بانکداری: نحوه تأثیر سیاست های مالی بر نرخ های ارز

شمیرانی، ماندا

بنابر تحلیل مجلهء WORLD ECONOMIC OUTLOOK اکتبر 1995-گزارشی که هر شش ماه توسط صندوق بین المللی پول در مورد روند توسعه و عملکرد سیاستهای اقتصادی‏ کشورهای عضو انتشار می‏یابد.بیشتر کشورهای صنعتی همچنان شاهد رونق‏ اقتصادی بوده‏اند.با این حال،شماری‏ از این کشورها دچار کسر،بودجه بسیار بالایی هستند که این خود می‏تواند دورنماهای امیدوارکنندهء اقتصادی را به‏ خطر بیندازد.در نتیجه بسیاری از آنها دست به اجرا یا اتخاذ انقباض مالی‏ اساسی زده‏اند.صندوق بین المللی پول‏ نیز در بیشتر موارد انقباض مالی را نه تنها برای نیل به اهداف اقتصادی داخلی،بلکه‏ برای کمک به تصحیح عدم توازن خارجی‏ مورد تأکید قرار می‏دهد.اگر کشوری‏ بخواهد کسری حسابجاری‏اش را کاهش‏ دهد،عموما نیاز دارد که ارزش پول‏ خود را پائین بیاورد تا بدین وسیله بتواند صادراتش را رقابت‏پذیر کند،در عین‏ حال لازم است پس‏اندازهای داخلی‏ نیز متناسب با تقاضای سرمایه‏گذاری‏ افزایش یابند.بنابر این،عملکرد هماهنگ نرخ ارز و انقباض مالی باید عدم‏ توازن خارجی بزرگ را تصحیح کند.

با این حال،با توجه به گزارش ضمیمهء نشریهء پیشگفته که چگونگی اثرات‏ انقباض مالی را بر نرخ ارز مورد بررسی قرار می‏دهد،ارتباط میان سیاستهای مالی‏ و نرخهای ارز همچنان مبهم است. مطالعات صندوق بین المللی پول در این‏ مورد بر کشورهای صنعتی متمرکز است. نظریه‏های موجود نشان می‏دهند که‏ تحت شرایط وجود امکان نقل و انتقالات‏ بین المللی سرمایه،انقباض مالی در کوتاه‏ مدت باعث کاهش نرخ مبادله و بهبود حسابجاری خارجی می‏شود.مدل 35 ساله ماندل-فلمینگ‏ MUNDELL-FLEMING )-که مبنای‏ نظری توضیح چگونگی عملکرد سیاستهای اقتصادی در شرایط قابل‏ انتقال بودن سرمایه و سیستم نرخهای ارز قابل انعطاف است-پیش‏بینی می‏کند که اتخاذ سیاست مالی انبساطی بدون‏ تغییر در سیاستهای پولی در شرایطی که‏ سرمایه از قابلیت جابجایی زیادی‏ برخوردار است،موجب افزایش ارزش‏ واقعی پول داخلی می‏شود.اما با این حال‏ آزمون تجربی در چندین کشور صنعتی‏ طی دهه‏های 1980 و 1990 نشان داد که‏ اثر تغییرات سیاست مالی بر نرخهای‏ اسمی و واقعی ارز چندان روشن نیست. در ایالات متحده امریکا در اوایل دههء 1980 و در آلمان و ژاپن در اوایل دههء 1990،کسری‏های فزایندهء مالی‏ با افزایش شدید ارزش پولهای این‏ کشورها همراه شده بود.در مقابل، کسری‏های مالی در اوایل دههء 1990 در سایر کشورهای صنعتی از جمله فنلاند، ایتالیا و سوئد با کاهش نرخهای واقعی ارز همراه بود.

