



بررسی سیاست های پولی غیرمتعارف

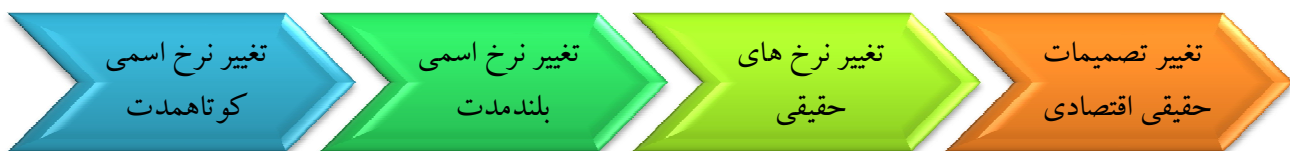
مقدمه

با توجه به بحث هایی که در مورد مناسب بودن سیاست های پولی غیرمتعارف در اقتصاد ایران مطرح شده است، در این گزارش به بررسی این گونه سیاست ها خواهیم پرداخت.

۱. سیاست های پولی متعارف

پیش از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ سیاست پولی با یک روش سیستماتیک و نسبتاً قابل پیش بینی اجرا می شد و مکانیزم اثرگذاری آن به خوبی قابل فهم بود. ابزار کلیدی سیاستی نرخ بهره کوتاه مدت بود، در حالی که حجم پول و نرخ ارز آزادانه تغییر می کردند. تابع واکنش بانک مرکزی (یا یک قانون کلی) انتظارات بازار را در مورد نرخ های بهره آینده هدایت می کرد. عملکرد خوب آربیتراژ تضمین می کرد که تغییرات واقعی و انتظاری در نرخ های کوتاه مدت، در طول منحنی بازدهی^۱ اوراق قرضه دولتی و دارایی های خصوصی شامل وام های بانکی، به نرخ های بلندمدت انتقال خواهد یافت.

با وجود چسبندگی های اسمی^۲، این تغییرات در بازگشت های اسمی، نرخ های حقیقی بهره و بنابراین تصمیمات حقیقی اقتصادی مانند مصرف و سرمایه گذاری را تحت تاثیر قرار می داد.^۳



۲. بحران مالی، این مدل را از سه جنبه تخریب نمود:

۱. تخریب گسترده بازارهای مالی، شرایط آربیتراژ را ضعیف کرد و یا در هم شکست و مانع انتقال تغییرات نرخ سیاستی بهره در طول منحنی بازدهی شد.

^۱ Yield Curve

^۲ چسبندگی دستمزد و قیمت

^۳ طبق رابطه فیشر، نرخ حقیقی بهره برابر با نرخ اسمی بهره منهای نرخ تورم است. در صورت وجود چسبندگی قیمت، با تغییر نرخ های اسمی، نرخ های حقیقی نیز در همان جهت حرکت خواهد کرد.



معاونت بررسی های اقتصادی

۲. آسیب پذیری شدید باعث توقف برخی از بازارها شد. (هماهنگی براساس یک تعادل بد خودساز^۱ همانند آنچه در جریان ورشکستگی بانک ها اتفاق افتاد.)^۲

۳. شدت رکود باعث شد که نرخ سیاستی بهینه بهره، پایین تر از مرز پایینی دامنه یعنی صفر قرار بگیرد.^۳ این سه عامل باعث شد که بسیاری از اقتصادهای پیشرفته مانند ایالات متحده آمریکا، اتحادیه اروپا، انگلستان و ژاپن به اتخاذ سیاست های غیرمتعارف پولی روی بیاورند.

۳. اهداف عمده استفاده از سیاست های غیرمتعارف

۱. بازگرداندن عملکرد صحیح بازارهای مالی و واسطه های مالی

۲. ایجاد تطبیق بیشتر سیاست پولی در مرز پایینی

۳،۱ بازسازی مجدد بازارهای مالی و واسطه های مالی

✓ دلایل تخریب بازارهای مالی و واسطه های مالی

۱. مشکل کلاسیک ورشکستگی عقلایی که یک بازار می تواند در یک تعادل بد قرار بگیرد به طوری که رفتار عقلایی برای تمام سرمایه گذاران طوری باشد که منجر به ورشکستگی بانک، دولت و یا یک بازار شود.

