

خروج از بحران از کانال پایه پولی

| محمد کوثری

| کارشناس تحقیقات اقتصادی بانک خاورمیانه

روزنامه دنیای اقتصاد - شماره ۳۳۷۰ تاریخ چاپ: ۲۴/۰۹/۱۳۹۳

Read more: <http://www.donya-e-egtesad.com/news/۸۴۷۰۶۷/#ixzz۳Ygx۲NIZ۹>

جهت‌گیری سیاست‌های پولی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، از تأکید مقامات پولی برای محدود کردن پول پر قدرت کشور حکایت دارد. این رویکرد در شرایطی اتخاذ شد که اقتصاد کشور در سال‌های پیش از آن از نابسامانی سیاست‌های پولی آسیب زیادی دیده بود و نیاز به کنترل منطقی متغیرهای پولی به شدت احساس می‌شد. در این حالت دولت بسته‌های خروج غیر تورمی از رکود را مطرح کرد و در کنترل تورم نیز تا حد زیادی موفق شد. از طرف دیگر هرچند در فصل نخست سال ۱۳۹۳ خروج از رکود به صورت خفیف اتفاق افتاد، اما باید گفت تا رسیدن به رونق راه زیادی مانده است. در این شرایط برخی فعالان بازارهای مختلف اقتصادی کشور اغلب یکی از مشکلات خود را کمبود نقدینگی معرفی می‌کنند و به تعبیری سیاست‌های انضباطی دولت را انقباضی دانسته و ابزار لازم برای رونق را در آن نمی‌بینند. لذا این سؤال پیش می‌آید که در شرایط فعلی آیا افزایش پایه پولی و در پی آن نقدینگی، دستاوردهای دولت در زمینه‌ی کاهش تورم را به طور حتم تهدید می‌کند یا می‌توان با اعمال مجموعه‌ای از سیاست‌ها، این تهدید را به فرصت تبدیل نمود؟

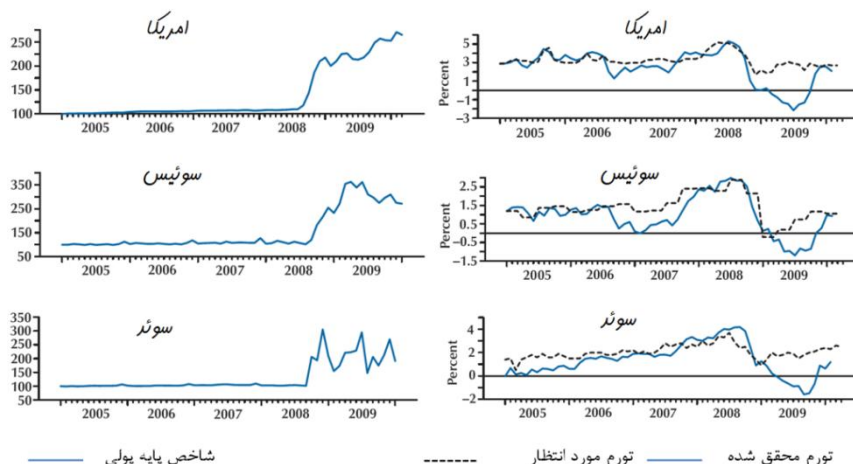
پاسخ به این سؤال نیازمند مطالعه‌ی دقیق و تکنیکی ابزارهای در دست بانک مرکزی و محدودیت‌های اقتصاد کشور است و این نوشتار قصد ندارد برای شرایط پیچیده‌ی کنونی اقتصاد ایران نسخه‌ای بیچد، بلکه هدف مرور مختصر تجربه برخی کشورها و به خصوص ایالات متحده در بکارگیری مجموعه سیاست‌هایی است که نشان می‌دهد افزایش شدید پایه پولی در کنار سیاست‌های صحیح مکمل، نه تنها بحرانی برای تورم آن‌ها ایجاد نکرده، بلکه به خروج از بحران اقتصادی نیز کمک کرده است. این تجربه‌ها حاکی از این پیام است که اگر تشخیص سیاست‌گذار از مشکل اقتصادی دقیق و درست باشد، ابزار لازم و استقلال کافی را دارا باشد و بداند که چگونه از مجموعه ابزارهای سیاست‌گذاری خود استفاده کند، می‌تواند با راه‌حلی که در نگاه اول حتی عجیب به نظر می‌رسد، از یک بحران سخت به سلامت عبور کند.

