

نویسنده: کارل ژهان لیندگرن، مشاور صندوق بین‌المللی پول.

مترجم: مهناز بهرامی محقق اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

انتقال از ابزارهای مستقیم به ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی^(۱)

□ مقدمه

انتقال از کنترل مستقیم به کنترل غیرمستقیم سیاست پولی، قسمتی از حرکت کلی در جهت نیل به افزایش اتکا به نیروهای بازار، آزادسازی اقتصادی، حذف مقررات زائد، دوری از تشریفات، کنترل‌ها و سوبسیدها محسوب می‌گردد. این امر همچنین بخش عمده‌ای از سیاستهای تثبیت کلان اقتصادی و تعدیل قیمت‌های نسبی را تشکیل می‌دهد. آزادسازی بخش مالی، محدوده وسیعی از اصلاحات ساختاری را دربرمی‌گیرد که هدف آن توسعه کارایی در زمینه تخصیص منابع و واسطه‌گری مالی است، این امر که تخصیص منابع مالی بوسیله بازار بهتر از روش اداری صورت می‌گیرد، امروزه کاملاً تصدیق شده است.

ما در اینجا درصدد صحبت برله با علیه ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم نیستیم، لیکن خواهیم دید که موضوع مطروحه به نفع ابزارهای غیرمستقیم خواهد بود.

1- LINDGREN, CARL-JOHAN, "The Transition From Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy", *The Evolving Role of Central Banks*, IMF, 1990.

بخش ضمیمه این مقاله نقطه نظراتی را در این باره ارائه خواهد داد. قبل از ورود به مراحل انتقال، سابقه‌ای کوتاه در ارتباط با اهداف، تعریف مفاهیم ابزارهای پولی مستقیم و غیرمستقیم و نقش سیاست مالی در مدیریت پولی مطرح خواهد گردید.

«سوابق»

□ اهداف

هدف از انجام اصلاحات در بخش مالی، تخصیص بهینه منابع است. این بدین معناست که تشویق پس انداز، تخصیص بهینه اعتبارات بانکی و استفاده از مؤسسات مالی واسطه می‌بایست مدنظر قرار گیرد. برای انجام موفقیت‌آمیز اصلاحات، ایجاد ثبات اقتصادی در سطح کلان و خصوصاً سیاست مالی مناسب پیش شرط اساسی محسوب می‌شوند. در این راستا هدف اصلی سیاست پولی می‌بایست دستیابی به تثبیت قیمت‌های داخلی و یک سطح معین از اندوخته‌های بین‌المللی (ذخایر ارزی) باشد. تنظیم سیاست پولی می‌تواند اهداف فوق یا اهداف نهایی سیاست پولی را به اهداف میانی و اهداف عملیاتی^(۱) تبدیل کند.

هدف بکارگیری ابزارهای سیاست پولی می‌بایست دستیابی مؤثر به اهداف عملیاتی آنها باشد. یعنی ابزارهای سیاست پولی می‌بایست انعطاف‌پذیر و کارآ (مؤثر) باشند. انعطاف‌پذیری^(۲) به این معنی است که این ابزار به هنگام نیاز به طور مکرر یا موردی و در ابعاد بزرگ یا کوچک قابل تغییر باشند. بانک مرکزی باید بتواند آنها را در هر زمان که نیاز باشد حتی همزمان با اتخاذ تصمیم متوقف کرده و ابزار مخالف آن را برگزیند.

ابزار مورد نظر باید بتواند به نحوی تمام عیار و یا در سطحی وسیع و کاملاً عمومی بکار گرفته شود. انعطاف پذیری هم چنین به این معنی است که دسترسی یا استفاده از آنها در حد امکان و در مقایسه با سایر بانکها و مؤسسات در اختیار بانک مرکزی باشد. این انعطاف پذیری هم چنین به این مفهوم است که بانک مرکزی باید شرایط آزادی اتخاذ تصمیم مستقل و یا در محدوده عوامل از پیش تعیین شده سیاست پولی را فراهم آورد. نیاز به تصمیم گیریهای دولتی و یا طرح مباحث سیاسی روی سیاستهای پولی می تواند روند اتخاذ تصمیم را کند نماید.

کارآیی^(۱) (مؤثر بودن) به این معنی است که ابزارهای مورد بحث بتوانند اثرات سیاستی و علایم هشدار دهنده را به سرعت در سرتاسر سیستم مالی و کل اقتصاد انتقال دهند تا بدین ترتیب بانک مرکزی را در رسیدن به اهداف کاربردی (عملیاتی) کمک کنند. ابزارهای کارآ به گونه ای باید طراحی شوند که نه تنها در مسیر عملکرد واسطه های مالی اختلال ایجاد نکنند بلکه باعث تخصیص غیربهبه اعتبارات (وامها) نیز نگردند. بدین ترتیب ابزار کارآ طبیعتاً از رقابت فزاینده و توسعه بازار پول و سرمایه حمایت خواهند کرد.

▣ ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم

ابتدا مفاهیم ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم سیاستگذاری باید تعریف گردد. ابزارهای پولی مستقیم وظیفه کنترل مستقیم میزان پول و اعتبار یا سطح نرخهای بهره را برعهده دارد. سقفهای اعتباری و نرخهای اداری تعیین شده سپرده ها و وامها از جمله ابزارهای مستقیم به شمار می روند.

ابزارهای غیرمستقیم به کنترل نرخهای بهره و قدرت بانک‌ها در جذب سپرده‌ها و اعطای اعتبارات می‌پردازند، که این امر غالباً بوسیله اثرگذاری روی شرایط نقدینگی و نرخهای بهره صورت می‌گیرد. تمیز دادن ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم از یکدیگر همیشه و در عمل به آسانی امکان‌پذیر نمی‌باشد. چنانچه تعریفی محدود ارائه شود، ابزارهای مستقیم بیشتر شبیه کنترل‌های انتخابی^(۱) می‌باشند تا کنترل‌های پولی^(۲)، و اگر در سطوح وسیع بررسی صورت گیرد، کنترل‌های غیرمستقیم کاملاً شبیه کنترل‌های مستقیم می‌شوند. بطور کلی ابزارهایی که شرایط نقدینگی را تحت کنترل قرار می‌دهند ابزار غیرمستقیم هستند. برای مثال بسیاری از مقررات احتیاطی^(۳) و کنترل‌های اعتباری منتخب^(۴) یا انگیزشی، در این گروه قرار گرفته و ابزار غیرمستقیم تلقی می‌شوند، در مقاله حاضر تأکید اصلی فقط روی ابزارهایی است که در مدیریت پولی و اقتصاد کلان به کار می‌روند. اغلب بانک‌های مرکزی درصدی از سپرده قانونی^(۵) که بصورت اوراق بهادار می‌باشد را نیز به عنوان ابزار پولی تلقی می‌کنند. در این رابطه چنانچه یک محدوده وسیع از ابزارهای نقدینگی مبتنی بر قیمت بازار وجود داشته باشد، سپرده قانونی فوق‌الذکر به عنوان مقررات احتیاطی تلقی می‌شود و یا چنانچه به عنوان کانال اعتبار به سمت دولت یا بخش‌های اولویت‌دار باشد یک ابزار اعتبار انتخابی خواهد بود. در ضمن تخصیص اعتبار انتخابی نباید به عنوان وظیفه و نقش بانک مرکزی مطرح شود، بلکه این امر به عملکرد (وظیفه) بودجه مربوط شده و باید در آن محدوده قرار گیرد.

سپرده قانونی، تسهیلات تنزیل مجدد و عملیات بازار باز ابزارهای غیرمستقیم متعارف به شمار می‌روند. سایر ابزارهای غیرمستقیم عبارتند از سپرده‌های خاص در بانک

1- Selective Controls

2- Monetary Controls

3- Prudential Regulation

4- Selective Credit Controls

5- Statutory Liquid Asset Requirements (LAR)

مرکزی، عملیات روی سپرده‌های دولت، عملیات روی اوراق بهادار بانک مرکزی و حتی مداخله در بازار ارز. در حقیقت کلیه داراییها و بدهیهای یک بانک مرکزی به استثنای پول منتشره به عنوان ابزار غیرمستقیم و بالقوه سیاست پولی تلقی می‌گردند (اعطای وام به دولت خارج از کنترل بانک مرکزی است).