۲. تخریب اعتماد و اطمینان در نهادها یا بازارهای مشخص به خاطر وجود ریسک های متقابل^۴ و شکنندگی وسیع تر سیستم های مالی

۳. مورد سوم که نه تنها در بحران ها بلکه در شرایط رکود نیز مشاهده می شود، تشدید خودانگیخته شونده چرخه های قیمت دارایی^۵ و محدودیت های قرض گرفتن است. در این چارچوب، قیمت های پایین تر دارایی ترازنامه بنگاه ها را تخریب می کند و منجر به محدودیت های بیشتر قرض گرفتن و هزینه های بالاتر تامین مالی می گردد و در نتیجه نیاز به فروش دارایی بیشتر می شود و متعاقباً فشار بیشتر برای کاهش قیمت دارایی ایجاد می شود و محدودیت های اعتباری بیشتر می شود.

^۱ Coordinating On Bad Self-fulfilling Equilibria

^۲ انتظارات خود تغذیه شونده (Self-fulfilling Expectations) یا پیش بینی خود تغذیه شونده (Self-fulfilling Prophecy)، پیش بینی یک فرد در مورد نحوه پایان یافتن یک وضعیت به خصوص است که باعث می شود فرد طوری رفتار کند که پیش بینی او دقیقاً به وقوع بپیوندد. شاید بهترین مثال برای انتظارات خود تغذیه شونده، ورشکستگی بانک ها در جریان رکود بزرگ باشد. زمانی که یک سپرده گذار فکر کند که بانک در بحران مالی قرار دارد، بهترین کار این است که سپرده خود را از بانک بیرون بکشد. ولی اگر همه سپرده گذاران اینچنین فکر کنند و سپرده هایشان را از بانک بیرون بکشند، بانک واقعا در یک بحران قرار می گیرد و ورشکست می شود.

^۳ Zero Lower bound (ZLB)

^۴ Counterparty Risk

^۵ Self-reinforcing Amplification Of Asset price cycles



✓ اقدامات بانک مرکزی

۱. بانک مرکزی به عنوان آخرین سازنده بازار: بانک های مرکزی نقش خود را به عنوان آخرین قرض دهنده^۱ گسترش دادند. این نقش به طور سنتی مبنی بر تامین نقدینگی مجموعه ای از بانک ها بود که قادر به پرداخت قروض خود بودند ولی به طور موقتی با محدودیت سپرده و تامین مالی بین بانکی مواجه می شدند. در دوران بحران اخیر، علاوه بر بانک ها، بازارهای تامین مالی به هم پیوسته^۲ برای واسطه های غیربانکی، دولت و برخی از بازارهای ثانویه نیز تحت تاثیر قرار گرفتند. بانک مرکزی در برخی موارد تبدیل به آخرین سازنده بازار^۳ شد.
۲. تامین نقدینگی گسترده: تامین نقدینگی هدفگذاری شده، مشکلات مربوط به ورشکستگی عقلایی و از بین رفتن اطمینان را به مقدار زیادی کاهش داد. در این راستا:

- تامین نقدینگی برای مجموعه وسیع تری از دریافت کنندگان گسترش پیدا کرد.
 - تامین مالی هدف گذاری شده، برای بازارهای مشخصی طراحی و اجرا شد.
 - تامین مالی با سررسیدهای طولانی تری فراهم شد.
 - در بازارهای با بی ثباتی شدید، این طرح های تامین مالی برای حمایت از قیمت مورد استفاده قرار گرفت.
۳. خرید دارایی های خصوصی: هدف اصلی حمایت از قیمت دارایی های کلیدی در جهت جلوگیری از مارپیچ فروش دارایی و کاهش قیمت آن، کاهش محدودیت های قرض گرفتن از نهادهای مالی و هزینه کمتر قرض گرفتن بود.

