

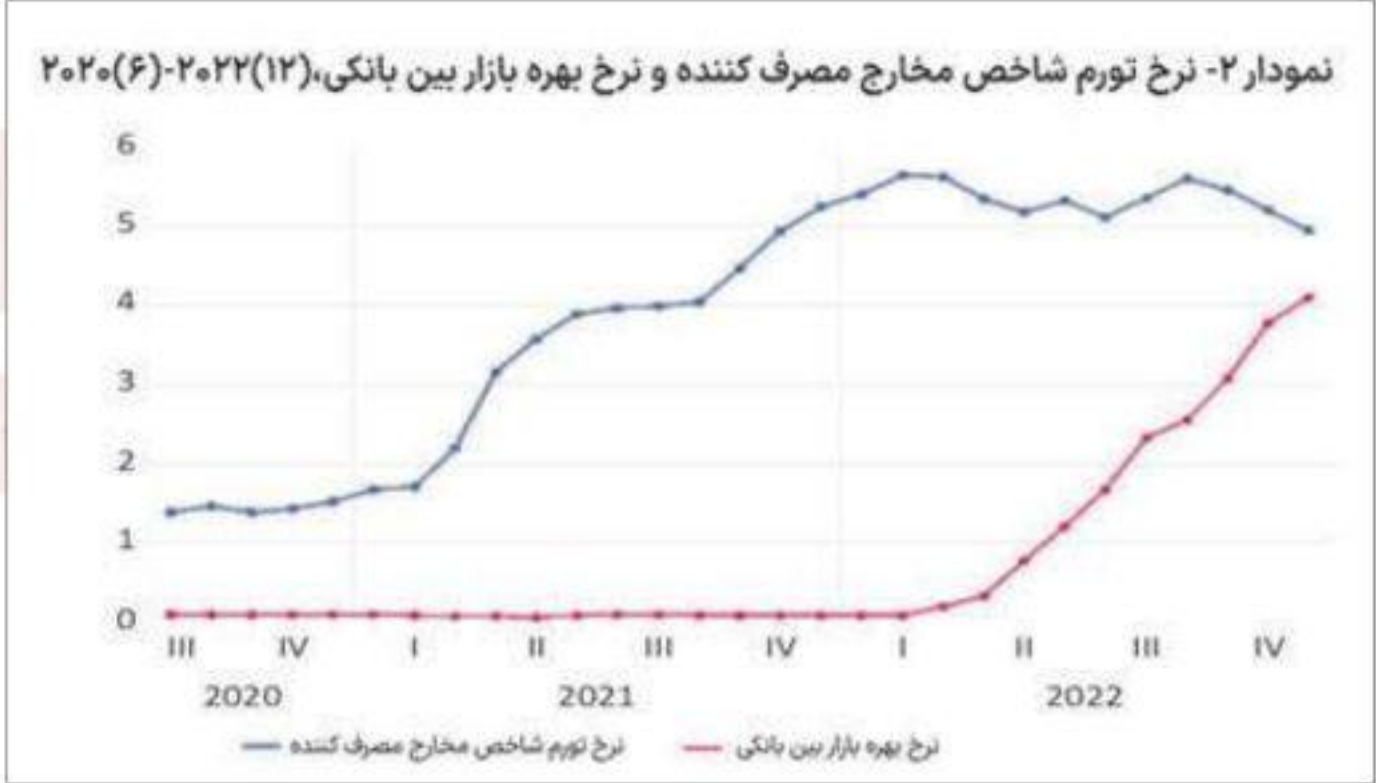
پرونده امروز

پادشاه‌قیمت‌ها

خواست سیاستگذار، در مسیر صعودی قرار دارند. تجربه بانک‌های مرکزی جهان، از جمله در دوره تورمی پس از پاندمی، نشان می‌دهد پاسخ درست به این وضعیت نه جهش یک‌باره نرخ بلکه مسیر تدریجی و قابل رصد است. این نتیجه‌گیری با هشدارهای مکمل درباره ضرورت

باوجود افزایش نرخ‌های بهره اسمی مختلف در کشور، نرخ بهره حقیقی به‌شدت منفی باقی مانده است؛ واقعیتی که بسیاری از اقتصاددانان را به مطالبه افزایش نرخ بهره کشانده است. داده‌ها نشان می‌دهند نرخ‌های بهره مختلف از بازار بین‌بانکی گرفته تا اوراق دولتی، فارغ از