پیامدهای کوتاه‏مدت‏ از دیدگاه نظری

براساس مدل ماندل-فلمینگ انبساط مالی-چه از طریق افزایش مخارج دولتی‏ و چه از طریق کاهش مالیاتها-تقاضای‏ داخلی را افزایش می‏دهد و چنانچه‏ تغییری در رشد پول به وجود نیاید منجر به‏ بالا رفتن تقاضای داخلی موجب افزایش‏ واردات می‏شود که این به نوبهء خود باعث‏ وخیم شدن وضعیت حسابجاری خارجی‏ می‏گردد.در عین حال،نرخهای بیشتر بهره جریان‏های ورود سرمایه به کشور را به وجود می‏آورد که تا حدی تغییرات‏ حسابجاری را تأمین مالی می‏کند.البته‏ تأثیر نهایی این جریان بر نرخ ارز،بستگی‏ به درجه انتقال‏پذیری سرمایه دارد. از آنجا که سرمایه در کشورهای صنعتی از قابلیت جابجایی بالایی برخوردار استس، بنابر این انبساط مالی باعث بالا رفتن‏ ارزش اسمی نرخ ارز خواهد شد.

اگر قیمتها هم با یک تأخیر زمانی نسبت‏ به افزایش تقاضای داخلی واکنش نشان‏ دهند،نرخ واقعی ارز نیز افزایش خواهد یافت.به همین ترتیب انقباض مالی‏ در کوتاه‏مدت،موجب کاهش نرخ ارز و بهبود تراز حسابجاری می‏شود.

در مطالعات صندوق بین المللی پول برای‏ اثبات اثر ماندل-فلمینگ،طرحی‏ با استفاده از مدل کلان اقتصاد چند کشوری‏ ( MULTIMOD )برنامه‏ریزی شده است. در این طرح برای کاهش بدهی دولت‏ در ایالات متحده امریکا تا 10 درصد حد پایهء تولید ناخالص داخلی،سیاست‏ مالی انقباضی اتخاذ می‏شود.این اقدام‏ مالی اثر انقباضی کوتاه‏مدت بر مصرف‏ و تقاضای کل دارد(جدول).کاهش‏ تقاضای کل باعث سقوط نرخهای بهره‏ می‏شود.هنگامی که نرخهای بهره‏ در ایالات متحده امریکا نسبت به‏ سایر کشورها کاهش یافت،دلار نیز سقوط می‏کند.نرخهای پائین‏تر بهره‏ سرمایه‏گذاری داخلی را به شدت رونق‏ می‏بخشند،اما تقاضای داخلی کل‏ همچنان در سطحی کمتر از میزان اولیهء خود(پیش از اقدام مالی انقباضی)باقی می‏ماند.پائین بودن سطح تقاضای‏ داخلی همراه با کاهش نرخ واقعی ارز موجب بهبود تراز حسابجاری می‏شود.

با این حال،در مطالعات صندوق‏ بین المللی پول همواره این نکته عنوان‏ می‏شود که این طرح از پیش تعیین شده‏ که در آن تمام شرایط و متغیرهای دیگر ثابت فرض شده است،الزاما به قدر کافی‏ شرایط موجود اولیه را در زمان اجرای‏ تغییرات مفروض در سیاستهای مالی،مورد ممکن است نرخ ارز خود به دلیل‏ پیش‏بینی احتمال اقدامات مالی در آینده‏ کاهش یابد-چنانکه ارزش دلار امریکا نسبت به سایر پولهای اصلی از سال 1994 کاهش یافته است-و وقتی هم که این‏ اقدامات عملا اجرا شد،نرخ ارز دیگر کاهش نیابد.

اضافه نرخهای بهره‏ نشانهء عدم اطمینان

پیش‏بینی‏های نظری که در قالب طرح‏ فوق به صورت اثر کوتاه‏مدت انقباض‏ مالی در کاهش نرخ ارز و بهبود حسابجاری‏ خارجی بیان شد،در بیشتر موارد و در گسترهء وسیعی از مدلها صادق است.اما با توجه به‏ مطالعات صندوق بین المللی پول،در طرح‏ فوق امکان تغییرات مخاطرات قابل‏ پیش‏بینی(از دیدگاه سرمایه‏گذار)برای‏ انواع دارایی‏ها،در کشوری که انقباض مالی‏ در آن اجرا می‏شود،در نظر گرفته نمی‏شود. بدتر شدن وضعیت مالی موجود و از بین‏ رفتن دورنمای روشن آن و نیز افزایش‏ تفاوت نرخهای بهره،در چندین مورد با کاهش نرخهای ارز همراه بوده است. این امر بدین خاطر است که‏ سرمایه‏گذاران عدم اطمینان خود را نسبت‏ به سیاستهای اقتصادی کشور،به صورت‏ کسری مالی عظیم که ناشی از تحمیل‏ بدهی‏های سنگین بر دولت است،نشان‏ می‏دهند.بنابر این،اتخاذ روشهای‏ مناسب انقباض مالی در شرایط معین‏ می‏تواند تفاوت نرخهای بهره را کم کند، ارزش پول را افزایش دهد و در عین حال‏ وضعیت حسابجاری را بدتر کند.

