

بنام خدا

کارگاه ساز و کار انتقال سیاست پولی: نظریه ها و مطالعه موردی عدم تقارن تکانه های پولی

احمد رضا جلالی نایینی

موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی

خرداد ۱۴۰۰

ساز و کار انتقال پولی: چگونه تغییر در سیاست پولی و به تبع آن تغییرات در کمیت پول (نقدینگی) یا نرخ بهره متغیرهای کلیدی کلان چون تولید و تورم را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

- سازوکار انتقال اثر سیاست پولی عبارت است از نحوه تاثیرگذاری شوک برونزای سیاست پولی بر اهداف میانی (مانند نرخ تورم، نرخ ارز یا کل های پولی) و نهایتاً اهداف نهایی سیاستگذار پولی مانند تولید و تورم. (کوپ و همکاران (۲۰۰۹)).
- اهمیت مطالعه و بررسی تجربی شناسایی مجاری انتقال (مکانیسم تسری) سیاست پولی و داشتن ارزیابی از درجه کارایی مجراها برای اعمال موثر سیاست پولی است تا از این گذر بتوان چارچوب سیاستی مناسب را طراحی و ابزار مناسب برای عملیاتی کردن سیاست پولی را انتخاب کرد.
- البته اگر هماهنگی میان سیاست پولی و مالی نباشد، تکانه های مالی این فرآیند را مختل می سازد.

• دو رویکرد مختلف به موضوع ساپ:

• الف: رویکرد اقتصادسنجی (VAR، SVAR، BVAR، MS-VAR، VECM و VECMX)

• ب: رویکرد تفسیری/توضیحی (narrative approach)

سامرز (۱۹۹۱) و رومر و رومر (۱۹۸۹) اعتقاد دارند که نظرات در مورد اثرات واقعی سیاست پولی در ایالات متحده بیش از اینکه از تحلیلهای مرسوم آماری متاثر شده باشد، از استدلال های فریدمن و شوارتز (۱۹۶۳) و مشاهده نتایج واقعی «تورم زدایی ولکر» (Volcker disinflation) تاثیر پذیرفته است (برگ و دیگران ۲۰۱۳).

شروط اثر گذاری سیاست پولی

• (۱)-انحصار انتشار یک پول بیرونی توسط سیاستگذار پولی که جانشین کامل ندارد، مانند اسکناس و ذخایر بانک ها (پایه پولی)

• (۲)-منعطف کامل نبودن قیمت و دستمزدها در اقتصاد

• شروط فوق از طریق **اثر نقدینگی** (کاهش نرخ بهره اسمی در پی افزایش حجم پول) می تواند موجب اثر گذاری سیاست پولی بر متغیرهای حقیقی مانند تولید شود.

• اگر ابزار سیاست گذاری پایه پولی (متغیر یا هدف عملکردی) باشد، از طریق کنترل هدف (متغیر) میانی (حجم پول و نقدینگی) سیاست گذار متغیرهای کلان چون تورم و تولید را می تواند هدف گیری می کند. درجه چسبان بودن هدف میانی به اهداف غایی متغیرهای بستگی به کارآیی ساز و کار انتقال سیاست پولی دارد.

• افزایش حجم پول دو اثر متفاوت در بر دارد: انتظارات تورمی و نقدینگی. در چارجوب الگوهای تعادل عمومی نئوکلاسیک (بطور مثال MIU) اثر افزایش نرخ رشد پول از طریق فرضیه فیشر است که به موجب آن نرخ اسمی بهره = نرخ حقیقی + انتظارات تورمی $(i = r + \pi^e)$. افزایش رشد حجم پول ۲ اثر دارد:

i. نرخ بهره واقعی پایین تر (اثر نقدینگی: پول بیشتر \leftarrow نقدینگی بیشتر \leftarrow قیمت کمتر پول)

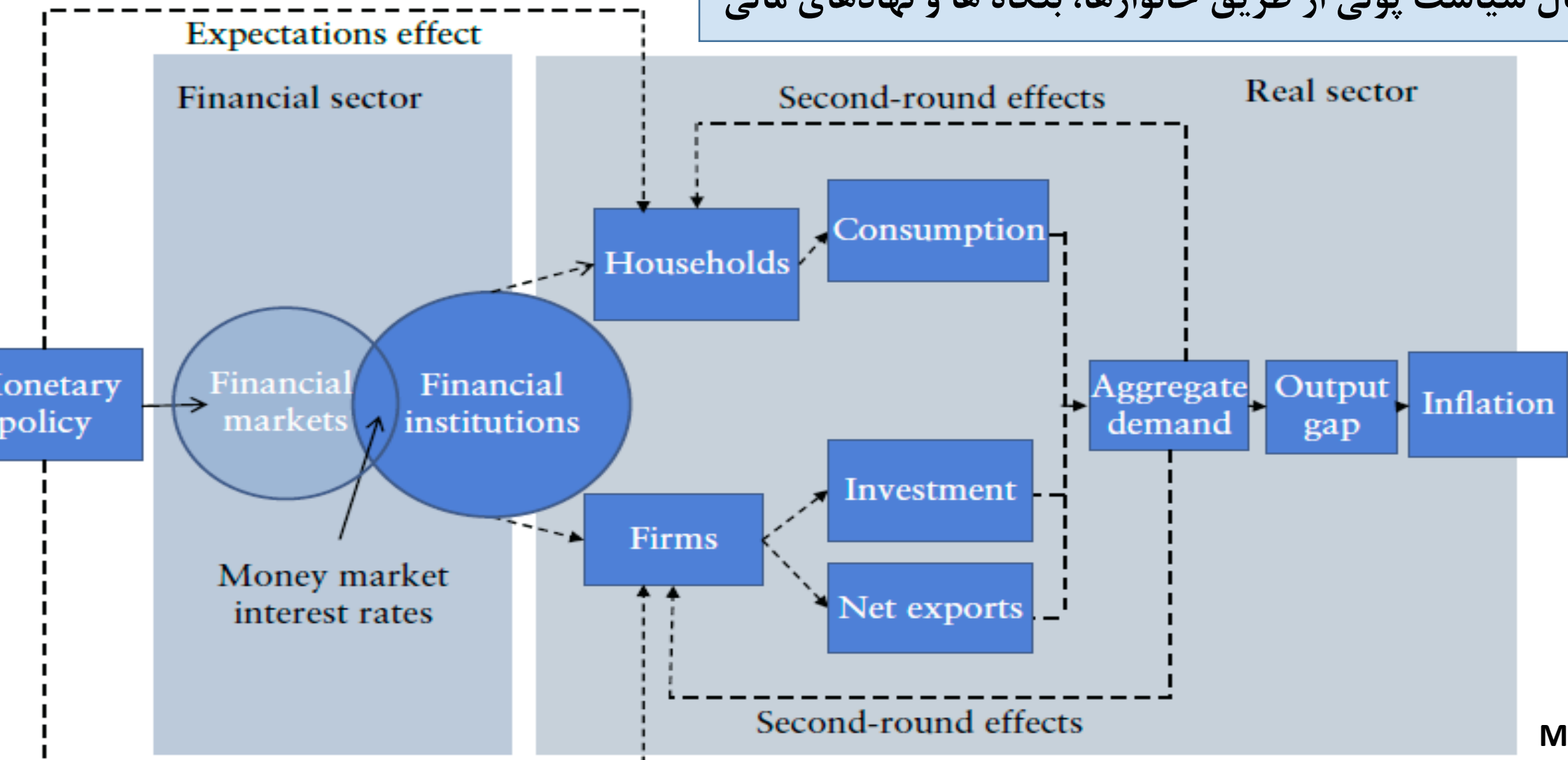
ii. پیش بینی تورم بالاتر در آینده (تورم انتظاری یا اثر فیشر: پول بیشتر \leftarrow تورم انتظاری بیشتر \leftarrow نرخ بهره اسمی بالاتر)

• برای این که تکانه مثبت عرضه پول منجر به کاهش نرخ بهره اسمی شود، لازم است اثر نقدینگی بر اثر فیشر غلبه داشته باشد. در این صورت با ۲ پیش فرض فوق از طریق اثر نقدینگی افزایش حجم پول می تواند موجب کاهش نرخ بهره اسمی و افزایش تقاضای کل شود. در صورت ثبات انتظارات تورمی یا چسبنده بودن قیمتها انبساط پولی موجب کاهش نرخ بهره حقیقی و افزایش سطح فعالیت حقیقی در اقتصاد خواهد شد.

