی به اعتبار در کل اقتصاد محسوب می شود. بنابراین بانک مرکزی هدف خود در تأثیرگذاری بر نرخ بهره در اقتصاد را نه از طریق تأثیر بر نرخ بهره در تمامی انواع بازارها با نرخ های مختلف، بلکه صرفاً از طریق تأثیر بر نرخ منابع فدرال پیگیری می کند با علم به اینکه این نرخ نقش خط دهنده به تمامی نرخ های بهره موجود در اقتصاد را ایفا می کند. کلیه معاملات بانک مرکزی در عملیات بازار باز از طریق مزایده و مناقصه پس از تعیین یک قیمت پایه انجام می شود. در واقع اصول حرفه ای ایجاب می کند که بانک مرکزی در انتخاب طرف معامله در خرید یا فروش اوراق بر اساس میل مجریان خود تصمیم نگیرد بلکه این انتخاب از دل یک بازار کاملاً باز و بر اساس رقابت قیمتی صورت می پذیرد. علت نام گذاری این سیاست به عملیات بازار باز نیز همین مطلب است (www.federalreserveedu.com).

را از طریق تنظیم این نرخ به انجام می رساند. چنانچه بانک مرکزی بخواهد اقدام به اجرای سیاست انبساطی کرده و طرف تقاضا را تحریک کند با کاهش دادن این نرخ انگیزه وام گیری را تقویت می کند و برای کنترل اقتصاد در برابر تورم نیز این نرخ را افزایش می دهد.

اما تغییر این نرخ چگونه اتفاق می افتد؟ برای این کار بانک مرکزی اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار (در رأس آنها اوراق قرضه خزانه داری) در تعامل با بانکها می کند. برای کاستن از نرخ بهره بانک مرکزی باید ذخایر بانکها را افزایش دهد تا این مازاد ذخایر باعث شود نرخ بهره این ذخایر در بازار بین بانکی سقوط کند. برای این منظور بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق قرضه در اختیار بانکها می کند. او برای این کار قیمتی بالاتر از قیمت رایج این اوراق به بانکها پیشنهاد می کند (به عنوان قیمت پایه) و بانکها نیز وارد فراخوان مناقصه شده تا اوراق قرضه خود را بر اساس پیشنهاد رقابتی و انجام مناقصه به بانک مرکزی فروخته و در ازای آن ذخایر دریافت کنند. در اینجا ذخایر بانکها افزایش یافته و آنها توان وام دهی بیشتری می یابند که کاملاً متناسب است با هدف فدرال رزرو در انبساط پولی. اما هدف اصلی فدرال رزرو عبارت است از افزایش ذخایر به منظور افت نرخ منابع فدرال در بازار بین بانکی. حالت عکس رخ دادهای فوق در صورت تمایل به اجرای سیاست انقباضی (افزایش نرخ بهره) صادق است (Labonte, 2014; www.frbfr.org). زمانی که نرخ هدف فدرال رزرو در بازار به دست آمد باز هم فدرال رزرو از ثبات این نرخ حمایت می کند.



برای بازپرداخت است. اعتبار ثانویه مربوط به مؤسساتی است که واجد صلاحیت برای دریافت اعتبار اولیه نیستند. نرخ این اعتبار بالاتر از اولی است. اعتبار فصلی برای کمک به مؤسسات سپرده‌پذیری است که بتوانند یک الگوی تکرارشونده از نیاز به منابع را در عملیات خود در درون یک سال به بانک مرکزی اثبات کنند (معمولاً این اعتبار مربوط است به بخش‌های کشاورزی و توریسم). در مواقع اضطراری نیز فدرال رزرو به بانک‌های ایالتی اجازه اعطای اعتبار اورژانسی به افراد و شرکت‌هایی که مؤسسه سپرده‌پذیر نیستند را می‌دهد که نرخ بهره مشخصی ندارد.

