

ماهیت و نقش سیاست پولی هنگامی که پول به صورت درون‌زا در نظر گرفته می‌شود

نویسنده: ف. آرستیس^۱، م. سویر^۲

مترجم: ساناز وصالی

چکیده

این مقاله با در نظر گرفتن ماهیت و نقش پول به صورت پول اعتباری که در بخش خصوصی به طور درون‌زا خلق می‌شود، به بررسی سیاست پولی می‌پردازد. در حال حاضر دو مکتب فکری وجود دارند که پول را متغیری درون‌زا در نظر می‌گیرند: یکی از این مکاتب، "توافق جدید"^۳ در اقتصاد کلان نامیده می‌شود و دیگری، دیدگاه کینزی پول (بانک) درون‌زا است. این مقاله ابتدا به بررسی تحلیل سیاست پولی در مدل اقتصاد کلان "توافق جدید" می‌پردازد، که با بررسی تاثیرگذاری سیاست پولی در تحلیل مذکور دنبال می‌شود. سپس دیدگاه کینزی در خصوص پول به منزله یک متغیر درون‌زا مورد بحث قرار می‌گیرد و نقش سیاست پولی در سیاست پولی درون‌زای کینزی که شامل مباحثی در خصوص اهداف و ابزارهای سیاست پولی است بررسی می‌گردد.

^۱ - Philip Arestis

^۲ - Malcolm Sawyer

^۳ - New Consensus

طبقه‌بندی JEL: E5, E52

واژگان کلیدی: سیاست نرخ بهره، "توافق جدید"، پول درون‌زا، نقش سیاست پولی

۱- مقدمه

این مقاله با در نظر گرفتن پول به صورت پول اعتباری که در بخش خصوصی به طور درون‌زا (توسط سیستم بانکی) خلق می‌شود، به بررسی ماهیت و نقش سیاست پولی می‌پردازد. تحلیل اقتصاد کلان به طور وسیعی (ولی نه به طور کامل) بر این مفهوم بنا شده است که با پول می‌توان به منزله یک متغیر برون‌زا رفتار شود و عرضه پول در گردش (یا "عرضه" پول) را (به صورت مستقیم یا غیر مستقیم)، تحت کنترل بانک مرکزی (به عنوان کارگزار دولت) در نظر گرفت. به دنبال انحطاط پول‌گرایی (که خود بر دیدگاه برون‌زا بودن پول استوار بود) و مشکلات آشکاری که بانکهای مرکزی در تلاش برای هدف‌گذاری رشد عرضه پول در گردش در طی دهه ۱۹۸۰ با آن مواجه شدند، اکنون، در بسیاری از کشورها سیاست پولی بر تنظیم (یا هدف‌گذاری) یک نرخ بهره کلیدی، مانند نرخ تنزیل بانک مرکزی بنا شده است.^۱

در این حالت مقدار پول موجود، با توجه به تقاضای نگهداری پول یا قرار دادن پول در بانک و تمایل بانکها به اعطای تسهیلات، از تعامل بین بخش خصوصی و بانکها ایجاد می‌شود. در حال حاضر دو مکتب عمده‌فکری وجود دارند که عرضه پول را درون‌زا می‌پندارند. یک مکتب تحت‌عنوان "توافق جدید" در اقتصاد کلان نام گرفته‌است (به عنوان مثال Meyer, 2001) و دیگری نگرش پول (بانک) درون‌زای کینزی است (Arestis & Howells, 1996) و Lavoie, 2003 دو نمونه هستند).

^۱ - واژه عمومی نرخ تنزیل بانک مرکزی در مورد نرخهایی نظیر نرخ repo (بانک مرکزی اروپا)، نرخ وجوه فدرال (USA) و غیره به کار گرفته می‌شود. این نرخ، نرخ بهره ای است که در آن بانک مرکزی تمایل به عرضه ذخایر به سیستم مالی دارد.

دو تفاوت مهم بین (و در متن) این دو نگرش وجود دارد: در اینجا مهمترین این تفاوتها مربوط می‌شود به اینکه چگونه به درون‌زا بودن پول نگریده می‌شود. "توافق جدید" اقتصاد کلان (NCM) با پول به منزله یک متغیر درون‌زا رفتار می‌کند (گرچه واژه درون‌زایی به ندرت مورد استفاده قرار گرفته است)، به آن معنی که عرضه پول در گردش، "باقیمانده‌ای" است که مبتنی بر تقاضا برای پول می‌باشد. در دیدگاه کینزی، عرضه پول در گردش یک باقیمانده است ولی تحلیل مذکور، مبانی نظری درون‌زای خلق و از بین رفتن پول (خصوصاً توسط بانک) را نیز فراهم آورده است. بانک مرکزی، نرخ تنزیل را تنظیم نموده و بنا به درخواست بانکهای تجاری، ذخایر را در اختیار آنان قرار می‌دهد.

بانکهای تجاری تسهیلات را با نرخ بهره ای که عبارت است از نرخ بهره بانک مرکزی به علاوه یک حاشیه سود اعطا می‌نمایند (حاشیه سود بر مبنای ترجیحات نقدینگی بانکها، قدرت بازار آنها، و دیدگاهشان نسبت به ریسک تعیین می‌شود). هر دو مکتب فکری این‌گونه تشخیص می‌دهند که سیاست پولی به صورت سیاست نرخ بهره خود را نشان می‌دهد، اما در دیدگاه آنها در خصوص تاثیر تغییرات نرخ بهره بر روی اهداف سیاست و سایر ابزارهای سیاست پولی، تفاوت‌های قابل توجهی وجود دارد.

ادامه مقاله به این صورت تنظیم گردیده است: در بخش ۲ نقش سیاست پولی در مدل "توافق جدید" اقتصاد کلان و متعاقب آن در بخش ۳، کارایی سیاست پولی در مکتب "توافق جدید" مورد بررسی قرار می‌گیرند. بخش ۴، به بحث در مورد دیدگاه کینزی در خصوص پول به منزله یک متغیر درون‌زا می‌پردازد. در بخش ۵، نقش سیاست پولی در تحلیل سیاست پولی درون‌زای کینزی مد نظر قرار گرفته است. در بخش ۶ خلاصه و نتیجه گیری این مباحث ارائه گردیده است.

۲- "توافق جدید" در اقتصاد کلان

۲-۱- قالب کلی مدل

توافق جدید در قالب یک مدل ساده سه معادله‌ای خلاصه می‌شود (استخراج شده از Clarida و همکاران؛ ۲۰۰۱ و McCallum؛ ۲۰۰۱ و Meyer).^۱

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + S_1 \quad (1)$$

$$P_t = b_1 Y_t^g + b_2 P_{t-1} + b_3 E_t(p_{t-1}) + S_2, \quad (b_2 + b_3 = 1 \text{ باشد}) \quad (2)$$

$$R_t = RR^* + E_t(p_{t+1}) + C_1 (Y_{t-1}^g) + C_2 (p_{t-1} - P^T) \quad (3)$$

که در آن Y^g شکاف تولید، R نرخ بهره اسمی، P نرخ تورم، P^T نرخ تورم هدف، RR^* نرخ بهره واقعی "تعادلی" می‌باشند. نرخ بهره تعادلی عبارت است از نرخ بهره‌ای که با شکاف تولید صفر سازگار است که در این حالت از معادله (۲)، بر یک نرخ تورم ثابت دلالت دارد. $S_i (i=1,2)$ نشان‌دهنده شوکهای تصادفی می‌باشند و E_t انتظارات در زمان t را نشان می‌دهد. معادله (۱)، معادله تقاضای کل است که در آن شکاف تولید، با استفاده از شکاف تولید گذشته و انتظاری و نرخ بهره واقعی تعیین می‌شود. این معادله، حالتی را نشان می‌دهد که NCM (توافق جدید اقتصاد کلان) به ندرت متغیر مالی یا نرخ واقعی ارز را در معادله (۱) در نظر می‌گیرد. معادله (۲) منحنی فیلیپس است که در آن تورم مبتنی بر شکاف تولید فعلی و تورم گذشته و انتظاری می‌باشد. معادله (۳) قاعده اجرایی سیاست پولی (با استفاده از قاعده تیلور)^۲

^۱ - برای بحث گسترده تر درباره این مدل، رجوع شود به (Arestis and Sawyer (2004c)

^۲ - Taylor's Rule

است که در آن نرخ بهره اسمی براساس تورم انتظاری، شکاف تولید، انحراف تورم از هدف و نرخ بهره واقعی "تعادلی" تعیین می‌شود.

یک ویژگی جالب معادله (۳) این است که برای با ثبات بودن آن، ضریب تورم باید به طور معمول بزرگتر از یک باشد. هرچند اگر C_1 به قدر کافی بزرگ باشد، برای دستیابی به ثبات، نیازی به بزرگتر بودن $C_2 + 1$ از یک نخواهد بود.