وجه تمایز مهم ابزارهای مستقیم از غیرمستقیم این است که بدانیم ابزار مورد نظر اداری (دستوری)^(۱) است یا مبتنی بر مکانیزم بازار می‌باشد. اکثر ابزارهای غیرمستقیم اداری در برگیرنده تخصیص غیربهبینه هزینه‌ها هستند و بنابراین برخی از عوامل ایجاد اختلال را شامل می‌شوند. یک معیار مهم که مبتنی بر بازار بودن یک ابزار را تعیین می‌کند این است که داوطلبانه در یک قیمت معینی تثبیت شود لیکن مفهوم یک ابزار مبتنی بر بازار به آن اندازه هم شفاف و مشخص نیست و تشخیص آن امری دشوار می‌باشد. چه چیزی باعث ایجاد یک بازار کامل می‌شود؟ در صورت عدم وجود کنترل‌های قانونی، پایه و اساس بازار سست و مختل شده و نرخهای بهره حاصله واقعی نخواهند بود. مثالهای گسترده در این رابطه عبارتند از نرخهای بهره بین بانکی در شرایطی که تمام بانکها تحت مقررات سقفهای اعتباری بوده و با مازاد نقدینگی روبرو هستند یا نرخهای اوراق بهادار دولت که نیازمند این هستند که بصورت قانونی تعیین شوند. در هر دو صورت، هر بازده بالاتر از صفر می‌تواند نرخ بازار مورد قبول برای بانکها باشد.

□ نقش سیاست مالی

اتخاذ سیاست مالی احتیاطی، از جمله پیش شرطهای انجام اصلاحات پولی به‌شمار می‌رود. به عبارت دیگر برای یک سیاست پولی عقلایی، اعمال کنترل روی کسری

بودجه و اتخاذ سیاست مالی مناسب ضروری است. عدم تعادل در بخش مالی، تغییرات بنیادی و حرکت به سوی نرخهای بهره مبتنی بر بازار را محدود می‌کند. در این حالت سیاست پولی تاحدی می‌تواند عدم تعادل‌های مورد بحث را جبران نماید. حال اگر دولت هم تقاضای بیش از حد وام و اعتبار نماید، سیاست پولی از کارایی کمتری برخوردار خواهد گردید.

در شرایط مطلوب، انتخاب اینکه آیا بانک مرکزی به دولت وام بدهد یا نه، می‌بایست مبتنی بر تصمیمات بانک مرکزی و فارغ از موضوع خرید یا عدم خرید اوراق بهادار دولتی باشد، چنین تصمیمی ترجیحاً می‌باید به دلایل پولی و نه جنبه‌های مالی اتخاذ گردد. به هر حال اکثر بانک‌های مرکزی با درخواست وام و اعتبار دولت مواجهند که اغلب شامل وامهای بدون بهره یا با نرخ بهره پایین‌تر از نرخ بازار رسمی می‌باشد.

در اکثر کشورها بانک مرکزی نمی‌تواند درخواست وام از سوی دولت را رد نماید. وام‌گیری از بازار هم به آسانی صورت نمی‌گیرد، زیرا بازار مورد نظر و ابزارهای مربوطه وجود ندارند. هر چند می‌توان با اعمال نظم مالی در بخش دولتی، احتمال استفاده از وجوه بازار برای رفع نیازهای دولت را فراهم نمود.

کلیه اوراق بهادار دولتی می‌بایست دارای بازدهی مطابق با نرخ بازار^(۱) باشند. این امر سبب بهبود وضعیت بازار و واقعی شدن نرخهای بهره می‌گردد. البته احتمال دارد دولت برای بهره‌مندی از وام‌های با هزینه پایین‌تر، در مقابل تعیین قیمت از سوی بازار، مقاومت کند. از این رو سیاست دولت می‌تواند اساساً با سیاست نرخ بهره‌ای که بانک مرکزی تمایل به دنبال کردن آنرا دارد در تضاد قرار گیرد. باید توجه داشته باشیم که وام‌گیری دولت از بانک مرکزی با نرخ پایین بازار به هر حال برای دولت هم یک نوع هزینه

محسوب می‌شود که یا به شکل توزیع کاهش یافته سود^(۱) از طرف بانک مرکزی یا به شکل تجمعی از زیانهای شبه مالی^(۲) متجلی می‌گردد که در نهایت لزوم تجدید سرمایه بانک مرکزی را بدنبال خواهد داشت.

«مراحل انتقال»

□ استراتژی

برای انتقال از کنترل مستقیم به غیرمستقیم مدل کاملی وجود ندارد. هر کشور می‌بایست انتقال مورد بحث را با توجه به شرایط موجود آغاز نماید. در برخی کشورها این انتقال به کندی و با احتیاط صورت می‌گیرد و در برخی دیگر به سرعت و با تغییرات اساسی همراه است. توجه به محیط اقتصاد کلان و اصلاحات انجام شده در دیگر بخشها در این رابطه حائز اهمیت هستند و محدودیت‌های قانونی نیز می‌توانند پروسه انتقال را پیچیده یا کند نمایند. لیکن نکات چندی وجود دارند که می‌بایست به ذهن سپرده شوند. داشتن یک دیدگاه روشن درباره دستیابی به نتیجه مورد انتظار در پایان مرحله انتقال دارای اهمیت خاصی می‌باشد. دیدگاه مورد نظر می‌بایست در برگیرنده موارد ذیل باشد:

- ۱ - نوع ابزارهایی که مورد استفاده قرار می‌گیرند.
- ۲ - نوع تغییراتی که در مرحله تنظیم سیاست پولی مورد نیاز می‌باشند.
- ۳ - نوع بازاری که حقیقتاً می‌تواند قابل دستیابی باشد.
- ۴ - تغییرات قانونی، سازمانی، اجرایی، عملیاتی و انسانی مورد نیاز در زمینه انتقال.

1- Reduced Profit Distributions

2- An Accumulation of Quasi - Fiscal Losses

هنگامیکه اهداف نهایی تعیین گردند، روی مراحل انتقال برنامه ریزی صورت می‌گیرد. چنین برنامه‌ای اهداف هماهنگ و عقلایی میان مدت برای جریان انتقال را تعیین می‌نماید.

ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم می‌توانند با یکدیگر بکار رفته و همزیستی مسالمت‌آمیز داشته باشند و این تاموقعی است که روشن شود استفاده از ابزارهای غیرمستقیم به ضرر کنترل پولی تمام نمی‌شود. هر چند باید توجه شود که در هر مقطع زمانی فقط یک گروه از ابزارها (مستقیم یا غیرمستقیم) مؤثر واقع می‌شوند، مگر آنکه هر دو سیستم کاملاً هماهنگ عمل نمایند.

قبل از حذف کامل سقفهای اعتباری، پاکسازی و جمع‌آوری^(۱) نقدینگی اضافی با ابزار غیرمستقیم امری ضروری می‌باشد. پاکسازی (عقیم‌سازی) فوق می‌بایست این اطمینان را ایجاد کند که حذف سقفهای اعتباری سبب گسترش بی‌رویه اعتبارات نخواهد گردید. چنانچه نقدینگی مورد بحث در حجم بالایی باشد، امکان استفاده از ابزار غیرمستقیم (ابزار مبتنی بر بازار^(۲)) وجود نخواهد داشت. در عوض استفاده از مقیاسهای قانونی مانند افزایش در سپرده قانونی یا شاید استفاده از ابزار ترغیب اخلاقی برای مجبور کردن بانک‌ها جهت خرید اوراق بهادار بلند یا میان مدت الزامی خواهد شد. لذا تا زمانی که نظام بازار بهبود و گسترش پیدا نکند، اتکای صرف به ابزارهای مبتنی بر بازار منطقی نمی‌باشد.

□ کاربرد ابزارهای غیرمستقیم

ابزارهای غیرمستقیم از طریق بانک مرکزی نقدینگی اضافی سیستم بانکی را جذب می‌نمایند و از طریق سیستم بانکی نیز به جذب نقدینگی بقیه سیستم مالی و کل اقتصاد

می‌پردازند. پس از جذب نقدینگی، ظرفیت بانک‌ها برای اعطای اعتبار کاهش یافته و نرخ پول در بازار افزایش می‌یابد، ضمناً نرخهای سپرده و وام‌دهی نیز به سمت افزایش می‌روند و در این راستا تقاضا برای اعتبار به تدریج کاهش می‌یابد. هنگام تزریق نقدینگی عکس حالات فوق اتفاق می‌افتد. ظرفیت بانک‌ها در زمینه وام‌دهی افزایش یافته، نرخهای بهره به سمت کاهش میل می‌کنند، از میزان سپرده‌ها بتدریج کاسته شده و تقاضا برای اعتبار افزایش می‌یابد.