با توسعه عملیات بازار باز و نقش آن در سیاست پولی، سهم پنجره تنزیل در عملیات بانک مرکزی بسیار افت کرده است. واقعیت آن است که چند دهه است که بانک مرکزی نرخ این منابع را کمتر از نرخ منابع فدرال قرار داده است یعنی در واقع از نرخ این اعتبارات به‌عنوان یک متغیر سیاستی در اثرگذاری بر نرخ بهره استفاده نمی‌کند. با وجود کمتر بودن نرخ این اعتبارات از نرخ منابع فدرال، مؤسسات سپرده‌پذیر به چند دلیل رجوع گسترده‌ای برای کسب این اعتبارات انجام نمی‌دهند. توزیع این منابع به‌صورت اداری صورت می‌گیرد و لذا بانک مرکزی از اعطای این

نوع عملیات بازار باز یا خرید و فروش اوراق بهادار توسط بانک مرکزی بر اساس برخی جزئیات نظیر توالی انجام، بازگشتی^{۱۱} بودن قرارداد معامله (معکوس شدن معامله در یک تاریخ مشخص) یا یکجا^{۱۲} (یک‌دفعه) بودن آن اقسامی دارد که از حیث ماهیت عملیات تفاوتی با یکدیگر ندارند.
۴-۱-۲- پنجره تنزیل^{۱۳}

این ابزار مربوط است به وام‌گیری کوتاه‌مدت و موقتی برخی مؤسسات سپرده‌پذیر از بانک مرکزی در ازای ارائه وثایق (اوراق بهادار)، که می‌توان آن را همان تنزیل موقتی اوراق بهادار این مؤسسات در برخی مشخص توسط فدرال رزرو دانست. منابعی که بانک به این طریق از بانک مرکزی اخذ می‌کند به «ذخایر قرضی»^{۱۴} موسوم است که نقطه مقابل عنوان «ذخایر غیرقرضی»^{۱۵} است که به ذخایر کسب‌شده از فروش اوراق قرضه به بانک مرکزی در عملیات بازار باز اطلاق می‌شود. نرخ این نوع تسهیلات (موسوم به نرخ تنزیل) یکی از نرخ‌هایی است که می‌تواند نقش خط‌دهندگی به نرخ‌های بهره بازار را عهده‌دار باشد. انواع اعتباراتی که در قالب پنجره تنزیل به مؤسسات سپرده‌پذیر اعطا می‌شود شامل اعتبار اولیه^{۱۶}، اعتبار ثانویه^{۱۷} و اعتبار فصلی^{۱۸} است. اعتبار اولیه منابعی با مهلت حداکثر چند هفته‌ای

11. Repurchase Agreement
12. Outright
13. Discount Window
14. Borrowed Reserves
15. Non- Borrowed Reserves
16. Primary Credit
17. Secondary Credit
18. Seasonal Credit



۴-۱-۳- ذخایر قانونی

همان‌طور که ذکر شد امروزه کاربرد ذخایر قانونی نه به جهت مسائل احتیاطی بلکه به‌عنوان منبعی برای خلق تقاضای ذخایر توسط بانک‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد که همین تقاضای ذخایر از سوی بانک‌ها، مدیریت پولی توسط بانک مرکزی را ممکن می‌سازد. اگرچه مقررات مربوط به الزام ذخایر کم‌کاربردترین و کم‌تغییرترین ابزار مورد استفاده توسط فدرال رزرو عنوان می‌شود اما وجود همین الزام ذخایر است که موجب شکل‌گیری تقاضا برای ذخایر توسط بانک‌ها و به وجود آمدن بازار شبانه ذخایر بانکی بین بانک‌ها می‌گردد تا بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز بتواند بر نرخ این بازار تأثیرگذار واقع شود. لذا ذخایر قانونی اگرچه به‌مثابه یک ابزار سیاستی به‌طور پیوسته توسط فدرال رزرو کم و زیاد نمی‌شود، اما واقعیت آن است که وجود آن یکی از پایه‌های اساسی امکان‌پذیری اجرای سیاست پولی محسوب می‌شود.

۴-۲- ابزارهای سیاستی بانک مرکزی اروپا

بانک مرکزی اروپا هدف اجرای سیاست پولی خود را ثبات قیمت‌ها اعلام می‌کند و این مهم را مانند عمده نهاد‌های مشابه خود از طریق اثرگذاری بر نرخ بهره به انجام می‌رساند. سه ابزار اصلی در اختیار این بانک عبارت‌اند از عملیات بازار باز، امکان‌های دائمی و ذخایر قانونی که در ادامه به تفصیل به توضیح آن‌ها می‌پردازیم.