چگونه باسلطان نرخ‌بهره‌رفتار کنیم؟



دسترسی به این تسهیلات نیز حتی با این نرخ‌ها بسیار دشوار است. اما در مورد نرخ سود بازار بین‌بانکی نیز که رسماً ۲۴ درصد درج شده و همان سقف کریدور رسمی نرخ سود بازار بین‌بانکی است، نرخ موثر آن به‌طور محسوسی بالاتر است. در واقع، همه این نرخ‌ها در طول سال‌های گذشته نیز در مجموع روند صعودی داشته‌اند. این به آن معنی است که فارغ از نیت و انگیزه سیاستگذار درمورد نرخ بهره، واقعیات اقتصاد کلان خود را در نرخ بهره نمایان کرده است. اما برای آنکه تصویری واقع‌بینانه از روند صعودی نرخ بهره داشته باشیم، نگاهی به متوسط نرخ بازده اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه داشته باشیم. با وجود آشکالاتی که در بازار ثانویه اوراق هم بر شمرده می‌شود، به نظر می‌رسد بیش از نرخ بهره‌های اشاره شده فوق تغییرات آن وضعیت نرخ بهره بازار را منعکس می‌کند و داده‌های آن در مجموع

از شفافیت بیشتری نسبت به نرخ سود سپرده و تسهیلات و بازار بین‌بانکی برخوردار است. در نمودار ۱ روند متوسط نرخ بازده اوراق دولت در بازار ثانویه از ابتدای سال ۱۳۹۹ و پس از تنزل شدید آن ناشی از وفور رزرو مرتبط با واگذاری ارزهای مسدودی به بانک مرکزی و مسائل مرتبط با کرونا، نشان داده شده است. این نمودار داده‌های انتهایی ماه از فروردین ۱۳۹۹ تا مرداد ۱۴۰۵ را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نمودار ۱ به خوبی مشاهده می‌شود، با وجود نوساناتی که همه آنها قابل توضیح است، این نرخ به عنوان یک نرخ منعکس‌کننده نیروهای بازار روند کاملاً صعودی دارد. تنزل موقتی آن در دوره جنگ چهل روزه نیز ناشی از وفور رزرو در بازار بین‌بانکی بوده که خود ناشی از افزایش ذخایر غیرقرضی در منابع پایه پولی بوده است. اما این کاهش موقتی بوده و نرخ بهره مجدداً به روند صعودی

آزادسازی نرخ در بازار بین‌بانکی

داشت به سه نکته اشاره کرده بودم. نخست این‌که نرخ بهره یکی از مهم‌ترین نرخ‌هایی است که در اقتصاد شکل می‌گیرد و کارکردهای گسترده‌ای دارد، نرخي است که بر مولفه‌های مهمي چون پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، اعتبار، قیمت‌دارایی‌ها و در نهایت تخصیص منابع در اقتصاد اثر می‌گذارد. دوم این‌که مساله امروز اقتصاد ایران را نباید صرفاً به افزایش نرخ بهره و صدور یک دستورالعمل دیگر تقلیل داد. آنچه ضرورت دارد اصلاح سازوکار نرخ بهره است؛ به گونه‌ای که بتوان از نرخ‌های متعدد، دسترسی و نامرتبط با شرایط بازار، به سازوکاری که در آن نرخ بتواند اطلاعات مربوط به کمیابی منابع و ریسک را منتقل کند و یک ابزار سیاستگذاری قوی به مقامات ناظر دهد، حرکت کنیم. نکته سوم نیز به ترتیب اصلاحات مربوط بود. آنجا تاکید کردیم که برابر تجربیات موجود اصلاح بهتر است از بازار بین‌بانکی آغاز شود، یعنی در بازاری که بانک‌ها در آن کسری و مازاد کوتاه‌مدت نقدینگی خود را باهم مبادله می‌کنند و نرخ شکل گرفته در آن می‌تواند نخستین حلقه انتقال سیاست پولی به سایر نرخ‌های اقتصاد باشد.