اضافه نرخ ناشی‏ اجزاء اضافه نرخ بهره

اضافه نرخ بهره از سه جزء تشکیل شده‏ است که هریک از آنها عوامل تأثیرگذار بر نرخ ارز در کشور را بطور جداگانه نشان‏ می‏دهد.

از مخاطرهء ارزهای خارجی

این اضافه نرخ،جبران مخاطرهء سرمایه‏گذارانی است که پول خود را بر روی‏ دارایی‏هایی که خطر آنها با توجه به یک‏ پول بخصوص وجود دارد،سرمایه‏گذاری‏ می‏کنند.اضافه نرخ ناشی از مخاطرهء ارزها،برای پولهای کشورهای صنعتی‏ عموما مقدار کمی فرض می‏شود و به‏ ندرت از 1 درصد تجاوز می‏کند.

اضافه نرخ ناشی‏ از مخاطرات سیاسی

گرچه به‏طور سنتی این اضافه نرخ‏ با احتمال برقراری کنترلهای سرمایه‏ ارتباط دارد،اما این جزء می‏تواند نشاندهندهء مخاطرهء عدم پرداخت چه‏ صورت عدم پرداخت قطعی یا تجمع‏ بدهی و چه صورت مالیات بر درآمد ناشی‏ از بهره و یا ثروت مالی،باشد.اضافه‏ نرخهای ناشی از مخاطرات سیاسی‏ در مورد کشورهای صنعتی نیز به نظر بسیار ناچیز است.

انتظار کاهش ارزش‏ پول

این مورد محتملترین جزء اضافه نرخ‏ بهره است که چندین منبع پیش‏بینی‏ را در مورد شوکهای اسمی و واقعی شامل‏ تغییرات نرخ ارز تعادلی واقعی ناشی‏ از انتقال تقاضا یا بهره‏وری و یا تغییرات‏ منتظره در سیاستهای اقتصادی،نشان‏ می‏دهد.

نشانه‏های آثار سیاستهای مالی

چگونگی عکس العمل اضافه نرخ بهره‏ می‏تواند در مورد کانالهایی که از طریق‏ آنها اثرات انقباض مالی بر نرخ ارز منقتل‏ می‏شود،اطلاعاتی را فراهم کند.انقباض‏ ممکن است منجر به کاهش هریک از سه‏ جزء اضافه نرخ بهره شود که این خود نشان می‏دهد در هر مورد امکان افزایش‏ ارزش پول در کوتاه‏مدت وجود دارد.برای‏ آنکه هر ارزش پول افزایش یابد و هم‏ تفاوت نرخهای بهره کمتر شود.همانطور که نرخ بهرهء داخل کاهش می‏یابد،بهبود وضعیت مالی باید دوام پیدا کند و سرمایه‏گذاران نیز آنرا درک کنند.

اقدامات مالی انقباضی می‏تواند بر اضافه‏ نرخهای ناشی از مخاطره به صورتهای‏ زیر اثر بگذارد:

کاهش بدهی ممکن است موجب‏ سقوط اضافه نرخ ناشی از ریسک ارزهای‏ خارجی شود،بدین صورت که کاهش‏ بدهی،موجب کاهش موجودی نسبی‏ بدهی‏های داخلی که در پورت فولیوی‏ سرمایه‏گذاران داخلی و خارجی وجود دارد، می‏شود.هنگامی که سرمایه‏گذاران‏ ریسک گریز( RISK-QVERSE )در دارایی‏هایی که قابلیت جانشینی چندانی‏ ندارند،سرمایه‏گذاری کرده باشند،نرخ‏ برگشت بدهی‏های دولت با کاسته شدن‏ از حجم کل بدهی‏های دولتی،کاهش‏ می‏یابد.