منابع در خارج از موارد محدود و اورژانسی اجتناب می‌کند.

همچنین استفاده وسیع برخی مؤسسات اعتباری در معرض ورشکستگی در دهه ۹۰ از این نوع اعتبارات موجب دور شدن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از این نوع اعتبار شد تا در اثر استفاده از این منابع وجهه و اعتبار آن مؤسسه به‌عنوان نهادی که مجبور به دریافت وام اضطراری شده تنزل پیدا نکند. در مجموع می‌توان گفت نرخ بهره اصلی که وضعیت آن بیانگر هدف‌گذاری و سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی است، همان نرخ منابع فدرال است که تابع وضعیت عملیات بازار باز است و نرخ تنزیل در مقایسه با آن از جایگاه و اهمیتی در علامت‌دهی به انواع نرخ بهره رایج بازار برخوردار نیست. درنهایت باید گفت عملیات پنجره تنزیل به لحاظ توالی و تکرار بسیار کمتر از توالی و تکرار عملیات بازار باز است و در واقع تغییر نرخ تنزیل و رجوع بانک‌ها برای استفاده از منابع آن به‌ندرت صورت می‌گیرد.

درنهایت باید خاطر نشان کرد که پرداخت بهره به ذخایر ابزاری است که پس از بحران مالی ۲۰۰۸ و بعد از رشد شدید پایه پولی توسط بانک مرکزی آمریکا به‌منظور جلوگیری از عملکرد مکانیزم ضریب فزاینده و کنترل نقدینگی معرفی شد. این ابزار پیش از این موضوعیتی در بین ابزارهای مرسوم و متعارف سیاست‌گذاری پولی فدرال رزرو نداشت.^{۱۹}

۱۹. برای آگاهی بیشتر رجوع شود به مقاله « تسهیل مقداری؛ واکنش مدیریت کلان اقتصادی آمریکا به بحران اقتصادی » در سایت مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین.



۴-۲-۱- عملیات بازار باز

به مانند فدرال رزرو آمریکا، عملیات و ابزار اصلی پولی بانک مرکزی اروپا نیز عملیات بازار باز است. هدف بانک مرکزی از این عملیات مشابه دیگر کشورها همانا اثرگذاری بر نرخ بهره شبانه بین بانکی است. این عملیات به شکل خرید یا فروش اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی با ظرفیت مؤسسات سپرده‌پذیر انجام می‌گیرد. البته در حالتی که معامله اوراق بهادار به صورت بازگشتی باشد، این عملیات در واقع هیچ تفاوتی با وام‌گیری (وام‌دهی) با وثیقه‌گذاری (وثیقه‌پذیری) اوراق بهادار نیست. بانک مرکزی اروپا چهار نوع عملیات بازار باز را از هم مجزا کرده است که تفاوت این روش‌ها در واقع مربوط به توالی اجرا و طول دوره وام‌گیری یا بازگشت معامله (تکرار معامله به شکل معکوس) است. مهم‌ترین و اصلی‌ترین ابزار سیاستی عملیات بازار باز در اروپا عملیاتی موسوم به «عملیات تأمین مالی اصلی»^{۲۰} است. در اینجا بانک مرکزی اقدام به اعطای اعتبارات با سررسید یک هفته می‌نماید.

به عبارت دقیق‌تر عملیات خرید اوراق از بانک‌ها و در ازای آن اعطای منابع مالی به آن‌ها تا سررسید یک هفته انجام شده و در پایان این هفته معامله معکوس می‌گردد. اما نکته مهم از جنبه سیاست‌گذاری پولی در این عملیات، نرخ بهره مقرر شده برای منابع اعطا شده است. این نرخ یعنی «نرخ حداقلی مزایده»^{۲۱} این منابع، که تعیین

آن یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاستی بانک مرکزی اروپاست، هر ماه تعیین می‌شود و پایه‌ای برای مزایده منابع را شکل می‌دهد.

