

بازار

نرخ ارز در بازار آزاد (تومان)		
نوع ارز	قیمت	تغییرات
دلار	۱۸۳۵۰۰	-۵۰۰
یورو	۲۱۲۰۰۰	۰
پوند انگلیس	۲۲۸۰۰۰	۰
صن ذین	۱۱۶۹۰۰	-۵۰۰
فرانک سوئیس	۲۲۲۰۰۰	-۱۰۰۰
یوان چین	۲۷۹۰۰۰	-۲۰۰
دلار کانادا	۱۲۹۰۰۰	-۱۰۰۰
دلار استرالیا	۱۲۲۰۰۰	۰
لیر ترکیه	۴۰۵۰۰	-۳۰۰
کرون سوئد	۱۹۵۷۰	-۱۴۵
درهم امارات (نقدی)	۴۸۰۰۰	-۵۰۰
دینار کویت	۶۰۲۲۸۰	-۴۴۲۰

نرخ حواله مرکز مبادله (تومان)		
نوع ارز	نرخ	تغییرات
دلار	۱۵۵۴۲۸	۲۶۴
یورو	۱۷۹۷۹۴	۱۰۵
روبل	۱۸۳۸	۳
درهم امارات	۴۲۳۲۲	۷۲
هزار وون کره جنوبی	۱۰۹۸۵۳	۱۴۷
یوان	۲۳۰۵۵	۴۰
یکصد یون ژاپن	۹۷۵۵۷	۹۵
روپیه	۱۶۲۷	۴

نرخ سکه و طلا (تومان)		
نوع سکه	قیمت	تغییرات
سکه طلای طرح جدید	۱۸۹۰۰۰۰۰	-۷۰۰۰۰۰۰
نیم سکه	۹۵۹۰۰۰۰۰	-۸۰۰۰۰۰۰
ربع سکه	۵۲۵۰۰۰۰۰	-۴۰۰۰۰۰۰
یک گرم طلای ۱۸ عیار	۱۹۵۴۵۰۰	-۵۰۰۵۰۰

نرخ برابری ارزهای عمده		
نوع ارز	برابری	تغییرات
یورو به دلار	۱/۱۵۵۴	۰
یون به دلار	۱/۸۳۵	۰
دلار به یون	۱۵۹/۳	۰
دلار به درهم	۳/۶۷	۰
دلار به یوان	۶/۷۴۰۷	۰
شاخص دلار	۹۹/۳۱۷	۰

نرخ موزون ارز بانک مرکزی (تومان)		
نوع ارز	نرخ	تغییرات
دلار آمریکا	۱۵۳۶۶۶	۴۱۹
پوند انگلیس	۲۰۷۹۳۳	۲۱۰
روپیه هند	۱۶۰۹	۶
درهم امارات	۴۱۸۴۲۱	۱۱۴
صن ذین	۹۶۴۴۱	۱۹۳
لیر ترکیه	۳۲۱۰	۱۰
روبل روسیه	۱۸۱۸	۵
یوان چین	۲۲۷۹۳	۶۲
هزار وون کره جنوبی	۱۰۸۶۰۷	۲۵۶
یورو	۱۷۷۷۵۵	۲۸۵

در واقع بانک روی دارایی‌هایی ایستاده که دیگر توان ایجاد جریان نقدی ندارند. بانک از بیرون سالم به نظر می‌رسد، اما در درون، ترازنامه آن به شدت آسیب دیده‌است. هرچه این وضعیت طولانی‌تر شود، نیاز بانک به منابع جدید بیشتر می‌شود و در نهایت فشار بر پایه پولی و نقدینگی افزایش پیدا می‌کند و تورم شدت بیشتری می‌گیرد؛ چرا که چون وقتی بانک برای بازپرداخت یک تسهیلات قدیمی، تسهیلات جدیدی پرداخت می‌کند، در واقع اعتبار جدیدی ایجاد کرده‌است؛ درحالی که هیچ فعالیت اقتصادی جدیدی شکل نگرفته‌است. این یعنی رشد نقدینگی بدون رشد تولید و دقیقاً از همین نقطه، فشارهای تورمی آغاز می‌شود. بنابراین، راهکار کنترل تورم در ایران نباید انتخاب بین نرخ بهره و «اصلاح ترازنامه بانک‌ها» باشد. این دو باید مکمل یکدیگر باشند. نرخ بهره شرط لازم است؛ اصلاح ساختاری ترازنامه بانک‌ها شرط اساسی اثر بخشی پایدار آن است.

اما باید توجه داشت این اصلاح باید از هر دو طرف آغاز شود. در سمت دارایی‌ها، بانک باید از دارایی‌های غیر جاری، مطالبات نکول شده، املاک مراد و دارایی‌های کم‌نقدشونده یا کساز می‌شود. این دارایی‌ها باید تعیین تکلیف، وصول، واگذار یا در صورت لزوم به سازوکارهای تخصصی مدیریت دارایی منتقل شوند. باقی مانده دارایی‌های غیر جاری در ترازنامه بانک‌ها، قدرت اعتباری آن را کاهش می‌دهد. اما اصلاح سمت دارایی به تنهایی کافی نیست. در سمت بدهی و سرمایه نیز باید ساختار تأمین مالی بانک‌ها متنوع شود. بانک نباید در زمان بحران صرفاً به سپرده‌های کوتاه‌مدت و منابع بانک مرکزی وابسته باشد. افزایش سرمایه با کیفیت، ابزارهای سرمایه‌ای، اوراق جذب کننده زبان، اوراق قابل تبدیل به سهام و سایر ابزارهای تأمین مالی بلندمدت می‌توانند ظرفیت جذب شوک را در خود بانک افزایش دهند. هدف اصلی این است که بحران بانک به بحران پولی تبدیل نشود.