در واقع، Fair (۲۰۰۵) این‌گونه نتیجه‌گیری می‌کند که به طور تجربی، بزرگتر از یک بودن ضریب به خودی خود اهمیت ندارد، بلکه در مدل مورد مطالعه وی، ضریب کوچکتر از یک نیز می‌تواند به یک معادله با ثبات بینجامد. معادله (۳) تنظیم نرخ بهره توسط بانک مرکزی را بر اساس قانون تیلور به وضوح درون‌زا در نظر گرفته و به صورت کلی از یک تابع هزینه درجه دوم که شامل تورم (نسبت به هدف) و شکاف تولید می‌باشد استخراج گردیده است (Taylor, 1993). اهمیت "قانون تیلور" در آن است که نرخ بهره بر اساس عکس‌العملی که نسبت به شکاف تولید نشان می‌دهد (و بر اساس واکنش آن نسبت به تورم، که به نوبه خود به شکاف تولید وابسته است) تعدیل شده است. شکاف تولید صفر، با تورم ثابت سازگار است (از معادله ۲). آنگاه معادله (۳) دلالت بر یک نرخ بهره اسمی دارد که اگر آن را به نرخ واقعی تبدیل کنیم، با نرخ تعادلی RR^* برابر می‌شود، که با شکاف تولید صفر و تورم ثابت مطابقت دارد، و از معادله (۱)، برابر با a_0/a_3 خواهد بود. با فرض اینکه بانک مرکزی تخمین دقیقی از RR^* در دست داشته باشد، به نظر می‌رسد که می‌توان اقتصاد را به سمت تعادلی که در آن شکاف تولید صفر و تورم ثابت (با نرخی برابر هدف) باشد هدایت نمود. در آن صورت معادله (۱) نشان می‌دهد که تقاضای کل، با شکاف تولید صفر سازگار است. در یک اقتصاد بخش خصوصی، این موضوع دلالت بر این دارد که نرخ بهره واقعی RR^* منجر به برابری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در آینده می‌شود.

۲-۲- سیاست پولی

"توافق جدید" به منظور کنترل تورم ناشی از فشار تقاضا، بر نقش سیاست پولی (به شکل نرخهای بهره) تاکید می‌کند. همان‌طور که Gordon (۱۹۹۷) اشاره کرد (هر چند در زمینه "توافق جدید" نبوده است)، "در بلند مدت، تورم همیشه و همه جا پدیده‌ای است که به دلیل مازاد اسمی GDP اتفاق می‌افتد. شوکهای طرف عرضه گاه به گاه به وقوع می‌پیوندند. اما آنچه سبب می‌شود تورم بلندمدت همچنان پایدار باشد، رشد مداوم GDP اسمی افزون بر رشد طبیعی یا بالقوه تولید واقعی است." (ص ۱۷). توافق جدید این ایده را دارد که شوکهای طرف عرضه تصادفی بوده و دارای میانگین صفر می‌باشند و نرخ تورم موجود را تحت تاثیر قرار نمی‌دهند؛ همچنین آنها تاثیری بر نرخ تورم انتظاری ندارند (برای مثال مراجعه شود به Clarida و همکاران، ۱۹۹۹).

توافق جدید به طور جدی توصیه می‌کند که تورم را می‌توان از طریق سیاست نرخ بهره (با استفاده از تورم زدایی ناشی از تقاضا) مهار نمود: نرخهای بهره بر تقاضا تاثیر می‌گذارند (معادله ۱) که به نوبه خود تورم را تحت تاثیر قرار می‌دهد (معادله ۲). به علاوه بیان می‌شود که یک نرخ تعادلی (یا "نرخ طبیعی") بهره وجود دارد که می‌تواند میان تقاضا و عرضه کل توازن ایجاد کند (بنابراین شکاف تولید در وضعیت تعادلی، صفر بوده) و حصول به آن امکان‌پذیر می‌باشد (به این معنی که شامل نرخهای منفی بهره اسمی نمی‌شود و با ملاحظات نرخ ارز در تناقض نیست). این نرخ بهره تعادلی نسبتاً مشابه مفهوم "نرخ طبیعی" بهره است که توسط Wicksell مورد تحلیل قرار گرفت.

۳- انتقاد "توافق جدید" از نقش سیاست پولی

۳-۱. تقاضا و تورم

توجه "توافق جدید" به تورم ناشی از فشار تقاضا سه موضوع را مورد پرسش قرار

می‌دهد. اول اینکه، سیاست پولی به چه میزان بر تقاضای کل و به دنبال آن بر تورم موثر است؟ شواهدی که توسط Arestis و Sawyer (A ۲۰۰۴) ارائه شده، نشان می‌دهد که سیاست پولی در این خصوص نسبتاً کارا نیست. ما تاثیر تغییرات نرخ بهره بر اقتصاد را که توسط سایر محققان از طریق عملیات شبیه‌سازی مورد مطالعه قرار گرفته و گزارش شده بود بررسی نمودیم. این کار با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی کلان ECB، بانک مرکزی انگلستان و سیستم فدرال رزرو که برای تجزیه و تحلیل سیاستی به کار گرفته می‌شوند صورت پذیرفته است. ما در مطالعه خود دریافتیم که تغییرات نرخ بهره اثر ضعیفی بر تورم دارد (یک تغییر ۱ درصدی در نرخ تنزیل، حدود ۰,۲ تا ۰,۳ درصد بر تورم موثر است)، در حالی که تاثیرات مهم بیشتری بر متغیرهای واقعی، خصوصاً سرمایه‌گذاری دارد که در نتیجه مقدار ذخیره سرمایه آینده را تحت تاثیر قرار می‌دهد. چنانچه تاثیر اندک نرخ بهره بر تورم قابل پیش‌بینی و شوک‌های وارده متقارن باشند، این نتایج دارای اهمیت خواهند بود. چرا که در آن صورت می‌توان تغییرات بزرگتر در نرخهای بهره را به کار گرفت. اما، با آن میزان تاثیری که تغییرات نرخ بهره بر مقدار ذخایر سرمایه بر جای می‌گذارند، یکی از الزامات مهم توافق جدید اقتصاد کلان برقرار نمی‌گردد. و البته روشن است که مشکل دام نقدینگی به هر حال وجود خواهد داشت، اما در غیر این صورت نرخ‌های بهره می‌توانند جهت تامین ثبات، تا هنگامی که پیش‌بینی آنها بر اقتصاد تاثیرگذار است به حد کافی تغییر یابند. ما توصیه می‌کنیم که تاثیر تغییرات نرخ بهره نه تنها کوچک است، بلکه غیر قابل پیش‌بینی نیز می‌باشد. بدیهی است که شبیه‌سازی گزارش شده در فوق بر این فرض معمول استقرایی استوار است که "سایر شرایط ثابت باشند". لکن در دنیای واقعی، سایر شرایط هیچ وقت ثابت نیستند: تغییرات نرخهای بهره به اخلاهای گوناگون واکنش نشان می‌دهند و تاثیر آن‌ها به ماهیت اخلاخل اعتبار سیاست پولی، اینکه آیا توسط عاملان اقتصادی پیش‌بینی شده بود و یا بسیاری از عوامل دیگر بستگی

دارد که برخی از آنها کاملاً غیر منتظره و غیر قابل پیش‌بینی هستند (فصلنامه بانک مرکزی انگلستان، ۲۰۰۴). به علاوه، همان‌طور که Chick و Dow (۲۰۰۲) مطرح نموده‌اند، "به طور کلی سیاست پولی شامل ترکیبی از آثار مقداری و قیمتی است، که هیچ‌یک به طور قطعی قابل محاسبه نیست. حوزه قدرت بانک مرکزی برای جذب این تاثیرات، توسط وضعیت انتظارات، الزامات نهادی که انتقال تاثیرات نرخ بهره از طریق آن رخ می‌دهد، و ظرفیت بانکها برای تغییر مجدد در ساختار پورتفولیو به منظور جلوگیری از تاثیرات مقداری محدود می‌شود" (ص ۶۰۵). به علاوه، تاثیر سیاست پولی به ترکیبی از وضعیت مخارج و کاهش نرخ بهره آنها بستگی خواهد داشت. اگر تورم "پدیده‌ای ناشی از فشار تقاضا" باشد، آنگاه این پرسش مطرح می‌گردد که آیا سیاست پولی موثرترین راه برای تاثیرگذاری بر تقاضای کل است (و در تحقیقات Arestis و 2004B, Sawyer، ما نتیجه می‌گیریم که این‌گونه نیست)، و سیاست مالی یک ابزار سیاستی است که جایگزین شفاف‌تری برای سیاست پولی می‌باشد. همچنین پرسشی وجود دارد مبنی بر اینکه آیا امکان پایداری تورم ناشی از فشار هزینه و سایر عوامل غیر تقاضا، می‌تواند به آن سادگی که "توافق جدید" آن را رد می‌کند باشد. معادله (۲) به شدت کاهش یافته [خلاصه شده] است که دستمزدها، هزینه مواد و قیمت‌های وارد شده را به طور آشکار شامل نمی‌شود. فشار پایدار دستمزد پولی در معادله مذکور ظاهر نمی‌شود، و هیچ نشانه آشکاری از چنین فشاری وجود ندارد. به طور مثال، افزایش در تمایل کارگران به دستمزد بیشتر یا فشار برای حاشیه سود بالاتر در معادله لحاظ نشده است، هرچند که می‌توان این بحث را مطرح کرد که این عوامل در جزء اخلاص تصادفی منعکس می‌شوند. این امر زمانی قابل پذیرش خواهد بود که فشار برای دستمزدها و حاشیه سود بالاتر به صورت تصادفی و بدون همبستگی سریالی تغییر کنند و میانگین آنها صفر باشد.