۳,۲ ایجاد تطبیق بیشتر سیاست پولی در مرز پایینی صفر

✓ دلایل تخریب

فعالیت های حقیقی اقتصادی به شدت کاهش پیدا کرد و باعث شد برخی از بانک های مرکزی، نرخ های سیاستی را به شدت کاهش دهند. با کاهش شدید تولید و وجود تورم پایین، قوانین سیاست پولی سنتی، حکم به نرخ های سیاستی اسمی منفی می داد، ولی از آنجا که جایگزین نگهداری سپرده یعنی نگهداری پول نقد، دارای بازگشت صفر بود، بانک های مرکزی نرخ های سیاستی را در نرخ صفر یا نزدیک به آن نگاه می داشتند و بدین ترتیب ابزارهای سیاستی سنتی، کارکرد خود را از دست دادند.

✓ اقدامات بانک مرکزی

اینگونه بحث می شود که هدف بانک مرکزی تاثیرگذاری بر بازده های حقیقی بلندمدت است، زیرا اغلب اینگونه بازده ها هستند که با تصمیمات مصرف و سرمایه گذاری در ارتباط اند. در شرایط عادی، این ارتباط غیرمستقیم

^۱ Lenders- of last - resort

^۲ Interlinked funding Markets

^۳ Market Makers of Last Resort



معاونت بررسی های اقتصادی

است. (انتقال از نرخ های کوتاه مدت اسمی به نرخ های بلندمدت اسمی و سپس نرخ های حقیقی بلندمدت). ولی در شرایط نرخ سیاستی صفر، بانک های مرکزی با کاهش نرخ های اسمی بلندمدت و افزایش انتظارات تورمی، به طور مستقیم بر نرخ های حقیقی بلندمدت تاثیر می گذارند.

۱. هدایت رو به جلو^۱: به طور کلی هدایت رو به جلو، شامل مدیریت انتظارات بازار در مورد سیاست آینده از طریق برقراری ارتباط صریح با کارگزاران اقتصادی با دادن اطلاعات در مورد تابع واکنش بانک مرکزی و چشم اندازهای اقتصادی است. در شرایط نرخ سیاستی صفر، بانک مرکزی می تواند از طریق هدایت رو به جلو، بازار را متقاعد کند که نرخ های سیاستی برای مدت طولانی پایین باقی خواهند ماند که اگر این اقدام با موفقیت همراه باشد، نرخ های اسمی و حقیقی آینده انتظاری کاهش خواهند یافت و انتظارات در مورد بهبود اقتصادی تقویت خواهد شد.

۲. خرید اوراق قرضه دولتی: خرید اوراق قرضه دولتی از سه کانال می تواند تاثیر گذار باشد:

- کانال سیگنال دهی: خرید اوراق قرضه بازارها را متقاعد می کند که بانک مرکزی به سیاست پولی آسان متعهد است. اگر کارگزاران اقتصادی معتقد باشند که خروج سریع از این سیاست، سخت یا پرهزینه است، خرید اوراق قرضه اعتبار سیاست بانک مرکزی را افزایش می دهد. این سیاست می تواند مکمل هدایت رو به جلو باشد.

- کانال کمیایی: یک خریدار بزرگ مانند بانک مرکزی می تواند عرضه اوراق قرضه را کاهش دهد و در نتیجه قیمت آن را افزایش دهد. با افزایش قیمت اوراق قرضه، نرخ بازگشت آن و متعاقبا بازگشت جانشین های نزدیک آن کاهش خواهد یافت.

- کانال مدت زمان^۲: وقتی که بانک مرکزی تعداد زیادی اوراق قرضه با سررسید طولانی مدت خریداری می کند، پورتنفوی سرمایه گذاران ایمن تر می شود و ریسک کاهش می یابد. در نتیجه سرمایه گذاران حاضر خواهند بود برای نگهداری اوراق باقی مانده، بهره های کمتری دریافت کنند، بنابراین کل منحنی های بازدهی به سمت پایین منتقل می شود.

در جدول (۱) اهداف سیاست های پولی غیرمتعارف، چالش های مربوط و اقدامات بانک های مرکزی در رابطه با این چالش ها نشان داده شده است.