در ادامه آن بحث در این مختصر، به اهمیت زمینه‌سازی برای آزادسازی نرخ در بازار بین‌بانکی پرداخته می‌شود. به‌طور کلی تجربه کشورهایی که این مسیر را طی کرده‌اند، نشان می‌دهد که آزادسازی نرخ در بازار بین‌بانکی بدون یک نرخ سیاستی روشن، آماده‌سازی زیرساخت‌ها و

بازگشته است. همچنین، می‌دانیم که در حال حاضر دولت اوراق خود را عملاً با نرخ بهره حدود ۲۲ درصد و احتمالاً با احتساب مخلفات آن بالاتر می‌فروشد. از طرف دیگر، می‌دانیم که نرخ بهره اوراقی که نهادهایی مانند تأمین سرمایه‌ها تأمین مالی می‌کنند به‌مرز ۵۰ درصد نزدیک شده است و سایر نرخ بهره‌هایی که ریسک بالاتری دارند، از این هم بالاتر است. کاهش موقتی نرخ بهره متعاقب جنگ دوازده روزه و همچنین جنگ چهل روزه برخی را به این تصور کشاند که ممکن است روند صعودی نرخ بهره متوقف شده باشد، اما در تحلیل‌های مکتوب و موجودی که در این مدت انجام داده‌ام، اشاره کرده‌ام که کاهش نرخ بهره در آن مقاطع موقتی است.

اما چرا با وجود آن‌که بانک مرکزی رسماً تمایلی به افزایش نرخ بهره‌ها نشان نداده است، نرخ بهره افزایش یافته است؟ در مطالعه‌ای که برای پژوهشکده پولی و بانکی در سال ۱۴۰۴ انجام داده‌ام، دلایل بنیادی فشار بر نرخ بهره اسمی را بر شمرده‌ام. یکی از مهم‌ترین عواملی که نرخ بهره اسمی را افزایش می‌دهد، افزایش نرخ تورم انتظاری است که مطابق اصل فیشر یا اثر فیشر (Fisher Effect) باید به افزایش نرخ بهره اسمی منجر شود و در حال حاضر این عامل نقش با اهمیتی در فشار برای افزایش نرخ بهره دارد؛ گرچه عوامل دیگر مانند افزایش ریسک نکول و تشدید نیاز مالی بخش عمومی نیز با اهمیت هستند. لذا، حتی اگر سیاستگذار هم تمایلی به افزایش نرخ بهره نداشته باشد، مجموعه عوامل بنیادی افزایش نرخ بهره در حال تحمیل خود هستند و نرخ بهره را افزایش خواهند داد. هر گونه تلاش برای کاهش نرخ بهره هم فقط اثر موقتی دارد و مجدداً روند صعودی را در پیش می‌گیرد. تنها زمانی امکان کاهش نرخ بهره اسمی به‌صورت ماندگار وجود دارد که عاملان اقتصادی به این باور برسند که تورم در حال کاهش است و ریسک نکول کاسته شود و نیاز مالی دولت هم به‌گونه‌ای کاسته شود. در حال حاضر، عدم تغییر نرخ بهره در صورت رسمی چیزی شبیه به وجود نرخ ارز ترجیحی در کنار نرخ‌های بازار غیررسمی است؛ به این معنی که فقط برای گروهی و از جمله بانک‌های دارای رفتار ریسک‌پذیری بالا ایجاد رانت می‌کند و از جمله برای اشخاص مرتبط با بانک‌ها که از این رانت بهره‌مند می‌شوند.

اما اگر قرار است که سیاستگذار پولی نرخ بهره را افزایش دهد، چه مقدار و چگونه افزایش دهد؟ در حال حاضر و با نرخ تورم‌های انتظاری کنونی اگر قرار باشد که نرخ بهره به گونه‌ای افزایش داده شود که نرخ بهره حقیقی را از منفی بودن خارج کند، قاعدتاً باید نرخ بهره در ابعاد چند ده واحد در صد افزایش داده شود. آشکار است که چنین اقدامی نه قابل توصیه است و نه رویه سیاستگذاری بانک‌های مرکزی است. وجود ناترازی‌های مالی بخش عمومی که به‌طور گسترده وجود دارد، با افزایش شدید نرخ بهره می‌تواند سبب تشدید ناترازی مالی اشاره شده شود و آن‌گاه ناترازی مالی دولت و رشد متغیرهای پولی را تشدید کند و به تشدید تورم بینجامد و در عین حال امکان تعدیل از سوی بنگاه‌ها برای کنار آمدن با نرخ بهره بسیار بالا را دشوار کند. بانک‌های مرکزی دنیا هم هنگامی که قصد افزایش یا کاهش نرخ بهره را داشته باشند، به‌طور معمول این کار را به‌صورت تدریجی و مرحله به مرحله انجام می‌دهند و در هر مرحله وضعیت اقتصاد را رصد