همین‌طور بانک مرکزی رأساً درباره حجم منابعی که می‌خواهد از این طریق توزیع کند تصمیم می‌گیرد. این عملیات که یک‌بار در هفته انجام می‌گیرد، با اعلام نرخ و حجم منابع توسط بانک مرکزی و سپس ارائه پیشنهاد قیمتی و مقداری توسط بانک‌ها انجام می‌گیرد تا بانک مرکزی بر اساس نرخ پیشنهادی بانک‌ها در مزایده این منابع را بین آن‌ها توزیع کند. بانک‌هایی که موفق به دسترسی به منابع در این عملیات نمی‌شوند باید راهی بازار بین بانکی شده و درصدد اخذ اعتبار از دیگر بانک‌ها باشند. بانک مرکزی اروپا از طریق نرخ و حجم منابعی که از این طریق به بانک‌ها اعطا می‌کند، قادر می‌گردد بر نرخ بهره بازار بین بانکی - پایه تمامی نرخ‌های بهره بازار- تأثیر گذاشته و آن را در سطح دلخواه خود قرار دهد. مثلاً اگر بانک مرکزی مایل به کاستن از نرخ بهره باشد، در عملیات تأمین مالی اصلی خود یک نرخ پایین‌تر با حجم بیشتری از منابع را برای بانک‌ها به مزایده می‌گذارد و با رجوع بیشتر بانک‌ها به این منابع، تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی کاهش می‌یابد که افت نرخ بهره این بازار و کل اقتصاد را در پی خواهد داشت.

نوع دیگر عملیات بازار باز در اروپا موسوم به «عملیات بلندمدت‌تر»^{۲۲} است که دارای توالی

20. Main refinancing operations
21. Minimum Bid Rate
22. Longer-term refinancing operations



امکان‌های دائمی شامل دو نوع امکان است:
الف) امکان وام‌دهی نهایی^{۲۵}: مؤسسات سپرده‌پذیر با ارائه دارایی‌های مقبول (اوراق بهادار) قادرند ذخایر شبانه مورد نیاز خود را از بانک مرکزی تهیه کنند. نرخ بهره‌ای که بانک مرکزی از این نوع وام‌ها می‌گیرد از نرخ بهره روی منابع «عملیات تأمین مالی اصلی» بالاتر است.

ب) امکان سپرده^{۲۶}: در اینجا مؤسسات سپرده‌پذیر به صورت شبانه مبادرت به سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی می‌کنند. نرخ پرداختی به این سپرده‌ها از نرخ حداقلی مزایده در «عملیات تأمین مالی اصلی» کمتر است. دو نرخ مربوط به امکان دائمی همزمان با تعیین نرخ حداقل مزایده در عملیات تأمین مالی اصلی و به صورت ماهانه انجام می‌پذیرد.

هدف از این ابزار سیاستی عرضه و جذب نقدینگی شبانه، علامت‌دهی وضعیت سیاست پولی و محدودسازی نرخ بهره بازار (از طریق محدودسازی نرخ بهره وام‌های شبانه) عنوان می‌شود. اما به نظر می‌رسد مقصد اصلی در طراحی چنین ابزاری را باید در هدف ابزاری مهم سیاست پولی یعنی تنظیم نرخ بهره جستجو کرد. واقعیت آن است که هدف اصلی از این ابزار نه عرضه یا جذب منابع، بلکه کنترل نرخ بهره در محدوده‌ای خاص است. کاربرد این ابزار توسط بانک مرکزی نوعی کریدور نرخ بهره در بازار بین‌بانکی خلق می‌کند. سقف این کریدور نرخ

ماهانه و سررسید سه‌ماهه است و در آن نیز بر مبنای مناقصه عمل می‌شود. طبیعتاً به دلیل توالی کم و جایگاه ضعیف‌تر، این عملیات قادر به ایفای نقش علامت‌دهی در تعیین نرخ بهره بازار نیست. بانک مرکزی اروپا نوع سوم عملیات بازار باز را عملیات «تنظیم دقیق»^{۲۳} معرفی می‌کند که در مواقع زمانی دلخواه جهت هموارسازی نرخ بهره در مواجهه با نوسانات پیش‌بینی نشده اقتصادی انجام می‌گیرد. «عملیات ساختاری» به عنوان نوع چهارم عملیات بازار باز در اروپا مربوط است به شرایطی که بانک مرکزی تصمیم به تغییر موقعیت ساختاری بانک مرکزی در مقابل بانک‌های تجاری دارد. ناگفته پیداست که نقش اصلی و محوری عملیات بازار باز در اجرای سیاست پولی که همان تأثیرگذاری بر نرخ بهره بین‌بانکی است، بر عهده عملیات تأمین مالی اصلی است.

