

مذاکرات و چالش‌های قراردادی «پول»

التر آن بر کشورهای در حال توسعه و ایران

(قسمت دوم)

■ تألیف و ترجمه:

دکتر احمد یزدان پناه

سیفا... صادقی یارندی

حسن مرزوقی

او مجبور نیست که ارجحیت‌های آنسان را دنبال کند، ولی اگر آنها را به‌طور مداوم نادیده بگیرد، سهل‌انگار خواهد بود. ولی برعکس بانک مرکزی اروپا قائم به خود است و به جریان سیاسی خاصی وابسته نیست. شاید بتوان گفت که بانک مرکزی اروپا واقعاً یک سازمان فراملی است.

ب) بانک مرکزی اروپا صراحتاً از دادن وام به هر یک از اعضای اتحادیه اروپا منع شده است. بنابراین محال خواهد بود که این بانک به‌صورت ماشین چاپ پول برای تأمین مالی مصارف ملی درآید.

ج) بانک مرکزی اروپا مشمول محدودیت‌ها و موانع غیرعادی ایجاد شده توسط

از هیچ مرجع دولتی دستور نخواهد گرفت.»

باید گفت که در بسیاری از کشورها، وجود نفوذ سنگین سیاسی بر بانک‌های مرکزی غیرعادی نیست، حتی فدرال رزرو که از استقلال بالایی برخوردار است، تحت تأثیر عوامل سیاسی قرار دارد. هنری کیسینجر می‌گوید: بانک فدرال رزرو زمانی به‌وجود آمد که آمریکا نهادهای سیاسی خود را تشکیل داده بود. هر چند فدرال رزرو قانوناً مستقل است، ولی رییس متفکر آن در ارتباط نزدیک و تنگاتنگ با وزارت خزانه‌داری است و نسبت به نظرات رییس‌جمهوری اشراف دارد و به آنچه در کنگره می‌گذرد، حساس است. درست است که

را در انتخابات داشته باشند، اغلب به مقامات پولی فشار وارد می‌سازند که یک عرضه وسیع پولی را حفظ نمایند، حتی اگر این امر بروز تورم در بلندمدت را به همراه داشته باشد. ولی همه می‌دانند که اثرات بلندمدت تورم بدون تردید منفی و زیان‌بار است. به همین جهت است که موضوع مستقل بودن بانک مرکزی اروپا، موضوع حساسی است؛ گفته می‌شود که بانک مرکزی اروپا به دلایل زیر مستقل‌ترین بانک مرکزی خواهد بود.

الف) مقررات مربوط به این بانک بدون هیچ‌گونه ابهامی و با صراحت بیان می‌دارد که «نه بانک مرکزی اروپا و نه بانک‌های مرکزی کشورها و نه اعضای هیأت‌های تصمیم‌گیری

۱-۴- استقلال بانک مرکزی اروپا و اهمیت آن گفته می‌شود که بانک مرکزی اروپا مستقل‌ترین بانک مرکزی تاریخ است. مراد از استقلال، ایمن بودن از منافع و نفوذهای دولتی است، یعنی اینکه منافع کوتاه‌مدت نبایستی نقش عمده‌ای را در تکوین و تدوین سیاست پولی در اروپای جدید ایفا نماید.

موضوع استقلال دارای اهمیت اساسی است، زیرا نیرویی که باعث خوش‌بینی مصرف‌کننده و رشد اقتصادی کوتاه‌مدت می‌شود، خود می‌تواند تورم را به دنبال داشته باشد و این نیرو عرضه زیاد پول است. سیاستمدارانی که به دنبال وجهه سیاسی خود هستند و می‌خواهند حمایت عمومی

دولت‌ها، قرار نخواهد گرفت. یعنی اینکه اتحادیه اروپا قانوناً ملزم است که سیاست‌های اتخاذ شده توسط آن را بدون هر گونه دخالت موقتی و یا دخل و تصرف در آن اجرا نماید. در این زمینه لازم به ذکر است که حتی مستقل‌ترین بانک مرکزی جهان، قبل از یورو، یعنی بانک مرکزی آلمان می‌توانست تحت تأثیر سیاست و توی دوهفته‌ای دولت آلمان قرار گرفته و تهدید شود، ولی چنین حق و تویی در مقابل بانک مرکزی اروپا وجود ندارد.

