



خطرات و آثار جانبی سیاست پولی بر کنترل حباب قیمت

حباب ها تنها زمانی قابل شناسایی هستند که دیگر ترکیده باشند.

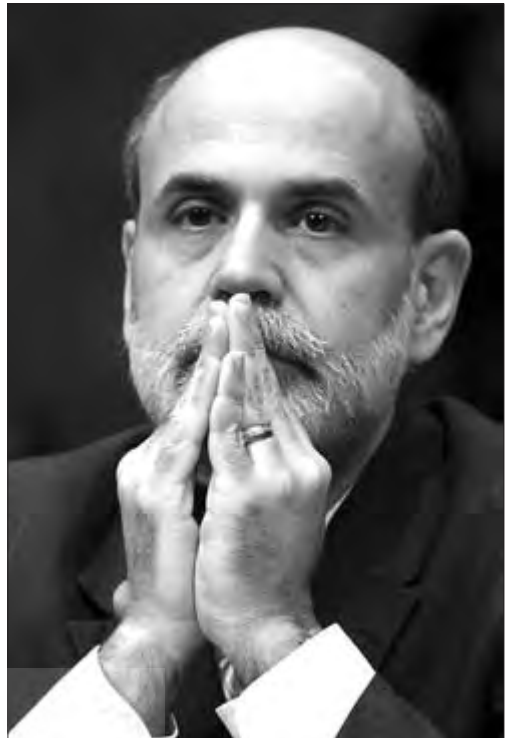
پرداخت می شد. نشانه اصلی بروز حباب، افزایش شدید ارزش برخی از اقسام دارایی فراتر از نرخ بلندمدت و روندهای ارزش گذاری آنهاست. با این حال، چنین شکافی در قیمت ها می تواند نتیجه دگرگونی های ساختاری مانند افزایش بهره وری یا تغییرات در الگوهای عرضه و تقاضا باشد. به عنوان مثال، بعضی از ناظران، علت افزایش دو برابری قیمت نفت خام در سال گذشته را با توجه به وجود مخازن پر و ظرفیت حقیقی تولید اضافی، ناشی از واسطه گری دانسته و این موضوع را به عرضه فراوان نقدینگی ارزان نزد بانک ها نسبت می دهند. دیگران این افزایش قیمت را به واسطه پیش بینی نایاب شدن نفت در میان مدت و بلندمدت، اساسا موجه می دانند. از همین رو، بسیاری افزایش قیمت دارایی های پیش از بحران مالی جدید را نه یک حباب، بلکه تجلی بهره وری افزون تعبیر می کنند. دیگر نشانه یک حباب- هر چند که ارزیابی کمی آن مشکل است- رضایتمندی فراگیر از این پدیده است، یعنی توضیحی که برای صعود

افزایش ارزش دارایی ها، به خودی خود پدیده خوشایندی است، چرا که در افزایش ثروت کشور نقش دارد. با وجود این، چنانچه ارزش دارایی ها در دوره ای طولانی بیش از حد افزایش یابد، دیگر اتفاق خوشایندی نیست. در مواقعی، کاهش ناگهانی قیمت ها منجر به خسارات مالی قابل توجهی می شود، اما این تمام ماجرا نیست. حباب قیمت مسکن، به طور خاص باعث زیان اقتصادی سنگینی می گردد که آخرین مورد آن نظام مالی را تا آستانه سقوط کشانید و عامل بدترین رکود دهه های اخیر شد. به منظور جلوگیری از تکرار این بحران، بحث های مفصلی در خصوص وجود راه هایی برای توقف شکل گیری حباب ها انجام می شود و اولین موضوع در این رابطه، شناسایی این حباب ها است. در واقع، حباب ها تنها زمانی قابل شناسایی هستند که دیگر ترکیده باشند.

مسأله دوم این است که دیدگاه ها در خصوص راه حل مناسب متفاوت می باشند. غالباً اینگونه استدلال می شود که سیاست های پولی تسامحی، عامل اصلی افزایش بی رویه ارزش دارایی هاست؛ از این رو، بالابردن نرخ سود بهترین راه حل می باشد. اما نرخ سود بالاتر، به طور همزمان سرعت رشد اقتصادی را کند می کند. در این صورت، ممکن است آثار جانبی آن وخیم تر از خود مشکل باشد. به همین علت است که گروهی دیگر وضع مقررات سختگیرانه تر را راه حل مؤثرتری می دانند.