می‌کنند و بر اساس ارزیابی مجدد به افزایش مرحله بعدی نرخ بهره می‌پردازند. در نمودار ۲ چگونگی افزایش نرخ بهره بانک مرکزی آمریکا برای مقابله با تورم پس از دوره کرونا را نشان داده‌ایم. در این نمودار، نرخ بهره بازار بین‌بانکی و نرخ تورم شاخص PCE که تورم هدف بانک مرکزی میثنی بر آن است، برای ماه ششم ۲۰۲۰ تا ماه آخر ۲۰۲۲ نشان داده شده است. همان‌طور که از نمودار به خوبی روشن است، با وجود آن‌که نرخ تورم از اوایل سال ۲۰۲۱ به‌طور محسوسی از هدف بانک مرکزی آمریکا یعنی ۲ درصد بالاتر بوده است (باید توجه داشت که نرخ تورم شاخص CPI اندکی از این هم بالاتر بوده است)، اما بانک مرکزی آمریکا با احتیاط به افزایش نرخ بهره پرداخته است. گرچه ممکن است این موضوع مطرح شود که در آمریکا نرخ تورم قابل مقایسه با ایران نیست، اما نرخ تورم دوران پس از کرونا برای آمریکا و بر اساس استانداردهای آنها از حفظ تورم پایین به هیچ وجه پایین محسوب نمی‌شود. بانک‌های مرکزی دیگر کشورها نیز در واکنش به تورم متعاقب کرونا رفتار مشابهی داشتند؛ به این معنی که بلافاصله نرخ بهره را به آن عددی که نهایت می‌خواستند، افزایش ندادند، بلکه به تدریج و با رصد پیامدهای آن به چنین کاری مبادرت ورزیدند. لذا، می‌توان چنین توصیه کرد که اگر بانک مرکزی در ایران هم بخواهد نرخ بهره را افزایش دهد، اولاً باید بر نرخ بهره بازار بین‌بانکی متمرکز شود و نرخ بهره سپرده‌ها و تسهیلات را به تصمیم خود بانک‌ها واگذار کند، ثانیاً بانک مرکزی باید افزایش نرخ بهره را نه تصمیمی یک‌باره بلکه یک تصمیم پیوسته در نظر داشته باشد و تا زمانی که افزایش نرخ بهره به اهداف خود دست نیافته است، آن را تداوم بخشد. به عبارت دیگر، بانک مرکزی باید بداند که سیاست پولی یک سیاست همیشگی است و بر اساس حال و وضعیت اقتصاد باید تصمیم گرفته شود که نرخ بهره افزایش یا کاهش داده شود.

نکته آخر این‌که اگر بی‌اضباطی مالی دولت (به مفهوم عام آن) تداوم داشته باشد و تشدید شود و اگر بانک‌های ناسالم همچنان به فعالیت انبساط ریسک خود ادامه دهند (که آن نیز در ایران نوعی ناترازی حاصل از نظام سیاستگذاری است)، سیاست پولی و نرخ بهره توانایی چندانی در کاهش ماندگار تورم ندارد و حتی بر اساس تحلیل‌های سارجنت و والاس (۱۹۸۱) می‌تواند نتایج معکوس به بار آورد. سیاست پولی به هیچ وجه کار آسانی نیست و اگر کسی تصور می‌کند سیاست پولی صرفاً افزایش یا کاهش نرخ بهره است، لازم است کتاب ارزشمند بن برانکه تحت عنوان سیاست پولی در قرن بیست و یکم (۲۰۲۲) را به دقت مطالعه کند.