۵) مقرراتی که استقلال بانک مرکزی اروپا را ضمانت نموده، به سختی می‌تواند مورد تجدیدنظر قرار گیرد. در واقع این مقررات را زمانی می‌توان تغییر داد که پیمان اتحادیه اروپا تغییر پیدا کند و این امر هم بدون اجماع ۱۵ عضو اتحادیه مقدور نیست. یعنی اگر ۱۴ کشور موافق کم‌رنگ کردن مقررات مذکور باشند، ولی یک کشور مخالف آن باشد، اجماع حاصل نخواهد شد و در واقع نقض استقلال بانک مرکزی اروپا مستلزم موافقت فرد فرد ۱۵ کشور است. به عبارت دیگر هر یک از اعضا برای جلوگیری از این امر می‌توانند از حق و توی استفاده نمایند. بنابراین می‌توان گفت که کنگره آمریکا خیلی ساده‌تر می‌تواند استقلال فدرال‌رزرو را زیر سؤال برد، تا اتحادیه اروپا استقلال بانک مرکزی اروپا را.

با این همه باید گفت که مزمه‌هایی در ارتباط با وجود مداخلات سیاسی در بانک مرکزی اروپا از هم‌اکنون در گوشه و کنار این بانک شنیده می‌شود.

مسجدله سال‌های ۹۸-۱۹۹۷ در مورد نحوه انتخاب رییس بانک مرکزی اروپا، که دامنه تبلیغاتی وسیعی به خود گرفت، شک و تردیدهایی را درخصوص توان تأمین استقلال بانک از طریق مقررات آن به وجود آورده است. در آن زمان فرانسو کاندید خود را معرفی نمود، در حالی که اکثریت تحت رهبری آلمان بر انتخاب یک هلندی پافشاری داشتند. این کشمکش سرانجام با یک راه‌حل نه‌چندان مطلوب خاتمه یافت. به این معنا که دوره هشت‌ساله ریاست به دو قسمت چهارساله تقسیم گردید و هر نیم‌دوره به یکی از کاندیداها تعلق گرفت و این چیزی نبود جز اینکه گفته شود مصالحه سیاسی از قبل، عملکرد بانک را شکل داده است.

منتقدین یورو عنوان می‌نمایند که شعوری استقلال بانک مرکزی اروپا عالی است، اما واقعیت با ایده‌آل ممکن است فاصله داشته باشد. حداقل دوره عضویت برای اعضای شورای اجرایی، پنج سال است و امید به انتصاب مجدد می‌تواند مشوق آنان به

تبعیت از خواسته‌های دولت‌های خود باشد و مسلم است دولت‌ها محققاً دارای عقاید خاص خود در ارتباط با نحوه اجرای سیاست پولی در منطقه یورو هستند.

۱-۵- تشکیلات و سازمان بانک مرکزی اروپا و نحوه کار آنها

قبلاً درباره تشکیلات و سازمان بانک مرکزی اروپا مطالبی بیان شد که از ذکر مجدد آنها خودداری می‌شود. ریاست این بانک را در حال حاضر Willem F. Duisenberg به عهده دارد که تا سال ۲۰۰۳ در این سمت باقی خواهد ماند. او قبلاً ریاست مؤسسه پولی اروپایی و بانک مرکزی هلند را برعهده داشت. جانشین او همان‌طور که گفته شد Jean Claude Trichet از فرانسه خواهد بود. در هیأت اجرایی بانک هر عضو دارای یک رأی است. از آنجایی که تعداد اعضای این هیأت زوج است، بنابراین در صورت تساوی آراء، رأی رییس می‌تواند سرنوشت‌ساز باشد. همان‌طور که قبلاً خاطرنشان شد، شورای اجرایی بانک، مرجع کلیدی تصمیم‌گیری در سیستم پولی اروپایی است. این شورا حداقل ده بار در سال تشکیل جلسه می‌دهد. در این جلسات ثبات اقتصادی اروپا مورد بحث قرار گرفته و سیاست پولی

فرموله و تدوین می‌شود (در حال حاضر این شورا یک پنجاهمین جلسه می‌دهد). علاوه بر این، شورا جلسات ویژه‌ای را نیز با حضور چهار بانک مرکزی اعضای اتحادیه اروپا که عضو یورو نیستند، تشکیل می‌دهد ولی این شورای عمومی دارای قدرت تصمیم‌گیری نیست.