• تبیین کاهش نرخ بهره اسمی به واسطه افزایش حجم پول موضوعی بدیهی نیست و وجود اثر نقدینگی در مطالعات تجربی مورد اجماع عام نیست. نشان دادن اثر نقدینگی در قالب الگوهای اقتصادی کینزی با چسبندگی قیمت ها نسبتا آسان اما در الگوهای نئوکلاسیک و قیمت های منعطف با انتظارات جلونگر پیچیده است (رجوع کنید به Lucas 1992, Furest 1992, Christiano & Echenbaum 1992, limited participation models)

• هر چند تفاوت های قابل توجهی در دیدگاه های مختلف راجع به اثر سیاست پولی در ادبیات موضوع وجود دارد، دو مشاهده تجربی را بسیاری از اقتصاد دانان قبول دارند: وجود اثر نقدینگی (افزایش در حجم پول غالبا در کوتاه مدت باعث کاهش نرخ های بهره کوتاه مدت می شود) اما در بلند مدت پول خنثی است. سیاست پولی هم معطوف به کوتاه تا میان مدت است.

شمای کلی انتقال سیاست پولی از طریق خانوارها، بنگاه ها و نهادهای مالی



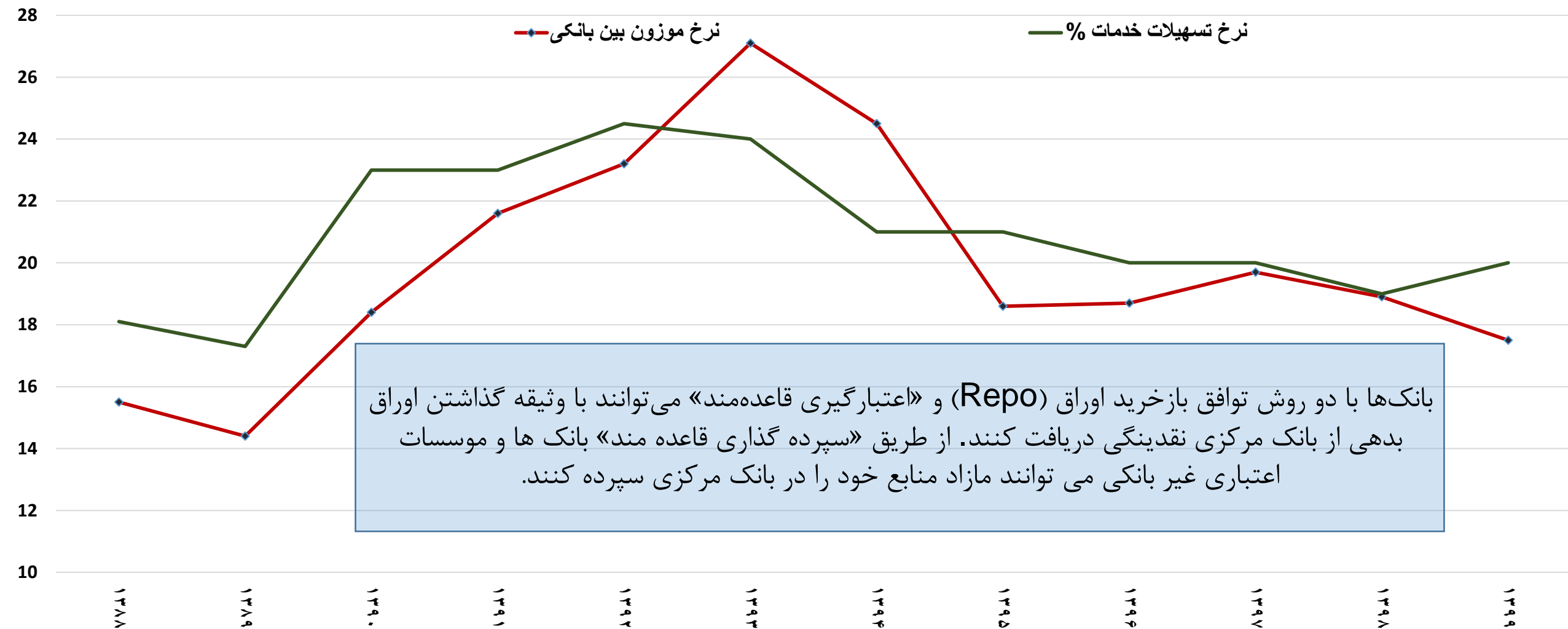
Monejak 2014

در اقتصاد ایران به علت قوی بودن انتظارات تورمی، به ویژه در دوره های کمبود منابع، مشاهده تجربی قابل اتکایی دال بر وجود اثر نقدینگی یافت نمی شود (جلالی نایینی و نادریان ۱۳۹۲). به علاوه به واسطه مشکلات ساختاری و عمیق نبودن بازارهای مالی گذر نرخ بهره به متقاضی نهایی با مشکل مواجه است.