بانکی که دارایی‌های سالم و منابع متنوع دارد، در زمان بحران می‌تواند بخشی از زیان خود را در داخل بانک جذب کند. اما بانک ناتراز برای ادامه فعالیت، به ذخایر بانک مرکزی نیاز پیدا می‌کند و اگر این منابع نهایتاً از بانک مرکزی تأمین شود، ناترازی در این چارچوب، اصلاح ترازنامه بانک‌ها یک اقدام حسابداری یا صرفاً بانکی نیست؛ بلکه یک سیاست ضدتورمی است. در چنین ساختاری است که نرخ بهره می‌تواند اثر واقعی خود را بر تقاضای اعتبار و انتظارات تورمی نشان دهد؛ زیرا دیگر با بانکی مواجه نیستیم که افزایش نرخ بهره، آن را به سمت استقرار بیشتر از بانک مرکزی سوق دهد. در واقع بانک مرکزی باید نرخ بهره را به عنوان انگیزه ایجاد حفظ کند، اما همزمان باید ترازنامه بانک‌ها را مهندسی و اصلاح کند.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

درس پنج دهه گذشته اقتصاد ایران روشن است: تورم مزمن تنها مسأله‌ای پولی نیست؛ مسأله‌ای مربوط به ساختار نظام بانکی، انتظارات و سازوکار خلق نقدینگی است. بنابراین اگر بخواهیم از تورم نزدیک به ۹۰ درصدی عبور کنیم، نمی‌توان تنها به افزایش نرخ بهره، کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها یا محدود کردن اعطای تسهیلات کنفا کرد. باید منشأ ناترازی را اصلاح کرد. نرخ بهره شرط لازم مهار تورم است، اما اصلاح ساختاری ترازنامه بانک‌ها شرط اساسی موفقیت آن است. در نهایت، اگر نرخ بهره لنگر اسمی سیاست پولی باشد، ترازنامه سالم بانک‌ها لنگر واقعی ثبات پولی خواهد بود.

کیفیت نامطلوب دارایی‌های بانک را فراهم کرد. در همین شرایط، رشد نقدینگی از حدود ۲۲ درصد در سال ۱۳۹۷ به حدود ۳۱ درصد در سال ۱۳۹۸ افزایش یافت. در سال ۱۳۹۷، به بعد، یک پدیده مهم دیگر نیز رخ داد: میانگین تورم حدود ۴۳٫۱ درصدی از میانگین رشد نقدینگی حدود ۳۱٫۲ درصدی فراتر رفت. این واگرایی نشان می‌دهد که برای توضیح تورم دیگر نمی‌توان تنها به رشد حجم نقدینگی نگاه کرد. افزایش سرعت گردش پول، کاهش رشد واقعی اقتصاد و مهم‌تر از همه، افزایش انتظارات تورمی نیز وارد معادله شده‌اند. از این رو در چنین اقتصادی، افزایش نرخ بهره ضروری است؛ اما آیا کافی است؟ پاسخ منفی است. نرخ بهره زمانی می‌تواند ابزار موثر ضدتورمی باشد که بانک‌ها سالم باشند. در حالی که بانک‌ها، افزایش نرخ بهره باعث کاهش تقاضای تسهیلات، تعدیل سرمایه‌گذاری و کاهش تقاضای کل می‌شود. اما در یک بانک، ناتراز، داستان متفاوت است.

برای تشریح این مهم بانکی را تصور کنیم که بخش قابل توجهی از دارایی‌هایش شامل تسهیلات غیر جاری، مطالبات مشکوک الوصول، املاک مراد و دارایی‌های کم‌نقدشونده است. چنین بانکی ممکن است روی کاغذ دارای اعتبار باشد، اما در واقع، بانک‌ها در عمل برای نقدی کافی برای ایفای تعهدات خود ایجاد کنند. حال اگر نرخ بهره افزایش یابد، هزینه تجهیز سپرده‌های بانک نیز افزایش پیدا می‌کند. بانک برای تأمین ذخایر نقدینگی لازم، ناچار می‌شود به بازار بین بانکی، عملیات ریپو، تسهیلات قاعده‌مند یا حتی اضافه‌پرداخت از بانک مرکزی متوسل شود. در این حالت، سیاست پولی به جای اینکه صرفاً تقاضای اعتبار را کاهش دهد، ممکن است ناترازی ترازنامه بانک را تشدید کند. این همان حلقه‌ای است که در سیاست‌گذاری ضدتورمی ایران کشته می‌شود توجه گرفتار گرفته‌است. اما سوال اساسی این است که اگر بخش قابل توجهی از دارایی‌های بانکی غیر نقد باشد چه اتفاقی رخ می‌دهد؟ پاسخ این سوال، دقیقاً همان جایی است که ریشه تورم مزمن ایران را در آن جست‌وجو کرد.