در این ارتباط باید گفت که در دو دهه‌ی گذشته، تغییر شدید حجم ترازنامه بانک مرکزی به عنوان یکی از ابزارهای مورد استفاده در سیاست‌های پولی مطرح شده است. تا پیش از این، دو برابر کردن حجم پول پر قدرت (پایه پولی) نسخه‌ای پیچیده شده برای افزایش تورم به حساب می‌آمد اما در طول دو دهه‌ی اخیر تجربه‌ی بانک مرکزی برخی کشورهای توسعه یافته نشان داد که چنین رویکردی نه تنها می‌تواند باعث اعمال شوک به تورم نشود، بلکه می‌تواند به عنوان یک ابزار سیاستی کارآمد در دست بانک مرکزی به حساب آید، به شرطی که اولاً بانک مرکزی از اعتبار و سابقه‌ی خوبی در ثبات بخشیدن به اقتصاد و پایین نگه‌داشتن تورم برخوردار باشد و ثانیاً احاد اقتصادی بدانند که اینگونه افزایش‌ها در پایه پولی با هدف مشخص انجام شده و تحت کنترل است و لذا انتظارات تورمی خود را افزایش ندهند.

طی سال‌های اخیر بانک مرکزی برخی کشورها از جمله آمریکا، سوئیس، انگلستان، ژاپن، سوئد و استرالیا، در راستای سیاست‌های موسوم به تسهیل کمی (Quantitative Easing)، برای کمک به شرایط اقتصادی و خروج از بحران مالی، افزایش شدید پایه پولی را در دستور کار خود قرار داده‌اند که شکل ۱ نمودارهای مربوط به تغییرات تورم و پایه پولی سه مورد از آنها را نشان می‌دهد (برای مقایسه بهتر اولین مشاهده پایه پولی به ۱۰۰ نرمالایز شده است). همانطور که مشخص است، جهش پایه پولی در این کشورها جدا از اینکه کم‌وبیش به بهبود اوضاع اقتصادی آنها کمک کرده، ولی باعث افزایش تورم نشده است. به گزارش صندوق بین‌المللی پول (IMF) این سیاست‌ها

در کشوری مثل آمریکا به طور کلی ۴ دستاورد مهم داشته است. دارایی‌های سمی و وام‌های بی‌پشتوانه را از ترازنامه‌ی بانک‌ها خارج کرده، به اقتصاد این کشور ثبات نسبی بخشیده، نرخ بهره را به اندازه‌ی کافی پایین آورده تا بازار مسکن بتواند دوباره رونق بگیرد و باعث تحرک رشد اقتصادی این کشور شده است.

شکل ۱: تغییرات پایه پولی و تورم در کشورهای منتخب

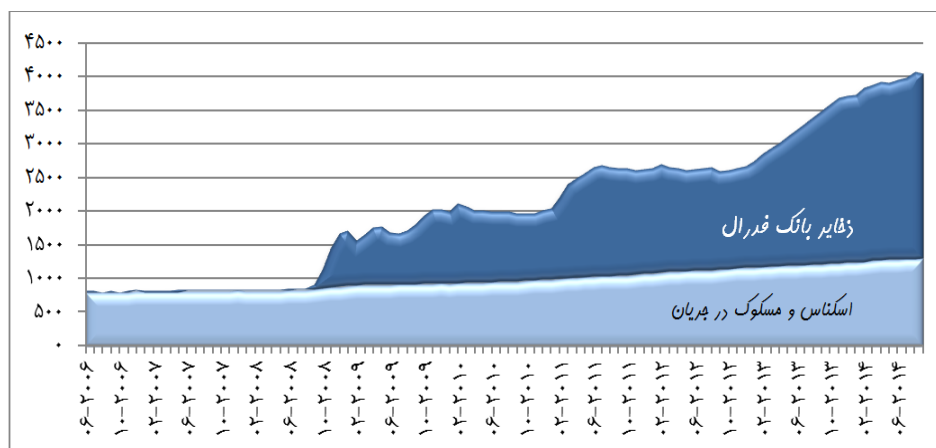


Source: Anderson, R. G. (۲۰۱۰). *Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience*. Federal Reserve Bank of St. Louis.