۴-۲-۲- امکان‌های دائمی^{۲۴}

عملیات بازار باز با کنش و تصمیم بانک مرکزی انجام می‌گیرد، اما بانک مرکزی به بانک‌ها اجازه می‌دهد که آن‌ها هم پیش‌قدم باشند. بر اساس این ابزار بانک‌ها و کلیه مؤسسات سپرده‌پذیر قادرند در هر زمان دلخواه تصمیم به کم یا زیاد کردن ذخایر خود گرفته و در جهت تحقق این تصمیم از بانک مرکزی وام گرفته یا نزد وی سپرده‌گذاری کنند. علت نام‌گذاری این ابزار به امکان «دائمی» نیز در همین موضوع نهفته است که این امکان برای بانک‌ها همواره برقرار است.

23. Fine-tuning operations
24. Standing Facilities
25. Marginal Lending Facility
26. Deposit Facility

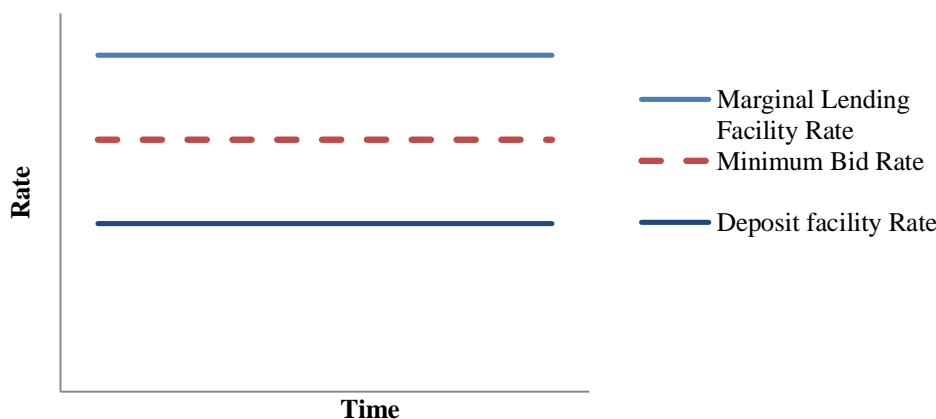


واقعیت آن است که بانک‌ها همواره جهت وام‌دهی یا وام‌گیری ذخایر بانکی موردنیاز خود، بازار بین‌بانکی را بهتر از دو ابزار دائمی پیش‌گفته خواهند یافت. لذا استفاده از امکان وام‌گیری و سپرده‌گذاری نهایی اندک بوده و در واقع هدف از این کار کنترل نرخ بهره بین‌بانکی در محدوده‌ای از پیش تعیین شده است. هر قدر حد بالا و پایین کریدور به هم نزدیک باشند، نرخ بهره بین‌بانکی هموارتر و باثبات‌تر خواهد بود (jilek, 2006 & Balogh, 2009).

۴-۲-۳- الزام ذخایر

بانک مرکزی اروپا سطحی از ذخایر را به‌عنوان ذخایر الزامی که باید هر بانک نزد بانک مرکزی نگاه دارد اعلام و اعمال می‌کند که هدف آن خلق تقاضا برای ذخایر و ایجاد کمبود ساختاری نقدینگی (ذخایر بانکی) است (www.ecb.europa.eu). محاسبه الزام ذخایر در اروپا به‌صورت ماهانه صورت می‌گیرد (Balogh, 2009).

