

Development/ 1980/ Vol. 8/ pp. 317-327.

8) Yusuf, S. and Peter, R.K./ Saving Behavior and it's Implications for Domestic Resource Mobilization: The Case of Republic of Korea/ World Bank Staff Working Papers/ No. 628/ Washington D.C.

9) Roe, A.R./ High Interest Rates: A New Conventional Wisdom for Developing Policy, Some Conclusions from Srilankan Experience/ World Development/ Vol. 10/ No. 3/ pp. 211-222.

10) Fry, M.J./ Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development/ Journal of Money, Credit and Banking/ Vol. 10/ No. 4/ 1978/ pp. 464-475.

11) Leite, S.P. and Mckannen, D./ Saving and Interest Rates in BCEAO Countries: An Empirical Analysis/ Saving and Development/ Vol. 10/ No. 3/ 1988/ pp.219-231.

12) Khatkhate, D./Assessing the Impact of Interest Rates in Less Developed Countries/ World Development/ Vol. 16/ No. 5/ pp.577-588.

13) Khatkhate, D./ Anatomy of Financial Retardation in Less Developed Country: The Case of Sri Lanka, 1951-1976/ World Development/ Vol. 10/ No. 9/ 1982/ pp. 577-588.

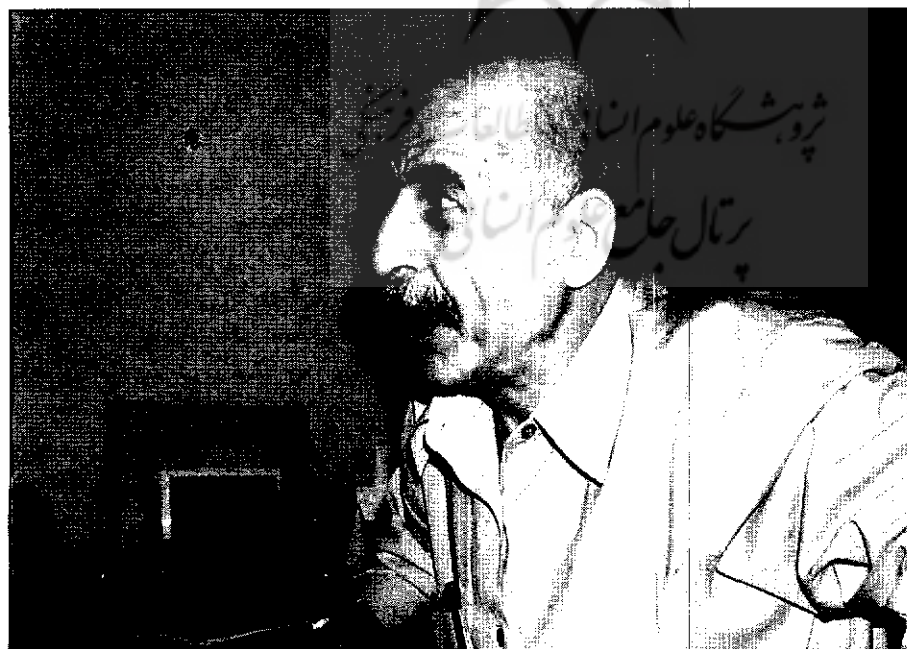
14) Hanson, J. and De Melo J./ External Shocks, Financial Reforms, and Stabilization Attempts in Uruguay During 1974-1983/ World Development/ Vol. 13/ No. 8/ 1985/ pp. 917-939.



بختی درباره

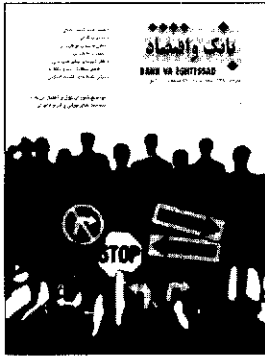
چگونگی تعیین نرخ بهره (سود بانکی) و پیامدهای آن

یک گفتگوی اختصاصی با دکتر مهدی تقوی



▲ دکتر تقوی: من نمی‌دانم که شورای پول و اعتبار با چه توجیهی اقدام به کاهش نرخ سود بانکی کرده است.

○ نرخ بهره در کشورهای پیشرفته، بسزایند حرکت بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی است.