اما بانک مرکزی این کشورها چه مجموعه سیاست‌هایی اعمال کرده‌اند که افزایش این چینی در پایه پولی باعث شوک به تورم آنها نشده است؟ برای پاسخ به این سؤال، سیاست‌های بانک فدرال آمریکا به عنوان بهترین نمونه تشریح می‌شود:

زمانی که سیاست‌های پولی متداول کارایی خود را از دست دادند، بانک مرکزی آمریکا (فدرال رزرو) از ابزاری غیرمرسوم با عنوان تسهیل کمتی (QE) استفاده کرد که در نتیجه‌ی ۳ مرحله اجرای آن، پول پر قدرت این کشور به طور بی‌سابقه‌ای در عرض ۶ سال نزدیک به ۴/۵ برابر شد. در حالیکه در سپتامبر ۲۰۰۸ پایه پولی آمریکا ۹۱۰ میلیارد دلار بود، در سپتامبر ۲۰۱۴ به ۴۰۰۰ میلیارد دلار رسید. اما همانطور که در شکل ۲ مشاهده می‌شود، این افزایش از طریق اسکناس و مسکوک در جریان صورت نگرفت بلکه این ذخایر بانک فدرال بود که با مکانیزمی هوشمندانه افزایش یافت.

شکل ۲: روند تغییرات پایه پولی در ایالات متحده آمریکا (از سمت مصارف) - میلیارد دلار

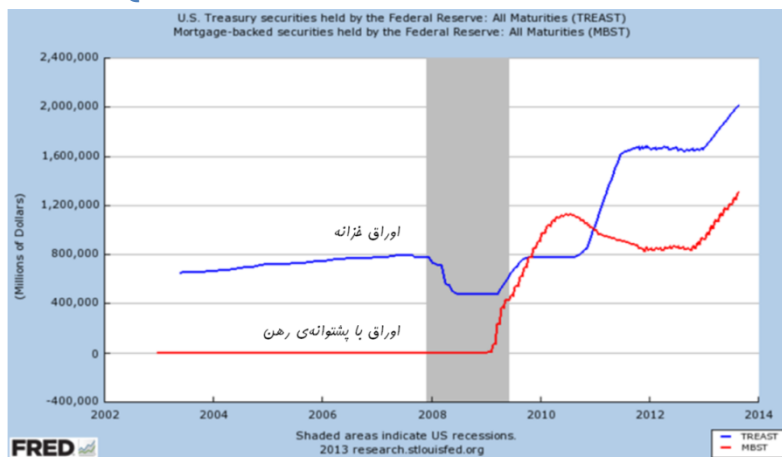


مأخذ: سایت بانک مرکزی آمریکا، <http://www.federalreserve.gov>

تا قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۸، اوراق خزانه‌ی موجود در ترازنامه‌ی بانک فدرال آمریکا بین ۷۰۰ تا ۸۰۰ میلیارد دلار بود. در اولین مرحله از سیاست‌های کمتی (QE^۱) در نوامبر سال ۲۰۰۸، بانک فدرال اقدام به خرید ۶۰۰ میلیارد دلار "اوراق با پشتوانه رهن (MBS)" کرد و در مارس ۲۰۰۹ در مجموع حدود ۱،۷۵ هزار میلیارد دلار "اوراق بدهی"، "اوراق با پشتوانه رهن" و "اوراق خزانه (Treasury)"

داشت. این روند با ظهور نشانه‌هایی از تحرک اقتصاد متوقف شده بود تا اینکه در نوامبر ۲۰۱۰ بانک فدرال مرحله‌ی دوم این سیاست را اجرا کرد (QE^۲) و این بار ۶۰۰ میلیارد دلار اوراق خزانه خریداری نمود. در سومین مرحله (QE^۳) نیز بانک فدرال خرید هر دو نوع اوراق را در دستور کار خود قرار داد و از سپتامبر ۲۰۱۲، ماهانه ۸۵ میلیارد دلار MBS و Treasury خریداری نمود. شکل ۳ روند تغییرات اوراق با پشتوانه رهن و اوراق خزانه‌ی موجود در ترازنامه‌ی بانک فدرال را نشان می‌دهد.