فرض کنید سیاست‌هایی که بانک پرداخت کرده، دیگر بازپرداخت نشود. در ظاهر شاید فقط یک وام معوق ایجاد شده باشد، اما در واقع اتفاق بسیار بزرگ‌تری در اقتصاد رخ داده است. در این صورت بدهی بانک واقعی می‌شود، اما دارایی بانک عملاً ارزش اقتصادی خود را از دست داده‌است. از همین لحظه ناترازی آغاز می‌شود. اگر تعداد این تسهیلات غیر جاری کم باشد، بانک می‌تواند آن را مدیریت کند؛ اما وقتی حجم آنها زیاد می‌شود، کیفیت دارایی‌های بانک کاهش می‌یابد و توان بانک برای ایفای تعهداتش به تدریج تضعیف می‌شود. بنابراین، باید توجه داشته باشیم که مشکل اصلی صرفاً خود خلق نقدینگی نیست؛ بلکه کیفیت دارایی‌هایی است که در مقابل این نقدینگی ایستاده می‌شوند.

اکنون این سوال مطرح می‌شود که بانک در برابر چنین شرایطی چه واکنشی نشان می‌دهد؟ آیا دارایی‌های مشکل دار را شناسایی و از ترازنامه حذف می‌کند؟ و زیان را شناسایی می‌کند؟ در عمل، معمولاً چنین اتفاقی رخ نمی‌دهد. بانک‌ها برای کمک به تسهیلات بندگان تلاش می‌کنند این دارایی‌ها را زنده نگه دارند و تسهیلات را تمدید کنند؛ در این صورت علاوه بر اینکه سودهای تحقق‌یافته به اصل بدهی اضافه می‌شود، وام جدید برای بازپرداخت وام قبلی پرداخت می‌شود و در نهایت تصویری از یک ترازنامه سالم ارائه می‌شود، درحالی که واقعیت چیز دیگری است.

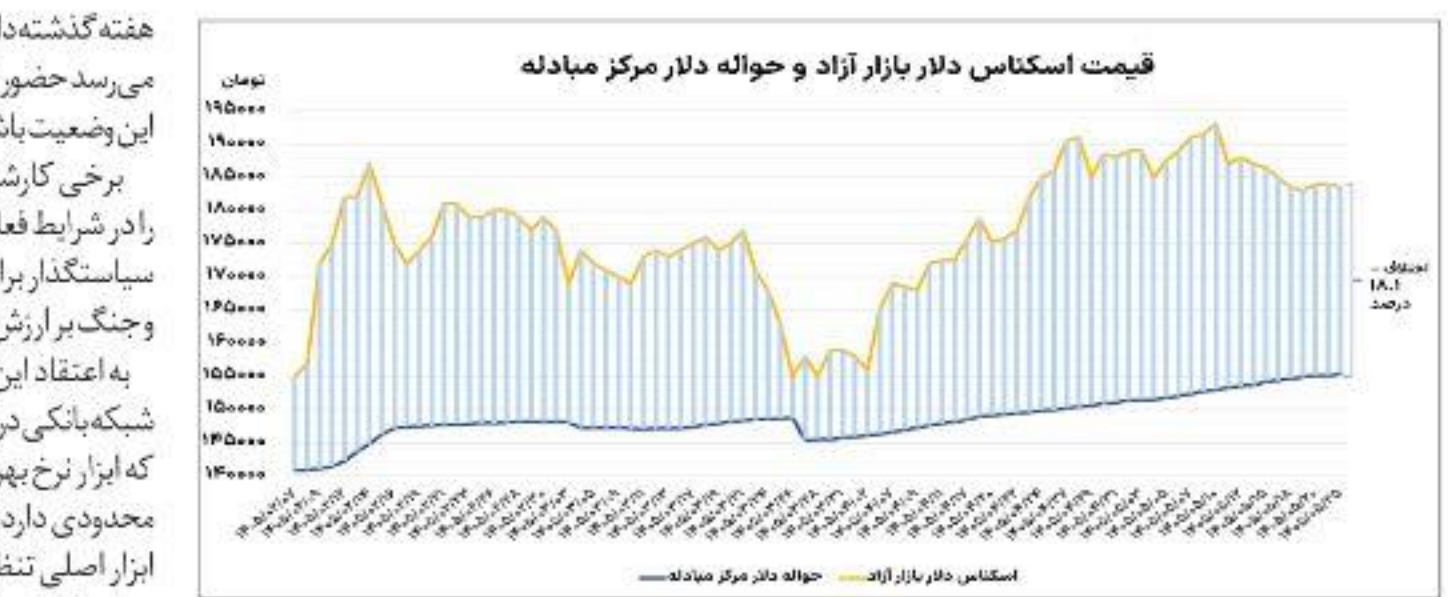
هفته گذشته دامنه نوسان قیمت‌ها محدودتر شده و به نظر می‌رسد حضور فعال بازار ساز در بازار آرز یکی از عوامل مهم این وضعیت باشد.

برخی کارشناسان، حضور فعال بازار ساز در بازار آرز را در شرایط فعلی یکی از معهود ابزارهای در دسترس سیاستگذار برای کاهش اثر شوک‌های ناشی از محاصره و جنگ بر ارزش پول ملی می‌دانند.