در پیش می‌گرفت، ما شاهد بازارهای موازی نبودیم. تعیین قیمت نادرست به ایجاد بازارهای سیاه می‌انجامد.

● طی سال‌های ۷۶-۱۳۷۱، نرخ سودی که بانک‌ها برای سپرده‌ها پرداخت می‌کرده‌اند، در مقایسه با نرخ‌های تورم فزاینده، تغییرات ناچیزی داشته و بالاترین نرخ برای سود سپرده‌های بلندمدت پنج ساله معادل ۱۸/۵ درصد بوده است، در حالی که در این سال‌ها متوسط نرخ سالانه تورم بیش از ۳۰ درصد گزارش شده است. مسلماً این میزان از محدودیت مالی، تبعاتی را در پی داشته است، از جمله رشد بازار غیررسمی پول، افزایش فرار سرمایه و... حال سؤال این است که چرا شورای پول و اعتبار در آن سال‌ها متناسب با نرخ تورم، سود بانکی را افزایش ندهاده است؟ به عبارت دیگر، دلیل فعلی اعضای شورای پول و اعتبار در مورد تصمیمات اخیرشان برای کاهش نرخ سود بانکی و تسهیلات اعتباری، موضوع کاهش نرخ تورم در سال ۱۳۷۹ بوده است و مدعی‌اند که به دلیل کاهش نرخ تورم، منطقی است که نرخ سود سپرده‌ها و نرخ تسهیلات اعتباری نیز به‌طور متناسب کاهش یابد. آیا این استدلال از وجاهت منطقی و اقتصادی برخوردار است؟ چرا؟

○ در کشورهای توسعه یافته و سایر کشورهای در حال توسعه، نرخ بهره حقیقی مثبت است. در ایران، در بسیاری از موارد این نرخ‌های بهره منفی بوده و هست. در سال ۱۳۷۴ با نرخ تورم ۴۹/۵ درصد، نرخ بهره اسمی ۱۸/۵ درصد، نرخ بهره حقیقی یا واقعی ۲۱/۵- درصد را بدست می‌داد و در اکثر این سال‌ها اقتصاد ما نرخ بهره منفی داشت.

در کشورهای توسعه یافته با اقتصادهای منطقی، در نرخ بهره حقیقی منفی، باید پس‌انداز (عرضه) وجود نداشته باشد و تقاضا (سرمایه‌گذاری) به سمت بی‌نهایت میل می‌کند، اما در ایران چنین نشد و اعتبارات ارزان سرمایه‌گذاری را اضافه نکرد و باعث به‌صرف رسانیدن پس‌انداز نشد!

همانطور که اشاره کردید، یک توجیه که برای کاهش نرخ سود بانک‌ها می‌گویند این است که نرخ تورم کاهش یافته، اما من این مسأله را قبول ندارم، مردم هم هنوز معتقدند که نرخ تورم بالای ۱۸ درصد است. بنابراین، در شرایطی که تقاضا برای دریافت اعتبارات بسیار زیاد و عرضه آن به‌وسیله بانک‌های دولتی کمتر از تقاضاست (که وجود بازار سیاه پول مشخص‌کننده این مسأله می‌باشد) پایین آوردن نرخ سود چه توجیه اقتصادی می‌تواند داشته باشد؟

● باتوجه به توسعه‌نیافتگی بازارهای سرمایه و اوراق قرضه در ایران، تقریباً تمام نیازهای مالی بخش خصوصی و دولتی از طریق سیستم بانکی تأمین می‌شود و به همین دلیل، افزایش اعتبارات اعطایی به بخش‌های خصوصی و دولتی مهمترین عامل مؤثر در رشد عرضه پول و در نتیجه،

● آقای دکتر تقوی، ضمن تشکر از قبول این دعوت، لطفاً در ابتدا بفرمایید که باتوجه به تجربیات کشورهای مختلف، اصولاً نرخ بهره یا سود بانکی چگونه باید تعیین شود؟