اما حتی در دوره‌های زمانی متوالی که در آن فشارهای دستمزد یا حاشیه سود مثبت بودند، و صورت جزء اخلاص مثبت در معادله (۲) منعکس شده بود، دارای آثار طولانی مدتی بوده چرا که تورم یک دوره باعث ایجاد تورم در دوره‌های بعدی می‌شود (از طریق منغیر تورم با وقفه در معادله (۲)). به طور مشابه، اگر انتظارات تورمی (به هر دلیل ممکن) افزایش یابد، تورم نیز طبق معادله (۲) افزایش پیدا می‌کند و تورم آتی بالاتر از حالتی خواهد بود که انتظار تورمی وجود نداشته باشد. در حالت وجود افزایش مداوم در تورم (به دلیل فشار هزینه، چنانکه به نظر می‌رسد در طی دهه ۱۹۷۰ وجود داشته است)، در چارچوب ارائه شده تنها می‌توان با افزایش نرخهای بهره و سرکوب تورم به قیمت کاهش تقاضا و بیکاری اقدام کرد.

۲-۳- سیاست نرخ بهره و تعادل

دیدگاه توافق جدید این است که نرخ بهره می‌تواند (توسط بانک مرکزی) تعدیل شود به طوری که اقتصاد به سمت تعادل، یعنی نقطه‌ای که در آن تقاضا و عرضه کل در تعادل هستند، حرکت کند (این به آن معناست که تقاضای کل با شکاف تولید صفر منطبق می‌شود) و تورم ثابت (و برابر با نرخ تورم هدف) باشد. اما (حداقل) در چهار حالت این نتیجه‌گیری محقق نمی‌شود. حالت اول، حالتی است که نرخ بهره اسمی منطبق با نرخ بهره واقعی تعادلی به‌علاوه نرخ تورم هدف، چه منفی بوده و چه مثبت، اما آنقدر کوچک باشد که قابل حصول نگردد. در این بحث نرخ بهره مورد نظر، همان نرخ بانک مرکزی است، با این فرض که نرخ بهره و وامها عبارت است از نرخ بهره بانک مرکزی به‌علاوه یک حاشیه سود، و البته باید در نظر داشت نرخ بهره وام است که در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مد نظر قرار می‌گیرد. با لحاظ نمودن ریسکی که از اعطای وامها ناشی می‌شود، می‌توان فرض کرد که یک نرخ بهره حداقل وجود دارد که در نرخهای پایینتر از آن، بانکها حاضر به اعطای وام نخواهند بود.

دوم، نرخهای بهره ممکن است تاثیر اندکی بر سطوح سرمایه‌گذاری و پس‌انداز داشته باشند از این‌رو تغییرات نرخ بهره در ایجاد ارتباط بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری تاثیرگذار نخواهد بود. بحث‌های صورت گرفته در خصوص ابهام در علامت رابطه بین پس‌انداز و نرخ بهره معروف است. ادبیات کاربردی که در خصوص سرمایه‌گذاری نوشته شده است، تاثیر نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری را مورد شک و تردید قرار داده است و بر نقش سودآوری و بهره‌برداری و استفاده از ظرفیت تاکید کرده است (Bernanke 1999 و دیگران).

سوم، نرخ بهره داخلی ممکن است با نرخهای بهره‌ای که در سطح بین‌المللی تنظیم شده‌اند ناسازگار باشد. این موضوع ممکن است نتایج نامطلوبی در خصوص حساب سرمایه یا نرخ ارز ایجاد کند. در این مقاله این موضوع بیشتر مورد بحث قرار خواهد گرفت.

چهارم، بانک مرکزی به دلایلی نظیر کمبود اطلاعات، متحرک بودن نرخ بهره تعادلی به عنوان یک هدف، یا ناتوانی در تصمیم‌گیری، نمی‌تواند نرخ بهره تعادلی را محاسبه و به آن دست پیدا کند. در معادلات فوق می‌توان مشاهده نمود هنگامی که $Y^E=0$ است، نرخ بهره (واقعی) "تعادلی"، a_0/a_3 است و این پارامترهای مهم در طول زمان تغییر می‌کنند. بانک مرکزی، اطلاعات ناقصی در مورد نرخ بهره تعادلی واقعی RR^* دارد (حتی اگر چنین نرخ وجود داشته باشد)، و ممکن است نرخ که به عنوان هدف تعیین می‌کند، برابر با a_0/a_3 نباشد. تخمین سطح روند^۱ تولید (و بنابراین شکاف تولید)، یا همان NAIRU، نیز با مشکل همراه است. (Dalziel, 2002)، که این موضوع محاسبه نرخ بهره تعادلی را دچار خطای بیشتری می‌کند. به علاوه می‌توان انتظار داشت که تغییرات در میل به پس‌انداز (همان‌گونه که به‌طور مثال در طی دهه ۱۹۹۰ در انگلستان و ایالات متحده مشاهده شد)، تغییرات در میل به سرمایه‌گذاری، و در تقاضا برای صادرات و در وضعیت مالی، همه می‌توانند منجر به تغییر

^۱ - Trend Level

در a_0/a_3 شوند.

۳-۳- کانالهای سیاست پولی

سه معادله نسبتاً ساده بالا بیان می‌دارند که سیاست پولی از طریق تاثیر نرخ بهره بر تقاضای کل عمل می‌کند (معادله ۱). البته، نویسندگانی که در قالب "توافق جدید" مطالبی می‌نویسند، به کانالهای زیادی اشاره کرده‌اند که سیاست پولی از طریق آنها تقاضای کل را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در مقاله نوشته شده توسط Arestis و Sawyer (A ۲۰۰۴)، شش مورد از چنین کانالهایی که شناسایی شده‌اند مورد بحث قرار می‌گیرند. دو کانال اعتباری که عبارتند از کانال اعتباری باریک^۱ و کانال اعتباری وسیع^۲، راههای مجزا و در عین حال مکمل یکدیگر هستند که از طریق آنها نقائص بازارهای مالی ممکن است بر مقادیر واقعی اقتصاد تاثیر گذارد. دو کانال مورد بحث به این موضوع مربوط می‌شوند که تغییرات در وضعیت مالی قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان، با فرض وجود اصطکاک در بازارهای اعتباری، چگونه می‌تواند تقاضای کل اقتصاد را تحت تاثیر قرار دهد. کانال اعتباری باریک (که کانال قرض‌دهی توسط بانک^۳ نیز نامیده شده است) بر نقش بانکها به عنوان وام‌دهنده تمرکز دارد. کانال اعتباری وسیع (که کانال ترازنامه^۴ نیز نامیده می‌شود)، این موضوع را توصیف می‌کند که سلامت مالی وام‌گیرندگان، چگونه می‌تواند عرضه اعتبارات و در نهایت تقاضای کل را تحت تاثیر قرار دهد. دو مورد بعدی، کانال نرخ بهره^۵ و کانال پولیون^۶ نام دارد. این دو کانال به شدت بستگی به فرض لحاظ شده در خصوص میزان قابلیت جانشینی بین پول و سایر دارایی‌ها دارند. تغییرات

^۱- The Narrow Credit Channel

^۲- The Broad Credit Chanel

^۳- Bank Lending Channel

^۴- Balance Sheet Channel

^۵- Interest Rate Channel

^۶- Monetarist Channel

در قیمت دارایی‌ها، در صورت وجود کانال تاثیر ثروت^۱، مهم باشند. در این حالت، سازوکار از طریق مخارج مصرف‌کننده عمل می‌کند و طبق فرض، تابع مصرف به ثروت مصرف‌کننده بستگی دارد. کانال ششم برای تاثیر سیاست پولی، کانال نرخ ارز^۲ است که از طریق قیمت‌های واردات و تقاضای خالص خارجی عمل می‌کند.