به اعتقاد این گروه، بخشی از ناترازی‌های بودجه‌ای و شبکه بانکی در نهایت در بازار آرز بروز می‌کند. در شرایطی که ابزار نرخ بهره در سیاست‌گذاری اقتصادی ایران نقش محدودی دارد و سیاست پولی کمتر از گذشته به عنوان ابزار اصلی تنظیم اقتصاد مورد استفاده قرار می‌گیرد، سیاستگذار عمل‌بخش قابل توجهی از ابزارهای خود برای مدیریت بازار را در بازار آرز جست‌وجوی می‌کند. استفاده از این ابزار البته هزینه‌هایی نیز دارد؛ چرا که گذشته ارز به ذخایر آرز وابسته است و سیاست آرز علاوه بر قیمت دلار، می‌تواند بر تجارت خارجی و روابط اقتصادی کشور با شرکای تجاری اثر بگذارد. نمونه مشابه این وضعیت را می‌توان در سیاست آرز ژاپن مشاهده کرد؛ جایی که در پی تضعیف بین‌مقام‌های ژاپنی برای مدیریت بازار آرز با طرف‌های آمریکایی از جمله فدرال رزرو و گفت‌وگو شدند. این تجربه نشان می‌دهد مداخله آرز، حتی برای اقتصادهای داخلی و خارجی است. تجربه سال‌های طولانی تحریم و مواجهه در حال حاضر اقتصاد ایران با شرایط ناشی از محاصره دریایی، موجب شده سیاست‌گذاری آرز بیش از گذشته به قدری مستقیم‌تر با متمرکز شود. از این منظر، حضور فعال بازار ساز در روزهای اخیر را می‌توان از دو زاویه متفاوت تفسیر کرد.

برداشت نخست این است که بانک مرکزی با وجود شرایط دشوار فعلی، از ذخایر آرز کافی برای مدیریت بازار برخوردار است و با برنامه‌ریزی مشخص در حال جلوگیری از انتقال کامل شوک محاصره به نرخ آرز است. در این نگاه، تدویم حضور بازار ساز و پذیرش هزینه‌های مداخله، نشانه‌ای از برخورداری سیاستگذار از ظرفیت لازم برای کنترل بازار در کوتاه‌مدت است.

برداشت دوم این است که بازآر ساز نیز مانند سایر فعالان بازار، چشم‌انداز کاملاً روشنی از زمان پایان محاصره ندارد ولی تلاش می‌کند با استفاده از منابع و ابزارهای در اختیار، از وضعیت حال حاضر عبور کند. در این سناریو، سیاستگذار امیدوار است با وضعیت محاصره در آینده نزدیک تغییر کلی در صورت تدویم آن، کانال‌های ورود درآمدهای آرز به کشور همچنان در سطحی باقی بماند که امکان مدیریت بازار را فراهم کند.



بازار ساز آرز به رفع محاصره امیدوار است؟

افت جزئی نرخ دلار

نیز تا روز دوشنبه ۲۶ مرداد فرصت دارند وجه‌الضمان مورد نیاز را واریز کنند. این دومین حراج ششمی طلا در مردادماه است؛ حراج قبلی ششم مرداد برگزار شد. بررسی روند معاملات نشان می‌دهد در روزهای منتهی به حراج ششم و روز برگزاری آن، بازار طلا معمولاً با نوسانات محدودی مواجه می‌شود و در برخی موارد نیز قیمت‌ها نسبت به روزهای قبل کاهش می‌یابد. بخشی از این رفتار می‌تواند ناشی از افزایش عرضه و انتظار معامله‌گران برای ورود ششمی‌های جدید به بازار باشد.

دلار در محدوده ۱۸۳ تا ۱۸۵ هزار تومان
روز گذشته، دومین یکشنبه متوالی بود که نرخ اسکناس دلار در محدوده ۱۸۳ هزار و ۵۰۰ تومان معامله شد. بررسی روند یک هفته اخیر نشان می‌دهد نرخ دلار از شنبه هفته گذشته تاکنون عمدتاً در بازه ۱۸۲ تا ۱۸۵ هزار تومان نوسان کرده‌است. این ثبات نسبی در شرایطی شکل گرفته که بازار آرز در هفته‌های گذشته مسیر متفاوتی را پشت سر گذاشته است. از زمان آغاز مجدد محاصره دریایی، نرخ دلار ابتدا وارد کانال ۱۸۰ هزار تومان شد و در ادامه با تشدید انتظارات افزایش دین، در سومین هفته محاصره به کانال ۱۹۰ هزار تومان رسید و رکورد تاریخی ۱۹۳ هزار تومان را ثبت کرد. دلار سه روز در کانال ۱۹۰ هزار تومان باقی ماند و مجدداً به کانال ۱۸۰ هزار تومان بازگشت، با توجه به فعالان بازار، تدویم محاصره دریایی همچنان در انتظارات افزایشی در بازار آرز تأیید می‌شود. متقاضیان

نرخ اسکناس دلار روز یکشنبه با ۵۰۰ تومان کاهش نسبت به روز شنبه، به ۱۸۳ هزار و ۵۰۰ تومان رسید. بررسی روند قیمت‌ها نشان می‌دهد دلار طی یک هفته اخیر در محدوده ۱۸۲ تا ۱۸۵ هزار تومان نوسان کرده و پس از ثبت رکورد تاریخی ۱۹۳ هزار تومان در نیم مردادماه، وارد مرحله‌ای از ثبات نسبی شده‌است. نرخ تنز نیز که از ۲۱۰۰۰ مرداد تا روز شنبه در کانال ۱۸۵ هزار تومان نوسان داشت، روز گذشته در ۱۸۶ هزار تومان نوسان داشت. روز گذشته در کانال ۱۸۵ هزار تومان قرار گرفت. برخی گمانه‌زنی می‌کنند که سفر رئیس کل بانک مرکزی به عراق با هدف افزایش همکاری‌های اقتصادی بر کاهش نرخ‌ها در بازار آرز موثر بوده است. روز یکشنبه همزمان با کاهش محدود نرخ دلار، قیمت‌ها در بازار طلا و سکه کاهش یافت. سکه طرح جدید با ۷۰۰ هزار تومان کاهش نسبت به روز شنبه در سطح ۱۸۹ میلیون تومان قرار گرفت. نیم‌سکه نیز با ۸۰۰ هزار تومان کاهش به ۹۵ میلیون و ۹۰۰ هزار تومان رسید و ربع سکه با افت ۴۰۰ هزار تومانی، ۵۲ میلیون و ۵۰۰ هزار تومان معامله شد. هر گرم طلای ۱۸ عیار نیز با کاهش ۰٫۳ درصدی نسبت به روز شنبه، در ظهر یکشنبه به ۹ میلیون و ۵۴۰ هزار و ۵۰۰ تومان رسید. روز گذشته در بازار طلا، زمان برگزاری مرحله بعدی حراج ششمی طلا نیز اعلام شد. بر اساس اعلام مرکز مبادله ایران، یکصد و پنجاه و سومین جلسه حراج ششمی طلا روز شنبه ۲۷ مردادماه از ساعت ۱۴ تا ۱۷ برگزار می‌شود. متقاضیان