ابزارهای غیرمستقیم باید کنترل ذخایر بانک‌ها، مخصوصاً ذخایر آزاد بانک‌ها^(۱) و ظرفیت بانک‌ها در گسترش اعتبار و همچنین کنترل نرخهای بهره را هدف قرار دهند تا تعادل میان عرضه و تقاضا برای پول و اعتبار در اقتصاد برقرار گردد. هدف ابزارهای سیاست غیرمستقیم می‌بایست واداشتن بانک‌ها به حداکثر سرمایه‌گذاری ممکن باشد، بدین معنی که این اطمینان حاصل گردد که نقدینگی آنها به گونه‌ای سرمایه‌گذاری شده است که حداقل ذخایر آزاد ممکن برای گسترش اعتبارات باقی مانده است، زیرا ذخایر آزاد بانک‌ها، فرارترین و بطور بالقوه انبساطی‌ترین عامل نقدینگی بانک‌ها هستند.

بانک‌ها می‌بایست میزان معینی از ذخایر آزاد را جهت استفاده در مواقع بحرانی نگاه دارند. "چه مقدار؟" این یک سوال تجربی^(۲) است. لیکن انتظار می‌رود مانده این ذخایر همراه با توسعه بازار پول و ظهور سایر منابع مستقل نقدینگی، کاهش پیدا کند. سیاست مداخله‌گرانه میزان نگهداری این سپرده‌ها رانزدیک به سطوح احتیاطی (پیش‌بینی) تعیین می‌کند.

1- Excess Reserves

سپرده‌های آزاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی در اثر وجود تقاضای پائین برای وام یا وجود نرخهای بهره بالا و مضیفه پولی (Tight Money) افزایش می‌یابند.

2- Empirical Question

ابزارهای غیرمستقیم می‌توانند یا بصورت اداری (دستوری) یا به شکل ابزار مبتنی بر بازار مورد استفاده قرار گیرند. ابزارهای اداری، نقدینگی را بصورت کاراتری جذب و پاکسازی می‌نمایند، لیکن سبب ایجاد اختلال در نظام نرخهای بهره می‌شوند، و چنانچه ابزار مورد نظر براساس نظام بازار باشند، نرخهای بهره واقعی‌تر به نظر می‌رسند اما فزّار و متزلزل خواهند بود.

«طراحی ابزار»

تقریباً بیشتر اقلام داراییها یا بدهیها در ترازنامه بانک مرکزی، تا زمانی که قادر به جذب یا تزریق نقدینگی باشند و همچنین ذخایر بانک‌ها را تحت تاثیر قرار دهند می‌توانند به عنوان ابزار سیاستگذاری مورد استفاده قرار گیرند. اگرچه در اصول چندان تفاوتی نخواهد داشت که یک بانک مرکزی از ایجاد تغییرات در سپرده قانونی، تنزیل مجدد یا عملیات بازار باز برای دستیابی به یک اثر مقداری اولیه^(۱) استفاده کند، لیکن انتظار می‌رود ابزارهای متفاوت هزینه‌های مختلفی در برداشته باشند.

در طراحی ابزارها مبحث اصلی، دستیابی به نرخ بهره قابل قبول است. از اینرو کسب اطمینان از این مسئله که اثرات اخلاص‌گرانه برخی از ابزارها روی هزینه‌های واسطه‌گری به حداقل برسد، باید دنبال گردد. این امر سبب می‌گردد ابزارهای مورد نظر به سهولت با یکدیگر قابل مبادله بوده و انعطاف بانک مرکزی در اعمال مدیریت روی ترازنامه‌اش افزایش یابد. یک بانک مرکزی می‌تواند هر ابزار را به تنهایی طراحی مجدد کند، لیکن فواید انجام طراحی مجدد به عنوان بخشی از استراتژی وسیع‌تری تلقی می‌شود که می‌تواند هماهنگی داخلی میان ابزارها را تضمین کند. مباحث بعدی می‌تواند در این زمینه مفید واقع گردد.

«انواع ابزارها»

□ سپرده قانونی

سپرده قانونی می‌بایست برای کلیه مؤسسات و همه اقلام بدهی متحدالشکل^(۱) باشد. اگر به این ترتیب اعمال شود تبعیض و جداسازی وجود نخواهد داشت. لازم به ذکر است در این رابطه هیچگونه معیار و توجیه پولی برای نرخ‌گذاری متفاوت روی سپرده‌های مختلف یا سررسیدهای متفاوت وجود ندارد.

نرخ سپرده قانونی می‌بایست تعیین، و براساس میانگین مدت نگهداری^(۲) (ترجیحاً هفتگی) کنترل شود تا بدین ترتیب بانک‌ها در کنترل نقدینگی انعطاف پذیرتر شده و در بازار پول نیز متعاقباً بهبود و رونق ایجاد گردد. چنانچه بانک‌ها در انجام این امر کوتاهی ورزند می‌بایست جریمه کسری مربوطه را بپردازند. این جریمه براساس میانگین کسری^(۳) در طول دوره کامل نگهداری، اعمال خواهد شد. نرخهای جریمه برای کسری مورد نظر مطابق با بالاترین نرخ بهره موجود در بازار تعیین می‌شود. بانک مرکزی می‌بایست قدرت دستور دادن در نحوه محاسبه سپرده قانونی را داشته باشد تا مؤسسات مربوطه آن را بکار بندند.

نرخهای سپرده قانونی بدون پاداش و جایزه، برای بانک‌ها دربرگیرنده مالیات هستند. در این صورت آنها (بانک‌ها) هزینه مؤثر وجوه^(۴) را اضافه می‌کنند که در نهایت روی نرخهای وام‌دهی و سپرده‌ها اثر می‌گذارد چنانچه نرخهای سپرده قانونی بدون بهره^(۵) در حد بسیار بالایی باشند اثرات اخلاص‌گرانه‌ای مشابه کنترل‌های مستقیم خواهند داشت و در این صورت آنها نمی‌توانند بصورت یکسان برای همه مؤسسات بکار روند.

1- Uniform

2- Average Holding Periods

3- Average Shortfall

4- Effective Cost of Funds

5- Non-Interest-Bearing Reserve Requirements

از این رو نرخهای سپرده قانونی می‌بایست همانند سایر ابزارهایی که در جریان هستند کاهش یافته و تا جایی که امکان‌پذیر است در حد پایین نگه داشته شوند. توجه به این نکته ضروری است که می‌بایست به آنها بصورت کامل یا بالاتر از یک حد معین (در محدوده پنج الی پانزده درصد) جایزه تعلق گیرد. نرخهای سپرده قانونی به آسانی کاهش می‌یابند لیکن افزایش آنها کار ساده‌ای نیست زیرا این امر نیازمند ایجاد تعدیلات اساسی در پرتفوی بانک‌های خصوصی خواهد بود. بنابراین آنها چندان انعطاف‌پذیر نیستند لیکن ابزاری کارآمد محسوب شده و حربه مؤثری در دست بانک مرکزی می‌باشند.

□ تسهیلات تنزیل و تأمین مالی مجدد^(۱)

بانک‌های مرکزی مراحل اصلاحات را با انواع تسهیلات تأمین مالی مجدد آغاز می‌کنند که در این میان می‌توان از تسهیلات اعتباری بلندمدت برای طرحهای خاص یا بخشهای فرعی نام برد. لازم به ذکر است به تعداد تسهیلات اعتباری، نرخهای تأمین مالی مجدد وجود دارد. این نرخها اغلب با سوبسید همراه هستند و بندرت براساس نرخهای بازار تعیین می‌شوند. تسهیلات فوق‌الذکر بیشتر به عنوان ابزار اعتبار انتخابی^(۲) مورد استفاده قرار می‌گیرند تا اینکه ابزار پولی باشند. با این حال در مجموع آنها دارای اثرات مستقیم پولی هستند. اغلب اوقات آنها در تصمیم‌گیریهای کلان اقتصادی بانک مرکزی مورد استفاده قرار می‌گیرند و حتی ممکن است برای همه بانک‌ها بصورت یکسان بکار نروند. آنها غالباً تسهیلاتی نامحدود^(۳) هستند و استفاده از آنها برای اعمال کنترل از سوی بانک مرکزی مشکل می‌باشد. از این رو همانند ابزارهای پولی انعطاف‌ناپذیر بوده و در اختیار بانک‌ها قرار دارند.