است که بانک مرکزی در وام اعطایی به مؤسسات در «امکان وام‌گیری نهایی» از آن‌ها اخذ می‌کند. وقتی بانک‌ها به منابع کوتاه‌مدت نیاز دارند و به هر دلیلی نمی‌توانند آن را از بازار بین‌بانکی تأمین کنند، نرخ بهره در بازار بین‌بانکی سربه‌فلک نخواهد زد بلکه بانک مرکزی این نیازها را، هر چه که باشد، در این سطح نسبتاً بالا که سقف کریدور است تأمین خواهد کرد. لذا می‌توان مطمئن بود که نرخ بهره در بازار شبانه بین‌بانکی قطعاً از این سقف کمتر خواهد بود. اما گاهی اوقات هم در بازار شبانه بین‌بانکی و شرایطی که نقدینه بالایی در بازار وجود دارد، نرخ بهره افت می‌کند. در اینجا بانک‌ها هرگز حاضر نخواهند بود در وام‌دهی به یکدیگر در بازار شبانه بین‌بانکی نرخ کمتر از امکان سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی اخذ کنند. لذا نرخ امکان سپرده، کف نرخ بهره در بازار بین‌بانکی را شکل داده و کارکرد آن جلوگیری از افت نرخ بهره از این سطح حداقلی است.





۴-۳- سایر بانک‌های مرکزی

توضیحات فوق درباره ابزارهای سیاست پولی در آمریکا و اتحادیه اروپایی تقریباً تمامی مباحث قابل طرح در نحوه استفاده از سیاست پولی در اقتصادهایی که از ابزارهای غیرمستقیم در سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌کنند را نشان می‌دهد. در واقع عملیات بانک‌های مرکزی در کاربرد ابزارهای غیرمستقیم در دیگر کشورها نیز در مجموع شباهت به ابزارها و روش‌های فوق‌الذکر دارد. از این رو نباید امیدوار بود که ارزیابی ابزارهای مورد استفاده در دیگر کشورها از کاربرد ابزارهایی متمایز و جدید حکایت کند.

در ژاپن بانک مرکزی از عملیات بازار باز برای عرضه و جذب ذخایر مؤسسات سپرده‌پذیر استفاده می‌کند. هدف سیاستی بانک مرکزی ژاپن نیز مانند دیگر هم‌قطاران وی تعیین نرخ بهره شبانه بین بانکی در سطح هدف از طریق تأثیر بر قیمت منابع عرضه شده از طریق عملیات بازار باز است. همچنین بانک مرکزی ژاپن تسهیلاتی موسوم به «تسهیل بانکدار»^{۲۷} استفاده می‌کند که در قالب آن بانک مرکزی در صورت تقاضای طرف‌های متقاضی، تسهیلاتی را با نرخ اعلام شده و با اخذ وثیقه (فقط اوراق قرضه دولتی) در اختیار آن‌ها قرار می‌دهد. در واقع این عملیات مشابه تنزیل اوراق قرضه دولتی است. نرخ که بانک مرکزی روی این منابع وضع می‌کند به نرخ پایه‌ای وام^{۲۸} موسوم است (Olivei, 2002) که تعیین آن از ابزارهای

سیاستی بانک مرکزی ژاپن است.

در چین بانک مرکزی مطابق اعلام پایگاه اطلاع‌رسانی خود از انواع ابزارهای پولی یعنی عملیات بازار باز، وام‌دهی بانک مرکزی، ذخایر قانونی و وام‌دهی دائمی استفاده می‌کند. در چین هم بانک مرکزی حد بالا و پایینی برای نرخ بهره تعیین می‌کند که حد بالا مربوط به نرخ منابع وام داده شده توسط بانک مرکزی و حد پایین هم نرخ بهره متعلقه به ذخایر قانونی و اضافی است. در چین میزان کاربرد ابزارهای مستقیم (تعیین نرخ بهره برای بانک‌ها در عملیات وام‌دهی و سپرده‌گیری) که پیش‌تر بسیار رایج بود رفته‌رفته تضعیف شده و این بانک مرکزی در حال حرکت به سوی ابزارهای غیرمستقیم است.

در دیگر کشورهای در حال توسعه نیز مکانیک‌هایی مشابه در اجرای سیاست پولی وجود داشته یا در حال ایجاد است. در ترکیه طی ۱۰ ساله اخیر نوع سیاست‌گذاری و عملکرد بانک مرکزی تغییراتی را شاهد بوده که همگی در راستای حرکت به سوی اعمال مدیریت غیرمستقیم بر بازار پولی بوده است. مهم‌ترین ابزار پولی مورد استفاده توسط بانک مرکزی ترکیه «نرخ رپو»^{۲۹} هفتگی (وام‌دهی به بانک‌ها با نرخ تعیین شده توسط بانک مرکزی در ظرف زمانی یک هفته)، «ذخایر الزامی» و «کریدور نرخ بهره»؛ که ابزار سیاستی اخیر به تازگی به اجرا درآمده است. عملیات حراج رپوی هفتگی در بین این ابزارها از اهمیت بیشتری برخوردار