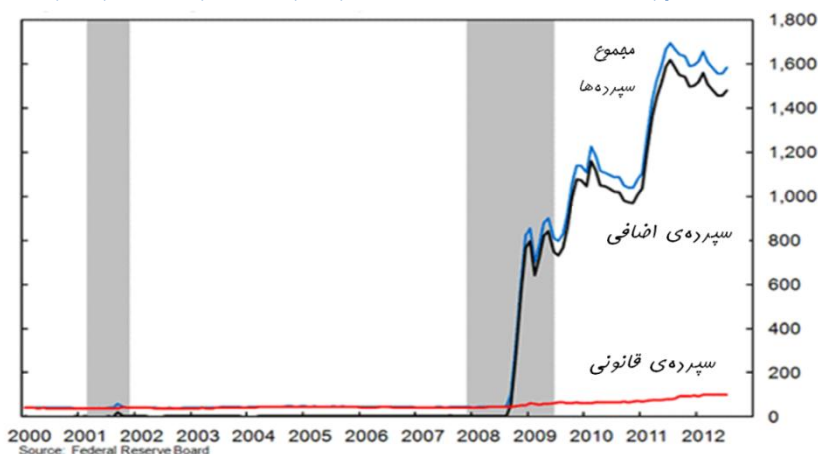
شکل ۳: روند تغییر برخی اجزای پایه پولی در ایالات متحده آمریکا (از سمت منابع) - میلیون دلار



مأخذ: http://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_easing

اما بانک فدرال بعد از خلق پول با هدف کمک به بانک‌ها و تحریک اقتصاد، این حجم عظیم پول‌های خلق‌شده را رها نکرد و سیاست دیگری را به طور همزمان اعمال نمود. تا پیش از سال ۲۰۰۸، بانک‌ها و مؤسسات مالی زیرمجموعه‌ی بانک فدرال تمایلی به بالا بردن سپرده‌ی اضافی نداشتند چون سودی به آن‌ها اختصاص پیدا نمی‌کرد. برای مثال در سال ۲۰۰۷ متوسط سپرده‌ی قانونی بانک‌ها در بانک فدرال (required reserves) حدود ۴۳ میلیارد دلار و متوسط سپرده‌ی اضافی آن‌ها (excess reserves) حدود ۱,۹ میلیارد دلار بود. اما همزمان با اجرای اولین مرحله از سیاست‌های کمی، بانک فدرال برای سپرده‌های اضافی نرخ بهره در نظر گرفت و شرایطی ایجاد کرد که بانک‌ها به افزایش سپرده‌های اضافی خود علاقه‌مند شوند. بنابراین بانک فدرال با اعمال یک مجموعه‌ی کامل از سیاست‌های پولی، از یک طرف به خلق پول پرداخت و از طرف دیگر مکانیزمی به وجود آورد تا خود بانک‌ها این پول‌ها را دوباره در اختیار بانک مرکزی قرار دهند. به این ترتیب از یک طرف به خروج اقتصاد از بحران کمک کرد، و از طرف دیگر اجازه نداد حجم بالای پایه‌پولی ایجاد شده بحرانی برای سطح عمومی قیمت‌ها به وجود آورد. شکل ۴ ترکیب این سپرده‌ها و جهش شدید حجم سپرده‌های اضافی را به خوبی نشان می‌دهد.

شکل ۴: سپرده‌های اضافی و قانونی بانک‌های آمریکا نزد بانک فدرال - میلیارد دلار



Source: Why did the Federal Reserve start paying interest on reserve balances? Federal Reserve of San Francisco.