پدیدار شدن حباب قیمت ها در فضای قیمت گذاری و تجارت آزاد، امری متداول است. نمونه بارز آن هم بحران قیمت گل لاله در قرن هفدهم میلادی است که در اوج نوسان قیمت به ازای هر پیاز گل لاله ۱۰۰۰۰ گیلدر هلند





شناسایی مشکل حباب های اقتصادی می باشند، حتی بروز رشد شدید اعتباری که در زمره قابل اعتمادترین علایم محسوب می شود نیز تنها قبل از نیمی از بحران ها رخ داده است.

بدیهی است که انتخاب راه حل مناسب، به همان سختی شناسایی حباب است. با افزایش نرخ بهره، سیاست های پولی موجب کاهش روند رشد ارزش دارایی و تقاضای اعتبار می شوند. استدلال در خصوص بالا بردن نرخ بهره به عنوان راه حل، بدین شرح است که اگر سیاست پولی (بیش از حد) انعطاف پذیر باشد، در ایجاد حباب مؤثر است؛ بنابراین، نرخ بهره باید همزمان با افزایش نگران کننده قیمت دارایی ها، افزایش یابد. با وجود این، هیچ قطعیتی در زمینه ارتباط میان سیاست پولی و شکل گیری حباب وجود ندارد. آقای "بن برنانکه" رئیس خزانه داری آمریکا در سخنرانی خود تحت عنوان "سیاست پولی و حباب مسکن" در اوایل ماه ژانویه، بحران بازار مسکن آمریکا را اساساً به محصولات ساختاری بخش رهنی نسبت می دهد و خاطر نشان می سازد که افزایش قیمت مسکن، ارتباطی با سیاست پولی ندارد. صندوق بین المللی پول هم در تحلیل خود به نتیجه مشابهی رسید: «سیاست پولی انبساطی، دلیل اصلی بروز بحران نیست. هیچگاه پایین بودن نرخ های بهره واقعی، دلیل افزایش سریع قیمت واقعی مسکن پس از ۱۹۸۵ نبوده است.»

حتی اگر سیاست پولی را موجب تشدید نوسانات قیمت ندانیم، هنوز هم از آن می توان برای کنترل قیمت ها استفاده کرد، اما این امر ریسک ها و اثرات جانبی مهمی را به دنبال خواهد داشت، چون امکان تشخیص نادرست بسیار زیاد بوده و سیاست پولی تأثیرات گسترده ای دارد. نرخ بهره بالا، نه تنها بر بخش هایی که حباب در آنها شکل گرفته، تأثیرگذار است، بلکه در بسیاری از موارد، با بالا بردن هزینه تأمین مالی اعتباری، موجب کاهش رشد اقتصادی در سطح کلان شده و اثرات جانبی جدی و ناخواسته ای را در پی دارد.

علاوه بر این، زمانی که تورم قابل کنترل است، اعمال سیاست پولی از طریق افزایش نرخ بهره همزمان با افزایش ارزش دارایی ها کار دشواری است. هدف اولیه سیاست پولی، حفظ ثبات قیمت ها براساس شاخص قیمت های مصرف کننده می باشد و طبق گزارش صندوق بین المللی بعد از سال ۱۹۸۵، در حقیقت، تا قبل از بحران قیمت مسکن، نرخ تورم پایین تر از میانگین نوسان بلند مدت آن بوده است.

با وجود این، بانک های مرکزی در تصمیم گیری هایشان توانسته اند تأکید بیشتری بر تورم ارزش دارایی ها داشته باشند. بانک مرکزی اروپا خاطرنشان می سازد که در استراتژی سیاست پولی خود، تغییرات ارزش دارایی ها به طور مناسبی از طریق سنجش پایه پولی مورد توجه بوده است. آقای "بن برنانکه" هم خواهان تقویت سیستم



شدید ارزش دارایی ها ارایه شد.

صندوق بین المللی پول در گزارش چشم انداز اقتصادی جهان در اکتبر ۲۰۰۹ با بررسی نوسانات بازار مسکن و سهام، به شناسایی علایم دیگری می پردازد که یک تا سه سال قبل از ترکیدن حباب اقتصادی ظاهر می گردند. صرف نظر از افزایش قیمت ها شاخص اصلی رشد سریع اعتبار بخش خصوصی است.