۱-۶- کیفیت استراتژی سیاست پولی در بانک مرکزی اروپا

اولین وظیفه هر بانک مرکزی جدیداً تأسیس تعیین روش هدایت سیاست پولی است زیرا که تعقیب و اجرای سیاست ثبات قیمتی گرچه یک هدف عالی است ولی کم و کیف آن مشخص نیست. کافی نیست بگوییم که مبارزه با تورم تعیین کننده است. بانک‌های مرکزی باید همچنین دارای استراتژی خاصی باشند که مساعی آنها را هدایت و سمت و سو دهد. به‌طور کلی باید گفت که بانک‌های مرکزی در جهان صنعتی دو استراتژی خاص را تعقیب می‌نمایند. یکی هدف‌گذاری برای نرخ تورم و دیگری هدف‌گذاری برای عرضه پول. در حال حاضر بانک مرکزی اروپا تلفیقی از این دو سیاست را وجهه همت خود قرار داده است.

1- Jean Claude Trichet
2- Willem Duisenberg

هدف‌گذاری عرضه پول

این سیاست به تکنیکی اشاره دارد که با آن مقامات بانک مرکزی فشارهای تورمی آینده را با ردیابی کردن میزان فعلی پول در اقتصاد پیش‌بینی می‌نمایند. بحث درباره عرضه پول و عوامل تشکیل‌دهنده آن و بحث درباره M1، M2 و M3 از حوصله این گزارش خارج است ولی وسیع‌ترین معیار برای عرضه پول، M3 است که شامل کل مبلغ پول نقد در دست مردم به اضافه رقم کل حساب‌های جاری، حساب‌های پس‌انداز، حساب‌های وام و حساب‌های کوتاه‌مدت بانکی در یک مقطع زمانی است. به عبارت ساده‌تر M3 عبارت است از کل مبلغ پول در یک اقتصاد که فوراً برای خرید کالاها و خدمات در دسترس است. بنابراین بر حسب این تعریف اوراق قرضه، حساب‌های پس‌انداز ده‌ساله و کلکسیون‌های سکه در این معیار جایی ندارند زیرا فاقد قدرت نقدینگی فوری هستند، ولی مانده حساب‌های جاری و حساب‌های پس‌انداز، عوامل مهم تشکیل‌دهنده عرضه پول به حساب می‌آیند.

مسئولان بانک‌های مرکزی معمولاً بر این اعتقاد هستند که عرضه پول شاخص مهمی برای تورم است زیرا همان‌طور که گفتیم شرایط تورمی به حالتی از اقتصاد اطلاق می‌شود که در آن، فراوانی پول و کمبود کالا

وجود دارد. بانک‌داران مرکزی با تعیین میزان عرضه پول به راحتی درباره افزایش یا کاهش مصرف، نتیجه‌گیری می‌کنند. حال اگر عرضه پول نسبت به آنچه که هر سال بانک مرکزی به عنوان هدف تعیین می‌نماید بیشتر باشد، بانک مرکزی اروپا اقدام به افزایش نرخ بهره خواهد نمود تا بدین طریق استقراض و صرف هزینه کاهش یابد.

باید دانست که در مورد یورو موضوع به این سادگی نیست زیرا بانک مرکزی جدیدالتأسیس اروپا همان‌طور که از عنوان جدیدالتأسیس آن برمی‌آید دارای سابقه طولانی نیست و در نتیجه هنوز نتوانسته است یک رابطه ریاضی بین عرضه پول و منشأ تورم در اروپا تعیین نماید. علاوه بر این بسیاری از اقتصاددانان بر این عقیده هستند که ایجاد اتحادیه پولی اروپا به خودی خود فرضیات مربوط به عرضه پول در اروپا را تغییر می‌دهد، چرا که فرآیند تبدیل، مردم را مجبور می‌نماید که در عادات خود برای نگاه‌داری پول در یک مدت زمان کوتاه، تغییر به‌وجود آورند. در نتیجه این تحول، بانک مرکزی اروپا نیز هدف‌گذاری نرخ تورم را وجهه همت خود قرار می‌دهد. در عمل این بدان معناست که علاوه بر عرضه پول، بانک مزبور از نزدیک سطح قیمت‌ها را بررسی می‌کند و هر کاری را که لازم بداند، انجام می‌دهد تا آن را در محدوده تعیین‌شده

قبلی نگاه دارد و این امر در حالتی صورت می‌گیرد که مقتضیات عرضه پول در نظر گرفته نمی‌شود، که مسلماً اقدام کاملی نیست.