باید یاد بگیریم که توقع غیرمنطقی از نرخ بهره در کنترل تورم نداشته باشیم و بدانیم که سیاست پولی قرار نیست همه کارها را انجام دهد؛ بلکه گزئی‌های ناشی از سیاست مالی را درمان کند. اما همچنین باید یاد بگیریم که نرخ بهره را دچار اغواچ نکنیم و اسباب گزئی بیشتر اقتصاد و از جمله تشدید تورم نکنیم. یکی از اغواچات نرخ بهره در حال حاضر آن است که دولت برای تأمین مالی خود نرخ بهره‌های حدود ۴۲ درصد متحمل می‌شود؛ اما همزمان به بانک‌ها تکلیف می‌شود که با نرخ بهره‌های بسیار پایین‌تر تسهیلات برای مقاصد اعطا کنند.

هفت‌روزه در همان روز به ۲۳۲۹ واحد پایه رسید. چین در واکنش به نرخ، صرفاً به سراغ تزریق پول بیشتر نفت، بانک مرکزی این کشور به‌تدریج میانگین‌گیری ذخایر الزامی را توسعه داد تا بانک‌ها مجبور نباشند کسری یک روز را همان روز و به هر قیمتی جبران کنند؛ عملیات بازار باز را پرتراکتر کرد و همچنین تسهیلات قاعده‌مند وام‌دهی را توسعه داد.

در هند نیز با آزادسازی نرخ در سال ۲۰۰۷، شاهد جهش نرخ‌ها تا ۵۴ درصد در بازار بین‌بانکی بودیم و نرخ‌ها از دامنه مورد انتظار خارج شدند. هند در کنار معرفی تسهیلات وام‌دهی نهایی، سازوکارهایی موازی را هم برای دسترسی به نقدینگی به صورت قابل پیش‌بینی و تضمین شده در اختیار بانک‌ها قرار داد و به این ترتیب شوک‌های موقت را با عملیات تنظیم پاسخ داد و عدم تعادل‌های پایدارتر را با عملیات بازار باز مدیریت کرد تا دامنه نوسان محدودتر شود.

این تجارب برای ایران یک پیام عملی دارد؛ آزادسازی نرخ استقراض در بازار بین‌بانکی نباید به معنای رهاسازی بازار فیمیده شود. برعکس، هرچه نرخ بازار آزادتر شود، لازم است قواعد مداخله بانک مرکزی شفاف‌تر و قابل پیش‌بینی‌تر باشد. بانک مرکزی باید یک نرخ سیاستی روشن داشته باشد؛ عملیات بازار باز را در اطراف آن انجام دهد؛ تسهیلات سپرده‌گذاری کف کریدور و تسهیلات وام‌دهی سقف آن را تشکیل دهد و در عین حال اجازه دهد نرخ بازار در داخل این محدوده، شرایط واقعی نقدینگی را منعکس کند.



استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

در تاریخ ۹ آبان ۱۴۰۳ مقاله‌ای تحت عنوان «سلطان قیمت‌ها» در روزنامه «دنیای اقتصاد» نوشتیم تا تاکید کنیم که نرخ بهره تا چه اندازه قیمت‌با اهمیتی است و عملاً سلطان همه قیمت‌ها است. در دنیای کنونی و بر اساس دانش کنونی، نرخ بهره متغیری است که سیاستگذار پولی از طریق آن اهداف خود یعنی ثبات اقتصاد کلان (مهار تورم و پرهیز از رکود) را دنبال می‌کند و تک‌تک عاملان اقتصادی تصمیمات اقتصادی خود را شکل می‌دهند. از تصمیم به سرمایه‌گذاری در اتواع دارایی‌ها گرفته تا تصمیمات مصرف و پس‌انداز و حتی نحوه نگهداری موجودی انبار بنگاه‌ها. کشوری که در این قیمت‌گزی بیافرنند، کل اقتصاد آن کشور دچار گزی می‌شود و بسیار بعید است که اقتصاد آن کشور در مسیر صراط مستقیم باشد.