ممکن است استفاده از این کانالهای مختلف برای انتقال سیاست پولی به منزله تشریح مسیری به حساب‌آید که نقطه‌شروع آن تغییر در نرخ‌تنزیل و نقطه‌پایان آن تغییر در تقاضای کل محسوب می‌گردد. علی‌رغم این موضوع، لحاظ نمودن این کانالها می‌تواند درک و استنباط متفاوتی از سیاست پولی و نقش آن به دست‌دهد، که بیان می‌کند انتقال سیاست پولی به انتظارات، رفتار و غیره از عوامل کارگزار مختلف وسیع بستگی دارد، و اینکه قدرت و قابلیت پیش‌بینی تاثیر یک تغییر در سیاست پولی ممکن است نسبتاً گنگ و مبهم باشد، خصوصاً هنگامی که آن را با تاثیر مشخص و دقیقی که در معادله (۱) برای نرخ بهره در نظر گرفته شده است مقایسه می‌نماییم. سیاست پولی ممکن است بر تعدادی از متغیرهای اقتصادی نظیر دسترسی به اعتبارات، قیمت دارایی‌ها و نرخ ارز، تاثیراتی داشته باشد. برخی از این متغیرها ممکن است به نوبه خود بسیار حائز اهمیت تلقی شوند (مثلاً، نرخ واقعی ارز از این دیدگاه که رابطه مبادله یک کشور را تعیین می‌کند متغیر مهمی محسوب می‌شود) و سایر متغیرها به دلیل تاثیری که می‌توانند بر متغیرهای دیگر داشته باشند مهم به حساب می‌آیند (از باب مثال، دسترسی به اعتبارات برای سرمایه‌گذاری و بنابراین بهره‌وری بالقوه در آینده، قیمت دارایی‌ها بر تقاضای کل و تاثیرات توزیعی آن). طرح موضوع فوق این پرسش را مطرح می‌کند که آیا سیاست نرخ بهره باید بجز نرخ تورم با مسیر زمانی متغیرهای دیگر مرتبط باشد یا خیر.

^۱- Wealth Effect Channel

^۲- Exchange Rate Channel

۴-۳- نرخهای بهره و نرخ ارز

بحث‌های اخیر در مورد تنظیم نرخ‌های بهره درون چارچوب NCM، تنها بر ملاحظات داخلی تورم و تولید تمرکز داشته است. تئوری برابری نرخ بهره دلالت می‌کند که تفاوت بین نرخ بهره داخلی و نرخ‌های بهره خارجی، برابر خواهد بود با نرخ مورد انتظار تغییرات نرخ ارز. بنابراین نرخ بهره داخلی نسبتاً بالا (پایین) با انتظارات تضعیف یا تقویت پول همراه خواهد بود. اگرچه اغلب، نتیجه برابری نرخ بهره غیر پوششی به صورت تجربی برقرار نیست، همچنان می‌توان انتظار داشت که بین نرخهای بهره داخلی (نسبت به نرخهای بین‌المللی) و تحركات نرخ ارز، رابطه‌ای برقرار باشد. در اینجا پرسش مهم این نیست که آیا نظریه برابری نرخ بهره از اعتبار برخوردار است بلکه آیا یک تغییر پیش‌بینی نشده در نرخ بهره، تاثیری بر نرخ ارز خواهد داشت، و بنابراین، آسایست پولی از طریق نرخ ارز تاثیر خود را بر جای می‌گذارد و آیا در تنظیم سیاست پولی باید تاثیرات نرخ بهره را لحاظ نمود یا خیر؟

در اینجا باید به چند نکته اشاره شود. اول اینکه نرخ بازدهی که در معاملات ارزی به کار می‌رود (در حساب سرمایه)، نرخ تنزیل بانک مرکزی نبوده، بلکه نرخ‌های بازدهی مورد انتظار دارایی‌های مالی می‌باشد. این نرخ‌های بازدهی انتظاری می‌توانند شامل نرخ بهره سپرده‌های بانکی، اوراق قرضه و به طور کلی، نرخ کلی بازدهی سهام، و نرخ انتظاری تغییرات قیمت‌های سهام می‌باشد. دوم اینکه نظریه برابری نرخ بهره بر این موضوع دلالت دارد که یک نرخ بهره (داخلی) بالا، با انتظار کاهش ارزش پول رایج همبستگی دارد. اما افزایش در نرخهای بهره داخلی، بیشتر برای افزایش نرخ ارز (یا حداقل جلوگیری از کاهش نرخ ارز) استفاده می‌شود. این نظرات با بحث در مورد نوسانات شدیدتر نرخ ارز در کوتاه مدت قابل تطبیق

است^۱ و آن اینکه افزایش در نرخ‌های بهره داخلی (به دلیل جریان سرمایه‌های مالی به داخل)، سبب افزایش نرخ ارز می‌شود اما بالا تر ماندن پایدار نرخ بهره، نیاز به کاهش یک‌نواخت نرخ ارز دارد. نکته سوم این است که آیا نرخ‌های بهره را می‌توان به دلایل صرفاً داخلی برای هدف‌گذاری نرخ تورم (و احتمالاً سایر اهداف) تنظیم کرد که این موضوع دارای دو بعد است: اول اینکه در کوتاه مدت، ممکن است با توجه به اهداف مختلف سیاست پولی، تناقض‌هایی در تنظیم نرخ‌های بهره وجود داشته باشد. دوم اینکه، نرخ بهره واقعی "تعادلی" داخلی مورد نیاز برای ایجاد تعادل بین تقاضای کل و "رشد تولید" (و بنابراین با نرخ ثابت تورم) ممکن است به نحوی با نرخ‌های بهره واقعی تعادلی سایر کشورها تفاوت داشته باشد. این موضوع نشان می‌دهد (تحت نظریه برابری نرخ بهره) یک تغییر پیوسته در ارزش واقعی نرخ ارز بستگی به تفاوت نرخ ارز دارد. از آنجا که تصور می‌شود ارزش واقعی نرخ ارز در معادله (۱) پر اهمیت باشد، بنابراین تغییر پیوسته در ارزش واقعی نرخ بهره می‌تواند آثار مهمی بر بخش واقعی اقتصاد داشته باشد.

۴- تجزیه و تحلیل کینزی از پول درون‌زا

در مقایسه با "توافق جدید"، نگرش پولی درون‌زای کینزی حاوی درک متفاوتی از اقتصاد کلان می‌باشد. اول اینکه، اگرچه "توافق جدید" تورم را ناشی از مازاد تقاضا و انتظارات تورمی می‌داند، طبق الگوی کینزی پول درون‌زا، تورم می‌تواند از عوامل متعددی نظیر فشار هزینه (دستمزد، قیمت‌های وارداتی و ...) و مجادلات بر سر سهم دستمزد و ظرفیت بهره‌وری ناکافی (نسبت به نیروی کار بالقوه) ناشی شود. دوم اینکه، اقتصاد کلان از دیدگاه این الگو از هر دو طرف تقاضا و عرضه، در معرض تاثیر شوک‌های اقتصادی قرار گرفته و در طی سیکل

^۱ - Overshooting argument

تجاری تغییرات قابل توجهی در سطح فعالیت اقتصادی ایجاد می‌شود.^۱ به علاوه، تغییرات در سطح تقاضا معمولاً ناشی از تغییرات در مخارج سرمایه‌گذاری است که به نوبه خود از انواع مکانیزم‌های شتاب‌دهنده و همچنین تغییر در ترجیحات نقدینگی و وضعیت انتظارات سرچشمه می‌گیرد. بخش مالی، از طریق توانایش در اعطای وام به منظور تامین مخارج مالی، وجود نوسانات در وضعیت نقدینگی بانکها و سایر موسسات مالی، و مهمتر از آن، تغییرات در ترجیحات نقدینگی آنها، ارتباط تنگاتنگی با ایجاد سیکل‌های تجاری دارد. یک شکل ساده از نگرش کینزی پول درون‌زا از نرخ بهره کلیدی که توسط بانک مرکزی تنظیم شده آغاز می‌شود، که بانک مرکزی ذخایر مورد نیاز بانکها را تامین می‌کند. بانکها با نرخ بهره ای که از افزودن نرخ حاشیه به نرخ بهره بانک مرکزی به دست می‌آید، اقدام به اعطای وام می‌کنند و تمامی تقاضاها برای دریافت اعتبارات را برآورده می‌نمایند (با توجه به الزامات استاندارد اعتباری). حاشیه سود می‌تواند با توجه به ترجیحات و وضعیت نقدینگی بانکها، قدرت بازار و نگرش به ریسک، متغیر باشد. وامها در واکنش به تقاضا برای آنها اعطاء می‌شوند و برای این منظور سپرده‌های بانکی شکل می‌گیرند. بازپرداخت وامها پول را از بین می‌برد^۲، و حجم پول باقیمانده موجود به سطح تقاضا برای نگهداری پول بستگی دارد. بانکها حاشیه سود خود را بر حسب میزان اعتبار وام گیرندگان تغییر می‌دهند. در حقیقت، بانکها در شرایط مختلف، دارای درجات متفاوتی از ترجیحات نقدینگی هستند. (Chick and Dow, 2002). بخش غیر بانکی نیز با درجات متفاوت ترجیحات نقدینگی مواجه است. این تغییر در سطح مطلق نرخ بهره نیست بلکه تغییرات در نرخ بهره اسمی است که مکانیزمی را فراهم می‌کند که در آن

^۱ - همان‌طور که در معادلات (۱) و (۲) ملاحظه شد، در مکتب NCM نیز شوک وجود دارد. تفاوت واقعی این دو مکتب مربوط به خود همبستگی انتظاری این شوکها می‌باشد.