ردیابی عرضه یورو و سطح تورم همیشه و در همه حال جواب‌های قانع‌کننده‌ای را به دست نمی‌دهد. به علت وسعت، پیچیدگی و تنوع اتحادیه اروپا، شورای اجرایی بانک مرکزی اروپا طیفی از سایر شاخص‌ها، از رشد اعتبارات گرفته تا خوش‌بینی مصرف‌کنندگان در هلند و قیمت تولیدات صنعتی و سطح تولید در ایتالیا را نیز مدنظر قرار می‌دهد. این بانک این عوامل متفاوت را به این جهت ملحوظ نظر قرار می‌دهد که بتواند یک ارزیابی وسیع، دربارهٔ دورنمای تحولات قیمتی و ریسک‌های فراروی ثبات قیمتی به عمل آورد. بنابراین استراتژی سیاست پولی بانک مرکزی اروپا در واقع یک استراتژی قابل انعطاف است که بر سه محور زیر استوار است:

اول: کنترل عرضه یورو

دوم: نظارت و کنترل بر

نرخ‌های تورم

سوم: بررسی سایر

شاخص‌های مربوط به قیمت‌ها

۱-۷- هدایت سیاست

پولی منطقه یورو به‌وسیله

بانک مرکزی اروپا

هنگامی که شورای اجرایی

بانک مرکزی اروپا به این نتیجه می‌رسد که عرضه یورو به سرعت در حال افزایش است و یا برعکس، رشد عرضه آن را کم می‌پندارد و یا مثلاً علایم تورم در حال ظهور باشند، این بانک از انواع مختلف ابزارهای سیاست پولی استفاده می‌کند تا اقتصاد را به سمت و سوی دلخواه و مطلوب هدایت نماید. به‌طور کلی باید گفت که این ابزارها علی‌الاصول همان ابزارهایی هستند که بانک‌های مرکزی در عملیات موسوم به بازار باز، از آنها استفاده می‌کنند. با استفاده از این ابزار بانک مرکزی خود به صورت بازیگر بسیار عمده و مهم در بازار مالی ظاهر می‌شود و هدف از دخالت خود را کنترل عرضه پول عنوان می‌نماید.

از آنجا که بانک‌ها و سایر مؤسسات وام‌دهنده شاهرگ جهان تجاری به حساب می‌آیند. بنابراین سیاست پولی در واقع از ترازنامه بانکی شروع می‌شود. در اینجا مجال ورود به بحث تکنیکی وجود ندارد و سعی می‌شود که این امر به صورت ساده تشریح شود.

بانک‌ها به قبول سپرده از مشتریان خود می‌پردازند (معمولاً به صورت حساب‌های پس‌انداز و جاری) و به عده زیادی اعتبار می‌دهند که خود نوعی سرمایه‌گذاری است. تفاوت بین نرخ‌های بهره‌ای که آنها به سپرده‌گذاران خود

مقررات بانک مرکزی مغایرت داشته و عملی نیست بنابراین برای اینکه بانک بتواند پاسخگوی سپرده‌گذاران خود بوده و در عین حال مقررات بانک مرکزی اروپا را نیز رعایت کرده باشد باید خیلی سریع این هشتاد هزار یورو را به نحو دیگری تهیه نماید. راه حل چیست؟

راه حل این است که بانک مورد بحث وامی را از بانک مرکزی اروپا تقاضا نماید. بانک مرکزی اروپا نیز این تقاضا را قبول می‌نماید ولی مکانیسم آن شبیه سازوکار وام‌های معمول و متداول نیست. مکانیسم به این نحو است که بانک مرکزی اروپا پول مورد نظر بانک مذکور را در قبال خرید اوراق قرضه‌ای که آن بانک در اختیار دارد (اوراق قرضه‌ای که از محل چهارصد هزار یورو خریداری نموده) در اختیار آن بانک قرار می‌دهد به شرط اینکه بانک مزبور ظرف دو هفته دیگر آن اوراق را بازخرد نماید. این مکانیسم با توافق بین بانک و بانک مرکزی اروپا سبب می‌شود که پول نقد فوراً در اختیار بانک قرار داده شود و یا به عبارت دیگر نیاز به نقدینگی آن به‌طور موقت تأمین شود. این توافق یا قرارداد فی‌مابین بانک و بانک مرکز اروپا به نام موافقتنامه خرید مجدد ذخیره