وجود آن‌که نرخ بهره‌های اسمی در مقایسه با گذشته در سطح بالاتری قرار گرفته‌اند، اما نرخ بهره حقیقی (نرخ بهره منهای نرخ تورم انتظاری) به شدت کاهش یافته است و به‌طور قابل توجه منفی است. بسیاری از اقتصاددانان ایران در این شرایط پیشنهاد ساده‌ای دارند و آن این‌که باید نرخ بهره افزایش داده شود و از سیاستگذار پولی انتقاد می‌کنند که چرا نرخ بهره را افزایش نمی‌دهد تا به مهار تورم و همچنین فشار بر نرخ ارز جلوگیری کند. در این ارتباط دو پرسش مطرح است. پرسش اول این است که اگر سیاستگذار نرخ بهره را افزایش ندهد و از افزایش نرخ بهره پرهیز کند، نرخ بهره خود افزایش نخواهد یافت؟ و پرسش دوم آن است که اگر قرار است نرخ بهره افزایش داده شود، آیا یک امر یک‌جا و یک‌باره است یا یک دوره افزایش نرخ بهره باید در پیش باشد؟

در پاسخ به پرسش اول لازم است به داده‌ها و واقعیت اقتصاد ایران پرداخته شود. حدود چهار سال است که در تمام تحلیل‌هایی که به ویژه برای فعالان بازار مالی ارائه کرده‌ام، اشاره کرده‌ام که به دلایلی بنیادی نرخ بهره روند صعودی خواهد داشت و در عمل همین رخ داده است. در حال حاضر نرخ بهره بازار بین‌بانکی در سایت بانک مرکزی ۲۴ درصد اعلام شده و همچنین نرخ سود به‌ظاهر رسمی سپرده‌ها بسته به نوع سپرده حدود ۲۲ درصد و نرخ به‌ظاهر رسمی تسهیلات ۲۳ درصد است. اما آیا واقعاً در عمل نرخ بهره‌ها همین است؟ می‌دانیم که اگر سپرده‌ها درشت باشد و سپرده‌گذار قدرت چانه‌زنی داشته باشد که درصد غالب سپرده‌ها از نظر حجم چنین است، آن‌گاه نرخ سود سپرده‌ها بسیار بالاتر است و بعید است زیر ۳۰ درصد وجود داشته باشد. همچنین، با توجه به اقداماتی که بانک‌ها به‌صورت هوشمندانه برای حفاظت از خود در مقابل نرخ سود تسهیلات بسیار پایین انجام می‌دهند، در عمل بخش غالب تسهیلات با نرخ‌های بسیار بالاتر از نرخ رسمی اعطا می‌شود و آن نیز در کانال ۳۰ درصد است. مهم‌تر آن‌که



کارشناس اقتصاد مالی و بین‌الملل

گذار از نظامی که در آن نرخ‌های سود بانک‌ی با دستورالعمل‌های اداری و غیر قابل تخطی تعیین می‌شوند به نظامی که تخصیص اعتبار و دسترسی بانک‌ها به منابع بر مبنای عرضه و تقاضا در بازار شکل می‌گیرند، صرفاً از طریق صدور یک دستورالعمل تازه ایجاد نمی‌شود. تجربه‌های موفق و ناموفق در طی این مسیر درس‌های ارزشمندی برای نظام مالی ما در بردارند. آموزه‌های حاصل از این تجارب به شرایط مشخصی از جهت وضعیت اقتصاد کلان، نظام بانکی و شکل سیاستگذاری دلالت دارند که برای تبدیل این گذار به یک تجربه موفق مورد نیاز هستند. در مجموع می‌توان ادعا کرد گذشته از سطحی از ثبات اقتصاد کلان، آزادسازی نرخ بهره در شرایط ضعف نظارت بانکی، پایین بودن عمق بازارهای مالی، نامشخص بودن هدف عملیاتی بانک مرکزی و فقدان سازوکار موثر مدیریت نقدینگی به جای کارایی بیشتر، می‌توانند به تلاطمات ناخواسته در این بازار منجر شود. این تلاطمات می‌تواند رقابت ناسالم بانک‌ها برای منابع را تشدید کند و در حالت شدید خود به بحران بانکی منجر شود.

من در سرمقاله مورخ روز ۲۶ مرداد ۱۴۰۵ خود در روزنامه دنیای اقتصاد که به بحث آزادسازی نرخ بهره اختصاص