ابزار سیاست پولی در اقتصاد ایران: نرخ سود بانکی و تغییر در کل های پولی

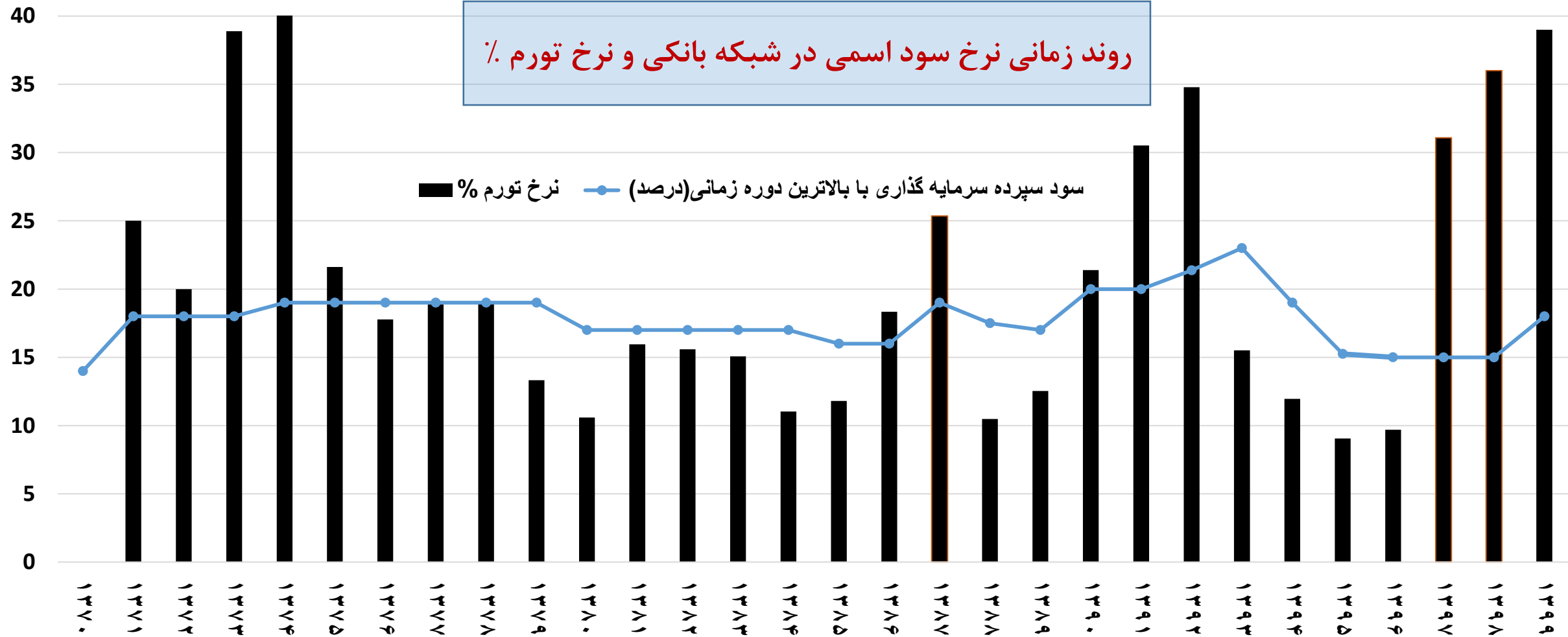
- در کشورهایی که بازارهای عمیق و نسبتاً پیشرفته مالی دارند نرخ بهره کوتاه مدت ابزار اصلی سیاست پولی است. نرخ بهره به جز دوره های خاصی از جمله ۹۴-۱۳۹۲ و ۱۳۹۸ تا کنون ابزار فعالی برای سیاست گذاری پولی در ایران، به ویژه برای کنترل تورم، نبوده است.
- به نظر کارشناسان، استفاده ابزاری از نرخ سود بانکی در ایران، غالباً برای کنترل نرخ ارز و "مساعدت به تولید" بوده و نه مبارزه با تورم.
- تغییرات دستوری نرخ سود بانکی در بخش بازارهای رسمی لزوماً با عملیات بازار باز همراه نیست. آزمون های آماری انجام شده همبستگی معنادار میان تغییرترازنامه بانک مرکزی و تغییر نرخ های سود اسمی و حقیقی (نرخ سود سپرده یک ساله، نرخ سود موزون سپرده و وام و نرخ بازار) را تأیید نمی کند.
- در دورانی که نرخ های رسمی کاهش می یابد بانک ها پورتهوی وام خود را برای بنگاه های خصوصی از عقود مبادله ای به سمت عقود مشارکتی (با نرخ های محاسبه شده بالاتر) تعدیل می کنند و بنابراین اثر تغییر در نرخ ها را تا حدی عقیم می سازند.
- بر اساس مطالب فوق وجه غالب سیاست پولی طی چند دهه گذشته **تغییر در ترازنامه بانک مرکزی** است و مکانیسم انتقال غالباً از تکانه های سیاستی بر ترازنامه بانک مرکزی منبعت می شود. البته این تکانه ها تحت تأثیر عملکرد مالی دولت، سیاست ارزی و تجدید ارزیابی دارایی های بانک مرکزی بوده است.

در سال های اخیر با راه اندازی بازار باز سعی شده ارتباط منظم تر و همبستگی بالاتری میان نرخ های سیاستی و نرخ های بازار به وجود آید. مقام پولی سقف و کف کریدور نرخ بین بانکی را تعیین می کند و برای نگه داشتن نرخ در کریدور منابع را تزریق یا برداشت می کند.

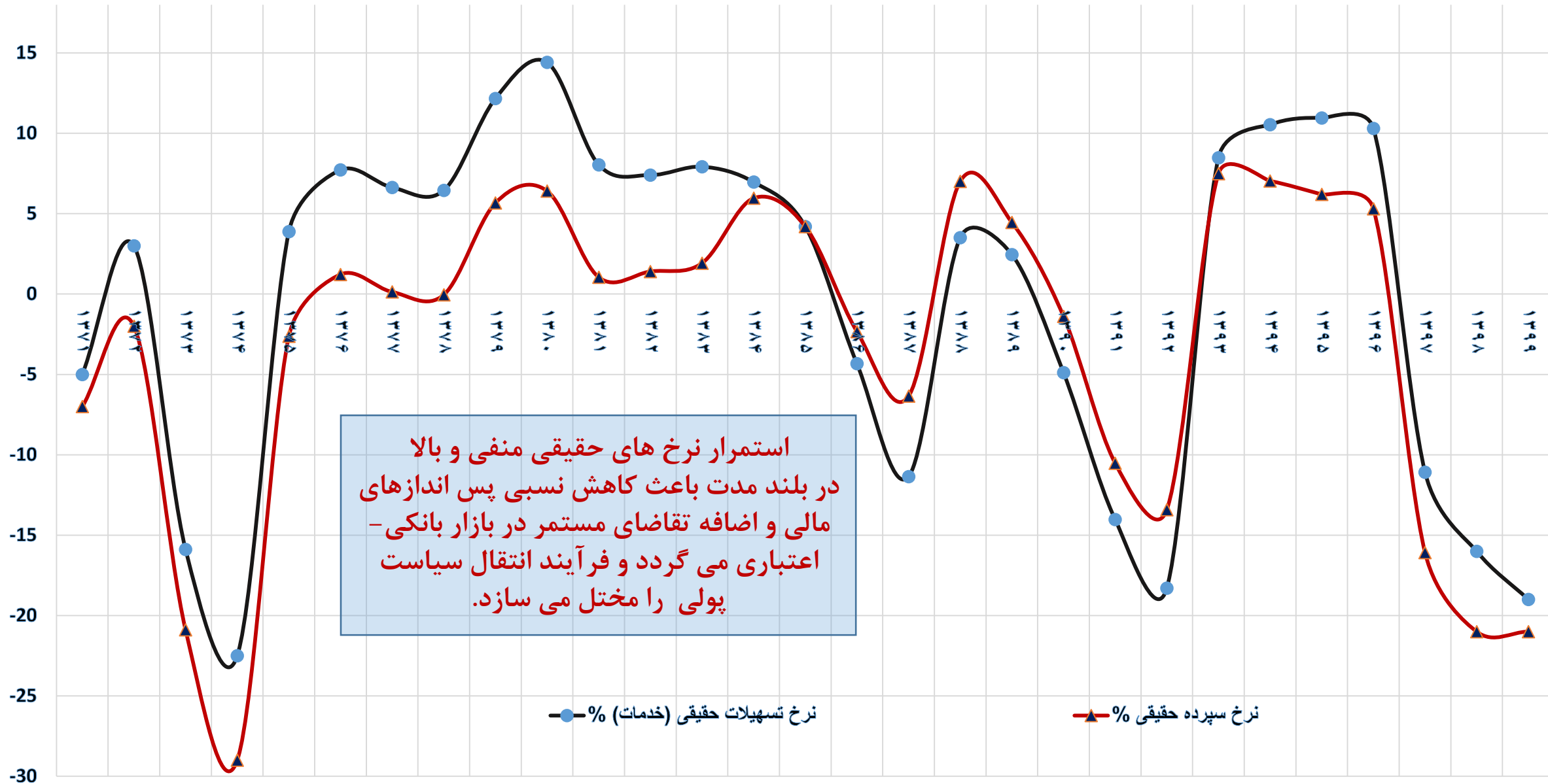


علیرغم ایجاد ساختارهای جدید هنوز نرخ های سیاستی بطور متناسب به نرخ های مصرف کنندگان نهایی گذر (pass through) نمی کند و در دهه اخیر به علت ساختار معیوب ترازنامه و نداشتن توان سود آوری در نرخ های سود سپرده بالاتر غالب بانک ها، نه فقط نرخ های مصوب با نرخ های جاری تورم تناسب ندارد بلکه بانک ها ظرفیت محدودی برای انتقال سیاست انبساط پولی دارند.