وجود میزان کمتری از بدهی‏های عقب‏ افتاده نیز می‏تواند سرمایه‏گذاران‏ را تشویق نماید تا حاشیهء احتمال عدم‏ پرداخت را کوچکتر در نظر بگیرند.این‏ مسئله در مورد مخاطرات سیاسی‏ و اقدامات دولت‏ها نیز صادق است. هنگامی که اضافه نرخ ناشی از مخاطرات‏ سیاسی سقوط کند،ارزش پول داخلی نیز در پاسخ به افزایش بکارگیری متغیرهای‏ قابل کنترل داخلی،افزایش می‏یابد.

حجم کمتر بدهی دولت نیز می‏تواند انتظارات تورمی را کاهش دهد و سرمایه‏گذاران را وادارد تا انتظارات خود را از احتمال پولی شدن بدهی پائین بیاورند که این خود باعث کاهش بیشتر ارزش‏ پول خواهد شد.این مسئله می‏تواند با افزایش ارزش جاری پول داخلی و نیز ارزش انتظاری آن در آینده،همراه شود.

شبیه‏سازی مدل

براساس مطالعات صندوق بین المللی‏ پول،تغییرات اضافه نرخهای بهره، در بیشتر مدلهای کلان اقتصادهای‏ باز مانند MULTIMOD ،جزء اصلی به‏ حساب نمی‏آید.این تغییرات می‏تواند به‏ صورت شوکهای خارجی در سیستم معرفی‏ شوند تا بتوان اثرات آنها را بررسی کرد.

مطالعات صندوق بین المللی پول یک‏ طرح از پیش تعیین شده ارائه می‏کند که‏ در آن فرض می‏شود مقامات ایتالیایی به‏ وسیلهء اتخاذ و اجرای انقباض مالی‏ می‏خواهند حجم بدهی را به تدریج به 30 درصد تولید ناخالص داخلی کاهش دهند. این عمل از اضافه نرخ دارایی‏های لیری‏ ایتالیا تا 250 واحد می‏کاهد.نرخ بهرهء بلند مدت در ایتالیا نیز تا 240 واحد سقوط می‏کند و نرخ ارز مؤثر اسمی در حدود 7 درصد افزایش می‏یابد که این،وضعیت‏ خارجی کشور را بدتر می‏کند.گرچه سطح‏ تقاضای داخلی در اثر انقباض مالی‏ کاهش یافته،اما سرمایه‏گذاری و مصرف‏ به دلیل سقوط نرخهای بهره که می‏تواند موجب افزایش تولیدات شود،تمایل به‏ افزایش دارد.

براساس این طرح،در کشورهایی که‏ تفاوت زیاد نرخهای بهره نشانگر عدم‏ اطمینان نسبت به سیاستهای اقتصادی‏ است،کاهش کسری مالی ممکن است‏ ارزش پول داخلی را بلافاصه افزایش‏ دهد،که البته این مسئله با توجه به نظریهء اصلی که بیان می‏کند انقباض مالی‏ موجب کاهش ارزش پول در کوتاه‏مدت‏ می‏شود،حالت استثنائی است.در حالت‏ استاندارد،انقباض و کاهش ارزش پول‏ همراه بهبود کوتاه‏مدت حسابجاری‏ هستند،در صورتیکه در حالت کاهش‏ اضافه نرخهای بهره،انقباض و افزایش‏ ارزش پول همراه با بدتر شدن وضعیت‏ حسابجاری در کوتاه‏مدت می‏باشند. در چنین موردی،بهبود حسابجاری تنها در صورتی ممکن خواهد بود که انقباض‏ مالی با انقباض پولی و کاهش تولید ترکیب شود.