27. Lombard Facility

28. Basic Loan Rate

29. Repo



اقتضا می‌کند شده و از درجه اهمیت تورم به عنوان تنها هدف سیاستی کاسته می‌گردد. همان‌طور که ذکر شد فدرال رزرو آمریکا اساساً هدف اشتغال و رشد اقتصادی را در کنار کنترل تورم به عنوان هدف سیاست پولی تعریف کرده است؛ کما اینکه طرح بزرگ «تسهیل مقداری» که سیاست پولی فدرال رزرو پس از سال ۲۰۰۸ را شکل داده است اساساً با هدف تحریک اقتصاد و رونق اقتصادی طراحی شده است. در حوزه ابزارها، مهم‌ترین ابزار در بین بانک‌های مرکزی عملیات بازار باز یا خرید و فروش اوراق قرضه دولتی در تعامل با بانک‌هاست. از دیگر مشابهت‌ها در بین بانک‌های مرکزی تعیین یک نرخ مشخص روی منابع اعطایی از سوی بانک مرکزی و همین‌طور تعیین نرخ اعطایی به سپرده‌های نهاده شده نزد اوست. در حقیقت این نرخ‌ها هستند که پایه‌ای برای نرخ‌های بهره در کل اقتصاد قرار می‌گیرند. بعضی بانک‌های مرکزی مانند فدرال رزرو تنها یک نرخ را هدف‌گیری کرده و درصد حصول آن می‌کوشند. برخی نیز مثل اروپا و ژاپن چند نرخ را اعلام کرده و کرایدوری برای نرخ بهره به وجود می‌آورند. لیکن همگی آن‌ها با توجه به اتکا به ویژگی بانک مرکزی در قدرت آفرینش پول و بدون بیم از کمبود ذخایر، توان اعطای وام یا پرداخت سود دلخواه به سپرده‌های بانک‌ها را دارا هستند و لذا آزادانه به اعطای منابع و جذب آن‌ها در نرخ دلخواه خود اقدام می‌کنند.

نکته جالب‌توجه در این ارزیابی آن است که بانک‌های مرکزی در کشورهای مورد بررسی (که عنوان آزادترین اقتصادهای جهان را یدک

است. نوع عملیات بانک مرکزی ترکیه طی سال‌های اخیر مشابهت زیادی به عملیات پولی بانک مرکزی اروپا پیدا کرده است که احتمالاً بی‌ارتباط با تلاش‌های این کشور در جهت الحاق به اتحادیه اروپا نیست. ابزارهای سیاست پولی در مالزی هم مشابهت زیادی با دیگر بانک‌های مرکزی امروزی دارد. هدف بانک مرکزی مالزی در سیاست پولی تنظیم نرخ بهره شبانه بین بانکی است. این نوع سیاست‌گذاری از سال ۲۰۰۴ به این سو اتخاذ شده است. بانک مرکزی در هر فصل نرخ هدف خود را اعلام می‌کند. برای اعمال این سیاست بانک مرکزی عمدتاً با بانک‌های تجاری مراداتی از جنس وام‌گیری و وام‌دهی برقرار می‌کند. اخیراً به سبب توسعه بازارهای مالی (مشخصاً بازار اوراق قرضه دولتی) بانک مرکزی مالزی اعلام کرده قصد دارد به جای وام‌گیری مستقیم به عملیات بازخرید (بازار باز) رو بیاورد که این انتخاب را ناشی از پیشرفت کافی در بازار اوراق قرضه مالزی اعلام کرده است.