روند زمانی نرخ سود اسمی در شبکه بانکی و نرخ تورم %



روند زمانی نرخ حقیقی سود در شبکه بانکی



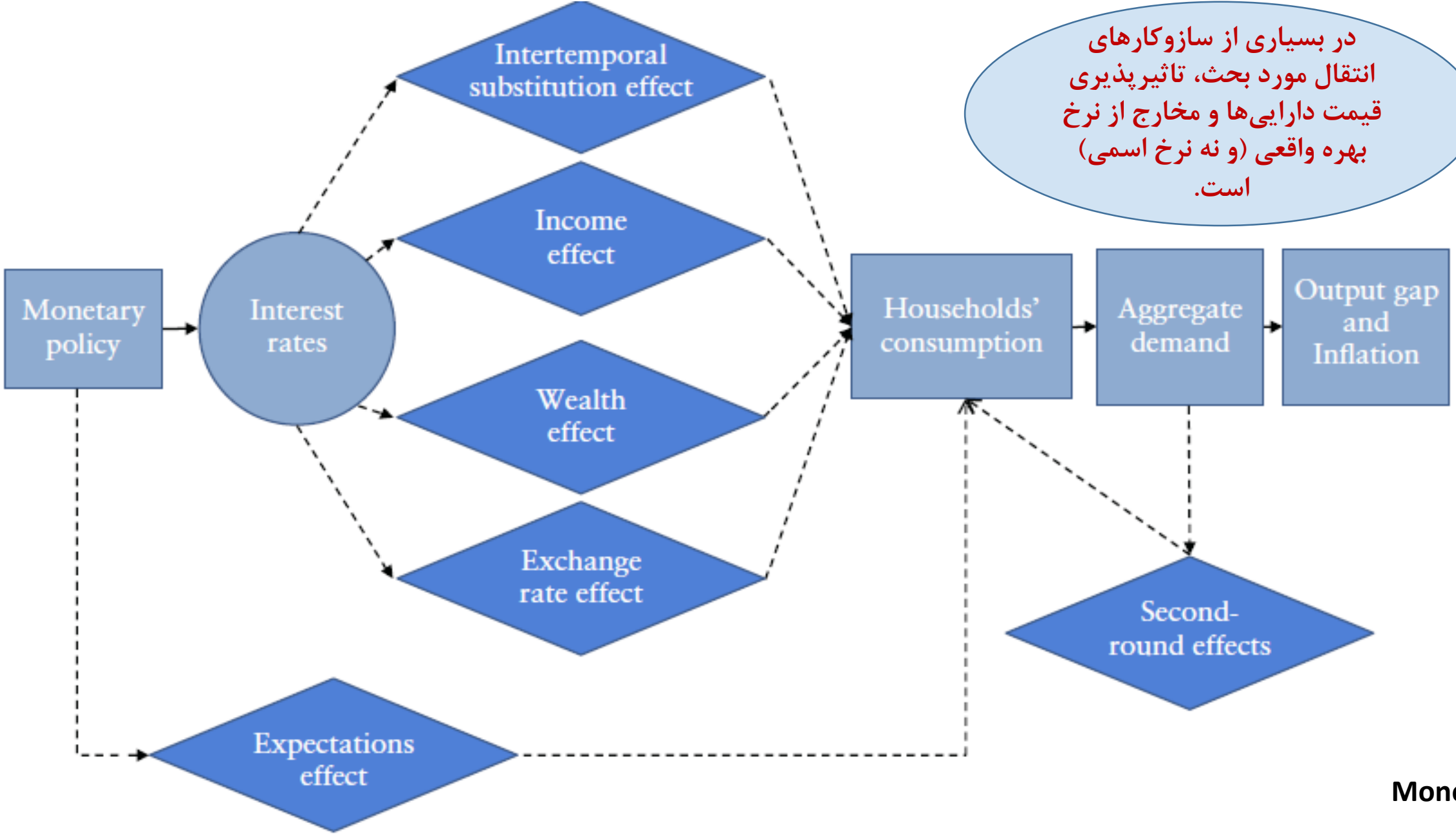
مجاری کلی انتقال سیاست پولی پس از مرحله اعمال سیاست و گذر نرخ بهره

- فرآیند سازوکار معمولاً از انتقال اثر عملیات بازار باز به نرخ‌های بهره بازار و یا از طریق تغییر پایه پولی (ذخایر بانک‌ها) آغاز شده و از طریق مجاری شناخته شده زیر وضعیت خانوار و بنگاه را تغییر می‌دهد و نرخ بهره حقیقی، تقاضای کل و نرخ تورم را متأثر می‌سازد:
 - ❖ نرخ بهره: ← سرمایه‌گذاری و مصرف (اولر مصرف $\text{intertemporal substitution effect}$)، از مجاری زیر
 - ❖ اثر دارایی و اثر درآمدی (wealth or income effect): اثر نرخ بهره بر درآمد اشخاص بستگی به توازن نسبی میان خانوارهای ریکاردویی و غیر ریکاردویی یا خالص پس انداز مثبت و منفی (بدهکاران) اشخاص حقیقی و حقوقی و میل نهایی به مصرف آن‌ها دارد.
 - ❖ ترانزنامه: اثر نرخ بهره بر ترانزنامه (خالص ثروت) اشخاص، بنگاه‌ها و بانک‌ها
 - ❖ وام دهی: توان و تمایل بانک‌ها به عرضه اعتبارات
 - ❖ نرخ ارز: تغییر قیمت نسبی کالاهای وارداتی و تولید داخل و جریان سرمایه
 - ❖ انتظارات (expectation): ایجاد خوش بینی یا بدبینی نسبت به موضع سیاست‌گذار پولی
 - ❖ اثرات ثانوی، بازخورد اثر سیاست پولی بر وضعیت اقتصاد، درآمدها و ثروت افراد حقیقی و حقوقی
- شناخت و درک صحیح از سازوکار انتقال پولی موجب هدایت بهتر و مؤثرتر سیاست پولی و احتراز از انحراف سیاست‌گذاری پولی می‌گردد.
- این مجاری را از چند زاویه و گذار مختلف میتوان بررسی کرد: خانوار، بنگاه و از طریق نظام بانکی