احوالی سپرده‌گذاران در این بانک اقدام به خریدهای عظیم نمایند و به همین علت و برای پرداخت صورت حساب‌های خرید درصدد برآیند که مبلغ هشتاد هزار یورو را از حساب‌های خود در نزد آن بانک برداشت نمایند، بانک پولی را برای این منظور در اختیار نخواهد داشت، زیرا سپرده سپرده‌گذاران را قبلاً به مصارف خاصی که ذکر شد اختصاص داده است. تنها پول نقد این بانک، همان است که نزد بانک مرکزی به عنوان ذخیره نگاهداری می‌شود. بنابراین تنها راه حل باقی‌مانده این است که مبلغ هشتاد هزار یورو را از حساب خود در بانک مرکزی اروپا به سپرده‌گذاران منتقل نماید. ولی نکته این است که اگر بانک مزبور به چنین کاری مبادرت ورزد این اقدام نقض الزامات مربوط به حفظ حداقل ذخیره نزد بانک مرکزی خواهد بود، زیرا در این حالت با پرداخت ۸۰ هزار یورو به سپرده‌گذاران، کل سپرده بانک مذکور بالغ بر نهصد و بیست هزار یورو خواهد بود ولی حداقل ذخیره در بانک مرکزی به جای نود و دو هزار یورو تنها به بیست هزار یورو خواهد رسید (یک صد هزار یورو اولیه منهای هشتاد هزار یورو برداشتی) و مسلم است که این مبلغ به مراتب کمتر از ۱۰ درصد مقرر شده توسط قانون است. پس چنین کاری با

تحت هیچ شرایطی نمی‌تواند از این پول برای وام‌دهی استفاده نماید.

حفظ حداقل ذخیره و یا الزام بانک‌ها به تودیع حداقل ذخیره در بانک مرکزی، گرچه در نظام پولی اروپا نقش مهمی را ایفا می‌نماید و ابزار سیاست پولی بااهمیتی است، ولی به هر حال باید گفت که در عملیات روزمره بانک نقش ثانویه را ایفا می‌کند. مهمترین و عمده‌ترین وسیله‌ای که بانک مرکزی اروپا از طریق آن بر عرضه پول در اروپا تأثیر می‌گذارد، استفاده از مکانیسم موسوم به عملیات تأمین مالی مجدد کوتاه‌مدت است.

برای وتوف به نحوه عملکرد این مکانیسم فرض کنید که الزام به حفظ حداقل ذخیره قانونی نزد بانک مرکزی اروپا ده درصد باشد. در این حالت یک بانک اروپایی که فی‌المثل در ماه جاری یک میلیون یورو سپرده از مردم جذب کرده باشد باید یکصد هزار یورو (۱۰ درصد سپرده‌ها) از کل سپرده ماهانه خود را نزد بانک مرکزی بسپارد. از مبلغ نهصد هزار یورو باقیمانده فرض کنید که بانک مزبور پانصد هزار یورو آن را به وام‌های تجاری در مملکت خود اختصاص دهد و چهارصد هزار یورو باقی‌مانده را در اوراق قرضه دولتی بهره‌دار سرمایه‌گذاری نماید. حال اگر در چنین اوضاع و

می‌پردازند با آنچه آنها از سرمایه‌گذاری‌های خود تحصیل می‌کنند، سود نامیده می‌شود.

آنچه مسلم است بانک‌ها تمام یوروهای را که به صورت سپرده نگاهداری می‌کنند، وام نمی‌دهند. بلکه آنها مجبور هستند درصد کمی از پول نقد را همواره نزد خود نگاهداری نمایند تا بتوانند پاسخگوی برداشت‌های احتمالی روزانه از حساب‌های پس‌انداز باشند و یا به عبارت دیگر قادر باشند که تقاضای نقدینگی سپرده‌گذاران خود را تأمین نمایند.