تعدد تسهیلات و نرخهای تأمین مالی مجدد می‌بایست به صورت یک نوع اعتبار کلی و یک نرخ تنزیل مجدد ظهور نماید؛ به عبارت دیگر برای جلوگیری از ظهور نوسانات شدید در نرخهای بهره کوتاه‌مدت و خصوصاً در نرخهای بهره بین بانکی وجود یک نوع اعتبار تنزیل مجدد کلی (عمومی)^(۱) برای فراهم آوردن نقدینگی لازم جهت بازار از ضروریات به حساب می‌آید. چنین اعتباری می‌بایست برای کلیه بانک‌ها متحدالشکل بوده و با دستیابی خودکار (اتوماتیک) براساس قوانین معین از پیش نوشته شده همراه باشد. محدوده دستیابی به منابع، می‌تواند به سرمایه بانک یا به وثیقه معینی مربوط گردند. یک سررسید حداکثر تعیین شده^(۲) باید وجود داشته باشد. برای اینکه بانک مرکزی بتواند در صورت نیاز مقررات دستیابی^(۳) را به اختیار خود تغییر دهد بهتر است سررسید مورد نظر تا حد ممکن برای کلیه اعتبارات برای مدت کوتاهی نگهداری شود. برخی از بانک‌های مرکزی سررسید مورد نظر را بیش از چند روز تعیین نمی‌کنند. البته این امر بدین معنی نیست که بانک‌ها بتوانند به وام‌دهی بانک مرکزی برای مدت طولانی‌تری نسبت به سررسید اعتبار بانک مرکزی متکی باشند، لیکن اگر آنها بخواهند بوسیله اعتبارات کوتاه‌مدت به اعتبارات بلندمدت دست پیدا کنند باید اعتبارات کوتاه‌مدت خود را تمدید^(۴) کنند ولی برای این کار هزینه‌ای که می‌پردازند تغییر شرایط خواهد بود. این قبیل اعتبارات می‌توانند دربرگیرنده اعتبارات فصلی یا ادواری^(۵) نیز باشند.

چیزی که اهمیت دارد، احتمال استفاده نهایی از آن اعتبار نیست بلکه سرعت و اطمینان دستیابی به نقدینگی بایک قیمت است (که چون پول قابلیت جایگزینی دارد^(۶))

1- General Rediscount Facility

2- A Set Maximum Maturity

3- Access Rules

4- Rolling Over

5- Cyclical of Seasonal Financing

6- Money is Fungible

ابزار مالی که از نظر ارزش با ابزار دیگر برابر بوده و به سادگی قابل جایگزینی و مبادله باشد.

این امر یک ایده غیرقابل اجرا به حساب می‌آید). بانک‌های مرکزی که مرحله انتقال را بامانده قابل توجهی از اعتبارات بلندمدت اعطایی به بانک‌ها آغاز می‌کنند می‌بایست برنامه‌ای را برای انتقال تدریجی (مرحله به مرحله) معرفی نمایند. در مواردی که بانک مرکزی همانند یک بانک توسعه‌ای عمل می‌کند این فعالیت باید از بانک مرکزی جدا شده و به یک سازمان مستقل که جداگانه از بودجه دولت تأمین مالی می‌شود سپرده شود.

سیاست کلیدی متغیر برای تسهیلات تنزیل مجدد، چگونگی تعیین نرخ تنزیل می‌باشد. در صورت عدم وجود بازار پول پیشرفته یا علائم غیرقابل اتکا بازار، نرخ مزبور باید بصورت اداری تعیین شود. برخی از بانک‌های مرکزی امکان دسترسی به اعتبارات خود برای تعیین قیمت را به حراج^(۱) (مزایده) می‌گذارند. این امر عرفاً^(۲) می‌بایست همیشه نرخ تنزیل مجدد را در سطحی بالاتر از نرخهای سپرده نگه دارد، تا بانک‌ها در ابتدا برای افزایش سپرده‌ها انگیزه داشته باشند و سپس به اعتبارات بانک مرکزی متکی گردند. تا جایی که امکان‌پذیر است نرخ تنزیل مجدد باید در حد یک مابه‌التفاوت سود^(۳)، بالاتر از نرخ مرجع بازار تعیین گردد. اندازه این مابه‌التفاوت سود یعنی هزینه نقدکردن داراییها^(۴)، باید به عنوان یک ابزار سیاست‌گذاری تلقی گردد.

در زمینه تسهیلات نقدینگی، بیشتر بانک‌های مرکزی نیازمند ایفای نقش وام‌دهنده نهایی^(۵) هستند. مادر اینجا وارد ویژگی این اعتبار که خود یک مقوله عمده به شمار می‌رود نمی‌شویم. معهذاً یک ویژگی این است که باید مقامات نظارتی بانک همیشه و به سرعت هوشیار باشند. استفاده از تسهیلات وام‌دهنده نهایی ممکن است نقدینگی زیادی را به بازار تزریق کند که می‌بایست بوسیله سایر ابزارهای انقباضی خنثی (پابه‌پا)^(۶) گردد.

1- Auction

3- Margin

5- The Lender of Last resort

2- The Rule of Thumb

4- The cost of liquidating Assets

6- Offset

□ سپرده‌های مدت‌دار بانک مرکزی

برخی از بانک‌های مرکزی به طرز موفقیّت‌آمیز از سپرده‌های مدت‌دار جهت عقیم‌نمودن^(۱) نقدینگی اضافی استفاده می‌نمایند. حال چنانچه این سپرده‌ها نتوانند قبل از سررسید برداشت شوند اثر آنها شبیه سپرده‌های قانونی خواهند گردید با این تفاوت که این گروه از سپرده‌ها بصورت اجبار سپرده‌گذاری نشده‌اند. برای اینکه بانک‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری این قبیل سپرده‌ها در بانک مرکزی انگیزه داشته باشند وجود سررسید و نرخهای بهره جذاب ضروری است. اگر این سپرده‌ها سررسید نسبتاً طولانی داشته باشند نمی‌توانند قبل از سررسید برداشت شوند؛ و ضمناً قابل انتقال نیز نیستند لذا ابزاری نسبتاً مؤثر برای عقیم‌سازی نقدینگی به حساب می‌آیند. مشکلی که ممکن است در اثر استفاده از ابزار فوق رخ دهد تعیین میزان بازدهی است که می‌بایست با توجه به سایر نرخهای بازار بصورت اداری تعیین گردد. مشکل دیگر تماثل بانک‌ها به سررسیدهای بسیار کوتاه مدت است که می‌تواند به کار عقیم‌سازی نقدینگی صدمه وارد کند. بعلاوه به محض اینکه میزان بازدهی و سررسید بوسیله بانک مرکزی تعیین گردد اقدامات اولیه کاملاً در دست بانک‌ها خواهد بود. بیشتر بانک‌های مرکزی از این ابزار به عنوان وسیله‌ای در جهت توسعه بازار پول استفاده می‌کنند. گام بعدی این است که سپرده‌های مذکور را به گواهینامه‌های سپرده قابل معامله^(۲) تبدیل نمایند.

□ عملیات بازار باز^(۳)

عملیات بازار باز سنتی نیازمند وجود بازارهای ثانویه کارآمد^(۴) است. برای انجام این عملیات بانک مرکزی و بانک‌ها یا سایر شرکت‌کنندگان در بازار، نیازمند نگهداری اوراق

1- To sterilize

2- Negotiable Certificate of Deposits (CDS)

3- Open Market Operations

4- Deep Secondary Markets

بهادار دولتی و غیردولتی هستند که قابلیت معامله داشته و دارای ریسک پایین نیز باشند. بانک مرکزی با خرید و فروش اوراق بهادار از محل پرتفوی خویش یا هدایت عملیات خرید مجدد^(۱) و معاملات مشابه، می‌تواند روی شرایط نقدینگی و نرخهای بهره بازار اثر بگذارد. این ابزار انعطاف‌پذیرترین نوع ابزار غیرمستقیم به حساب می‌آیند که مبتنی بر شرایط بازار بوده و می‌توانند در زمینه کنترل پولی بکار روند. لیکن می‌بایست توجه داشت که تعداد کمی از کشورها دارای بازارهای پولی هستند که از عمق و کارایی کافی برای انجام چنین معاملات (در مقیاسهای وسیع) برخوردار باشد.