مجاری اثر سیاست پولی

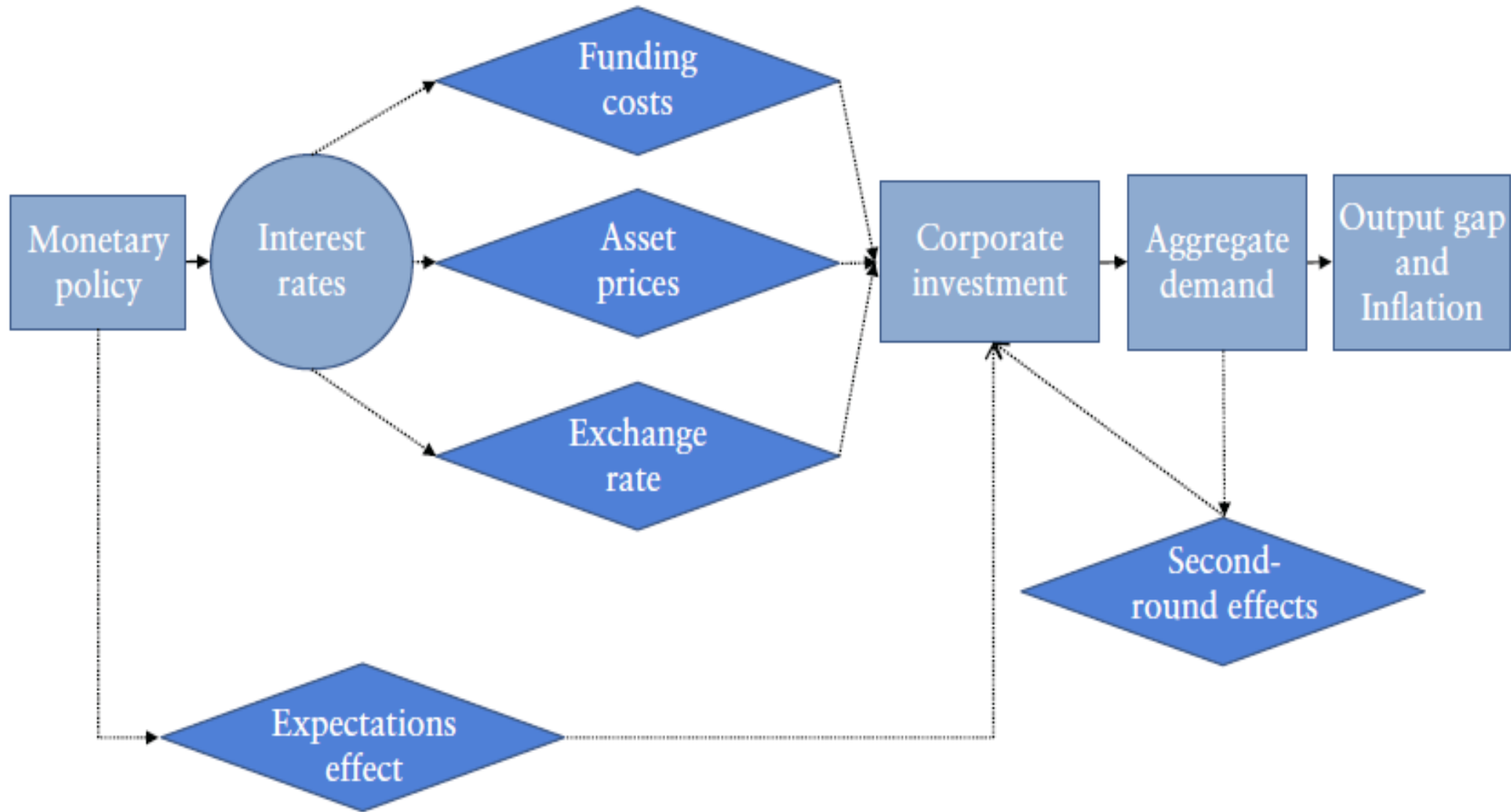
- مجاری انتقال اثر تکانه های پولی در نظریه های اقتصادی را به ۳ دسته میتوان تقسیم کرد: مجرای نرخ بهره-سرمایه گذاری کینزی و مجرای نرخ بهره-مصرف در الگوهای نوکینزی، مجرای نرخ بهره-نرخ بازدهی دارایی های پولیون و نگاه اعتباری.
- در این الگوها عموماً فرض می شود که به علت نا کامل بودن بازارها (اطلاعات نا کامل و چسبندگی های اسمی دستمزد و قیمت)، سیاست های پولی میتواند بخش واقعی اقتصاد را، حداقل در کوتاه مدت، تحت تاثیر قرار دهد.
- در الگوهای سنتی کینزی ابزار سیاستی پایه پولی (یا مقدار ذخیره بانک ها) است. با این فرض که کشش جایگزینی میان پول و اوراق قرضه بالا است و اثر نقدینگی وجود دارد تغییر در حجم پول سریعاً به بازار اوراق قرضه و نرخ بهره منتقل می شود و از طریق تغییر در نرخ بهره تقاضا برای اعتبار و مخارج کل در اقتصاد را متأثر می سازد. در این دیدگاه کانال نرخ بهره-سرمایه گذاری مهمترین معبر اثر گذاری سیاست پولی است. اختلاف نظر در درجه موثر بودن این مجرای سنتی کم نیست. در الگوهای نوکینزیتغییر در نرخ بهره حقیقی از طریق جانشینی بین زمانی مصرف بر تقاضای کل اثر دارد.
- فریدمن (۱۹۵۹ و ۱۹۷۳) نظریه سنتی کینزی را تعمیم داد. در این رویکرد اضافه عرضه پول از طریق تأثیر گذاردن بر قیمت و نرخ بازدهی دارایی ها (اوراق قرضه، سهام، کالاها، نرخ ارز و مسکن) بر بخش حقیقی و قیمت ها تأثیر می گذارند و به این ترتیب چارچوب وسیع تری برای تبیین اثر افزایش حجم پول و مکانیزم انتقال آن ایجاد میشود. کانال اعتباری تعمیم یافته توضیح جامع تری در باره اثر تکانه های کل های پولی در ایران دارد. جلالی نایینی، زمان زاده (۱۳۹۶) برای مجرای انتقال قیمت دارایی ها تایید تجربی ارائه می دهند.
- چون تابع تقاضای پول در شمار زیادی از کشورها کم ثبات شد و حجم کل های پولی نسبت به اهداف غایی چسبان نبود، در اکثر کشورها نرخ بهره کوتاه مدت تبدیل متغیر اصلی ابزار سیاست پولی شد و به این سبب مباحث سازوکار انتقال پولی معطوف به مجاری انتقال اثر تغییرات نرخ های بهره کوتاه مدت و تأثیر سیاست پولی بر متغیرهای هدف (عمدتاً تولید و تورم) شد.

اثرات سیاست پولی و نرخ بهره بر مصرف خانوار از مجاری میانجی



در بسیاری از سازوکارهای انتقال مورد بحث، تاثیرپذیری قیمت دارایی‌ها و مخارج از نرخ بهره واقعی (و نه نرخ اسمی) است.

اثر سیاست پولی بر سرمایه گذاری بنگاه ها و مجاری میانجی



انتقال سیاست پولی از گذر نهادهای مالی: نقش سایش های مالی در انتقال سیاست پولی

- اثر سیاست پولی معمولاً از گذر بازار های مالی که تغییر سیاست ها را از طریق نرخ های بهره و حجم اعتبارات را به متقاضیان نهایی علامت می دهد منتقل میشود. بررسی این گذر اطلاعات اضافی و درک عمیق تری از فرآیند انتقال می دهد چون که ساختار نظام بانکی و بازارهای مالی و چالش های آن (مشکل ناقرینگی اطلاعات، هزینه های نمایندگی و اعمال قراردادهای و **costly state verification**) بر این فرآیند اثرات قابل توجهی دارد. در این قالب نظریات ساز و کار انتقال پولی را میتوان از منظر چند دیدگاه بررسی نمود:
- مجاری نئوکلاسیک: الگوهای سنتی انتقال با برداشتی از الگوهای مصرف (Friedman 1957, Ando-Modigliani 1963)، سرمایه گذاری (1969 Jorgenson, Tobin) و تجارت بین المللی (IS-LM-BP) ساخته شده بود و اساس آن ارتباط میان نرخ های بهره کوتاه مدت، قیمت دارایی ها، نرخ ارز و تأثیرات متعاقب آن بر مخارج خانوارها و بنگاهها بود. فرض بازارهای کامل و جانشینی کامل میان وام بانکی و انتشار اوراق قرضه و هزینه اطلاعات پایین که باعث برابری نرخ داخلی و خارجی تأمین مالی می شوند ($\text{excess finance premium}=0$). **دیدنی**
مشابه مودیگلیانی و میلر.
- مجاری غیرنئوکلاسیک یا دیدگاه اعتباری (**credit view**) که نقش سایش ها در بازارهای مالی غیرکامل، مانند وجود اطلاعات نامتقارن (کژمنشی و کژگزینی) در بازار اعتبارات، جانشینی ناقص میان ابزارهای تأمین مالی و در نتیجه وجود تفاوت میان قیمت تأمین مالی داخلی و خارجی بنگاه (صرفه تأمین مالی خارجی) را مطرح می کند.
- در این دیدگاه تأثیر سیاست پولی از مجاری سرمایه بانک؛ وامدهی بانکی؛ ترانزنامه متقاضیان وام و از طریق تأثیر گذاری بر صرفه تأمین مالی خارجی و حجم اعتبارات واسطه گری شده (**volume of intermediated credit**) بر سرمایه گذاری و مصرف تبیین می گردد و توضیح داده می شود که چگونه این دو مجرا اثر تغییر در نرخ بهره بر مخارج و تقاضای کل را بزرگ می کند (**acceleration**).