نه‌تنها خود بانک‌ها مایل به حفظ این ذخیره هستند، بلکه بانک مرکزی اروپا نیز آنها را ملزم به این کار می‌نماید. در واقع الزام به حفظ یک حداقل ذخیره قانونی، مهمترین ابزار سیاست پولی بانک مرکزی اروپا تلقی می‌شود، چرا که از این طریق بانک‌ها مجبور می‌شوند که مقداری از پول‌های نزد خود را در بانک مرکزی به عنوان ذخیره نگاهداری نمایند و خود را از استفاده از آن محروم سازند. این پول بلوکه شده را به همین علت پول بانک مرکزی می‌نامند و سبب می‌شود که در عمل مقدار معینی از پول از جریان خارج شود که معنای آن چیزی جز کم شدن عرضه یورو نیست. البته بانک مرکزی اروپا مبلغ کمی را به عنوان بهره به این پول‌های ذخیره می‌پردازد ولی این بانک

نامیده می‌شود.

زمانی که مثلاً بانک مرکزی اروپا ۷۲ هزار یورو از اوراق قرضه‌های بانک (چهارصد هزار یورو) را خریداری می‌نماید، بانک مرکزی اروپا این اوراق قرضه خریداری شده را در حساب آن بانک نزد خود می‌گذارد و بدین ترتیب ذخیره آن بانک نزد بانک مرکزی به ۹۲۰۰۰ یورو می‌رسد (بیست‌هزار یورو قبلی به اضافه ۷۲ هزار یورو) که این مبلغ درست برابر است با ده درصد نهصد و بیست‌هزار یورو کل سپرده‌های بانک و بدین ترتیب است که الزامات بانک مرکزی دایر بر حفظ حداقل ذخیره انجام می‌شود. دو هفته بعد طبق توافق به عمل آمده، بانک اوراق قرضه فروخته شده به بانک مرکزی را از آن بانک بازخرید می‌نماید ولی قیمتی را که می‌پردازد اندکی بالاتر از فروش آن است (مثلاً ۷۵ هزار یورو). در واقع معامله repo یک نوع وام است بدین معنا که بانک مرکزی اروپا ۷۲ هزار یورو مورد نیاز بانک را تأمین نموده و بانک مزبور آن را با بهره کمتر در ظرف دو هفته به مبلغ ۷۵ هزار یورو به بانک مرکزی اروپا بازپرداخت نموده است.

نکته مهم در این فرآیند این است که بانک‌ها می‌توانند عملاً الزامات مربوط به حفظ ذخیره حداقل را نه تنها دور بزنند بلکه به سود هم دست یابند زیرا

نه تنها این امکان وجود دارد که بانک مرکزی اروپا پول ذخیره را به بانک متقاضی برگرداند بلکه این کار را با بهره خیلی ناچیز انجام می‌دهد در حالی که بانک، ما به ازای آن را به نرخ بهره بیشتر به دیگران واگذار کرده است.

حال ببینیم نقش این خریدها و بازخریدها به عنوان یک ابزار سیاست پولی چیست. معاملات خرید مجدد دارای نرخ بهره است و نرخ‌های بهره هزینه کلی تأمین مالی بانک را بالا می‌برد. هر چه هزینه تأمین مالی مجدد بیشتر باشد، بانک‌های اروپایی تمایل کمتری به اعطای وام خواهند داشت. نرخ‌های بالاتر بهره repo هزینه وام دادن پول از محل حداقل ذخیره را بالاتر می‌برد و این امر به نوبه خود اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بالقوه (مثلاً دادن وام) از طرف بانک‌های اروپایی را فاقد جذابیت می‌سازد، در حالی که نرخ بهره پایین repo به صورت عکس عمل می‌نماید چرا که بانک‌ها می‌دانند که همیشه می‌توانند وام‌های اعطایی خود را از طریق استقراض از بانک مرکزی اروپا با بهره کم تأمین مالی مجدد نمایند.

نکته کلیدی مطلب این است که هر چه بانک‌ها کمتر وام دهند عرضه پول کمتر خواهد بود. همانطور که گفتیم عرضه کل پول همان مبلغ پول

در دسترس برای خرید کالاها و خدمات در اقتصاد است. وقتی که میزان وام‌دهی بانک‌ها کاهش یابد مردم و صاحبان مشاغل تجاری و اقتصادی پول کمتری را در اختیار خواهند داشت.