○ در کشورهای پیشرفته که بازارهای مالی توسعه یافته دارند، نرخ بهره را عرضه و تقاضا برای منابع وام داندنی و وام گرفتنی مشخص می‌کند. اقتصاددانان کلاسیک نیز معتقد بودند که نرخ بهره در اقتصاد را تعادل بین سرمایه‌گذاری (تقاضا برای وام) و پس‌انداز (عرضه وام) تعیین می‌کند. در نظریه کینزی، عرضه و تقاضا برای پول است که مشخص‌کننده نرخ بهره در اقتصاد می‌باشد و نرخ بهره تعادلی را در اقتصاد تعادل همزمان در بازار کالا و بازار پول (منحنی LM-IS معروف هیکز) بدست می‌دهد. البته دولت می‌تواند برای حفظ نرخ بهره در سطحی معین، سیاست‌های پولی و مالی را مورد استفاده قرار دهد و از این طریق به نرخ بهره‌ای برسد که تصور می‌شود دستیابی به هدف‌های برنامه‌های اقتصادی را ممکن می‌سازد.

پس، نرخ بهره در کشورهای پیشرفته، برآیند حرکت بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی است. تمامی متغیرهایی که بازار کالا را تحت تأثیر قرار می‌دهند، مثل مصرف، سرمایه‌گذاری، مخارج دولت، مالیات، صادرات، واردات، عرضه پول و تولید ملی بر نرخ بهره اثر می‌گذارند.

● در ایران، نرخ سود بانکی یا بهره توسط شورای پول و اعتبار تعیین می‌شود. آیا این عمل از لحاظ منطقی و اقتصادی موجه است؟

○ در ایران به علت نبودن بازار رقابتی و مداخله شدید دولت در اقتصاد، به علت اینکه اقتصاد بیشتر دولتی است و دولت است که همه کاره می‌باشد، دولت تمایل به تعیین سرنوشت اقتصادی و اجتماعی مردم دارد. به علت اینکه دولت بخش عظیمی از منابع اقتصادی را کنترل می‌کند، برنامه‌ریزی می‌کند و هدف‌ها را تعیین می‌نماید و به جای واگذار کردن وظیفه تعیین اندازه متغیرهای اقتصادی به وسیله نیروهای بازار، خود براساس هدف هایش این متغیرها را تعیین می‌کند. در اقتصادهای دیگر، سیاست‌های پولی و مالی دولت به‌گونه‌ای طراحی می‌شوند که با اثرگذاری بر عرضه و تقاضا در بازار، مقدار تعادلی این متغیرها را تعیین می‌کند، اما در ایران دولت خود مستقیماً قیمت‌ها را تعیین می‌کند. نرخ ارز، نرخ بهره و قیمت برخی از کالاها به وسیله دولت تعیین می‌شود. و چون این قیمت‌ها، قیمت‌های تعادلی نیستند، بنابراین، ما در کنار بازارهای شفاف و قابل مشاهده، بازارهای زیرزمینی و سیاه را نیز داریم. اگر دولت می‌توانست به درستی قیمت‌های تعادلی را پیش‌بینی کند و برای حفظ این قیمت‌ها در بازار سیاست‌های پولی و مالی مناسب را

○ در ایران، چون اقتصاد بیشتر دولتی است و دولت همه کاره است، لذا خسود دولت براساس هدف‌های اندازه‌های متغیرهای اقتصادی را تعیین می‌کند.

باعث مهار تورم می‌شود. مردم ایران روزبروز فقیرتر می‌شوند و تقاضا برای کالا و خدمات افزایش نمی‌یابد. این تشدید کمبود عرضه است که هم رکود و هم تورم را در اقتصاد ایران ایجاد می‌کند.

● به نظر می‌رسد که یکی از دلایل عمده افزایش بیش از حد عرضه پول و تورم، عدم توانایی دولت در مخالفت با تقاضا برای اعتبار از سوی گروه‌های سیاسی قدرتمند - هم در داخل و هم در خارج از دولت - است و به دلیل بزرگی و اهمیت این‌گونه نهادها و مؤسسات نیمه دولتی و نیز عدم تأثیرپذیری نرخ‌های بهره از تغییرات نرخ تورم در اقتصاد ایران، این‌گونه ملاحظات سیاسی در تدوین سیاست‌های پولی و اعتباردهی بسیار مهم هستند. نظر جنابعالی در این خصوص چیست؟

○ در سال‌های اخیر، نرخ رشد عرضه پول کاهش یافته است و افزایش نداشته است. مشکل اساسی شرکت‌های دولتی هستند که منابع هنگفتی را از بودجه دولت کسب می‌گیرند و باعث افزایش کسر بودجه می‌شوند. در سال‌های اخیر رشد بدهی دولت به سیستم بانکی باید افزایش چندانی نیافته باشد.