حلقه مفقوده مهار تورم مزمن

بود، درحالی که میانگین تورم ۱۵٫۳ درصد باقی ماند و رشد نرخ آرز نیز حدود ۵ درصد بود. بنابراین، در دوره‌های وفور درآمدهای آرز، رابطه میان رشد نقدینگی و تورم تضعیف شد. نکته مهم این است که اگر دوره‌های وفور نقدی را کنار بگذاریم، میانگین رشد نقدینگی حدود ۲۵٫۵ درصد و میانگین تورم حدود ۲۴٫۸ درصد بوده است. این نزدیکی نشان می‌دهد که در شرایط عادی تر اقتصاد ایران، رشد نقدینگی و تورم رابطه بسیار نزدیکی دارند. پس مسأله اصلی فقط این نیست که نقدینگی چقدر رشد می‌کند؛ بلکه باید پرسید چه عاملی نقدینگی را ایجاد می‌کند و چرا نظام بانکی مجبور به خلق نقدینگی می‌شود؟ این پرسش، ما را به ناترازی بانک‌ها می‌رساند.

توجه به این نکته ضروری است که اگر چه شرایط اقتصاد ایران امروز از نظر ساختار مالی، عقب‌بازارها و درجه پیچیدگی با دوره‌های مذکور تفاوت‌های معناداری دارد، اما محدودیت‌های سازوکار انتقال سیاست پولی به صورت اصلی بازتولید شده‌اند. در وضعیت کنونی، به جای وفور درآمدهای نفتی، کسری‌های مزمن بودجه و ناترازی گسترده بانک‌ها نقش منشا اصلی رشد نقدینگی را ایفا می‌کنند. در چنین بستری، افزایش نرخ بهره الزامه یا کاهش موثر تقاضای اعتبار یا مهار انتظارات تورمی منجر نمی‌شود؛ زیرا بخش قابل توجهی از خلق نقدینگی نه از مسیر تصمیمات دولتیانه وام‌گیری، بلکه از کانال اضافه‌پرداخت بانک‌های ناتراز، تمهیدمکرر بدهی‌ها و تأمین مالی غیرمستقیم کسری بودجه‌شکل می‌گیرد. نتیجه آن است که همان‌گونه که در تجربه تاریخی وفور آرز، کانال نرخ بهره کارایی محدودی داشت، نرخ بهره در این ترازنامه بانک‌ها اثر بخشی این کانال را تضعیف کرده است.

ناترازی بانک‌ها به عنوان کانال شکست سیاست پولی

از سال ۱۳۹۷ اقتصاد ایران وارد مرحله‌ای متفاوت شد. میانگین تورم در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۴ حدود ۴۳٫۱ درصد بوده است؛ سطحی که تفاوت چشم‌گیری با میانگین تورم حدود ۱۸٫۴ درصدی دوره ۱۳۵۲ تا ۱۳۹۶ دارد. اما اهمیت موضوع در افزایش میانگین تورم در این دوره برخلاف بسیاری از شوک‌های قبلی، کاهش پایدار پیدانکرد و اقتصاد به سمت یک تعادل تورمی جدیدتر و بالاتر حرکت کرد. در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، میانگین رشد نقدینگی حدود ۳۱٫۲ درصد بیشتر از تورم بود. نرخ بالای سود سپرده و فضای خوش بینانه نسبت به روابط خارجی باعث شد بخش بزرگی از نقدینگی در شبکه بانکی با تغییر سررسید طولانی مدت مواجه شود و با سیالیت آن کاسته شود. اما با افزایش احتمال خروج آمریکا از برجام، انتظارات تورمی تغییر کرد. سررسید سپرده‌ها به سرعت کاهش یافت و همزمان با آن در سمت راست ترازنامه بانک‌ها تقاضای تسهیلات افزایش یافت.