^۲ - همان‌طور که دریافت وام موجب خلق پول می‌شود، بازپرداخت وام موجب عکس این وضعیت شده و پول ایجاد شده در سطح اقتصاد را کاهش می‌دهد - مترجم.

ترجیحات وام‌گیرندگان با تمایل آنها به نگهداری سپرده‌ها تلاقی می‌نماید (Arestis and Howells, 1996). پول در یک فرآیند تورمی ایجاد می‌شود، و نرخ تورم بر نرخ افزایش در ذخیره پول تاثیر می‌گذارد، اما پول به خودی خود در هیچ شرایطی موجب تورم نیست (حتی اگر پول و قیمت‌ها با نرخهای یکسانی رشد کنند) - از باب مثال، به (2003) Sawyer و Arestis مراجعه نمایید.

بانک مرکزی به طور مکرر نرخ بهره کلیدی را تغییر می‌دهد، که منجر به این پرسش می‌شود که در بلندمدت، چه نیروهایی بر نرخ بهره بانک مرکزی تاثیر گذاشته یا آن را تعیین می‌نماید. این یک موضوع کلیدی در تحلیل سیاست پولی از دیدگاه درون‌زا بودن پول است که به طور کلی در ادبیات پول درون‌زای کینزی از آن غفلت شده است. این بحث [دیدگاه کینزی] معمولاً اشاره به سیاستهای مبتنی بر صلاحدید بانک مرکزی و ملاحظات مربوط به نرخ ارز داشته است.

متغیر کلیدی تصمیم‌گیری برای یک بانک مرکزی در طول دوران سیکل تجاری و ابزار اصلی کنترل برای سیاست پولی قیمت اسمی عرضه در شرایطی است که ذخایر اضافی فراهم نماید. بانک مرکزی در سطح وسیع می‌تواند به طور برون‌زا قیمت عرضه را در وضعیتی که نقدینگی به سیستم مالی اعطا می‌کند تعیین نماید (Moore ۱۹۸۹)، صفحه ۲۷.

اگر بانک مرکزی بتواند نرخ تنزیل خود را در یک "نرخ تعادلی" تنظیم کند، به نحو موثری می‌توان از معضل کمبود تقاضا رها شد. ما می‌توانیم در ابتدا ارتباط بین نرخ تنزیل تنظیم شده توسط بانک مرکزی و سایر نرخهای بهره را در نظر بگیریم، و از آنجا به این پرسش برسیم که آیا نرخ تنزیل می‌تواند برای غلبه بر کمبود تقاضا به کار گرفته شود؟

نگرش کینزی پول درون‌زا به اهمیت نرخ بهره بانک مرکزی در تعیین سطح عمومی نرخهای بهره پی برده، و اینکه بانک مرکزی نرخ تنزیل کلیدی را تعیین و می‌تواند آن را اعمال

نماید را به رسمیت شناخته است. این موضوع به آن معنا نیست که یک رابطه یک به یک بین نرخ بهره بانک مرکزی و سایر نرخهای بهره ویژه وجود دارد (و به طور خاص، تغییرات نرخ بهره بلندمدت اوراق قرضه ممکن است بسیار کمتر از تغییر نرخ بهره بانک مرکزی باشد). ارتباط بین هر نرخ بهره مشخص و نرخ بانک مرکزی می‌تواند تحت تاثیر مجموعه‌ای از عوامل باشد، که شامل میزان قدرت بازار سیستم بانکی و آنچه که ترجیحات نقدینگی نامیده می‌شود، می‌گردد.

رابطه علیتی که از مخارج سرمایه‌گذاری به سوی پس اندازها جریان دارد نیازمند در دسترس بودن منابع مالی برای ممکن ساختن وقوع سرمایه‌گذاری است که در واقع پیش از ایجاد پس اندازها صورت می‌گیرد. پس اندازها از گذشته برای تامین سرمایه‌گذاری در دسترس قرار می‌گیرند، اما برای آینده وجود ندارند. سطح درآمدها با افزایش در مخارج سرمایه‌گذاری تعدیل می‌شود. مفهوم پول درون‌زا (بانک)، که بانکها بر مبنای آن قادر به خلق وام برای تامین مالی سرمایه‌گذاری هستند، کلید توضیح فرآیندی است که در آن افزایش سرمایه‌گذاری منجر به گسترش پس اندازها و درآمدها می‌شود. اما، نرخ بهره وامها رابطه تنگاتنگی با نرخ بهره تنظیم شده از سوی بانک مرکزی دارد. عواملی که تنظیم و تغییر نرخ بهره توسط بانک مرکزی را تحت تاثیر قرار می‌دهند، در ارتباط بین پس انداز و سرمایه‌گذاری از اهمیت بسزایی برخوردارند. در یک دیدگاه افراطی، اگر بانک مرکزی بتواند نرخ بهره را به نحوی تغییر دهد که پس اندازها و سرمایه‌گذاری به طور پیوسته در سطوحی که منطبق با تعادل بخش عرضه باشد برابر شوند، (شاید در اشتغال کامل)، در آن صورت هیچ مشکلی از بابت کمبود تقاضا وجود نخواهد داشت.

۵- در تحلیل کینزی پول درون‌زا، نقش سیاست پولی چیست؟

هنگامی که با پول به صورت درون‌زا رفتار می‌شود، مقدار عرضه پول به عنوان باقیمانده،

توسط تقاضا برای پول تعیین می‌شود. سیاست پولی، شکل سیاست نرخ بهره به خود می‌گیرد، و نقش سیاست پولی بستگی به تاثیرات نرخ بهره بر متغیرهای اقتصادی مرتبط را دارد. در آن صورت بحث در مورد اینکه نرخ‌های بهره چه نوع تاثیراتی ممکن است داشته‌باشند، و اینکه درجه و میزان این تاثیرات برای اهداف سیاستی به حدکافی قابل پیش‌بینی است، ضرورت می‌یابد.

۱-۵- ترجیحات نقدینگی و قابلیت پیش‌بینی سیاست پولی

به ترجیحات نقدینگی، می‌توان به منزله عامل تاثیرگذار بر تخصیص ثروت بین دارایی‌های مختلف نگریست. تغییر در ترجیحات نقدینگی، به طور مثال به سمت دارایی‌های نقدینه‌تر و گریز از دارایی‌هایی با قابلیت نقدینگی کمتر، تقاضا برای این دارایی‌ها را تغییر می‌دهد که به نوبه خود منجر به تغییر در قیمت‌های نسبی و بنابراین تغییر در نرخ‌های بازدهی نسبی این دارایی‌ها می‌شود. برای آن دسته دارایی‌های مالی که یک قیمت ثابت اسمی دارند (مثل سپرده‌های بانکی)، واضح است که قیمت نمی‌تواند تغییر کند ولی نرخ بهره آن دارایی‌ها می‌تواند تعدیل شود (مثلاً، بانکهایی که مواجه با افزایش تقاضا برای سپرده هستند، می‌توانند نرخ بهره آن را پایین بیاورند). ملاحظات مربوط به ترجیحات نقدینگی می‌تواند اجرای سیاست پولی را از طریق نرخ‌های بهره نسبی، تحت تاثیر قرار دهد و این نرخ‌های نسبی بر تقاضای کل اثر می‌گذارند. رفتار بانکها درباره پورتفوی دارایی‌های آنها را می‌توان در قالب ترجیحات نقدینگی بررسی کرد. از آنجا که یک عنصر مهم پورتفوی دارایی بانکها، وام‌ها می‌باشند که به طور نسبی از نقدینگی کمتری برخوردارند، تغییر در ترجیحات نقدینگی بانکها، تمایل آنها به اعطای وام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بررسی جامع در کانالهایی که سیاست پولی از طریق آنها انتقال می‌یابد، که قبلاً نام برده شد، نقش جیره‌بندی اعتبار توسط بانکها و تغییر در ساختار نرخ‌های بهره را خاطر نشان می‌سازد. پرسش این است که آیا تغییر در نرخ تنزیل بانک مرکزی، منجر به تغییر در میزان و شکل جیره‌بندی اعتبار می‌شود. نرخ بهره بالاتر برای