● همانطور که مستحضرید، در دنیای بانکداری، نرخ بهره را به عنوان یک ابزار نمی‌شناسند، بلکه به عنوان یک متغیر اساسی از آن یاد می‌کنند (که البته در ایران به عنوان یک ابزار پولی شناخته می‌شود). به هر حال، با تغییرات این نرخ بهره سعی می‌شود که اقتصاد از حالت تعادل خارج نشود. به عبارت دیگر، در کشورهای دیگر از طریق ابزارهای پولی مانند اوراق قرضه، نرخ تنزیل مجدد بانک‌ها و... نرخ‌های بهره به‌طور غیردستوری تغییر می‌کند، یعنی خودشان هیچگاه به‌طور مستقیم برای تغییر نرخ بهره دخالت نمی‌کنند، ولی در ایران به دلیل عدم استفاده از ابزارهای مزبور، نرخ بهره به‌طور دستوری تعیین می‌شود. به نظر جنابعالی، پیامدهای طبیعی این نظام تعیین نرخ بهره چه خواهد بود؟

○ نرخ بهره در اقتصادهای توسعه یافته متغیر اساسی است. در اقتصاد ایران که بخش اعظم فعالیت‌ها دولتی است، آنچنان اهمیت ندارد. نرخ سپرده‌های بانکی به علت محدود بودن ابزارها در بازار پول و سرمایه نقش چندانی در جذب سپرده ندارد. کسش سرمایه‌گذاری هم نسبت به نرخ بهره باید در اقتصاد ایران پایین باشد. اما همانطور که شما به درستی اشاره کرده‌اید، نرخ بهره ابزار نیست، ابزار سیاست پولی نرخ تنزیل مجدد، عملیات بازار باز و نسبت ذخیره قانونی است.

بانک مرکزی چندی پیش نسبت ذخیره قانونی را کاهش داد که این یک سیاست پولی انبساطی است و انشاءالله تا حدی به بیرون آمدن اقتصاد از رکود کمک خواهد کرد.

همانطور که قبلاً اشاره کردم، تعیین نرخ بهره به وسیله

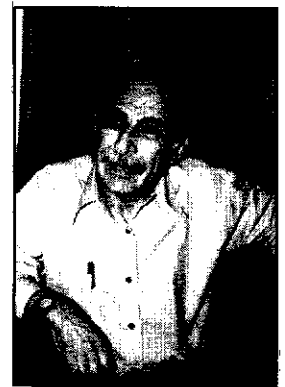
تورم می‌باشد. حال سؤال این است که آیا تصمیمات اخیر شورای پول و اعتبار مبتنی بر کاهش نرخ سود بانکی برای سپرده‌گذاران و کاهش نرخ تسهیلات اعتباری، موارد فوق‌الذکر را تشدید نخواهد کرد؟ به عبارت دیگر، آیا انگیزه‌های سپرده‌گذاران برای سپرده‌گذاری در بانک‌ها را کاهش و بر عکس، تقاضای تسهیلات اعتباری از سیستم بانکی را افزایش نمی‌دهد؟

○ در ایران تمام نیازهای مالی بخش خصوصی به‌وسیله سیستم بانکی دولتی تأمین نمی‌شود و بازار سیاه با نرخ‌های بهره بالا تا ۸۰-۹۰ درصد (بسته به اعتبار وام‌گیرنده) موازی بازار رسمی وجود دارند. درست است که مهار تورم وظیفه سیاست‌های مالی و پولی دولت، یعنی بانک مرکزی و وزارت امور اقتصادی و دارایی است، اما آنچه مهم است، سیاست‌گذاری درست دولت است. مهار تورم می‌تواند مشکلات دیگری را برای اقتصاد ایجاد کند که در اقتصاد ایران چنین کرده است. تورم از نظر سیاسی نامطلوبتر از بیکاری است و بدین دلیل است که سیاست پولی بانک مرکزی (کاهش نرخ رشد عرضه پول) باعث کاهش سرمایه‌گذاری (خفگی مالی) و رکود و افزایش نرخ بیکاری شده است. آنچه اقتصاد ایران که در وضعیت تورم - رکودی است، به آن نیازمند است، سیاست انقباضی نیست، بلکه سیاست‌های انبساطی مناسب برای رونق بخشیدن تولید است. کاهش نرخ بهره از این نظر مناسب و قابل توجیه است، به شرط اینکه در اقتصاد کشور کسش سرمایه‌گذاری نسبت به نرخ بهره قابل ملاحظه باشد که در ایران چنین نیست.