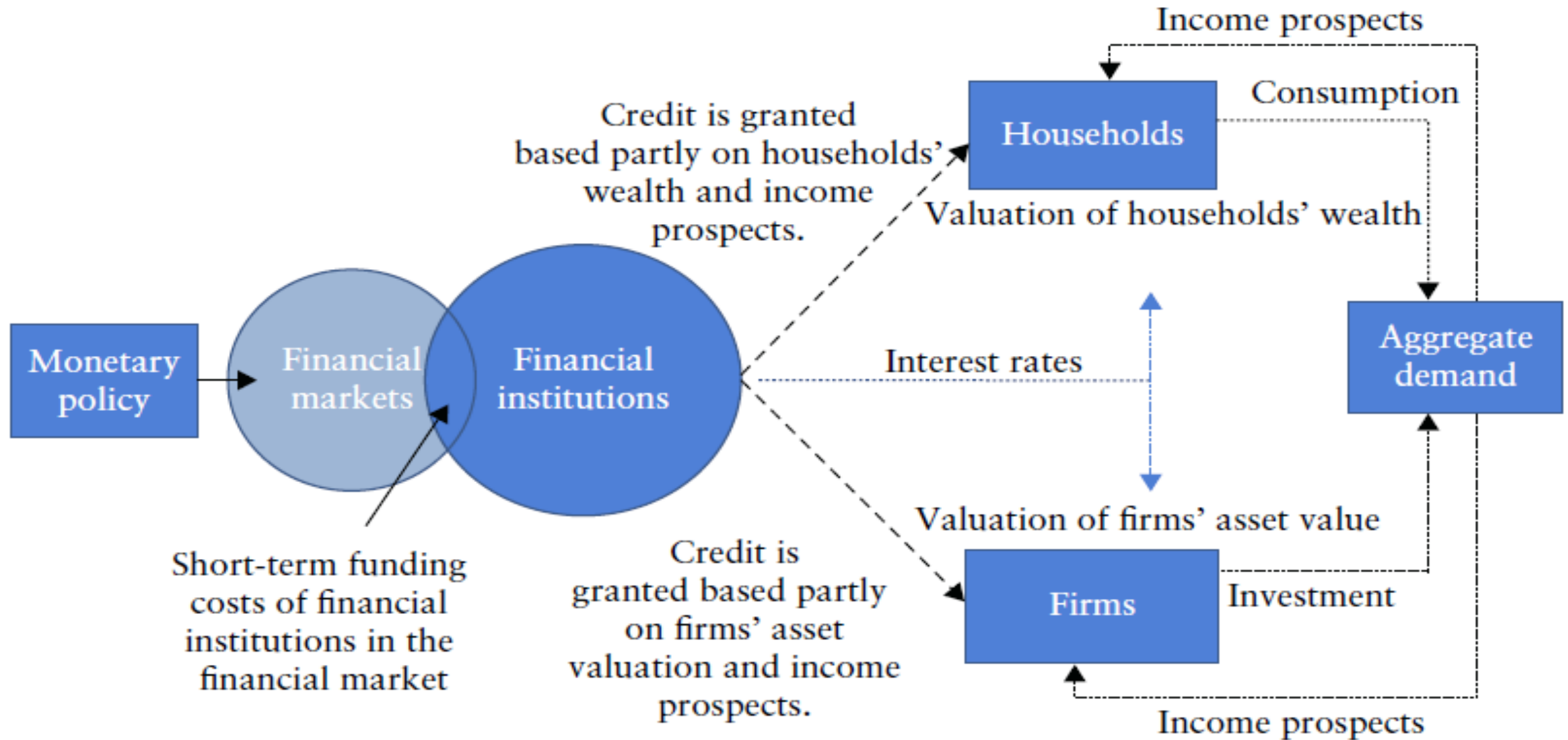
چرا و چگونه سیاست پولی بر صرفه تامین مالی خارجی در بازار اعتبار اثر می گذارد؟ از مجرای وام دهی بانک ها و مجرای ترازنامه.

- **مجرای وام دهی بانک (bank lending channel).** در این نظریه بانک نقش ویژه ای در انتقال سیاست پولی ایفا می کنند. سیاست پولی با اثر گذاشتن حجم سپرده ها بانک ها و نیز بر هزینه تامین منابع مالی (cost of funding) آن ها بیش از تغییر در نرخ بهره بدون ریسک واکنش بیشتری در عرضه اعتبار ایجاد می کند. این **مجرا** را میتوان به دو **معر** تفکیک کرد:
- **سنتی:** چون بانک ها واحد های اطلاعات بر هستند و به این جهت نهاد های مناسبی برای مدیریت مشکل نا قرینگی اطلاعات هستند، فعالیت اقتصادی وام گیرندگان غیر عمده که دسترسی به اعتبار جز وام های بانکی ندارند (بطور مثال، اوراق قرضه جانشین کاملی برای وام بانکی برای آن ها نیست)، متأثر از ظرفیت وام دهی بانک ها است. سیاست پولی انبساطی که ذخایر بانک ها و سپرده ها را افزایش می دهد عرضه بالقوه اعتبار را نیز می افزایش دهد و به این طریق حجم اعتبارات واسطه گری شده (volume of intermediated credit) منبسط می گردد.
- **سرمایه بانک ها:** وضعیت ترازنامه و میزان سرمایه بانک ها موسسات اعتباری بر عرضه اعتبار اثر قابل توجه دارد. افت قیمت دارایی ها ارزش پورتهوی دارایی بانک را کاهش می دهد و افت کیفیت دارایی (وام ها) می تواند موجب کاهش سرمایه و در نتیجه کاهش عرضه اعتبار شود. کاهش نرخ بهره از طریق سیاست پولی می تواند این وضعیت را بهبود بخشد.
- **مجرای وام دهی متوجه ترازنامه بانک ها است و اثر سیاست پولی بر ذخایر و توان وام دهی بانک ها را تحلیل می کند.** در این مجرا (برنانکی و بلایندر ۱۹۸۸) سیاست پولی از طریق تغییر میزان سپرده ها (بدهی بانک ها یا منابع) بر میزان تسهیلات ارائه شده (دارایی یا مصارف بانک ها) تاثیرگذار است.
- **سیاست گذاری پولی می تواند از طریق جا به جا کردن عرضه اعتبارات حجم منابع واسطه شده توسط بانک ها را تغییر دهد.** بنابراین سیاست انقباضی پولی باعث کاهش عرضه اعتبار بانکی در مقایسه با عرضه دیگر منابع اعتباری شده و صرفه تامین مالی خارجی را برای بنگاه ها افزایش می دهد.
- **به عبارت دیگر سیاست پولی انقباضی (انبساطی) با کاهش ذخایر یا سپرده ها موجب قبض حجم اعتبار واسطه شده توسط بانک ها اعتباری می شود چون که بانک ها با محدودیت صدور بدهی های بیمه نشده برای جبران افت سپرده ها مواجه هستند.** میزان اثر مجرای وام دهی بانکی در اقتصادهایی که ابزار مالی جانشین برای اعتبارات بانکی نداشته باشند اهمیت قابل توجهی دارد.