^۱ Forward Guidance
^۲ Duration



جدول (۱): اهداف سیاست های پولی غیرمتعارف، چالش ها و اقدامات

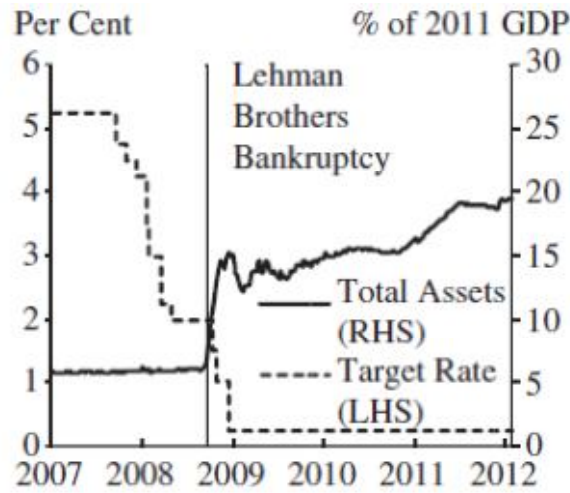
اهداف سیاست های پولی غیرمتعارف	چالش ها	ابزارها / اقدامات
بازگرداندن عملکرد بازار مالی	۱. ورشکستگی عقلایی	۱. آخرین سازنده بازار
	۲. تخریب اعتماد	۲. تامین نقدینگی گسترده
	۳. چرخه قیمت دارایی	۳. خرید دارایی های خصوصی
تطبيق بیشتر سیاست پولی	۱. از دست رفتن کارایی ابزار	۱. هدایت رو به جلو
	ستی	۲. خرید اوراق قرضه دولتی

۴. تاثیرگذاری سیاست های پولی غیرمتعارف

به طور کلی بررسی ها حاکی از آن است که این سیاست ها در رسیدن به اهدافشان، بسیار موفق بوده اند و مخصوصا در دوره بزرگترین بحران مالی، موثر واقع شده اند. عملکرد بازار به طور گسترده ای ترمیم شد و ریسک به طور قابل توجهی کاهش پیدا کرد. همچنین سیاست ها، نرخ بازگشت اوراق قرضه بلندمدت را کاهش دادند و در برخی موارد، اعتبارات گسترش یافت و در نهایت رشد اقتصادی و ثبات قیمت بهبود یافت. نرخ سیاستی و ترازنامه بانک های مرکزی آمریکا، اروپا و انگلستان (دارایی ها) به ترتیب در نمودارهای (۱)، (۲) و (۳) نشان داده شده است. همان طور که مشاهده می شود، نرخ های سیاستی به طور قابل ملاحظه ای کاهش یافته اند و در مقابل دارایی های ترازنامه های بانک های مرکزی افزایش یافته اند.

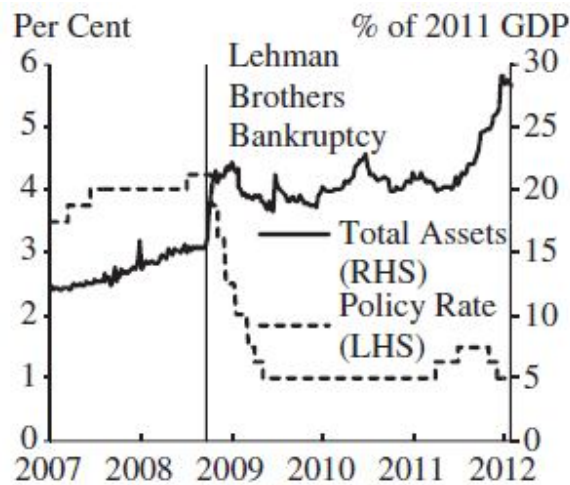


نمودار (۱): نرخ سیاستی در مقابل ترازنامه بانک مرکزی آمریکا



منبع: بلومبرگ و بانک مرکزی آمریکا

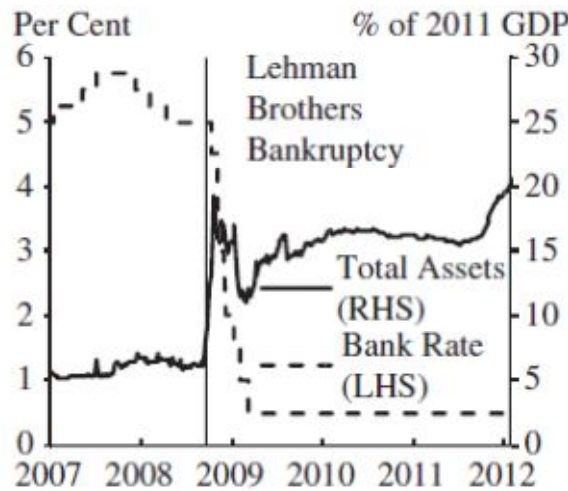
نمودار (۲): نرخ سیاستی در مقابل ترازنامه بانک مرکزی اروپا