در مورد سؤال قبلی این نکته را هم یادآوری کنم که به عقیده من، مسأله فرار سرمایه چندان به پایین بودن نرخ بهره مربوط نمی‌شود، بلکه بیشتر به ناامنی اقتصادی مربوط می‌شود، والا نرخ بهره سپرده‌ها در کشورهای خارجی از ۶ درصد بیشتر نیست و نرخ بهره حقیقی در حدود ۳ درصد می‌باشد. مشکلات دیگری که باعث فرار سرمایه می‌شود، مالیات غیرمنصفانه گرفتن، قانون کار و هزینه تأمین اجتماعی بالاست.

● به نظر می‌رسد که بانک مرکزی به منظور کنترل تورم باید بتواند میزان افزایش اعطای اعتبار را در اقتصاد کنترل کند، ولی اجرای این وظیفه به خاطر اثر عوامل سیاسی و عدم توانایی بانک مرکزی در افزایش نرخ سود سپرده‌ها، در عمل با پیچیدگی‌هایی همراه می‌باشد. نظر جنابعالی در این خصوص چیست؟

○ تورم در اقتصاد ایران ناشی از کمبود تولید است، سیاست طرف تقاضا کارآمد نیست. برای مهار تورم باید سیاست‌های طرف عرضه را به کار گرفت، مثلاً کاهش مالیات‌ها برای بخش تولید. سیاست‌های بکار گرفته شده برای مهار تورم در کشور سیاست‌های انقباضی پولی و مالی بوده که باعث کاهش تورم نشده است. افزایش تولید



▲ آنچه مهم است، سیاست‌گذاری درست دولت است.

بانک مرکزی می‌تواند به افزایش فعالیت‌ها در بازار مالی موازی (سپاه یا زیرزمینی) بینجامد.

● آقای دکتر! لطفاً بفرمایید که به‌طور کلی، تصمیم اخیر شورای پول و اعتبار چه آثاری بر عملکرد سیستم بانکی دارد؟

○ من عقیده دارم که کاهش نرخ بهره اثر چندانی بر عرضه و تقاضای تسهیلات نمی‌گذارد و اگر اثر بگذارد، قابل ملاحظه نیست و نمی‌دانم که شورای پول و اعتبار با چه توجیهی اقدام به کاهش نرخ سود بانکی کرده است. ● مجدداً از جنابعالی تشکر می‌کنیم.

رابطه سیاست پولی با عرضه و تقاضای بازار

دکتر وحید فراتی کاشانی

□ اشاره

در محافل اقتصادی، به‌طور کلی، سه نوع عقیده و نظر در مورد دخالت بانک‌های مرکزی در بازارهای پولی و مالی از طریق سیاست پولی وجود دارد:

۱- بعضی از اقتصاددانان بر این عقیده می‌باشند که بانک مرکزی بایستی مداوماً در بازارها دخالت کند و به وسیله تغییر نرخ بهره، ابزار سیاست پولی، نرخ‌های بازار تأمین مالی را تحت تأثیر قرار دهد.

۲- برخی دیگر معتقد هستند که نیابستی دخالتی صورت گیرد، زیرا عوامل بازار با توجه به واقعیت‌ها و اطلاعات موجود در اقتصاد، قیمت (نرخ) را تعیین می‌کنند و بازار در حالت تعادل می‌باشد و یا به حالت تعادل می‌رسد.

۳- در این گروه، اقتصاددانانی وجود دارند که به توانایی نیروهای بازار برای ایجاد تعادل معتقد می‌باشند، اما در موقعیت‌های خاص دخالت بانک مرکزی را ترجیح می‌دهند.