□ عملیات شبه بازار باز^(۲)

عدم وجود بازار پول کارآمد به این مفهوم نیست که معاملاتی که دارای آثاری مشابه عملیات بازار باز هستند نمی‌توانند به مرحله اجرا درآیند. آثار چنین عملیاتی بوسیله گسترش و هدایت معاملات در بازارهای اولیه برای اوراق بهادار کوتاه‌مدت^(۳) می‌تواند تجلی پیدا کند. این عملیات را عملیات شبه بازار باز می‌نامند. اوراق مزبور که به قیمت بازار خرید و فروش می‌شوند می‌توانند بوسیله خود بانک مرکزی یا دولت منتشر شوند. سوالی که همیشه مطرح می‌شود این است که اوراق موردنظر بهتر است توسط بانک مرکزی منتشر شود یا دولت؟ در این رابطه ارجحیت با انتشار اوراق دولتی است که بهره آن توسط دولت پرداخت شود ضمناً بانک مرکزی می‌تواند به عنوان نماینده دولت عمل کرده و اوراق دولتی^(۴) را براساس معیارهای سیاست پولی که دربرگیرنده نرخهای بهره بازار می‌باشد منتشر نماید. اگر این اوراق برای اهداف کنترل پولی بکار رود دولت می‌بایست هرگونه مبلغ مازاد بر نیازهای برنامه‌ریزی شده خود را در بانک مرکزی

1- Repurchase Operations

2- Open Market - Type Operations

3- Short-Term Bills

4- Government Bills

سپرده گذاری نموده و از خرج کردن آنها خودداری کند. در غیراین صورت باعث بی اثر شدن سیاست پولی مطلوب می گردد. در صورت وقوع چنین وضعیتی بهتر است بانک مرکزی به انتشار اوراق بهادار^(۱) مربوط به خود اقدام نماید. این اوراق به صورت گواهینامه های سپرده نیز می توانند صادر شوند.

راه بهتر برای بانک مرکزی استفاده از داراییهای دولتی موجود در پرتفوی خویش است که شامل پیش پرداختها^(۲) و اوراق بهادار مختلف می باشد. در این رابطه لازم است تضمین لازم برای آن پیش پرداختها ایجاد شود و در ضمن آن دسته از اوراق بلندمدتی که غیر قابل انتقال هستند جایگزین اوراق قابل معامله گردند. بازده و سررسید داراییهای فوق ممکن است از جذابیت کافی برخوردار نبوده و نیازمند معامله مجدد باشند. به هر حال تا زمانی که بانک مرکزی دارای اوراق بهاداری است که آزادانه قابل معامله اند می تواند همیشه به انجام عملیات خرید مجدد کوتاه مدت مبادرت نماید. توجه به این نکته نیز حائز اهمیت است که بانک مرکزی می تواند قیمت بازار را بدون توجه به بازده و سررسید سهام ممتاز (مدت دار)^(۳) تعیین نماید.

بدون توجه به اوراق مورد استفاده، در عملیات شبه بازار باز، اوراق بهادار در بازارهای اولیه در یک قیمت توافقی به فروش می رسند. در ابتدا، این اوراق می بایست دارای سررسید کوتاه (حدوداً ۳ ماه) باشند. برخی از بانک های مرکزی اوراق آماده فروش منتشر^(۴) می کنند، اما این امر نیازمند وجود قیمت اداری از پیش تعیین شده می باشد. در این رابطه توصیه شده است از سیستم مناقصه^(۵) یا حراج (مزایده)^(۶) استفاده شود. در یک مناقصه، کسانی که بالاترین قیمت (پایین ترین بازده) را پیشنهاد می کنند می توانند

1- Securities

3- The Underlying security

5- Tender

2- Advances

4- Bills on Tap

6- Auction

اوراق را دریافت نمایند، با برگزاری منظم این قبیل مناقصه‌ها (حدوداً یک یا دو بار در هفته)، بانک مرکزی می‌تواند نسبت به جذب (یا تزریق) نقدینگی بوسیله فروش بیشتر (یا کمتر) اوراق اقدام نماید. در این رابطه برای فروش بیشتر، باید در بازده افزایش و برای فروش کمتر در بازده کاهش ایجاد شود.

مبحث کلیدی در این نظریه مانند همیشه نحوه قیمت‌گذاری می‌باشد. در یک مناقصه، بانک مرکزی نیازمند تعیین قیمت براساس میزان مداخله‌ای است که بر پایه برنامه‌ریزی پولی می‌بایست انجام بگیرد. بانک مرکزی همچنین باید از ثبات نرخ بهره عقلایی اطمینان حاصل نماید که در نهایت سبب افزایش سرعت ایجادکنندگان بازار و معاملات دست دوم می‌شود. بانک مرکزی قیمت پایه^(۱) هر مناقصه را باید تعیین نماید. مسلماً چنین سیستمی کمبودهای عمده‌ای خواهد داشت، لیکن چنانچه نظام بازار به طرز صحیح و کاملی از سوی بانک مرکزی اداره شود بازده‌هایی حاصل خواهد شد که همانند بازده‌های مبتنی بر بازار^(۲)، از شفافیت برخوردار خواهند گردید. یک نرخ معتبر بازار می‌تواند به عنوان^(۳) نرخ مرجع مورد استفاده قرار گیرد که در این رابطه سایر نرخهای اداری مانند نرخ تأمین مالی مجدد و نرخ اوراق بهادار دولت نیز می‌توانند به آن مربوط شوند.

□ نرخهای بهره

به استثناء عملیات بازار باز سنتی، کلیه ابزارهای مورد بحث سیاست پولی، می‌بایست با مداخله بانک مرکزی در زمینه تعیین نرخهای بهره همراه گردند. باید توجه

1- Cut-Off Price

2- Market-Based Yields

3- Reference Rate

داشت مداخله مورد نظر می‌بایست بصورت غیرمستقیم بوده و با دخالت مستقیم در زمینه تعیین نرخهای سپرده و وامدهی متفاوت می‌باشد. بانک مرکزی به کمک سیاست مداخله‌گرانه خود در حد امکان باید در جستجوی ترویج نرخهایی باشد که به وسیله بازار تعیین شده است. حال چنانچه در کشوری نظام بازار قوی باشد و نقش بزرگتری ایفا نماید؛ بانک مرکزی نقش فرعی‌تری پیدا کرده و می‌تواند از پشتیبانی بازار بهره‌مند گردد. لازم به ذکر است کاهش نقش بانک مرکزی بدانگونه که ذکر گردید نمی‌تواند مانع از اثرگذاری آن روی نرخهای بهره گردد. البته این اثرگذاری که وظیفه بانک مرکزی می‌باشد به معنای سلطه کامل آن به شرایط بازار نیست بلکه بوسیله ابزارهای غیرمستقیم مختلف مخصوصاً نرخ تنزیل مجدد و تعیین قیمت پایه در مناقصه‌ها این دخالت صورت می‌گیرد. بعلاوه بانک مرکزی می‌بایست در جستجوی توسعه یک ساختار صحیح از نرخهای بهره باشد و این کار را بوسیله تعیین نرخ تأمین مالی مجدد انجام دهد؛ به گونه‌ای که در ارتباط با نرخهای بازار بوده و احتمالاً به معرفی یک منحنی بازده برای تنزیل مجدد منتهی شود.

▣ عملیات ارزی

کلیه مداخلات در بازار که در برگیرنده نرخ ارز باشد می‌تواند دخالت پولی تلقی گردد زیرا مستقیماً ذخایر بانکی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. یک بانک مرکزی طبیعتاً کنترل اندکی روی معاملات نقدی^(۱) در زمینه ارزی دارد، لیکن قادر است روی زمان‌بندی اخذ وام از خارج توسط بخش دولتی و خصوصی (در صورت داشتن مجوز) اثر بگذارد. سایر ابزارها در این زمینه عملیات سلف^(۲) و سواب^(۳) می‌باشند.

1- Spot Transactions.

2- Forward Operations

3- Swaps

«اهداف و برنامه ریزی پولی»

انتقال از ابزارهای مستقیم به غیرمستقیم نیازمند تغییر در چهارچوب برنامه ریزی و اهداف عملیاتی می باشد. هنگامیکه اهداف ابزارهای مستقیم، سطح اقلام وسیع پولی^(۱) و نرخهای بهره را در بر می گیرد، اهداف عملیاتی ابزارهای غیرمستقیم می بایست اقلام پولی محدود^(۲) در ترازنامه بانک مرکزی باشد که باید کنترل شوند. خالص داراییهای داخلی بانک مرکزی، اسکناس و مسکوک در گردش، پایه پولی و حتی ذخایر آزاد بانکها می توانند اهداف مقداری^(۳) به حساب آیند. اهداف مبتنی بر قیمت^(۴) نیز شامل نرخ تنزیل مجدد یا نرخ مرجع بازار پول می باشند.