گرچه آنچه در بالا به آن اشاره شد مکانیسم اصلی و اساسی عملکرد نرخ‌های بهره بر معاملات خرید مجدد و عرضه پول را نشان می‌دهد، ولی باید بدانیم که این سناریو جنبه بسیار ساده قضیه را نشان می‌دهد و برای سهولت درک مطلب ارائه شده است. در واقع جزئیات مهم درباره تأمین مالی مجدد بانک مرکزی اروپا در عمل را می‌توان چنین خلاصه نمود:

● اتحادیه اروپا دارای بیش از ده‌هزار مؤسسه اعتباری از انواع مختلف است که هر کدام از آنها با چالش اساسی تأمین مالی مجدد که ذکر شد مواجه هستند. این مؤسسات هر کدام به سهم خود بر مقدار کل اعتبار داده شده در منطقه پول واحد تأثیرگذار هستند. بنابراین هر چند سرآغاز سیاست پولی از بانک مرکزی اروپا نشأت می‌گیرد، ولی این سیاست از طریق بسیاری از مؤسسات مالی در سراسر اروپا انتقال می‌یابد.

● مؤسسات مالی همیشه برای تأمین احتیاجات نقدینگی خود به بانک مرکزی اروپا مراجعه نمی‌نمایند، بلکه اغلب از یکدیگر قرض می‌نمایند.

استقراض بین بانکی معمول‌تر از استقراض از بانک مرکزی است و بانک مرکزی اروپا معمولاً فقط زمانی وام می‌دهد که سیستم بانکی به طور کلی مبتلا به کمبود نقدینگی باشد.

● الزامات حفظ حداقل ذخیره، در بانک مرکزی اروپا به مراتب بیش از ده درصد است و این بانک می‌تواند این مقدار را هر زمان که بخواهد کاهش دهد ولی اعلام نموده است که طیف یا محدوده هدف بسین ۱/۵ و ۲/۵ درصد بدهی‌های هر بانک خواهد بود.

● بانک‌های کشورهای یازده‌گانه ملزم به رعایت الزامات نگاهداری حداقل ذخیره به صورت روزانه در طی هفته نیستند. بلکه آنچه برای بانک مرکزی اروپا مطرح است متوسط ماهانه است و بنابراین بانک‌ها مجبور نیستند که در ازاء هر برداشت از سپرده‌های خود توسط سپرده‌گذاران، به بانک مرکزی مراجعه و به repo متوسل شوند.

● اگر یک بانک اروپایی به این نتیجه برسد که سیاست وام‌دهی آن بسیار گسترده است، می‌تواند از دادن وام‌هایی که تأمین مالی مجدد آنها گران است امتناع نماید. در نتیجه، ماه‌ها طول می‌کشد تا تغییرات در نرخ بهره بانک مرکزی اروپا بتواند در رفتار واقعی وام‌دهی بانک تأثیر بگذارد. در واقع شواهد آماری نشان می‌دهند که تفسیرات در نرخ‌های بهره

این حالت بانک مرکزی اروپا نرخ بهره کمی را به این سپرده‌ها می‌پردازد و به عنوان آخرین مرجع برای سرمایه‌گذاری بانک‌ها به حساب می‌آید. این امر زمانی صورت می‌گیرد که راه‌های کوتاه‌مدت دیگری برای سرمایه‌گذاری بانک‌ها موجود نباشد. از آنجا که هر بانکی بیشتر تمایل دارد در یک نرخ بهره معین به بانک مرکزی اروپا وام دهد تا به بانک دیگر، لذا نرخ بهره این وام‌ها به صورت کف یا پایه برای نرخ بهره بین بانکی درمی‌آید.

گفتنی است که ابزار سیاسی پولی اصلی بانک مرکزی اروپا شبیه ابزار سیاستی پولی حاکم، قبل از به‌وجود آمدن اتحادیه پولی اروپا است و تقریباً همان ابزار سیاستی است که بانک مرکزی آلمان از آن استفاده می‌کرد. معاملات خرید مجدد که رکن اصلی سیاست پولی اروپایی است در اغلب بانک‌های مرکزی یازده کشور عضو، قبل از سال ۱۹۹۹ اعمال می‌شد و بنابراین منطقی بود که به عنوان نقطه آغاز پس از ایجاد بانک مرکزی اروپا از آن استفاده شود.

ادامه دارد...