در سال ۱۳۹۷، جهش ۱۶۷ درصدی نرخ آرز و تورم ۱۳٫۲ درصدی نشان داد که نقدینگی انباشته‌شده در نظام مالی می‌تواند در صورت تغییر انتظارات، به سرعت سیال شود. در سال ۱۳۹۸ نیز افت ۵۴ درصدی درآمدهای نفتی، سمت عرضه اقتصاد را تحت فشار قرار داد. افزایش نرخ آرز و قیمت‌ها نیاز بنگاه‌ها به سرمایه در گردش را افزایش داد و تقاضا برای تسهیلات را بالا برد. همزمان، فشار مالی بنگاه‌ها و خاورها زمینه افزایش نکول و تشدید



اقتصاد ایران در پنج دهه گذشته، با تورم مزمن و عمدتاً دورقمی مواجه بوده است؛ اما آنچه دوره کنونی تورم را از سال‌های اخیر متمایز می‌کند، تغییر رژیم تورمی اقتصاد است. تورم در بخش بزرگی از این دهه به دلیل حول یک میانگین تاریخی قابل توجه حرکت می‌کند، اما از سال ۱۳۹۷ به بعد و در سطح جدیدی شد و اکنون در سال ۱۴۰۴ به حدود ۷۰ درصد و در سال ۱۴۰۵ به نزدیک ۹۰ درصد رسیده است. بنابراین مسأله امروز اقتصاد ایران دیگر صرفاً تورم بالا نیست، بلکه خطر تثبیت اقتصاد در یک تعادل تورمی بسیار بالاست.

این تغییر یک پرسش اساسی را پیش روی سیاستگذار قرار می‌دهد: چرا ابزارهای متعارف (و حتی غیرمتعارف) سیاست پولی نتوانسته‌اند تورم را به صورت پایدار مهار کنند؟ پاسخ به تازمان سازوکار انتقال سیاست پولی و مهم‌تر از آن، در ترازنامه بانک‌ها جست‌وجو کرد.

سازوکار انتقال سیاست پولی و محدودیت نرخ بهره

اثرگذاری سیاست پولی به کارایی کانال‌های انتقال آن وابسته است؛ کانال‌هایی همچون نرخ بهره، اعتبار بانکی، نرخ آرز و انتظارات تورمی، نرخ بهره تنها زمانی می‌تواند نقش یک ابزار واقعی سیاست پولی را ایفا کند که تغییر آن به طور معنادار بر هزینه‌های تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری و الگوی مصرف اثر بگذارد. در غیر این صورت، تعدیل نرخ‌ها بیش از آنکه به مهار رفتارهای پولی منجر شود، به یک اقدام نمایی تقلیل می‌یابد.

یعنی باید هزینه تأمین مالی را افزایش دهد؛ تقاضای اعتبار را کاهش دهد، مصرف و سرمایه‌گذاری را تعدیل کند و از طریق مدیریت انتظارات، فشارهای تورمی را کاهش دهد. اما این سازوکار تنها زمانی به درستی عمل می‌کند که نظام بانکی از سلامت مالی کافی برخوردار باشد. در صورت میانگین رشد نرخ آرز حدود ۶ درصد بود. از این منظر، نرخ بهره شرط لازم کنترل تورم است، اما شرط کافی نیست. اما اگر بانک‌ها دارایی‌های غیر جاری، مطالبات نکول شده، دارایی‌های منجمد، شکاف سررسید و ناترازی نقدینگی مواجه باشند، افزایش نرخ بهره الزامه به انقباض اعتباری منجر نمی‌شود؛ بلکه ممکن است نرخ بهره را به تدریج بیشتر کرده و داده و بانک ناتراز را بیش از گذشته به سمت ذخایر بانک مرکزی سوق دهد.

برای درک بهتر این مسأله، باید به تجربه پنج دهه اخیر اقتصاد ایران نگاه کرد؛ یکی از مهم‌ترین شواهد تاریخی، دوره وفور درآمدهای نفتی در سال‌های ۱۳۵۳ تا ۱۳۵۷ است. در این دوره، میانگین رشد نقدینگی ۳۸٫۳ درصد بود، اما میانگین تورم تنها ۱۵٫۴ درصد و میانگین رشد نرخ آرز حدود ۶ درصد بود. بنابراین، فاصله رشد نقدینگی و تورم به ۲۲٫۹ درصد رسید. این فاصله را نمی‌توان صرفاً با رابطه ساده رشد نقدینگی برابر تورم توضیح داد؛ زیرا درآمدهای نفتی بالا و ثبات نسبی نرخ آرز اجازه داد بخشی از فشار پولی از طریق واردات و تثبیت قیمت کالاهای مبادله‌پذیر جذب شود. همین پدیده در دهه ۱۳۸۰ نیز مشاهده شد. میانگین رشد نقدینگی حدود ۲۷٫۴ درصد

اصلاح با افزایش نرخ بهره بانکی؟

دکتر مهرداد سپهوند
کارشناس اقتصاد مالی و بین‌الملل

نرخ سود (بهره) بانکی که مهم‌ترین ابزار سیاست‌گذاری بانک‌های مرکزی در جهان است و هر چند دهه‌ها به دردت تغییرش، تعادل بازارها را جابه‌جایی می‌کند، در ایران سال‌هاست که به سقف دامنه تعیین شده چسبیده و همه کارکردهای سیاستی و اطلاعاتی خود را از دست داده‌است.

اخیراً بانک مرکزی که برای اکثر بخش‌های اقتصادی کشور محدودیت ابزارهای کارآمد در مضیق است و دست به دامان ابزار غیر متعارفی چون نسبت ذخیره قانونی شده، رزمه‌هایی نیز در باره بازبینی نرخ سر داده است. همزمان دیده می‌شود با فاصله گرفتن شدید نرخ بهره اسمی از بهره واقعی به دلیل تورم در میان کارشناسان هم بحث‌هایی در مورد بازبینی نرخ بهره مطرح می‌شود. من در این نوشته سعی می‌کنم به بررسی و ارزیابی گر بندهای ممکن در این مسیر بپردازم. اول بگویم که نرخ بهره ژئرال بی‌رقیبی در میان نرخ‌هاست که در یک اقتصاد وجود دارند. این نرخ هم اطلاعات ریسک را در خود دارد و هم از گذشته و آینده خبر می‌دهد و نه فقط رخدادها که پیش‌بینی‌ها نیز در آن انعکاس می‌یابد. در اهمیت آن همین بس که تنها نرخ‌ای است که به نحو شکفت‌آوری تعادل را در هر دو بخش واقعی و پولی اقتصاد برقرار می‌کند.