منبع: بلومبرگ و بانک مرکزی اروپا



نمودار (۳): نرخ سیاستی در مقابل ترازنامه بانک مرکزی انگلستان

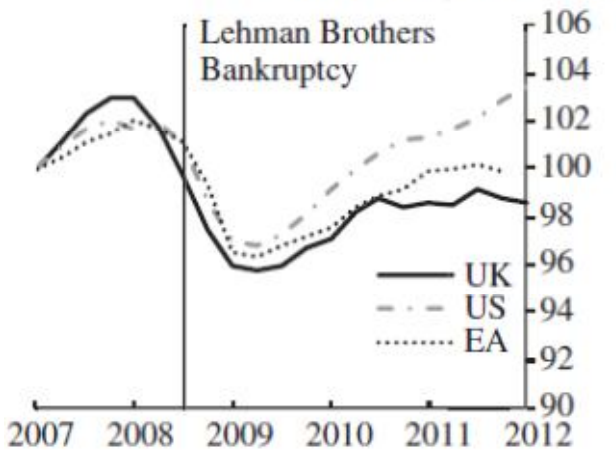


منبع: بلومبرگ و بانک مرکزی انگلستان

همچنین در نمودارهای (۴) تا (۷) به ترتیب، رشد سالانه تولید ناخالص داخلی حقیقی، سطح تولید ناخالص داخلی حقیقی، نرخ تورم و رشد سالانه میزان تسهیلات بانک ها برای کشورهای آمریکا، اروپا و انگلستان نشان داده شده است. همان طور که مشاهده می گردد، از سال ۲۰۰۹ به بعد، رشد GDP حقیقی از مقادیر منفی به مثبت رسیده، سطح آن بهبود یافته و نرخ تورم نیز در این کشورها افزایش یافته است. نرخ رشد سالانه تسهیلات بانک ها نیز از سال ۲۰۰۹ در اروپا و کشور انگلستان بهبود یافته ولی در آمریکا به روند کاهشی خود ادامه داده است.