در طول مرحله انتقال، چون پیش بینی رفتار بازار به دلیل افزایش رقابت، گسیختگی کمتر بازار^(۵) و انعطاف پذیری نرخهای بهره امکان پذیر نمی باشد، بنابراین توصیه می شود برنامه ریزی پولی به جای مجموعه ای وسیع تر^(۶) (متغیرهای وسیع پولی)، فقط در سطح ترازنامه بانک مرکزی اجرا گردد. مدل های قدیمی تقاضای پول اکنون منسوخ گردیده یا حداقل استفاده کمتری دارد. اخیراً برخی از صاحب نظران براین عقیده استوارند که استفاده از متغیرهای پولی به مفهوم وسیع کلمه^(۷) به عنوان هدف سیاستگزاری می بایست حذف گردیده و به جای آن تاکید اصلی یا روی پول به مفهوم محدود کلمه (محدودترین متغیرهای پولی)^(۸) در ترازنامه بانک مرکزی استوار شود، یا اینکه یک هدف معین از نرخهای بهره یا ارز دنبال گردد. البته برخی از متغیرهای پولی به مفهوم وسیع کلمه باید کنترل شوند

1- Wide Aggregates

3- Volume Targets

5- Less Segmentation

7- Broad Monetary Aggregates

2- Narrowly Defined Aggregates

4- Price Targets

6- Broader Aggregates

8- Narrowest Aggregates of Money

لیکن تا زمانیکه متغیرهای پولی به مفهوم محدود کلمه واقع در ترازنامه بانک مرکزی تحت کنترل قرار دارند، نیازی نیست که بانک مرکزی زیاده از حد خود را درگیر کنترل تغییر سرعت گردش پول کند.

در برنامه ریزی و تعیین هدف، فقط یک لنگر^(۱) (تکیه گاه) می تواند وجود داشته باشد؛ به عبارت دیگر در برنامه ریزی نمی توان هم "قیمت" و هم "مقدار" را بطور همزمان به عنوان هدف در نظر گرفت. اگر "قیمت" به عنوان هدف انتخاب شود "مقدار" دنبال آن قرار می گیرد و برعکس. هیچکس نمی تواند دو "قیمت" را هدف قرار دهد (مثلاً هم نرخهای بهره و هم نرخهای ارز). اهداف ناسازگار نمی توانند با یکدیگر به مقصد برسند و معمولاً تحت سلطه نیروهای بازار در می آیند. حال هر یک از اهداف فوق مورد استفاده قرار گیرند می بایست در ابتدا به وضوح تعریف گردند زیرا تعیین کننده ابزارهای سیاستگذاری و تصمیم گیری های عملیاتی در آینده خواهند بود؛ مانند تعیین قیمت پایه^(۲) یا تعیین مقدار پایه^(۳) در مناقصه هایی که قبلاً شرح داده شد.

برخی از کشورها اهداف قیمتی را انتخاب کرده اند. برنامه های حمایت از سیاستهای تثبیت صندوق بین المللی پول^(۴) معمولاً از اهداف مقداری استفاده می کنند. این اهداف به طرز فزاینده ای در سطح بانک مرکزی مورد استفاده قرار می گیرند و جزء مفاهیم^(۵) خالص داراییهای داخلی بانک مرکزی بیان شده و تحت عنوان پول منتشره یا پایه پولی منهای خالص ذخایر بین المللی (که بر اساس نرخ ثابت ارز) ارزیابی شده تعریف می شوند. ارجحیت من (نگارنده مقاله) این است که هدف مقداری را برای خالص داراییهای داخلی تعریف کنیم که مبتنی بر مفهوم محدود پول می باشند و پول منتشره یا در

1- Anchor

2- Cut-Off Price

3- Cut-Off Volume

4- Fund-Supported Stabilization Programs

5- Terms

گردش و احتمالاً ذخایر آزاد بانک‌ها^(۱) نزد بانک مرکزی را در بر می‌گیرند؛ این تعریف کلیه ابزارهای پولی را که به هدف مقداری مربوط می‌شوند را شامل می‌شود.

انتقال از ابزارهای مستقیم به غیر مستقیم مخصوصاً ابزارهای مبتنی بر بازار، نیازمند ایجاد تغییرات در تواتر^(۲) برنامه‌ریزی پولی است. برای سیستم وسیعی که تحت کنترل ابزارهای مستقیم است وجود یک برنامه‌ریزی فصلی در سطح بانک مرکزی یا ترانزنامه تلفیقی سیستم بانکی کافی می‌باشد. به محض اینکه ابزارها اعلام گردند، دخالت مؤثر بانک مرکزی چندان زیاد نبوده و نقش بانک مرکزی فقط در حد نظارت بدون قدرت عمل باقی می‌ماند. استفاده از ابزار غیرمستقیم اداری مثل سپرده قانونی با تغییر اندکی همراه بوده و کنترل اندکی از سوی بانک مرکزی را طلب می‌کند، لیکن استفاده از ابزار مبتنی بر بازار نیازمند تغییرات اساسی در برنامه‌ریزی است زیرا امر برنامه‌ریزی نیازمند ایجاد یک برنامه کوتاه‌مدت است که بتواند اهداف مداخله‌گرانه ماهانه و یا احتمالاً هفتگی بانک مرکزی را امکان‌پذیر نماید.

تازمانی که اتکاء بیشتر بانک مرکزی روی علائم بازار^(۳) استوار گردد، برنامه‌ریزی مورد نظر نیازمند گسترش یک چهارچوب برای پیش‌بینی کوتاه‌مدت در بانک مرکزی است تا بتواند برای مرحله تصمیم‌گیری، ارائه خدمت نماید. در این برنامه‌ریزی کوتاه‌مدت، نقل و انتقالات نقدینگی در حسابهای دولت از اهمیت خاصی برخوردار است. نقل و انتقالات مورد نظر که فراتر از کنترل بانک مرکزی هستند، می‌توانند در حجم بسیار بالا و غیرقابل پیش‌بینی باشند. از این رو ایجاد همکاری نزدیک با خزانه داری مورد نیاز است؛ و خزانه‌داری نیز برای بهبود سیستم مدیریت نقدینگی خود می‌بایست این سیستم را با چهارچوب برنامه‌ریزی پولی بانک مرکزی ادغام نماید.

«گسترش بازار پول»

بکارگیری ابزار غیرمستقیم نیازمند استفاده از بازار پول بین بانکی فعال است که میان قسمتهای مختلف بازار و مؤسسات خصوصی تعادل ایجاد نموده و اثرات سیاستگزاری و علائم نرخهای بهره را به سایر قسمتهای اقتصاد انتقال دهد. برای پاسخگویی به نیازهای بانک مرکزی در زمینه سیاست دخالت در بازار و همچنین برای پاسخگویی به نیاز بانکها جهت دستیابی به مکانیزم مدیریت نقدینگی اضافی، تاسیس یک بازار که نرخهای بهره در آن براساس نظام بازار تعیین شده باشد ضروری است. بنابراین برای طراحی مجدد ابزارهای پولی می بایست از بهبود نظام بازار حمایت شود، گستردگی بازار^(۱) کاهش یابد و اقدامات لازم در زمینه افزایش رقابت ایجاد گردد.

این مسئله باید درک شود که ایجاد بازارهای ثانویه در سایر کشورها همانند آنهایی که در آمریکا یا انگلیس وجود دارند مدت زمان زیادی طول کشیده و امکان پذیر نمی باشد. در این زمان هر کشور می تواند شرایط لازم برای ایجاد بازار بین بانکی اساسی را فراهم نموده و شرایط بازار برای ارائه اوراق بهادار را بهبود بخشد. انگیزه و شرایط صحیح برای بهبود بازار باید فراهم شود. ایجاد نظام قیمت گذاری آزاد^(۲) که در آن، بازار پول از کنترلهای نرخ بهره رها باشد ضروری است. حتی اگر در سایر قسمتهای نظام، نرخهای بهره تحت کنترل باقی بمانند، در بازار پول بین بانکی یا در بازار اوراق بهادار، این کنترل باید برداشته شود. در این رابطه باید توجه شود که هر چه بیشتر از ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم اداری استفاده شود، به همان نسبت بازار دچار اختلال می شود.