از آن گذشته در سال‌های اخیر هر چه بیشتر این نرخ به مهم‌ترین ابزار سیاست‌گذاری پولی و کنترل تورم تبدیل شده است. جالب آنکه در حوزه اقتصاد توسعه نیز برای سیاست‌های حمایتی بخشی و منطقه‌ای، این نرخ توانسته از همه ابزارهای دیگر پیشی گرفته و سایر ابزارهای رفیق را کنار زده و سیاستگذاران را محو قدرت می‌بخشد خود سازد. به حال سیاستگذاران ما که تنها این نرخ را به عنوان افزوده‌ای بر اصل فهم می‌کنند، اما فقط باید تا سقف خود که چگونه خود را از چنین ابزار قدرتمندی بی‌نیص ساخته‌اند.

کارکرد گسترده نرخ بهره سبب پیچیده بودن در آن می‌شود؛ به طوری که در میان حتی کارشناسان، گاه شاهد ابهامات جدی در فهم آن نحوه برخورد با آن هستیم. به عنوان نمونه ما می‌توانیم به مصاحبه‌ای اشاره کنیم که اخیراً در این باره داشتم. مدیر نشست به اسرار از من می‌پرسید که آیا بازآزادسازی و افزایش نرخ بهره برای کنترل تورم موافق هستم یا خیر؟ و من مصرا له تلاش داشتم تا توضیح دهم که برای این پرسش پاسخ درستی نمی‌توان داشت؛ چرا که اساساً چنین پرسشی نامتعین و بارش است. اولاً آزادسازی نرخ که هدف افزایش کارایی بازار است صرفاً صورت می‌گیرد، با افزایش نرخ یکی نیست. افزایش نرخ چیزی جز تشدید یک نرخ بهره دستوری تازه و جاری نرخ دستوری پیشین نیست. منطلق چنین توصیه‌ای را باید از پیشنهاد دهندگان آن پرسید، من که تفاوت ماهوی در آن نمی‌بینم. اما آنچه از منظر اقتصادی قابل توصیه است همان حرکت در جهت آزادسازی و گذر از تعیین دستوری نرخ است.

دلیل دیگری که چنین پرسشی نامتعین است آن است که نرخ بهره یک نام است برای هزاران بازار که سرشت آنها و بالطبع توصیه اقتصاددانان برای آنها با هم متفاوت است. یکی مانند بازار بین بانکی در همه دنیا هدف مداخله مدام و غیرمستقیم بانک مرکزی در جهت سیاست‌گذاری سیاست پولی است؛ دیگری اما که همان بازار استقراض بین بانک و مشتری، یا بازار خرده‌فروشی پول باشد، تقریباً در همه دنیا اصل بر عدم مداخله است. نهایتاً بحث خود نرخ است که بدون باتدل شدن و بسته شدن با سطح مشخصی از ریسک نامتعین است. یعنی در این بازار اگر در برابر نرخ صورت می‌کنیم تنها زمانی حرف به معنای عام است که در مورد یک بسته یا گدانه مشخص نرخ و ریسک صحبت کنیم و این تنها اِخراج می‌دهد که پذیرد ریسک گدانه یا به قول فرنی که باید بپذیرد باشد. برای این بازار نرخ ۲۰ درصد ممکن است بالاتر از ۳۰ درصد باشد؛ چرا که پیشنهاد دهنده نرخ ۳۰ درصد ممکن است بگوید که وضعیت اعتباری خراب و ریسک بالایی دارد و شانس پس دادن پول و لغای تعهداتش بسیار پایین است.

با وجود این، دو پرسش مهم در مورد نرخ بهره در این طرح مطرح است: اولاً با توجه به تعارض دیگر که با ترتیب و روش آزادسازی و تعیین بخشی دولت در این حوزه چگونه باید باشد؟ دوم اینکه افزایش نرخ بهره دستوری به عنوان ابزاری برای کنترل نرخ تورم تا چه زمان کارآمد است و توصیه می‌شود. برای پاسخ به پرسش نخست، هر چند در حال حاضر نمونه مشابه وضعیت کشور ما در جهان نادر است. اما محدودیت‌های پیش بحث‌های گسترده در این زمینه صورت گرفت و بسیاری از کشورها در مسیر آزادسازی بازارهای مالی قرار داشتند، لذا نتیجه غنی از اطلاعات در این زمینه موجود است. نگراند این سطور خود حدود بیست سال پیش تهیه کننده جدول تعهدات ایران برای آزادسازی بخش بانکی جهت پیوستن به سازمان تجارت جهانی بوده است.