۴- جمع‌بندی

بانک‌های مرکزی در اجرای سیاست پولی از ابزارهایی در جهت تحقق اهداف مصرح خود بهره می‌گیرند. این ابزارها و اهداف سیاست پولی در اقتصادهای جهان همگرایی و مشابهت بالایی دارد. هدف اصلی بانک‌های مرکزی کمابیش، کنترل نرخ تورم است که این هدف، خود به عنوان مقدمه‌ای برای تحقق رشد اقتصادی باثبات عنوان می‌گردد. در برخی مقاطع و در برخی کشورها اهمیت هدف اشتغال و رشد اقتصادی منجر به اتخاذ سیاست‌هایی انبساطی‌تر از آنچه کنترل تورم



توفیق بالای بانک‌های مرکزی این کشورها در اجرای اهداف سیاستی خود به‌ویژه مشخصاً در مورد مهم‌ترین یا به تعبیر بهتر تنها ابزار سیاستی خود یعنی نرخ بهره بانکی است. در ادبیات موضوع هیچ شاهد یا مصداقی از این یافت نشد که بانک‌های مرکزی در کنترل نرخ بهره و رساندن آن به سطح هدف‌گذاری شده ناتوان بوده یا این نرخ برای مدتی از کنترل آن‌ها خارج شده باشد. کاربرد ابزارهای سیاستی قوی و کارکشتگی بانک‌های مرکزی در استفاده از این ابزارها درجه موفقیت کاربرد ابزار سیاست پولی را به حوالی قطعیت رسانده است. البته روشن است که این تأثیرگذاری دقیق بر هدف ابزاری (نرخ بهره) لزوماً به معنای توفیق کامل در اثرگذاری بر اهداف بالاتر یعنی تورم و رشد اقتصاد نیست چراکه متغیرهایی مثل تورم و رشد اقتصادی از عوامل گوناگون و پیچیده‌ای تأثیر می‌پذیرند. اما این نکته در سیاست پولی قابل اغماض نیست که بانک‌های مرکزی به‌محض اراده رساندن نرخ بهره به یک سطح مشخص، بدون وضع دستور و صدور بخشنامه، با استفاده از ابزارهای کارآمد خود قادر به تحقق و جامه عمل پوشاندن به نیت و تصمیم خود می‌گردند.

می‌کشند) نفوذ حکمرانانه وسیع و بسیار قوی در تعیین تحولات بازار پول دارند. درست است که این بانک‌های مرکزی کمتر به صورت دستوری وارد نرخ‌گذاری مستقیم منابع مالی در مبادلات طرف‌های اقتصادی می‌شوند، اما در عمل با تعیین نرخ‌های بهره و عرضه یا جذب ذخایر بانکی، سمت و سوی بازار اعتباری را تعیین کرده و بازار را به اقتضانات خود و انمی‌گذارند. در حقیقت بانک مرکزی در عین عدم ورود مستقیم و دستوری، کاملاً وضعیت پولی و اعتباری را بر مبنای تصمیم سیاستی خود مدیریت می‌نماید. در مقام مقایسه، واضح است که مقامات پولی در ایران در جهت‌دهی به روندهای پولی دارای نفوذ حکمرانانه بسیار ضعیفی در مقایسه با کشورهای پیشگام هستند زیرا علی‌رغم مداخلات و نرخ‌گذاری‌های گاه و بیگاه مقامات پولی و غیرپولی در خصوص بازار پولی در کشور، این قواعد به‌طور وسیعی توسط بانک‌ها و دیگر طرف‌های دخیل، دور زده شده و از آن استنکاف می‌شود. این موضوع قابل انکار نیست که نفوذ بانک‌های مرکزی در اقتصادهای مورد بررسی در شکل‌دهی به جهت‌گیری‌های نظام اعتباری بسیار بیش از کشوری نظیر ایران است. نکته جالب در این میان،

منابع

- 1- Balogh Csaba (2009), “Monetary policy instruments of the Magyar Nemzeti Bank” Magyar Nemzeti Bank.
- 2- Jílek, Josef (2006) “Money and Monetary Policy Current Practice”, Institute for Economic and Environmental Policy University of Economics, Prague.
- 3- Labonte, Marc (2014), “Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions, Congressional Research Service.
- 4- Michael Geiger (2008), Instruments of Monetary Policy in China and Their Effectiveness: 1994-2006, February No. 187.
- 5- Olivei, Giovanni P. (2002), “Japan’s Approach to Monetary Policy “, Economic Review Second Quarter.
- 6- Tristani, Oreste (2012), “Monetary policy of the ECB: strategy and tools”, European Central Bank.
- 7- <https://www.ecb.europa.eu>
- 8- www.frbsf.org
- 9- www.federalreserveedu.com