پیامدهای بلندمدت‏ انقباض مالی

از نظر تئوری،اثرات بلند مدت یک تغییر مناسب در سیاست مالی بر نرخ ارز روشن‏تر از اثرات کوتاه‏مدت است. براساس مطالعات صندوق بین المللی‏ پول،مدلهایی که اثرات پویای کاهش‏ حجم بدهی دولت را دخالت می‏دهند، عموما نشان می‏دهند که در بلند مدت نرخ‏ واقعی ارز در پاسخ به انقباض مالی‏ افزایش می‏یابد.این مسئله امکان‏ کاهش دائمی حجم بدهی دولت و بهبود دائمی وضعیت دارایی‏های خارجی‏ کشور را فراهم می‏آورد.در طرح اولیه که‏ اثرات انقباض مالی را در ایالات متحده‏ امریکا نشان می‏دهد جدول نرخ واقعی ارز در کوتاه‏مدت کاهش می‏یابد،اما از سال‏ پنجم شروع به افزایش می‏کند.

نتایج بلند مدت(در سال 2002)نشان‏ می‏دهد انقباض مالی که سطح بلند مدت‏ نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص‏ داخلی را کاهش می‏دهد،از سوی دیگر نسبت دارایی‏های خالص کشور به تولید ناخالص داخلی را افزایش خواهد داد. افزایش در دریافتی‏های خالص بهره به‏ این معناست که کسری تجاری بیشتر، می‏تواند همچنان در بلندمدت باقی بماند. بنابر این در بلندمدت نرخ واقعی ارز باید افزایش یابد تا بتواند جریانهای تجاری‏ را تعدیل کند.از آنجا که ایالات متحده‏ امریکا یک بدهکار خالص به‏ سایر کشورهای جهان است،افزایش کل‏ پس‏اندازهای ملی موجب کاهش نسبت‏ بدهی‏های خالص خارجی این کشور به‏ درآمدش می‏شود.این کاهش‏ خود نشاندهندهء سطح پائین‏تر پرداختی‏های خالص بابت بهره به‏ خارجیان و ما زاد تجاری کمتر است.برای‏ آنکه ما زاد تجاری با کاهش واردات‏ یا افزایش صادرات و یا هر دو،کاهش یابد، در نهایت نرخ واقعی ارز باید بالا برود. بنابر این کشوری که پس‏اندازهای ملی‏ خود را افزایش می‏دهد،در صورتیکه سایر شرایط ثابت باشد،با ذخیرهء دارایی‏های‏ خارجی بیشتری مواجه خواهد بود که‏ نهایتا موجب تقویت پولش نسبت به‏ سایر پولها خواهد شد.

براساس مطالعات صندوق بین المللی‏ پول،اثرات متفاوت انقباض مالی بر نرخ ارز در کوتاه‏مدت و بلندمدت هر دو نشاندهندهء عملکرد مشابه مکانیزم تعدیل کلان‏ اقتصادی می‏باشند.کاهش ارزش در کوتاه‏ مدت به این دلیل مطرح می‏شود که‏ انقباض مالی تقاضای کل برای تولیدات‏ داخلی را به سطحی پائین‏تر از ظرفیت‏های تولیدی می‏رساند،در نتیجه‏ قیمت واقعی تولیدات داخلی(که همان‏ نرخ واقعی ارز است،سقوط می‏کند.به‏ هر حال،در طی زمان افزایش‏ پس‏اندازهای ملی که در نتیجهء انقباض‏ مالی به وجود می‏آید،به فرض ثابت‏ ماندن عرضه پول منجر به بالا رفتن‏ موجودی دارایی‏های داخلی و خارجی‏ نزد شهروندان داخلی می‏شود.افزایش‏ ثروت داخلی موجب بالا رفتن مصرف‏ و افزایش تقاضا بیش از ظرفیت‏های‏ تولیدی می‏گردد.در نهایت این تقاضای‏ اضافی با افزایش قیمتهای نسبی-که‏ همان افزایش نرخ واقعی ارز است- جبران می‏شود و توازن برقرار می‏گردد.

منبع:بررسی صندوق بین المللی‏ پول،ژانویه 1996

"اثرات انقباض مالی بر نرخ ارز" ایالات متحده امریکا

(درصد انحراف از مبدأ)

(1)تخمین بلندمدت نشاندهندهء اثرات دائمی شوکهاست که به صورت اختلاف بین وضعیت با و بدون شوک در حالت استای مدل محاسبه‏ شده است.

(2)ارقام منفی نشانگر کاهش ارزش دلار است.

(3)ارقام به درصد هستند.

منبع داده‏ها: IMF,World Economic Outlook,October 1995