از دیگر شرایط لازم برای توسعه نظام بازار، وجود ثبات منطقی نرخ بهره، نقدینگی،

ریسک پایین و یک محدوده قانونگذاری صحیح می باشد. لزومی ندارد که مساله تثبیت قیمت با قیمت گذاری بازار ناسازگار باشد، لیکن یک بانک مرکزی می بایست در انجام عملیات با احتیاط عمل کند (برای مثال استفاده از قیمت پایه در مناقصه ها) در این صورت آنها خیلی بر علیه نیروهای بازار پیش نمی روند. این امر یک تصمیم گیری حساس متوازن می باشد که می بایست براساس اهداف سیاستگذاری اتخاذ شود. تا زمانی که بازار ثانویه توسعه یابد بانک مرکزی برای تهیه نقدینگی می تواند از تسهیلات تنزیل مجدد استفاده کند و یا حتی به ایجادکنندگان بازار^(۱) رو آورد.

نیروی عمده دیگری که در توسعه هر نوع بازار پول و سرمایه مؤثر است دولت می باشد. تأمین مالی دولت می بایست به سمت بازار و نرخهای بازار سوق داده شود، از این رو دولت باید سیاست مدیریت بدهی داخلی را بهبود بخشیده و در جستجوی طراحی ابزارهای مورد قبول بازار باشد.

«ساختار بانکی»

وجود اطلاعات بهنگام و تماس دائم با بازار برای بانک مرکزی ضروری می باشد تا بتواند از ابزار مبتنی بر بازار و مکانیزم های مداخله استفاده کند. این امر نیازمند ایجاد تغییرات در مسیری است که یک بانک مرکزی فعالیت می کند به عبارت دیگر اجرای سیاستها می بایست از حالت کنترل پراکنده و نامعلوم به سمت کنترل فعال و دائمی تبدیل گردد. در اینجا مجدداً پیشنهاد یک چارچوب برنامه ریزی جدید برای پیش بینی در کوتاه مدت مطرح می شود. اجرای سیاستها می بایست از روش اعمال کنترل غیرفعال و

پراکنده به سمت کنترل فعال و دائمی در زمینه تطابق با ابزارهای قانونی تبدیل گردد. کنترل روزانه نرخ ارز، نرخ بهره و نقدینگی بازار پول می تواند نقاط فشار سیستم را آشکار کرده و به نیاز آن پاسخ گوید. بانک مرکزی می بایست در صورت نیاز در بازارهای پول و ارز هم بصورت مستقیم و هم بصورت غیرمستقیم (از طریق نمایندگان) دخالت نماید.

برای حضور دائم و مداخله در بازار، تغییر در ساختار اتخاذ تصمیم، سازماندهی، سیستم های اطلاعات و مدیریت منابع انسانی بانک مرکزی ضروری است. ابزارهای قانونی می توانند بوسیله تصمیم گیریهایی متمرکز که معمولاً در برگرفته تصمیمات مدیر یا هیئت مدیره است هدایت شوند، لیکن ابزارهای مبتنی بر بازار نیازمند تصمیم گیری های غیرمتمرکز و تفویض اختیار از سوی مدیریت است. بالاترین هیأت تصمیم گیری، اهداف و رئوس مطالب سیاست مداخله را طرح ریزی می کنند، لیکن در محدوده این راهنمایی، تصمیم های اجرایی طبیعتاً بوسیله یک نفر از مدیران اجرایی مثلاً در سطح معاون می تواند اتخاذ گردد. همچنین هیأت مدیره نیازمند تفویض اختیار به واسطه ها و سایر کارکنانی می باشد که در تماس مستقیم با بازار بوده و مسئول معاملات حقیقی می باشند.

از نظر سازمانی، بانک های مرکزی اغلب اوقات به ادارات مختلف تقسیم می شوند که وظایفی به شرح ذیل دارند: مدیریت عملیات ارزی، تأمین اعتبار، کنترل سپرده های قانونی، تحقیق و برنامه ریزی پولی و غیره. این ادارات اغلب روابط اندکی بصورت مستمر با یکدیگر دارند. با ایجاد تغییر در گرایشهای سیاستگذاری لازم است کنترل کلیه ابزارهای پولی در یک اداره عملیاتی ادغام گردد.

برخی از بانک های مرکزی پا را از این فراتر نهاده و اداره عملیات داخلی و خارجی خود را جهت دستیابی به هماهنگی بهتر در یک واحد ادغام نموده اند. برای تهیه آمارهای

بهنگام جهت استفاده مدیریت کوتاه مدت ابزارهای مهم ترانزنامه بانک مرکزی، لازم است سیستم‌های حسابداری مدرنیزه به جریان بیفتند.

اهمیت نیروی انسانی نیز نباید فراموش گردد. تغییر در سیاستها و ابزار، نیازمند آن است که کارکنان مجدداً بصورت وسیع آموزش ببینند زیرا داشتن مهارت برای کارکنانی که اجرای سیاست را به عهده دارند با آنهایی که با بازار سروکار دارند بسیار متفاوت است. در صورت کمبود کارکنان ماهر و آموزش دیده، وقوع خطا در زمینه انجام اصلاحات پولی و همچنین اصلاح بازار مالی امکان پذیر می‌گردد. لذا بانک مرکزی می‌بایست تمرکز خود را روی آموزش تخصصی کارکنان و ایجاد انگیزه در آنان برای ماندن در بانک معطوف نماید. از سوی دیگر سرمایه‌گذاری در زمینه تکنولوژی مدرن مثل کامپیوتر و وسایل ارتباط جمعی جهت تسهیل عملیات برای بانک مرکزی امری الزامی به شمار می‌آید. همچنین داشتن استقلال و اختیار برای تصمیم‌گیری در مسائل کارکنان، سطح حقوق و درخواست لوازم مربوطه از جمله ضروریات است.

ایجاد تغییر در سیستم بانکی (خارج از بانک مرکزی) نیز الزامی است. ترویج محیطی سرشار از رقابت و کارایی که براساس معیار سوددهی باشد، باید مدنظر قرار گیرد. بانک‌ها می‌بایست به تجدید ساختار و سرمایه روآورند تا بتوانند در محیطی سرشار از رقابت به فعالیت سودده بپردازند. بانک‌های متعلق به دولت در وهله اول باید به معیار سوددهی بجای اهداف سیاسی توجه نمایند. کنترل احتیاطی باید در ارتباط با ترویج نظام بازار در محدوده یکسری قوانین مناسب، اطلاعات شفاف و قابل اعتماد بازار که مبتنی بر مقررات رایج حسابداری بوده و همچنین بوسیله نظارت کامل بر صحت عملیات بانکی تقویت گردد.

«نتیجه گیری»

فوائد دیگری نیز در زمینه انتقال به ابزارهای مبتنی بر بازار و سیستم مالی کارا وجود دارد. تعیین ابزارها و چارچوب سیاستگزاری که در زمینه سیاست پولی به کار می‌روند از جمله عوامل عمده استقلال بانک مرکزی محسوب می‌شوند. استفاده از ابزارهای غیرمستقیم نیازمند وجود تعریف روشن از اهداف سیاست پولی و تفویض اختیار از سوی دولت به بانک مرکزی برای تنظیم و اجرای سیاستهای کوتاه مدت می‌باشد، در نتیجه بانک مرکزی سازمان مجری سیاست پولی مستقل خواهد بود.

بعلاوه، حرکت به سمت نظام مبتنی بر بازار سبب اعمال فشار به دولت می‌شود تا وضعیت مالی خویش را بهبود بخشیده و بودجه رانیز شفاف‌تر نماید. در ضمن قیمت‌گذاری بدهی داخلی دولت بر اساس بازار^(۱) انتقال طرحهای اعتباری خاص به سمت بودجه و نیاز به تصفیه کسری شبه مالی بانک مرکزی^(۲) و سایر بانک‌های دولتی^(۳) که تجدید سرمایه کرده‌اند، از جمله تغییراتی هستند که در ابتدا روی بودجه فشار ایجاد می‌کنند، لیکن مسئولیت تعدیل را به دولت منتقل می‌نمایند.

نهایتاً اگرچه روشن است که انتقال از ابزارهای مستقیم به ابزارهای مبتنی بر بازار در هر جامعه، تعداد زیادی از ملاحظات خاص هر کشور را در بر می‌گیرد، لیکن برای شروع انتقال هیچگاه دیر نیست و برای هر بانک مرکزی اجرای موفقیت‌آمیز یک انتقال بدون توجه به شرایط نقطه شروع، امکان‌پذیر می‌باشد، وقتی این فرآیند به حرکت درآید به مقدار بسیار زیادی به خودی خود جلو خواهد رفت.