- 1- main refinancing operations
- 2- marginal lending facility

نقدینگی لازم برای پرداخت صورت حساب مربوطه را نداشته باشد و یا اگر بانک مزبور مجبور باشد یک اقدام فوری را اتخاذ نماید تا بتواند الزامات مربوط به تأمین حداقل سپرده را انجام دهد، می‌تواند هر مقدار پول را که می‌خواهد به عنوان وام یک‌شبه دریافت نماید. از آنجایی که تسهیلات وام‌دهی نهایی فقط و فقط برای اهداف کوتاه‌مدت اعطا می‌شود لذا این سازوکار به صورت نوعی «سقف» برای نرخ‌های بهره بین بانکی عمل می‌نماید. هیچ بانکی حاضر به پرداخت چهار درصد (سالانه) نرخ بهره برای استقراض پول از بانک دیگر در حالی که بتواند همان پول را با پرداخت ۳/۵ درصد نرخ بهره از بانک مرکزی اروپا دریافت کند نیست. نرخ بهره repo بانک مرکزی همیشه کمتر از نرخ بهره تسهیلات وام‌دهی نهایی است. یکی دیگر از تسهیلات بانک مرکزی اروپا اعطای تسهیلات سپرده کوتاه‌مدت است. این مکانیسم درست نقطه مقابل تسهیلات وام‌دهی است. بدین معنا که بانک‌ها می‌توانند هر مقدار پول را که بخواهند برای یک شب در بانک مرکزی اروپا به ودیعه بسپارند و این امر زمانی اتفاق می‌افتد که بانک مربوطه نقدینگی زیاده‌تری از آنچه که احتیاج دارد، داشته باشد. در

بدین ترتیب که ابتدا این سیستم تصمیم می‌گیرد که چه مقدار پول را برای اعطاء به سیستم بانکی برای نیل به هدف سیاست عرضه پول نیاز دارد و پس از آن وارد انعقاد موافقتنامه‌های خرید مجدد از طریق استفاده از پیشنهاد استاندارد می‌شود. برای این منظور مؤسسات مالی اروپایی باید پیشنهاد خود را به بانک‌های مرکزی کشور متبوع خود تسلیم دارند و در آن میزان پول مورد احتیاج خود و نرخ بهره‌ای که می‌توانند در قبال آن پرداخت نمایند را مشخص کنند. بانک‌های مرکزی سپس از میان پیشنهادهاى ارائه شده در بازار آزاد بهترین پیشنهاد را انتخاب می‌نمایند.

نرخ‌های خرید مجدد تنها مکانیسمی نیست که بانک مرکزی اروپا با دست کاری در آن عرضه پول را تنظیم می‌کند بلکه مکانیسم‌های دیگری نیز وجود دارند که البته در سیاست پولی اروپایی از اهمیت کمتری برخوردار هستند. این مکانیسم‌ها متشکل از انواع تسهیلات است که به مؤسسات مالی اعطاء می‌شود. اولین تسهیلات به نام تسهیلات وام‌دهی نهایی^۲ است که نوعی وام اضطراری و فوری است که بانک مرکزی اروپا به بانک‌هایی اعطاء می‌کند که نیاز فوری دارند. اگر یک بانک به بانک دیگر بدهکار باشد ولی

خرید مجدد به ۱۸ ماه زمان نیاز دارد تا بر سطوح مصرف و سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد.

● بانک مرکزی اروپا فعالیت‌های تأمین مالی خود را از طریق یازده بانک مرکزی کشورهای منطقه یورو که عناصر متشکله سیستم اروپایی بانک‌های مرکزی اروپا هستند، هدایت می‌نماید. بدین معنا که خود مستقیماً وارد معاملات خرید مجدد نمی‌شود. هر یک از یازده عضو سیستم بانک‌های مرکزی اروپا از طرف بانک مرکزی اروپا عمل می‌نمایند تا به اهداف سیاست عرضه پول جامه عمل بپوشاند.

● در واقع بانک مرکزی اروپا دارای دو نوع عملیات تأمین مالی مجدد است؛ هر هفته یک بار (در حال حاضر سه‌شنبه‌ها) این بانک به معاملات خرید مجدد کوتاه‌مدت با مهلت دو هفته‌ای، مبادرت می‌ورزد. این معاملات به عنوان عملیات تأمین مالی مجدد اصلی معروف هستند. دوم اینکه در هر ماه یک بار (در حال حاضر اولین چهارشنبه هر ماه) بانک مرکزی اروپا تأمین مالی مجدد بلندمدت را ارائه می‌دهد که عبارت است از موافقتنامه خرید مجدد با مهلت سه‌ماهه بازخرید. تمام معاملات در محدوده سیستم اروپایی بانک‌های مرکزی بر اساس بازار باز صورت می‌پذیرد.