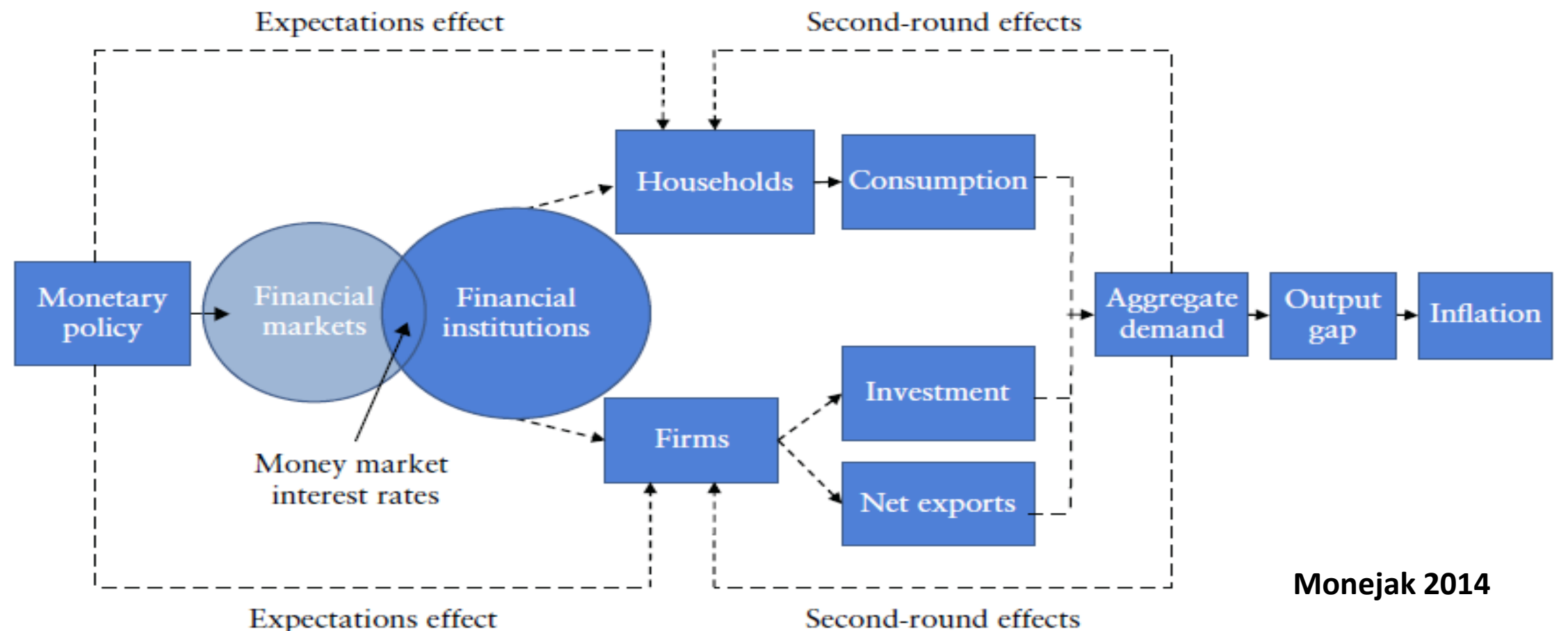
معبر وام دهی و ترازنامه (lending and balance sheet channel)

- البته تفسیر دیگری برای معبر وام دهی وجود دارد که با رویکرد سنتی متفاوت است. دیسیپلینات (۲۰۱۰) رویکرد ضریب تکاثری پول برای توضیح پویایی وام دهی بانک‌ها را روا نمی‌داند و براین عقیده است که تحت استاندارد پول فرمانی محدودیت برون زایی جز آنچه که مقررات کفایت سرمایه برای اعتبار دهی بانک‌ها قید کرده وجود ندارد.
- یک نظام بانکی که سرمایه مکفی داشته باشد می‌تواند جوابگوی تقاضا برای وام باشد. نگرش خلق نقدینگی توسط بانک‌ها بر خلاف الگوی ضریب تکاثری بر این عقیده است که وام دهی باعث ایجاد سپرده می‌شود.
- بر اساس این دیدگاه، سیاست پولی از طریق تغییر درمانده سپرده‌ها بر حجم اعتبار تاثیر چندانی ندارد، بلکه تغییرات در سلامت بانکی بابت کیفیت دارایی‌ها و درجه اهرمی و نیز ریسک‌های درک شده (یا به عبارت دیگر تغییر در هزینه‌های واسطه‌گری) یا افزایش هزینه تأمین منابع مالی (funding) ساز و کارهایی هستند که اثر سیاست انقباضی پولی را به بازار اعتبار و اقتصاد تسری می‌دهند و بانک‌ها بر اساس ملاحظات خود حجم وام دهی خود را کاهش می‌دهند. برنانکی (۲۰۰۷) تفسیری مشابه در باره معبر وام دهی دارد.
- **مجرای ترازنامه** به این علت مطرح می‌شود که تغییر سیاست مقام پولی نه فقط باعث تغییر نرخ‌های بهره در بازار بلکه نیز وضعیت مالی وام‌گیرندگان را از دو طریق تحت تاثیر قرار می‌دهد: مستقیم و غیر مستقیم.
- نرخ‌های بهره بالاتر مستقیماً هزینه بهره بنگاه‌ها را بالا می‌برد (نسبت پوشش نرخ بهره interest coverage ratio) افزایش می‌یابد.
- اثر غیر مستقیم سیاست انقباضی پولی بر ترازنامه و حساب سود و زیان کاهش درآمد بنگاه‌ها به علت کاهش رشد اقتصادی است.
- نرخ‌های بالاتر بهره بر ثروت خانوار و ارزش بنگاه‌ها و وثایق آن‌ها اثر معکوس دارد و تمایل به وام دادن به آن‌ها را با توجه به ناقرینگی اطلاعات، نا اطمینانی ریسک‌های بالقوه کاهش می‌دهد.
- چون که صرفه تأمین مالی خارجی بطور معکوس با وضعیت ترازنامه بنگاه مرتبط است (هر قدر ثروت خالص بنگاه بالاتر صرفه پایین تر)، سیاست انقباضی پولی صرفه تأمین خارجی را برای بنگاه بالا می‌برد و تصمیم سرمایه‌گذاری بنگاه را متأثر می‌سازد.

معیار ترازنامه ای



اثرات سیاست پولی با وقفه و به تدریج اتفاق می افتد و ۵ مرحله را در بر می گیرد: گذر نرخ بهره سیاستی به نرخ های بازار؛ گذر نرخ های بازار به متقاضیان وام (خانوارها و بنگاه ها)؛ ایجاد تغییر در هزینه خانوارها و بنگاه ها؛ اثرات بازخوردی تغییر در هزینه (تقاضای) کل؛ اثر انتظارات که می تواند فرآیند انتقال سیاست پولی را تضعیف یا تقویت کند.