نمودار (۵): سطح GDP حقیقی

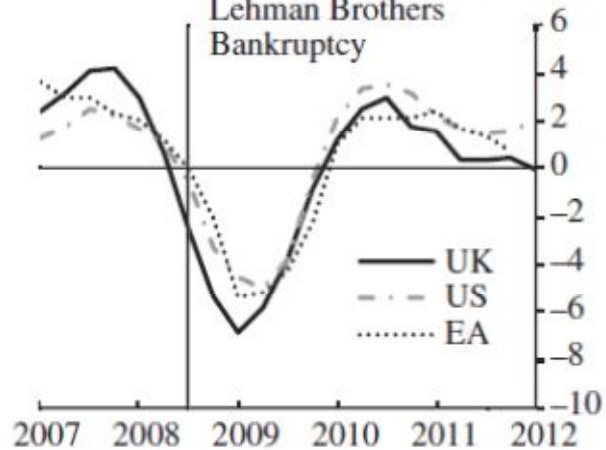
GDP Levels, 2007 = 100



منبع: اداره آمارهای بین المللی

نمودار (۴): رشد سالانه GDP حقیقی

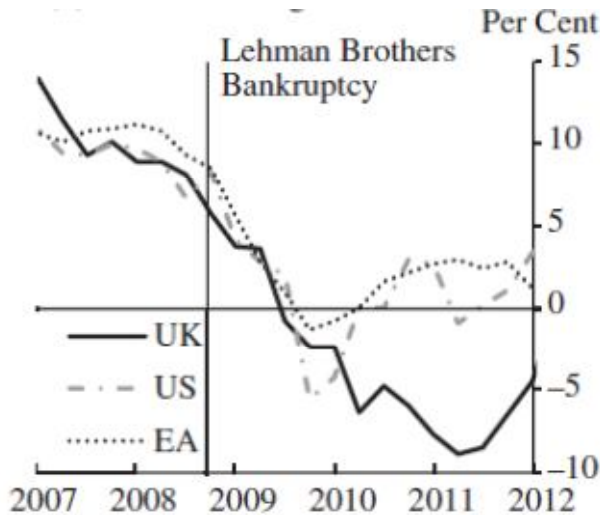
Per Cent



منبع: اداره آمارهای بین المللی^۱

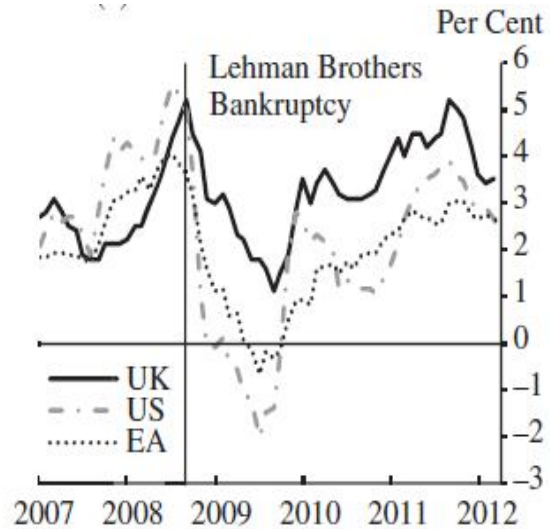
^۱ Office For National Statistics (ONS)

نمودار (۷): نرخ رشد سالانه تسهیلات بانک ها



منبع: اداره آمارهای بین المللی

نمودار (۶): نرخ تورم



منبع: اداره آمارهای بین المللی

۵. چالش ها و ریسک های سیاست های پولی غیرمتعارف

اگرچه سیاست های غیرمتعارف بانک های مرکزی، به ایالات متحده و دیگر اقتصادهای پیشرفته در بهبود اقتصادی و عبور از بحران کمک کرده است، اما این امکان نیز وجود دارد که این سیاست ها با پیامدهای ناخواسته ای همراه باشند.

۵,۱ چالش ها و ریسک های تامین نقدینگی

- ✓ **هماهنگی تامین نقدینگی با سیاست پولی:** تامین نقدینگی توسط بانک مرکزی به منظور برقراری ثبات مالی صورت می گیرد و نباید با سیاست پولی انبساطی ناخواسته اشتباه گرفته شود.
- ✓ **انحرافات بازار:** اجرای این سیاست باهدف تامین نقدینگی بازارهای خاص می تواند به نفع این بازارها و به ضرر رقبای آنها تمام شود. به نحوی که برخی از بازارها قادر به تامین مالی از طریق اجرای این سیاست نمی باشند.
- ✓ **تضعیف زیرساخت بازارها:** تزریق گسترده نقدینگی به بازار پول توسط بانک مرکزی می تواند باعث ضعف بازارهای بین بانکی و پول شود. در نتیجه بعد از خروج بانک مرکزی از بازار، زیرساخت های این بازارها کاملاً سست می شود.



معاونت بررسی های اقتصادی

✓ **مخاطرات اخلاقی^۱** : تامین گسترده نقدینگی توسط بانک مرکزی، این انتظار را ایجاد می کند که این گونه حمایت ها در آینده نیز وجود خواهند داشت. بنابراین شکل گیری این انتظارات می تواند منجر به اتخاذ تصمیمات پرخطری توسط کارگزاران اقتصادی گردد.

✓ **رویارویی بانک مرکزی با ریسک های اعتباری بالقوه** : در وضعیت بحران بانک های مرکزی قادر به تشخیص کمبود نقدینگی از مشکل عدم توانایی پرداخت بدهی نیستند، بنابراین با ریسک نکول مواجه هستند.

۵,۲ چالش های خرید اوراق قرضه

✓ **چالش های مربوط به خروج از سیاست های ترازنامه ای** : خروج از برنامه خرید اوراق قرضه، از سیاست های پولی انقباضی متعارف، چالش برانگیزتر است، زیرا لازمه خروج از این برنامه، اتخاذ تصمیماتی در مورد جذب نقدینگی، افزایش نرخ بهره سیاستی و اتخاذ رویکردی در رابطه با بازده های بلندمدت است.