1- Market pricing of the Government Domestic Debt

2- To Settle quasi Fiscal Deficit of Central Banks

3- State-Owned Banks

«ضمیمه»

□ فواید و مضرات ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم

۱- ابزارهای کنترل مستقیم

از جمله فواید این ابزارها این است که آنها برای اعمال کنترل روی یک سری مؤسسات ابزارهای قوی و مؤثری به حساب می‌آیند. برقراری ارتباط میان اینها و چارچوب برنامه‌ریزی پولی بسیار آسان بوده، همچنین استفاده از ابزار فوق و توضیح چگونگی استفاده از آن برای سیاستمداران و جامعه به راحتی صورت می‌گیرد. از سوی دیگر هنگامی که ابزار مناسب دیگری وجود نداشته باشد یا استفاده از ابزار سیاست پولی برای زمان کوتاهی لازم باشد، ابزارهای مستقیم بسیار مناسب هستند. از این رو ابزارهای مستقیم حتی اگر به طور طبیعی هم مورد استفاده قرار نگیرند، بخشی از سلاح^(۱) هر بانک مرکزی محسوب می‌شوند.

از سوی دیگر و بطور همزمان، ابزارهای مستقیم دارای زیانهای فاحشی می‌باشند بطوریکه دستیابی به یک سطح مناسب از آنها امکان‌پذیر نمی‌باشد. آنها به طور ثابت (بطور تغییرناپذیری) به سمت اختلال، عدم کارایی و عدم تخصیص بهینه منابع گرایش دارند که بطور روزافزون افزایش می‌یابند. آنها با اهداف اصلاحات ساختاری، رقابت و توسعه بازار ناسازگارند.

مشکلات و اختلالاتی که با سیاست سقفهای اعتباری و محدوده نرخهای بهره همراه می‌باشند به شرح ذیل هستند:

- ۱ - ابزارهای مستقیم انعطاف‌ناپذیر و غیرکارا بوده و صرفاً در برخی از بخشها قابلیت کاربرد دارند؛

- ۲ - مانع تجهیز پس انداز شده و در نتیجه اقتصاد را از دستیابی به وام و اعتبار مورد نیاز محروم می نمایند؛
 - ۳ - ابزار مستقیم سبب می شوند تا امر واسطه گری از بخش مالی تحت کنترل به بازارهای داخلی غیر رسمی یا بازارهای خارجی انتقال یابد (فرار سرمایه)؛
 - ۴ - بدلیل نیاز به سقفهای تعیین شده بانکی و کمبود قیمت، رقابت میان بانکها محدود شده در نتیجه سهم بانکها از تحت کنترل گرفتن بازار بوسیله رقابت به همان اندازه قدیم باقی می ماند؛^(۱) این محدودیت سبب می شود ترویج رقابت برای سپرده های جدید و فرصتهای وام دهی صورت نگیرد؛
 - ۵ - مانع رقابت قیمتها و توسعه بازار پول می شوند؛
 - ۶ - برای استفاده از ابزار مستقیم، بانک مرکزی می بایست بصورت فزاینده، در مباحث مدیریت کلان مربوط به بانکهای خصوصی که اغلب اوقات با نقش کلان اقتصادی بانک مرکزی در تضاد هستند، وارد شود.
 - ۷ - ابزار مورد بحث، سطوح اعتبارات و نرخهای بهره را به عنوان یک تصمیم سیاسی تعیین می کنند، در نتیجه مسائل سیاست پولی درجه فرعی تر پدید می آید.
 - ۸ - استفاده از ابزار مستقیم، کنترل اجرای قوانین توسط بانکها و مؤسسات مالی را مشکل می کند زیرا ممکن است اعتبار در محدوده سقفهای تعیین شده اعطا نگردد یا بهره نیز ممکن است به شکل هایی غیر معمول پرداخت و دریافت شود.
- علاوه بر موارد فوق، مشکلات ذیل و اختلالات همراه با سیاست سقفهای اعتباری پدیدار می گردند:

- ۱ - آنها عمدتاً سبب حذف رقابت می‌گردند به این دلیل که وام‌گیرندگان فرصتهای انتخابی کمتری جهت برقراری ارتباط با بانک دارند (زیرا بانک‌ها هنوز به سهم قدیمی خود از تقسیمات بازار وابسته هستند)^(۱).
- ۲ - آنها به سمت عدم تخصیص بهینه منابع گرایش دارند زیرا بانک‌ها معمولاً به مشتریان قدیمی خود وام می‌دهند و برای این کار هزینه‌ای که می‌پردازند معادل از دست دادن مشتریان جدیدی است که پویاتر از مشتریان قدیمی هستند.
- ۳ - از آنجا که وام‌گیرندگان به بازپرداخت وامها (به دلیل ترس از کاهش دستیابی به وام در آینده) بی‌میل هستند، انجام ترتیبات حقوقی^(۲) برای مقابله با وامهای معوقه گسترش می‌یابد، این امر مشکل خاص کشورهای است که در آنجا اضافه برداشتها^(۳) شکل عادی اعتبارات را تشکیل می‌دهد.
- ۴ - به دلیل محدودیت رقابت، نرخهای وامدهی به سمت افزایش و نرخهای سپرده‌ها به سمت کاهش گرایش دارند، لذا تعیین آزادانه نرخهای بهره دچار اختلال می‌گردد.

۲ - ابزارهای کنترل غیرمستقیم

کنترل‌های غیرمستقیم، ابزارهای قانونی را شامل می‌شود که مشخصاتی شبیه ابزارهای قانونی در روش کنترل‌های مستقیم دارند. لذا این قسمت فقط به ابزارهای غیرمستقیم مبتنی بر بازار مربوط می‌شود (به عبارت دیگر ابزارهای غیرمستقیم اداری را دربر نمی‌گیرد). از آنجا که این ابزارها از داخل بازار عمل می‌کنند و نظام نرخ بهره نقطه

1- Historic Market Shares

2- Loan delinquency

3- Overdrafts

مرکزی به راه‌انداختن بازار است، مزایای ابزارهای مبتنی بر نظام بازار، شبیه به ابزار نرخهای بهره تعیین شده توسط بازار می‌باشد.

ساختار برخی از نرخهای بهره مبتنی بر بازار که تعادل میان عرضه و تقاضا برای پول در بازار پول و بقیه اقتصاد را ایجاد می‌کند، به خودی خود کاراترین مکانیزم کنترل پولی محسوب شده و به میزان چشمگیری نیاز اتکاء به سایر مکانیزم‌های کنترل پولی را کاهش می‌دهد.

نرخهای بهره مبتنی بر بازار فواید ذیل را عاید بانک مرکزی می‌نماید:

- ۱ - آنها سبب می‌گردند تا تعدیلات بصورت فوری و خودکار انجام گرفته و اشتباهات سیاستگذاری به حداقل میزان کاهش یابد؛
- ۲ - آنها اثرات و علائم سیاستگذاری را به سرعت به تمام بخشهای اقتصاد منتقل می‌کنند؛
- ۳ - تخصیص بهینه پول و اعتبار براساس قیمت، بازدهی و ریسک مربوطه را تضمین می‌کنند؛
- ۴ - باعث ایجاد هماهنگی میان سیاستهای پولی، مالی و ارزی می‌گردند؛
- ۵ - سبب می‌شوند تا فشارها و مشکلات در بازار پول به سرعت آشکار گردد؛
- ۶ - مدیریت نرخ ارز را حمایت و همراهی می‌کنند؛
- ۷ - سبب کاهش حساسیت سیاسی^(۱) نسبت به تغییرات نرخ بهره می‌شوند؛
- ۸ - به بانک مرکزی اجازه می‌دهند تا بدون مداخله در بازار، کنترل خویش را هم انجام دهد.

مشخصه‌های عمده اقتصادی

صفحه	عنوان
۱۴۱	تولید ناخالص داخلی بر حسب گروه‌های اقتصادی
۱۴۲	هزینه ناخالص داخلی بر حسب اقلام عمده هزینه
۱۴۳	نقدینگی و تسهیلات بانکی
۱۴۴	وضع مالی دولت
	درصد تغییرات متوسط سالانه شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی در
۱۴۵	گروه‌های اصلی
	درصد تغییرات متوسط سالانه شاخص بهای عمده‌فروش کالاها و گروه‌های
۱۴۶	عمده در گروه‌های اصلی
۱۴۷	سهام عرضه شده توسط بخش عمومی در بورس اوراق بهادار تهران
	خلاصه آمار فعالیت‌های ساختمانی بخش خصوصی در کلیه مناطق
۱۴۸	شهری کشور
	تعداد و مبلغ اسناد متبادله و نسبت اسناد برگشت داده‌شده به متبادله در
۱۴۹	اطاق پایاپای اسناد بانکی تهران
۱۵۰	مبلغ سفته و برات فروش رفته در تهران