وامها، به دو دلیل ریسک عدم پرداخت وام را افزایش می‌دهد. اول اینکه، بهره پرداختی بالاتر است و این موضوع سبب افزایش این احتمال می‌شود که بنگاه وام گیرنده قادر به پرداخت بهره متعلقه نباشد. دوم، ساختار پورتفوی وامها ممکن است از اعطای اعتبار به پروژه‌های با ریسک کم و دارای بازدهی انتظاری پایین، به سمت پروژه‌هایی با ریسک بالا و دارای بازدهی انتظاری زیاد انتقال پیدا کند. همچنانکه نرخ بهره وامها افزایش می‌یابد، مشخص می‌شود که بعضی از پروژه‌های با بازدهی انتظاری پایین، دارای بازدهی کمتر از نرخ بهره وامها هستند. پس پورتفوی وامها از پروژه‌های با ریسک پایین به سمت پروژه‌های با ریسک بالا انتقال می‌یابد. در آن صورت ممکن است بانکها نسبت به افزایش در نرخ تنزیل، به جای اینکه نرخ تسهیلات را دقیقاً به اندازه افزایش نرخ تنزیل بالا ببرند، با حرکت به سمت جیره‌بندی اعتباری بیشتر واکنش نشان دهند (از باب مثال ، Stiglitz and Weiss, 1981).

تا جایی که تغییرات در ترجیحات نقدینگی (به معنی گسترده آن) به طور دقیق از تغییرات در نرخ تنزیل بانک مرکزی تبعیت نکند، و این تغییرات در ترجیحات نقدینگی، سطح و ساختار تقاضای کل را تحت تاثیر قرار دهد، قابلیت پیش‌بینی آثار نرخ تنزیل کاهش می‌یابد. از دیدگاه ترجیحات نقدینگی ممکن است قابلیت پیش‌بینی و قوت ارتباط بین نرخ بهره و تقاضای کل و ارتباط بین تقاضای کل و نرخ تورم (یعنی همان چیزی که نگرش "توافق جدید" بر آن بنا شده است) زیر علامت سؤال برود. همچنانکه بحث شد، تغییرات در ترجیحات نقدینگی ممکن است به تغییرات متعدد دیگری منجر شود، که می‌تواند در پیوند نرخ بهره و تقاضای کل، اختلال ایجاد کند.

۲-۵- ملاحظات مربوط به نرخ بهره

وقتی که با مقدار عرضه پول به صورت برون‌زا رفتار می‌شود، آشکار می‌شود که سیاست پولی به معنی کنترل بر عرضه پول در گردش می‌تواند بدون توجه به ملاحظات مربوط به نرخ

ارز، اجرا شود. این بحث به زبان ساده به این معناست که رشد عرضه پول داخلی نرخ داخلی تورم را تعیین می‌کند، و نرخ واقعی ارز به وسیله ملاحظات مربوط به برابری قدرت خرید تنظیم می‌شود. نرخ ارز اسمی مطابق با تفاوت بین نرخ تورم داخلی و نرخ تورم عمومی جهانی تغییر می‌کند، و موجب می‌شود که نرخ واقعی (از طریق سیاست پولی) تاثیر نپذیرد. با پول درون‌زا، موضوعات تا حدودی متفاوت خواهند بود. نرخ بهره حساب سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد و بنابراین نرخهای ارز رسمی و واقعی را متاثر می‌سازد. در واقع، نرخ ارز یکی از مکانیزم‌های انتقال سیاست پولی به شمار می‌آید و در برخی شبیه‌سازی‌ها (از باب مثال Church 1997 و همکاران)، تاثیر نرخ بهره بر نرخ ارز، در نقش یکی از راههای مهمی شناخته شده که نرخهای بهره از آن طریق، نرخ تورم را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

اگرچه، همان‌طور که در بالا بحث شد، اثبات شده که یافتن یک رابطه تجربی دقیق بین نرخ بهره (داخلی) و نرخ ارز نسبتاً دشوار است. قضیه برابری نرخ بهره، یک رابطه نظری شفاف بین تفاوت‌های نرخ بهره و نرخ تغییر در نرخ ارز فراهم می‌کند، لکن، چنانکه قبلاً اشاره گردید، به نظر نمی‌رسد که این موضوع از لحاظ تجربی از قوت لازم برخوردار باشد. بنابراین، می‌توان گفت "آثار سرریز شدن"^۱ و در شرایطی که تنظیم نرخ بهره داخلی اثر مهمی بر نرخ ارز دارد وجود دارد. اما ماهیت و اندازه این تاثیر با دقت قابل پیش‌بینی نمی‌باشد.

۳-۵- اهداف سیاست پولی

منطق اصلی برای تفویض تنها یک وظیفه هدف‌گذاری تورم به سیاست پولی مبتنی بر این دیدگاه است که "تورم همیشه و همه جا یک پدیده پولی است" و همچنین دوگانگی کلاسیک‌ها به این صورت شکل می‌گیرد که سیاست پولی بر بخش واقعی اثر نمی‌گذارد. این قضایا همزمان با احیای پول‌گرایی که بر عرضه پول برون‌زا و قابل کنترل استوار است مطرح

^۱ - 'Spillover' Effects

گردید، ولی به سیاست پولی مبتنی بر نرخ بهره نیز منتقل شد. هرچند هنگامی که تورم به منزله یک پدیده ناشی از "تقاضا" در نظر گرفته می‌شود، برای هدف‌گذاری تورم، سیاست مالی می‌تواند در مقام یک جانشین (یا مکمل) برای سیاست پولی قلمداد شود. وقتی سیاست پولی بر متغیرهای واقعی تاثیرگذار (تاثیر بر سرمایه‌گذاری و نرخ‌ارز دو نمونه مهم هستند)، حداقل، تنظیم سیاست پولی باید آثار سیاست پولی را در نظر بگیرد. بنابراین ما پیشنهاد می‌کنیم که اگر قرار است از سیاست پولی به عنوان یک ابزار ثبات اقتصادی استفاده شود، این سیاست می‌بایست نه تنها تورم، بلکه فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد را نیز به عنوان هدف خود لحاظ کند. در چنین حالتی، در کنار مسئله تخصیص که موضوع شناخته شده‌ای است، پرسش درباره تعداد اهداف و ابزارها ضرورتاً تبدیل به یک موضوع جدی برای سیاست‌گذاری اقتصادی می‌شود. این موضوع شناخته شده‌ای است که یک ابزار اقتصادی، حداکثر می‌تواند به یک هدف سیاستی دست پیدا کند. سیاست مالی ممکن است از طریق تاثیر بر وضعیت تجاری و حساسیت بازار، آثار غیر مستقیم بر نرخ ارز داشته باشد، ولی این سیاست آثار مستقیم به نحوی که سیاست پولی داشت در بر ندارد. در مقابل، نرخهای بهره مستقیماً جریان‌ات بین‌المللی سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهند و می‌توانند آثاری بر نرخ ارز داشته باشند (هرچند که پیش‌بینی این اثرها ممکن است دشوار باشد). این امر به آن اشاره دارد که سیاست مالی می‌بایست به سمت تقاضای کل سوق داده شود، و سیاست پولی به سوی نرخ ارز.

در مدل "توافق جدید" که به رئوس مطالب آن در بالا اشاره گردید، نرخ تورم به سمت نرخ تورم هدف همگرایی دارد. انتظارات در مورد اینکه نرخ تورم در نزدیکی نرخ هدف خواهد بود، و اینکه مقامات پولی از طریق کاهش تقاضای کل نسبت به افزایش نرخ تورم عکس‌العمل نشان می‌دهند، تضمین می‌کند که نرخ تورم به سمت نرخ هدف همگرا خواهد شد. بنابراین، بیشترین عملیات سیاست پولی از طریق این باور انجام می‌پذیرد که هدف‌گذاری تورم از اعتبار

برخوردار است، با موفقیت به انجام می‌رسد، بنابراین، نرخ تورم انتظاری به شدت تحت تاثیر تورم هدف قرار می‌گیرد. اما سیاست پولی در خصوص هدف‌گذاری تورم و اعتبار آن، هیچ امتیاز منحصر به فردی در بر ندارد: هر سیاستی (و به طور خاص سیاست مالی)، که یک تورم هدف با اعتبار را تنظیم کند، می‌تواند اثر مشابهی داشته باشد. در واقع، اگر سیاست مالی نسبت به سیاست پولی تاثیر نیرومندتر و قابل پیش‌بینی‌تری بر سطح تقاضای کل نسبت به سیاست پولی داشته باشد، در آن صورت سیاست کنترل تورم که بر مدیریت تقاضای کل مبتنی است، توسط سیاست مالی بهتر به اجرا در می‌آید تا سیاست پولی.