بنابر گزارش صندوق بین المللی پول، افزایش نسبت سرمایه گذاری در ساخت و ساز به تولید ناخالص داخلی، به ویژه در مورد حباب قیمت مسکن، کسری فزاینده حساب جاری نیز از سقوط بازارها در دوره زمانی پس از سال ۱۹۸۵ خبر می دهد. در واقع، این علایم که تنها قبل از ۲۵ تا ۵۰ درصد بحران های اخیر رخ داده اند، حاکی از

**رئیس خزانه داری
آمریکا معتقد است که
بحران بازار مسکن
آمریکا، اساساً به
محصولات ساختاری
بخش رهنی مربوط
است و افزایش قیمت
مسکن، ارتباطی با
سیاست پولی ندارد.**

مقرراتی گردید: «مقررات سخت تر و نظارت دقیق تر بر وام رهنی و مدیریت ریسک وام دهندگان، می تواند رویکردی دقیق تر و مؤثرتر جهت مهار حباب مسکن باشد.» نسبت بدهی و دارایی و الزامات افزایش سرمایه، بایستی در کنترل ریسک پذیری مورد استفاده قرار بگیرد. این امر مستلزم تشخیص دقیق افزایش ناپایدار ارزش دارایی ها نیست تا در تشخیص مشکل توجه بیشتری اعمال شود. آقای "بن برنانکه" سیاست پولی را تنها به عنوان آخرین چاره معرفی می کند. صندوق بین المللی پول نیز اتخاذ تدابیر تنظیمی به منظور کاهش میزان گردش بازار اعتبار و جلوگیری از افزایش غیرقابل کنترل ارزش دارایی ها و رشد اعتبار را توصیه می کند. در عین حال، الزامات بانک مرکزی بایستی گسترش یابد. آنها بایستی نسبت به علایم افزایش ریسک مالی کلان و عدم ثبات بالقوه در سیستم مالی، با قدرت بیشتر واکنش نشان دهند و توجه بیشتری به علایم هشدار دهنده مانند رشد شدید اعتبار داشته باشند.



اخیراً با افزایش شدید ارزش دارایی ها، نگرانی از شکل گیری یک حباب قیمتی دیگر بالا رفته است، در حالی که به نظر نمی رسد جایی برای نگرانی باشد، زیرا یکی از نشانه های کلاسیک حباب، یعنی رشد شدید اعطای اعتبار، وجود ندارد. برعکس، در کشورهایی مانند آمریکا، اسپانیا و بریتانیا خانوارها همچنان در حال کاستن از ضریب اهرمی هستند. براساس تحلیل مؤسسه MGI، دوره کاهش ضریب اهرمی در گذشته به طور میانگین شش تا هفت سال به طول انجامیده و کاهش بدهی ها، عموماً دو سال پس از وقوع بحران شروع شده و به طور میانگین، کل نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی ۲۵ درصد کاهش یافته است. برای وقوع چنین رویدادی، باید حجم بزرگی از بدهی های دولتی در سال های آتی کاهش یابد و با این تفصیل، احتمال تحقق سناریوی رکود و کاهش رشد ضعیف اقتصادی بیشتر است.

در صورت پایین ماندن نرخ های بهره در طولانی مدت، عدم کاهش نسبت بدهی به تولید ناخالص و شکست تلاش های بین المللی برای افزایش نظارت، به هر حال ممکن است حباب های جدید ایجاد شوند. به عنوان مثال، میزان سختگیری مقامات آمریکایی بر اعمال محدودیت های سفته بازی تجارت نفت و گاز کمتر از حد انتظار بوده است. این موضوع جدا از بازتاب هراس از خروج فعالان بازار به بازارهای با مقررات انعطاف پذیرتر، نشان دهنده دشواری تعیین میزان به کارگیری راه حل های پیشگیری از تشکیل حباب، بدون از کار افتادن چرخ تجارت می باشد. پایان دادن به سیاست بیش از حد باز اقتصادی کنونی نیز کار آسانی نخواهد بود. نرخ های بهره بالاتر و منحنی بازده مسطح، بازار اوراق قرضه را متزلزل ساخته و می تواند منجر به بحران بعدی شود. محدود کردن ریسک پذیری از یک طرف و برانگیختن محرک های اقتصادی از سوی دیگر، امکان برقراری تعادل

توسط بانک های مرکزی، دولت ها و مقامات ناظر مالی را بسیار مشکل می سازد، زیرا این راهکارها خود فاجعه ایجاد می کنند.

ترجمه : کارگروه پژوهش اداره عملیات ارزی و روابط بین الملل بانک سپه



هیچ قطعیتی در زمینه ارتباط میان سیاست پولی و شکل گیری حباب وجود ندارد.