مقاله زیر سعی دارد با در نظر گرفتن مطالب فوق، برای نایل شدن به رشد اقتصادی و حل مشکلات، راه حل مناسبی را برای تعیین نقش بانک مرکزی در بازارهای پولی ارایه نماید.

مسئولان بانک‌های مرکزی معمولاً ادعا نمی‌کنند که باهوشتر از عوامل بازار هستند و شرایط اقتصادی را بهتر می‌سنجند. روسای بانک مرکزی اروپایی نیز از این امر مستثنا نیستند. مثلاً آنها در جلسه خود در ماه فوریه سال ۲۰۰۰ علیرغم نوسانات نرخ سهام در بازارهای مالی، اظهار نظری در این مورد نکردند.

بدون تردید، تواضع از خصوصیات خوب است، ولی نمی‌بایستی مسئولان بانک‌های مرکزی و سیاست‌گذاران اقتصادی برای حل مشکلات بر این اساس رفتار کنند. در ۱۰ تا ۲۰ سال گذشته ممکن بود که قبول کنیم قیمت‌ها (نرخ بهره) در بازار مالی نتیجه عوامل اقتصاد کالایی

(واقعی) می‌باشند، اما در حال حاضر، شرایط عوض شده است. امروزه مشخص است که اقتصاد کالایی نیز تحت تأثیر بازارهای پولی قرار دارد.

یادگیری علم اقتصاد که اکثر مسوولان بانک‌های مرکزی آن را تحصیل کرده‌اند، باعث می‌شود که آنها در مقابل قوانین بازار کوتاه بیایند. در بازارهای مالی باز و دارای نقدینگی، اطلاعاتی که به وسیله عرضه و تقاضاکنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند، در کل، بیش از اطلاعاتی است که یک شخص محقق و تجزیه و تحلیل‌کننده (Prognostiker) مسایل اقتصادی در اختیار داشته و مورد استفاده قرار می‌دهد. علاوه بر این، در بازارهای بورس کشورهای غربی، اعتقاد بر این است که هر چیزی که در مورد آینده می‌باشد (یعنی اتفاقات آتی)، در نرخ‌های کنونی در نظر گرفته شده است. مثلاً امکان دارد که قبل از پایان سال مالی شرکت‌های سهامی، سرمایه‌گذاران (خریداران سهام) حدس بزنند که سود شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند. از این جهت، تقاضا برای سهام شرکت‌های موفق زیاد شده و در نتیجه، قیمت سهام افزایش می‌یابد. پس از انتشار صورت‌های مالی (ترازنامه و صورت سودوزیان) دیگر قیمت سهام افزایش چندانی پیدا نمی‌کند، و یا اینکه مثلاً ممکن است چند ماه قبل از پایان سال عده‌ای در بازار بورس بر این عقیده باشند که فروش کالاها در آخر سال افزایش می‌یابد. بنابراین، سهام فروشگاه‌های بزرگ را که به صورت شرکت سهامی اداره می‌شوند، خریداری می‌کنند. این افزایش تقاضا، باعث بالا رفتن قیمت سهام می‌شود. در آخر سال، علی‌رغم بالا رفتن سطح درآمد شرکت‌ها در اثر افزایش فروش کالاها، قیمت سهام افزایش زیادی پیدا نخواهد کرد، زیرا قبلاً افزایش داشته است. البته امکان آن نیز وجود دارد که

انتظارات برآورده نشوند و حدس شرکت‌کنندگان در بازار به حقیقت نپیوندد. در این حالت، ممکن است که نرخ‌های سهام کاهش یابند و یا اینکه به دلیل انتظارات بعدی در

○ امروزه مشخص شده است که اقتصاد کالایی نیز تحت تأثیر بازارهای پولی قرار دارد.

○ بانک مرکزی معمولاً دارای الفق و بسراورد زمسانی بلندمدت و هم‌چنین ابزار سیاست پولی مؤثر است و به وسیله آن‌ها می‌تواند بازارهای مالی را مجبور سازد که برای داده‌های اقتصادی کالایی (واقعی) اهمیت بیشتری قابل شوند.