✓ **ایجاد تلقی پرداخت بدهی دولت از طریق انتشار پول** : خرید اوراق قرضه توسط بانک مرکزی در شرایط کسری بودجه دولت این طرز فکر را ایجاد می کند که بانک مرکزی به طور غیر مستقیم این کسری را تامین مالی می کند.

✓ **اثرات توزیعی** : خرید اوراق قرضه دولتی منجر به کاهش نرخ بهره بلندمدت می شود. کاهش نرخ بهره به نفع وام گیرندگان و به ضرر پس اندازکنندگان است و بنابراین اجرای این سیاست اثرات توزیعی بین دوره ای اجتناب ناپذیری را به همراه دارد.

۶. قابلیت کاربرد سیاست های غیرمتعارف پولی برای اقتصاد ایران

همان طور که در جدول (۱) نشان داده شده است، سیاست های پولی غیرمتعارف تحت شرایط خاص (و طبیعتاً برای دوره های موقتی) توسط برخی از کشورهای پیشرفته به اجرا درآمده اند که این شرایط را می توان در دو دسته عمده تحت عناوین بازگرداندن کارکرد بازار مالی و تطبیق بیشتر سیاست پولی تقسیم بندی نمود.

۶,۱ تطبیق بیشتر سیاست پولی

همان طور که گفته شد، پیش از بحران ۸-۲۰۰۷، در چارچوب سیاستگذاری پولی اقتصادهای پیشرفته، ابزار کلیدی سیاست پولی، نرخ بهره کوتاه مدت بود که با تغییرات این نرخ توسط بانک مرکزی، نرخ های بلندمدت نیز در طول منحنی بازدهی تغییر می کردند و بدین ترتیب تصمیمات حقیقی اقتصادی مانند مصرف و پس انداز تحت تاثیر قرار می گرفت. ولی پس از بحران مذکور، فعالیت های حقیقی اقتصاد به شدت کاهش پیدا کرد و نرخ های سیاستی اسمی به سطح صفر تنزل پیدا کرد و بدین ترتیب کارایی خود را در تحریک فعالیت های اقتصادی از دست داد. در

^۱ Moral Hazard



معاونت بررسی های اقتصادی

نتیجه بانک های مرکزی اقتصادهای درگیر بحران، اقداماتی از قبیل هدایت رو به جلو و خرید اوراق قرضه دولتی را در پیش گرفتند تا بتوانند به طور مستقیم بر نرخ های بلندمدت تاثیر بگذارند. با توجه به این مطالب می توان گفت که در اقتصاد ایران شرایط متفاوتی حاکم است. اولاً در چارچوب سیاست گذاری پولی اقتصاد ایران، نرخ بهره (نرخ سود سپرده) به عنوان یک ابزار سیاستی، به همان روشی که در اقتصادهای پیشرفته استفاده می گردد، به کار گرفته نمی شود. ثانیاً برخلاف اقتصادهای پیشرفته که در آن ها در دوره بحران، نرخ های بهره به سطح صفر تنزل پیدا کرد، نرخ های بهره در اقتصاد ایران در سطوح نسبتاً بالایی قرار دارد و کارایی خود را در چارچوب مفهوم بیان شده، از دست نداده است. لذا انجام اقداماتی برای تطبیق بیشتر سیاست پولی به علت از دست رفتن کارایی نرخ بهره، برای اقتصاد ایران بی معنی خواهد بود.