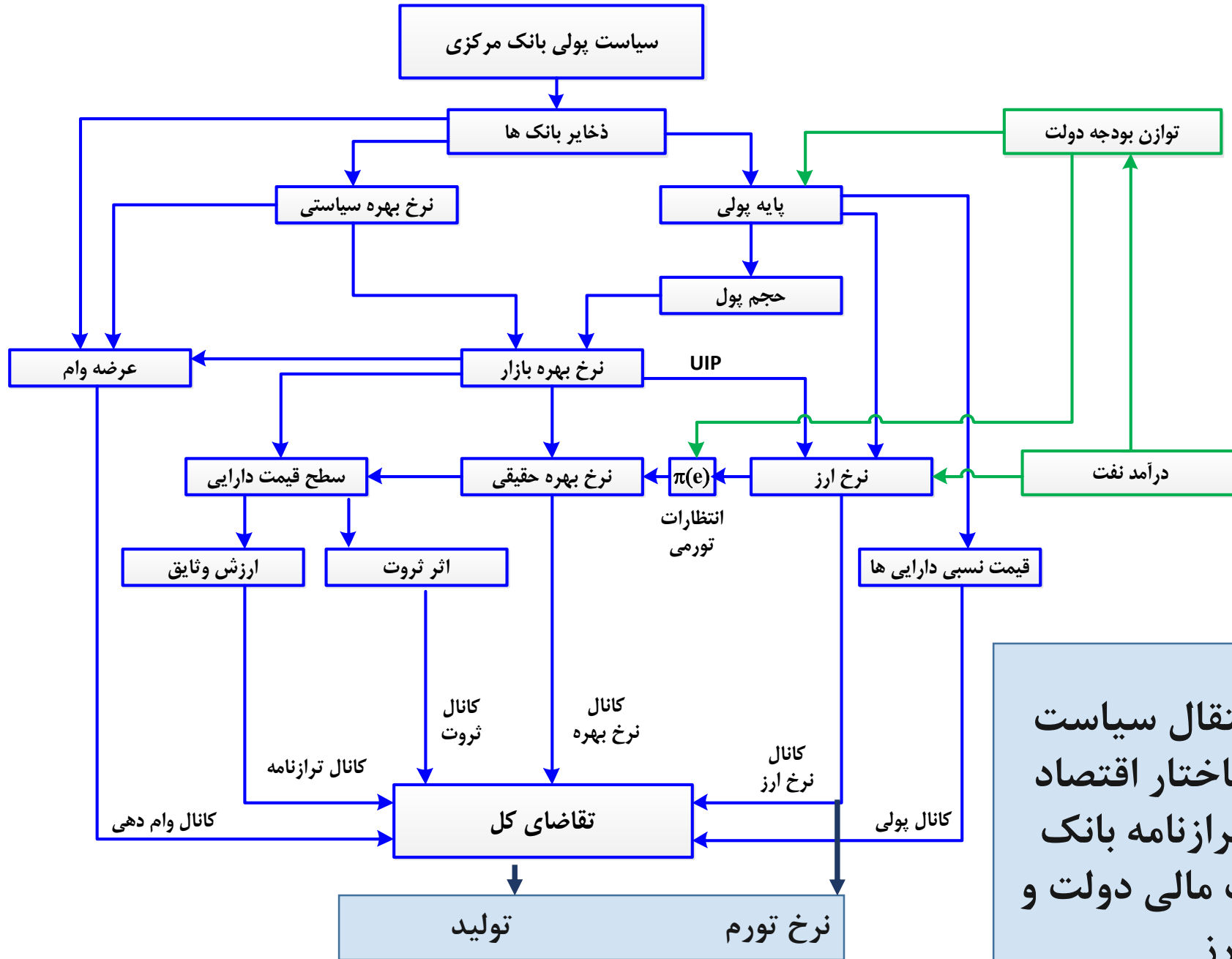
Monejak 2014

Elapsed time is between 1.5 and 2 years

نوع ساز و کار انتقال بستگی به نظام مالی و ساختارهای نهادی آن ها دارد (Cecchetti 2001).

ساز و کار انتقال پولی در کشورهای کمتر توسعه یافته: در کشورهایی با مؤلفه های زیر و با درآمد سرانه کمتر از متوسط، ساز و کار ضعیف عمل می کند (مونتیل و میشر ۲۰۱۲):

- بانک های مرکزی درجه خود مختاری کمتری دارند.
- بازار پولی، بازار بین بانکی و بازار معاملات دست دوم اوراق قرضه دولت توسعه نیافته است.
- رقابت در بخش بانکی ضعیف است.
- نقش بازار در تعیین نرخ بهره محدود است.
- دولت ها قادر به انتشار موفق اوراق قرضه به واحد پول داخلی نیستند.
- ادغام محدود در بازارهای بین المللی پول و سرمایه.
- درجه انعطاف محدود نرخ ارز (نرخ ارز رسمی)
- حقوق مالکیت خوب تعریف نشده و خرید و فروش در بازار املاک با سهولت انجام نمی شود.
- در این نوع اقتصادها انتظار می رود که مجاری انتقال نرخ بهره، قیمت دارایی ها ضعیف باشند و کانال وام دهی بانک ها بالنسبه مهم تر باشد، اما درجه مؤثر بودن بستگی به آن دارد که به چه اندازه سیاست های بانک مرکزی می تواند نرخ های وام بانک های تجاری را تحت تأثیر بگذارد و از این گذر بر تصمیمات خانوارها و بنگاه ها اثر گذارد.
- در شماری از کشورها نرخ ارز مجرای مؤثری برای سیاست پولی است.



شمای مجاری انتقال سیاست پولی در قالب ساختار اقتصاد ایران و ارتباط ترانزنامه بانک مرکزی با عملیات مالی دولت و نرخ ارز

روش شناسایی مجاری و قوت مجاری انتقال

• از روش های متداول در مطالعات تجربی برای شناسایی و تفکیک مجاری انتقال سیاست پولی و اهمیت نسبی آنها از رویکرد نسبتا متداول رمی می توان نام برد.

برای سنجش قدرت نسبی متغیر کانال دو روش مرسوم است:

i. روش اثر بلوکه شده (رمی ۱۹۹۳، مرسنیک و بیومی ۲۰۰۱): در این روش، متغیر مورد نظر یک بار به صورت درونزا و یک بار به صورت برونزا در الگوی پایه وارد می شود. توابع کنش-واکنش در این دو حالت متفاوت خواهند بود چرا که با برونزا کردن یک متغیر، تمام اثرات متقابل بین متغیرها که از طریق آن متغیر عبور می کند، بلوکه می شود. بنابراین، مقایسه مجموعه توابع کنش-واکنش معیاری برای اهمیت آن متغیر در ساز و کار انتقال فراهم می کند.

ii. روش تجزیه واریانس: با تعریف «متغیر مجرا» به صورت متغیری که از متغیر سیاست پولی تاثیر بپذیرد و همچنین بر متغیرهای کلیدی مورد مطالعه یعنی تولید و تورم اثر گذار باشد، می توان بررسی فعال بودن یک کانال را از طریق بررسی شدت اثرپذیری آن متغیر از پایه پولی و اثرگذاری آن بر تولید و تورم تحلیل کرد.

برای بررسی میزان اثرگذاری متغیرها بر یکدیگر از روش تجزیه واریانس استفاده می شود، با توجه به محدودیت های شناسایی، روش تجزیه واریانس قابلیت تعیین اثر گذاری (در مقایسه با اثر پذیری) متغیر کانال بر متغیرهای هدف را ندارد، معیار بهتری برای رد فعال بودن کانال ها است.

مشکلات شناسایی مجاری

- روش های متداول (Vars, VECM, Svar,...) با چالش های متعددی روبرو هستند، از جمله مشکل همزمانی (simultaneity) و تفکیک اثر تکانه های متفاوت (concurrency). اگر تغییر در سیاست به واسطه واکنش سیاستگذار پولی به وضعیت اقتصاد باشد، جدا کردن اقدامات سیاستی درون زا (واکنش به وضعیت اقتصاد بر اساس قاعده سیاستی) از تکانه های سیاستی با مشکل همزمانی روبرو است (Kuttner 2002) و چون کانال های مختلف می توانند همزمان کار کنند تفکیک اثر هر یک از آن ها دشوار است.
- در ادامه به برخی از موضوعات مرتبط به شناسایی کانال ها خواهیم پرداخت.
- ساختار اقتصادی بر نحوه انتقال سیاست پولی اثر گذار است (Mishra, et al 2012). تغییر در ساختار اقتصاد، بازارهای مالی و شرایط اقتصادی (مانند تحریم) و وضعیت (چرخه تجاری) بر فرآیند مکانیسم انتقال دارد.
- مشکل دیگر که بیشتر مربوط به اقتصادهایی چون ایران است، جدا سازی مفهومی و آماری میان اثرات ترازنامه ای عملیات مالی است که به علت سلطه مالی از کانال ترازنامه بانک مرکزی انتقال می یابد. در مطالعه موردی انجام شده برای اقتصاد ایران به این موضوع پرداخته شده.
- نرخ ارز و انتظارات در ایران با هم همبستگی نسبتا بالایی دارند (ضریب همبستگی همزمان حدود ۰.۶) در این وضعیت تفکیک تکانه های ارزی و پولی اهمیت زیادی در مطالعات تجربی دارد.
- نحوه انتقال اثر سیاست پولی لزوما قرینه نیست و در چرخه رکود و رونق مجاری مختلف درجات متفاوتی از موثر بودن دارند.

با تشکر از توجه شما