ما معتقدیم که اهداف سیاست پولی می‌بایست گسترش یابند، چرا که سیاست پولی سایر متغیرها را به غیر از تورم تحت تاثیر قرار می‌دهد. این موضوع همچنین دلالت دارد بر اینکه سیاست پولی می‌بایست بیش از آنچه که در چارچوب NCM به آن اشاره شده، با سایر سیاستها (بویژه سیاست مالی) به طور مناسب هماهنگ شود.

چارچوب NCM بر این موضوع دلالت دارد که تحت تاثیر شرایط استقلال بانک مرکزی که تورم هدف را مشخص نموده است، سیاستهای پولی و مالی همچنان می‌توانند به ترتیبی که در ادامه مطرح می‌گردد با یکدیگر هماهنگ شوند. وزارت اقتصاد می‌داند که بانک مرکزی همگام با تغییرات تورم، نرخ بهره را تغییر خواهد داد. بنابراین این وزارتخانه، می‌بایست متناسب با رفتار بانک مرکزی، یک سیاست مالی مناسب اتخاذ نماید: یعنی اگر مایل است نرخ بهره بیشتری (کمتری) برقرار باشد، باید سیاست مالی تورمی تر (ضد تورمی) اعمال کند. هرچند که این موضوع دلالت دارد بر اینکه سیاست پولی در جایگاه بالاتر و سیاست مالی در جایگاه پایین‌تری قرار گرفته است. هماهنگی که هر دو سیاست را به طور یکسان در نظر بگیرد باید ترجیح داده شود.

علاوه بر این، تاثیراتی که تغییر نرخ بهره ممکن است بر نرخ ارز و سرمایه‌گذاری و شاید بر قیمت دارایی‌ها داشته باشد، می‌بایست به طور کامل در فرآیند تصمیم‌گیری لحاظ شود. تاثیرات سیاست پولی بر نرخ ارز و حجم سرمایه‌گذاری ممکن است نتایج بلندمدتی داشته باشد، و از این‌رو سیاست پولی نباید به تنهایی در ذهن سیاستگذار برای تاثیر فوری بر تورم تنظیم شود، بلکه می‌بایست به آثار جانبی طولانی مدت که دارای تاثیرات بالقوه هستند توجه دقیقی معطوف شود. در خصوص این بحث که اثرهای مشابهی در مورد سیاست مالی دلالت دارد، شاید مسئله واقعی نه ناهماهنگی، بلکه تفویض سیاستها باشد. سیاست مالی به طور طبیعی توسط سایر موضوعات، نظیر توزیع، تخصیص و سایر اهداف مربوط به اقتصاد خرد، تعهدات سیاسی، و غیره محدود می‌شود. تحت چنین شرایطی، تمرکز سیاست پولی تنها بر تورم، به معنی این است که به سایر موضوعات نظیر ترکیب مخارج و بنابراین، رشد اقتصادی، قیمت دارایی‌ها و غیره، وزن صفر داده شده است - که به وضوح وضعیت نامناسبی را برای اجرای سیاست اقتصادی نشان می‌دهد.

۴-۵- ابزارهای سیاست پولی

تاثیرات سیاست پولی از طریق کانالهای مختلفی اعمال می‌شوند. بعضی از این تاثیرات را می‌توان به منزله "آثار قیمتی" تغییر در نرخ بهره توصیف کرد، ولی سایر موارد، به شکل تغییر در "میزان سهمیه اعتباری" بروز می‌کنند.

پرسشی که می‌تواند مطرح شود اینکه آیا کنترل‌های اعتباری محتاطانه آشکار که توسط بانک مرکزی یا سایر مراجع دولتی به کار گرفته می‌شوند، باید مکمل سیاست نرخ بهره باشند؟ کنترل‌های اعتباری محتاطانه در اینجا شامل هر معیاری می‌باشند که برای اعمال محدودیت مستقیم بر حجم اعتبارات و یا محدودیت غیر مستقیم از طریق کنترل بر الزامات ذخیره قانونی به کار گرفته می‌شوند. مثلاً موسسات مالی، شرایطی را که تحت آنها وثایق بر حسب

نسبت مجاز وام به درآمد و غیره تامین می‌شوند را تغییر می‌دهند. در چنین وضعیتی، هدف کنترل‌های اعتباری محتاطانه را می‌توان به صورت تلاش برای تقویت پیوندهای بین سیاست پولی و سطح تقاضای کل (بر حسب افزایش تاثیر سیاست پولی و قابلیت پیش‌بینی این تاثیر) تصویر نمود.

اما مشکلات شناخته شده‌ای در خصوص استفاده از کنترل‌های اعتباری محتاطانه وجود دارد. آنها می‌توانند (به صورت قانونی یا غیر قانونی) از طریق تغییر شکل اعتبارات نظارت شده به اعتبارات نظارت نشده، شامل گسترش محصولاتی که در خارج از حوزه نظارت قرار می‌گیرند و تغییر جهت اعطای وام به منابع خارج از کشور، که منجر به عدم واسطه‌گری خارجی می‌شود که در این حالت کنترل‌های ارزی مورد نیاز خواهد بود. کنترل‌های اعتباری محتاطانه ممکن است در محدود کردن اعتبارات و بنابراین در مخارج، تاثیراتی داشته باشند، اما برداشتن این کنترلها تاثیر اندکی بر افزایش مخارج در طول دوران رکود خواهد داشت. سهمیه‌بندی اعتباری ممکن است از دیدگاه شدت بالای پیچیدگی سازوکارهای نهادی بخش‌های بانکی و مالی، غیر موثر و پر هزینه باشد. تحت این شرایط توانایی گیرندگان و اعطاکنندگان تسهیلات برای مهار محدودیت‌های اعتباری ادامه داشته و بعید است که یک سیاست مداوم کنترل اعتباری، موثر واقع شود.

هرچند که یکی از ویژگیهای اقتصادهای سرمایه‌داری که در دیدگاه NCM کاملاً نادیده گرفته شده، تمایل به گسترش حبابهای ناپایدار همگام با افزایش قیمت دارایی‌ها و تقاضا است (نظیر حباب قیمت مسکن که در اواخر دهه ۱۹۸۰ در انگلستان اتفاق افتاد؛ و اخیراً حباب "اقتصاد جدید" در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا). کند شدن ایجاد چنین حبابهایی (که باید اذعان نمود شناسایی و تشخیص آنها دشوار بوده و اتخاذ اقدام مناسب و مقتضی برای کند نمودن فعالیت اقتصادی جهت مهار آن مشکل است) ممکن است تا جایی که میزان کساد

متعاقباً ایجاد شده تابعی از میزان "فراوانی غیر عقلانی"^۱ باشد ارزشمند تلقی می‌گردد. اینها شرایطی هستند که ملاحظه می‌کنیم با کنترل بر روی حجم اعتباری، در مقایسه با تلاش ترکاندن حباب از طریق ابزارهای سنتی سیاست پولی که از مکانیزم قیمت افزایش نرخ بهره استفاده می‌کند، به نحو بهتری از عهده مشکل بر می‌آیند. کنترل‌های اعتباری محتاطانه می‌توانند ابزارهای موثری برای محدود کردن گستره حبابهای مالی باشند - که می‌توانند رونق را طولانی کرده - و هزینه‌های یک بحران مالی را کاهش دهند. یک مثال جالب از کنترل‌های اعتباری محتاطانه به دوره ۷۱-۱۹۴۵ در انگلستان مربوط می‌شود، که این کنترلها به اجرا درآمدند. کنترل‌های اعتباری مذکور بر دو نوع بودند: دخالت از طریق ترغیب اخلاقی بانکها به منظور تمایز قایل شدن در خصوص وام‌گیرنده (محدودیت طرف عرضه)؛ و مشخص کردن و تعیین حداقل مدت دوره سپرده‌ها و حداکثر مدت دوره بازپرداخت برای وامهای مصرف‌کننده (ابزار بخش تقاضا). این کنترلها در سال ۱۹۷۱ همزمان با اظهار تمایل به تکیه بر قیمت اعتبارات، یعنی نرخ بهره کوتاه‌مدت، که در تلاش برای تحت تاثیر قرار دادن تقاضا برای اعتبارات صورت می‌پذیرفت، بر طرف شدند. هر چند که در نتیجه این اقدام، بعدها در دهه تورمی ۱۹۷۰ مسلم شد که مقامات پولی از بابت اینکه نرخ بهره می‌بایست در حد دو رقمی نگهداشته شود نگران شده بودند، و گهگاه به کنترل‌های اعتباری مستقیم محتاطانه به شکل سپرده‌های مکمل، و بنابراین به سمت کنترل‌های طرف عرضه روی می‌آوردند (Bain and Howells, 2003)، صفحه ۶۹. اگرچه از آن زمان چنین کنترل‌های اعتباری مستقیم محتاطانه‌ای به کار بسته نشده‌اند، نمونه‌های اواخر دهه ۱۹۸۰ در انگلستان و اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا، مانند هر جای دیگر در همان زمان، این نکته را به خوبی توضیح می‌دهند. برخی اشکال کنترل‌های اعتباری محتاطانه ممکن است توانسته باشد حبابهای قیمتی