بر پایه تعارض جهانی و بحث‌های گسترده کارشناسی به اختصار می‌توان آموزه‌های حاصل را در این موارد خلاصه کرد: نخست آنکه تا توجه به ایجاد گسترده آزادسازی مالی و عوامل موثر بر این بازار، بحث آزادسازی به عنوان یک تغییر فرآیندی در قالب یک بسته سیاستی در نظر گرفته شود و نه یک اقدام فوری. در این بسته چارچوب نظارتی بسیار اهمیت دارد و با مراجعه به تعارض کشورها می‌توانیم به آن آقا را کشورهایی که نظام بانکی در آنها با ضعف نظارت و ناکارآمدی مدیریت تسک درگیر بوده‌اند اشاره کنیم؛ برای این اساسی نظام بانکی هزینه کرده‌اند؛ چرا که هر که بعد از نظر و هم در امر تجارت موجود، وجود حداقلی از مقررات و نظارت احتیاطی برای موفقیت اصلاحات ضروری است. درک این موضوع دشوار نیست.

با وجود بانک‌های زامی و شرکت‌های ورشکسته و حضور آنها در کنار سایر بانک‌ها نمی‌توان از ابزار استقراض انتظارات کارآمدی داشت. آزادسازی با وجود این بانک‌ها را می‌شود به بزرگ‌ترین مسیر جریان فاضلاب در جوی ضمن بسته بودن راه‌های خروج تشبیه کرد. نتیجه چیزی جز تسری آلودگی‌ها و گسترده شدن ریزش بانک‌های ناسالم نخواهد بود. علاوه بر این اجماع اقتصاددانان بر آن است که از جهت ثبات اقلان باید آزادسازی از بازار عمده‌فروشی پول و به خصوص بازار بین بانکی آغاز شود و سپس به بازار خرده‌فروشی تعمیم یابد.

با بزرگ‌تر از بازار عمده‌فروشی کمتر هستند و ابزارهای کنترلی بیشتری برای سیاستگذار موجود است. ضمن اینکه این بازار حتی برای آزادترین اقتصادها نیز همواره در حال رشد شدن و تحت تأثیر تصمیمات مقام ناظر پولی فعالیت دارد. به عبارت دیگر یک بازار نسبتاً تحت کنترل است. نهایتاً توصیه دیگر کارشناسان پایبندی جدی به سیاست آزادسازی و عدم عقب‌نشینی از طرح در مراحل اجرا است.

باید حتی خطای به پشتیبانی‌های بی‌حساب و کتاب و مماشات بانک مرکزی با بانک‌های بیمار دولتی یا غیردولتی را انداخت؛ زنده شود و به جای آن تصویر یک بانک مرکزی مقتدر جایگزین شود. در غیر این صورت خطر گزشتنی می‌تواند همه شواهد یافته شده افزایش کند. حتی به باغ پرسش دوم می‌رویم. استدلال حایان این اقدام آن است که افزایش نرخ بهره می‌تواند هزینه تأمین مالی را بالا ببرد و تقاضای استقراض را محدود کند و از این طریق تقاضای کل را تعدیل کند؛ ولی آیا واقعاً تأثیرات افزایش نرخ تنها همین خواهد بود؟ آیا چنین اقدامی در شرایطی که کشور دچار بحران و تورم را دچار فشار هزینه است شدنی و از باغ پرسش دوم؟ افزایش نرخ چگونه بر سود و زیان بانک‌ها با توجه به عدم تطابق سررسید موثر خواهد افتاد؟ چه میزان زیان از این ناحیه متوجه کل بانک‌ها و به ویژه بانک‌هایی که ساختار ترازنامه مشکل داری دارند خواهد شد؟ آیا بانک‌های زامی بی‌محایا بر تقاضای استقراض از مشتری‌ها یا بانک‌های دیگر و هم از وجود بانک مرکزی نخواهند افزود و این به رفاقت ناسالم بر روی نرخ دامن نخواهد زد؟

درست است نتایج آزادسازی که فاصله بین نرخ‌های ثابت و تورم لجام گسیخته‌ها را لحظه بیشتر می‌شود نباید به مثابه نوحه حفظ وضع موجود یا به هم نراستی‌های آن تلقی شود. تردیدی نیست که باید این نرخ بهره یا بازبینی شوند. اما این بازبینی باید در افزایش و کاهش نرخ خلاصه شود، بلکه تنها در صورتی که به عنوان بخشی از یک بسته سیاستی در نظر گرفته شود، قابل توصیه است.

همچنین باید توجه داشت که اجرای چنین برنامه‌هایی نیاز به یک آرامش نسبی و چشم‌انداز روشن دارد. لذا نگرانده اجرای آن را در شرایط حاضر که اقتصاد کشور در بوجده جنگ و تنش‌های بین‌المللی است به صلاح نمی‌دانند. اما این مانع از آن نخواهد بود که بانک مرکزی حرکت در چنین مسیری را آغاز و برای آن مقدمه‌چینی کند. خلاصه آنکه افزایش نرخ بهره یا آزادسازی نرخ بهره یکی نیست. افزایش نرخ، تصمیمی در باره یک عده است؛ آزادسازی نرخ، اصلاح یک سازوکار و ایجاد فرآیند کشف هزینه در میان تأمین مالی و قیمت پول است.

درست است نتیجه آزادسازی در شرایط تورمی کنونی افزایش بسیاری از نرخ‌ها باشد و حتی ممکن است چنین افزایشی برای مدتی اجتناب‌ناپذیر باشد، اما این افزایش باید پیامد اصلاح باشد، نه تعریف سیاست در آن خلاصه شود. هدف اصلی باید افزایش کارایی بازار استقراض و تخصیص اعتبار باشد؛ بازاری که در آن نرخ بهره بتواند اطلاعاتی واقعی درباره شرایط منابع، انتظارات تورمی، سررسید و ریسک منتقل کند.