۶،۲ بازگرداندن عملکرد بازار مالی

همچنان که بیان شد، طی دوره بحران، بازارهای مالی به شدت تخریب شدند. مشکل کلاسیک ورشکستگی عقلایی منجر به ورشکستگی بسیاری از بانک ها شد، اعتماد و اطمینان در بسیاری از بازارها از بین رفت و فشار برای کاهش قیمت دارایی ها منجر به محدودیت های اعتباری و هزینه های بالاتر تامین مالی گردید. در این شرایط بانک های مرکزی کشورهای درگیر بحران به تامین مالی های گسترده و خرید دارایی های خصوصی پرداختند. در ایران، بانک ها در طول دوره های مختلف به علت سیاست های سرکوب گرانه مالی مانند نرخ سود سپرده پایین، تسهیلات تکلیفی و ... با مشکل کمبود منابع مواجه بوده اند و البته در این راستا بدهی بانک ها به بانک مرکزی نیز افزایش زیادی داشته است. در این شرایط اقداماتی از قبیل اصلاحات ساختاری در نظام بانکی و افزایش کارایی بانک ها مقدم بر تامین نقدینگی بانک ها توسط بانک مرکزی است. همچنین محدودیت های وام گرفتن بنگاه های تولیدی نیز بیش از آنکه مربوط به شرایط درونی بنگاه ها و وضعیت ترازنامه آن ها باشد، مربوط به کمبود نقدینگی بانک ها برای وام دادن است. لذا خرید دارایی های بنگاه ها توسط بانک مرکزی، بدون اصلاح نظام بانکی و گسترش ابزارهای تامین مالی راه حل مناسبی نخواهد بود.

در پایان می توان به ذکر نکات زیر پرداخت :

۱. اقداماتی که در طول دوره بحران در اقتصادهای پیشرفته تحت عنوان سیاست های پولی غیرمتعارف اجرا شده اند، منجر به افزایش پایه پولی و به عبارت دیگر منجر به گسترش ترازنامه بانک مرکزی شده است و به همین دلیل این گونه سیاست ها به سیاست های ترازنامه ای معروف هستند. البته باید توجه داشت که این سیاست ها اغلب در شرایط اقتصادی با نرخ تورم و نرخ های بهره بسیار پایین به اجرا درآمده اند و لذا تهدیدی از جانب این سیاست ها برای افزایش تورم، متوجه این کشورها نبوده است. ولی در اقتصاد ایران که در شرایط تورم بسیار بالا قرار دارد، گسترش پایه پولی و در نتیجه نقدینگی سیاست مناسبی نخواهد بود.



معاونت بررسی های اقتصادی

۲. بحران مالی ۲۰۰۷-۸، منجر به رکود سمت تقاضا در اقتصادهای پیشرفته گردید، لذا کاهش نرخ های حقیقی بهره در جهت افزایش فعالیت های حقیقی سمت تقاضا نظیر مصرف و سرمایه گذاری، سیاست های مناسبی بوده است، ولی رکود موجود در اقتصاد ایران، یک رکود سمت عرضه محسوب می شود، لذا سیاست های سمت عرضه مانند بهبود بازارکار، بهبود فضای کسب و کار و افزایش رقابت پذیری و کارایی بنگاه ها در چنین شرایطی مناسب تر از کاهش نرخ بهره به نظر می رسد.

۳. اگرچه در دوره بحران، بانک های مرکزی از هدایت رو به جلو برای کاهش نرخ های حقیقی واقعی و انتظاری آینده استفاده می کردند، ولی به طور کلی می توان از این سیاست برای مدیریت انتظارات کارگزاران اقتصادی در جهت تحقق اهداف بانک مرکزی استفاده نمود. از آنجا که اقتصاد ایران در حال حاضر در شرایط رکود تورمی به سر می برد، مدیریت انتظارات تورمی از طریق یک چارچوب ارتباطی کارا با عوامل اقتصادی می تواند سیستم قیمت گذاری گذشته نگر را به آینده نگر تبدیل کند و هزینه های حقیقی تورم زدایی را کاهش دهد.

تهیه و تنظیم: شاکری

اردیبهشت ۱۳۹۳

منابع :

۱. همتی، مریم، ۱۳۹۱، ارزیابی سیاست های غیرمتعارف پولی، فصلنامه تازه های اقتصاد، شماره ۱۳۶
۲. International Monetary Fund, ۲۰۱۳, Unconventional Monetary Policies-Recent Experience And Prospects
۳. Carlstrom, C, Timothy, C, ۲۰۰۱, Monetary Policy And self-fulfilling Expectations : The Danger Of Forecasts, Economic Review, ۲۰۰۱, Q۱
۴. Joyce, M, Miles, D, Scott, A, Vayanos, D, ۲۰۱۲, Quantitative Easing And Unconventional Monetary Policy- An Introduction, The Economic Journal, ۱۲۲