^۱ - Irrational Exuberance

انگلستان، آمریکا و سایر کشورها را از گسترش بازداشته باشد (و از این رو متعاقباً به جلوگیری از وقوع ترکیدن حبابها کمک نموده باشد) و نیز امکان تداوم توسعه اقتصاد را برای مدتی طولانی‌تر از آنچه واقعا می‌توانست باشد، ایجاد کرده باشد. شکل‌های مناسب کنترل اعتباری ممکن است به جای استفاده از ابزار کند تغییرات نرخ بهره که تمام بخشهای اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد، بر بخشهایی که در آنها بیش فراوانی^۱ در حال گسترش است متمرکز شود.

البته باید اذعان داشت که اشکالاتی در مورد این دیدگاه وجود دارد. در واقع بحث ما این نیست که کنترل‌های اعتباری محتاطانه به منزله یک ابزار دائمی سیاست پولی، می‌تواند آثار مطلوبی بر اقتصاد داشته باشد. تنها تحت شرایط معینی، همانند مثالهایی که هم اکنون ذکر گردید، چنین سیاستی می‌تواند در کنار دیگر سیاستها که در این مقاله در مورد آنها بحث شد، مفید واقع شود. این ماهیت صلاح‌دیدگی این ابزار سیاست پولی است که ما مایلیم مورد تاکید قرار داده و در واقع، آن را به شکلی که توضیح دادیم، مشخص نماییم. همچنین این موضوع صحیح است که این پیشنهاد به راحتی در کنار نگرش پول درون‌زا که در این بخش مورد بحث واقع شد، قرار می‌گیرد. چرا که اولاً، یک ابزار موقت سیاست اقتصادی است، و ثانیاً، دخالت مستقیم در اقتصاد توسط مقامات پولی برای درمان ضعف‌های کوتاه‌مدت ساختار اعتباری، و بنابراین، توانا ساختن سیستم برای اینکه به نحوی سازگار با نگرش کینزی پول درون‌زا عمل کند، پیوند قابل قبولی بین آن دو ایجاد می‌نماید.

۶- خلاصه و نتیجه گیری

ما کارایی سیاست پولی را در مورد دو مکتب فکری که به پول به صورت درون‌زا نگاه می‌کنند مورد ملاحظه قرار دادیم. در مورد "توافق جدید"، بحث نمودیم که کارایی سیاست پولی می‌بایست در دو حوزه مورد قضاوت قرار گیرد. اول اینکه پرسیده شود که آیا سیاست

^۱ - Over exuberance

پولی در کنترل تورم، و رساندن نرخ تورم به سطح هدف آن به صورت قابل پیش بینی، کارا است؟ دومین حوزه که ما تصور می‌کنیم سیاست پولی می‌بایست مورد قضاوت قرارگیرد به پرسش درباره توانایی سیاست پولی برای مقابله با آثار شوک عظیم به اجزای مستقل تقاضای کل برمی‌گردد. نظر ما این است که تغییرات نرخ بهره که برای مبارزه با یک تغییر قابل توجه در تقاضای کل مورد نیاز می‌باشد، آنقدر گسترده و غیر قابل پیش‌بینی است که در عمل مشکل‌آفرین خواهد بود. همچنین ما بحث نمودیم که تنها با تمرکز سیاست پولی بر تورم، و (معمولاً) محدود شدن سیاست مالی توسط سایر مسائل، به سایر موضوعات، نظیر ترکیب تولید (مثل سرمایه‌گذاری در مقابل مصرف، کالاهای قابل تجارت در مقابل کالاهای غیر قابل تجارت)، حبابهای قیمت دارایی و غیره پرداخته نمی‌شود. با علم به امکان وقفه در تاثیرگذاری سیاستها و سایر مسائل مرتبط، این امر برای رشد، توزیع و رفاه، مهمتر از هر چیز دیگری خواهد بود. نتیجه‌گیری اجتناب‌ناپذیر آنست که در واقع سیاست اقتصادی NCM غیر بهینه است. در قالب تجزیه و تحلیل کینزی پول درون‌زا، ما پیشنهاد کردیم که به دلیل محوریت ترجیحات نقدینگی در این چارچوب، نقش و ماهیت سیاست پولی از "توافق جدید" متفاوت است. احتمال می‌رود که سیاست مالی ابزار قوی‌تری برای تنظیم تقاضای کل باشد. در تنظیم سیاست پولی می‌بایست آثار نرخ های بهره بر متغیرهایی نظیر نرخ ارز، سرمایه‌گذاری و قیمت دارایی مورد ملاحظه قرار گیرد، هرچند که تشخیص داده شود این آثار غیر قطعی هستند. به علاوه، از کنترل‌های اعتباری محتاطانه می‌بایست هر جا که لازم باشد، به صورت حمایت‌گرایانه مورد استفاده قرار گیرد، اما ما به موثر بودن این کنترلها در بلندمدت معتقد نیستیم. به طور آشکار کاربردهای سیاست پولی در این مکتب فکری در مقایسه با "توافق جدید" کاملاً متفاوت می‌باشند.

منابع و مأخذ:

- 1- Arestis, P. and Howells, P. 1996. Theoretical reflections on endogenous money: the problem with convenience lending, Cambridge Journal of Economics, vol. 20, no. 5, 539-51
- 2- Arestis, P. and Sawyer, M. 2003. Does the stock of money have any significance?, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 56, no. 225, 113-36
- 3- Arestis, P. and Sawyer, M. 2004A. Can monetary policy affect the real economy?, European Review of Economics and Finance, vol. 3, no. 2, 9-32
- 4- Arestis, P. and Sawyer, M. 2004B. On the effectiveness of monetary policy and of fiscal policy, Review of Social Economy, vol. 62, no. 4, 441-63
- 5- Arestis, P. and Sawyer, M. 2004C. Can monetary policy affect the real economy?, European Review of Economics and Finance, vol. 3, no. 3, 9-32
- 6- Bain, K. and Howells, P.G. A. 2003. Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis, Basingstoke, Palgrave Macmillan
- 7- Bank of England Quarterly Bulletin 2004. The new Bank of England quarterly model, Bank of England Quarterly Bulletin, vol. 44, no. 2, 188-93
- 8- Bernanke, B. S., Gertler, M. and Gilchrist, S. 1999. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, in Taylor, J. and Woodford, M. (eds), Handbook of Macroeconomics vol. 1, Amsterdam, North Holland

- 9- Chick, V. and Dow, S. 2002. Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, no. 4, 587-607
- 10- Church, K. B., Mitchel, P. R., Sault, J. E. and Wallis, K. F. 1997. Comparative properties of models of the UK economy, *National Institute Economic Review*, vol. 161, 91-100
- 11- Clarida, R., Gali, J. and Gertler, M. 1999. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, no. 4, 1661-707
- 12- Dalziel, P. 2002. The triumph of Keynes: what now for monetary policy research, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, no. 4, 511-28
- 13- Fair, R. 2005. Estimates of the effectiveness of monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, no. 4, 645-60
- 14- Gordon, R.J. 1997. The time-varying NAIRU and its implications for economic policy, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 1, 11-32
- 15- Lavoie, M. 2003. A primer on endogenous credit money, in Rochon, L-P. and Rossi, S. (eds), *Modern Theories of Money*, Cheltenham, Edward Elgar
- 16- Meyer, L. H. 2001. Does money matter?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 83, no. 5, 1-15
- 17- McCallum, B. T. 2001. Monetary policy analysis in models without money, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 83, no. 4, 145-60

-
- 18- Moore, B. J. 1989. A model of bank intermediation, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 12, no. 1, 10-29
 - 19- Stiglitz, J. E. and Weiss, A. 1981. Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, vol. 71, no. 3, pp. 393-410
 - 20- Taylor, J. B 1993. Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, 159-214