

نرخهای بهره: نگرشی به آزادسازی

H. Mehran & B. Laurens

ترجمه مهراں جوادپور

قابل اجراست و شاید بتوان گفت حداقل برای کشورهایی که در فرایند آزادسازی، برخی کنترلها را اعمال می‌کنند، مناسب است. نخست سیاستگذاران باید در مورد زمان شروع آزادسازی نرخهای بهره و سرعت آن تصمیم بگیرند. در این تصمیمگیری، توجه به درجه پیشرفته بودن کشور در اصلاحات بخش سرمایه‌گذاری و ثبات فرهنگ اعتبار^۵ مهم است؛ همچنین میزان آشنایی بانکها به استفاده از اصول بازار در تخصیص ریسکهای اعتبار نیز اهمیت دارد. دوم اینکه این کشورها باید توالی مناسب آزادسازی را تعیین کنند؛ بدین معنی که نرخهای بهره یا ابزار مالی گوناگون، کدامیک می‌توانند بدون تهدید سلامت سیستم بانکی کشور آزاد شوند. سوم اینکه بانک مرکزی باید یک استراتژی پولی در چارچوب سیستم مالی آزاد شده تدوین کند. به منظور اجازه دادن به نیروهای بازار در

اگر زمانبندی^۱، سرعت^۲ و ترتیب^۳ در نظر گرفته نشوند، ممکن است آزادسازی نرخ بهره، منافع مورد انتظار را برآورده نسازد. عوامل پیشگفته باید به وسیله درجه ثبات اقتصادی، شرایط بانکداری و کیفیت بخش سرمایه‌گذاری و ظرفیتهای بانک مرکزی تعیین شوند. در سالهای اخیر، بسیاری از کشورهای در حال توسعه و در حال گذار^۴، به نیروهای بازار اجازه داده‌اند که در اقتصاد کشور نقش بیشتری ایفا نمایند. این موضوع در بخش مالی به معنی آزادسازی نرخهای بهره است. به طوری که به بازارهای مالی در حال توسعه، امکان تخصیص کارا تر اعتبار داده می‌شود.

با وجود اینکه هر کشور باید برای اصلاحات مالی، برنامه خاص خود را طراحی کند، به نظر می‌رسد برخی اصول عمومی وجود دارند که برای کلیه کشورها

تعیین تخصیص منابع مالی، کشورها باید یک بازار پولی کارا تدارک ببینند و سیاستگذاران باید خود را برای نوآوریهای مالی آماده سازند، چون در جریان آزادسازی، نوآوری اجتناب ناپذیر است.

نقطه شروع و سرعت

سیاستگذاران همه بر این عقیده‌اند که سرعت آزادسازی باید با توجه به مجموع برنامه‌های اصلاحی کشور تعیین شود. اصلاحات بخش مالی باید به وسیله اصلاحات ساختاری در بقیه بخشهای اقتصادی حمایت شود. در کشورهایی که با عدم تعادل مالی و اقتصادی مواجهند یا چارچوب نظارتی و قوانین کافی ندارند یا موسسات مالی آنها از اثربخشی لازم برخوردار نیستند، اگر آزادسازی نرخ بهره زود و سریع اعمال شود، احتمال دارد با مشکلات عدیده‌ای روبه‌رو شوند. اگر آزادسازی، بی‌موقع صورت گیرد، ممکن است دوباره نیاز به کنترل نرخ بهره به وجود آید؛ مانند اتفاقی که در دهه ۱۹۸۰ در ترکیه یا در اواخر دهه ۱۹۸۰ در کره روی داد. بنابراین هر چه قوانین مناسبتر باشند، می‌توان اصلاحات نرخ بهره را سریعتر انجام داد.

اصلاح در بخش موسسات دولتی و خصوصی نیز دارای اهمیت است. به منظور موفقیت در آزادسازی نرخ بهره، لازم است بازیگران اصلی اقتصاد یعنی موسسات تجاری و مالی بودجه محدودی داشته باشند، به طوری که از وام گرفتن و وام دادن غیرعقلایی اجتناب ورزند. در غیر این صورت، اعتبار به طرف وام‌گیرندگان آسیب‌پذیر هدایت می‌شود، وام‌گیرندگانی که دارای بالاترین ریسک و هزینه هستند.

آزادسازی بسیار سریع سبب بروز خطراتی می‌شود اما آزادسازی بسیار آهسته نیز موجب شکست برنامه‌های اصلاحی می‌شود.

به‌علاوه سیستمهای بانکداری غیررقابتی و سیستمهایی که چارچوب قانونی کافی ندارند و وام‌گیرندگانی که نسبت به نرخهای بهره حساس نیستند، کارایی تخصیص اعتبار را کاهش می‌دهند و انتقال علائم خط‌مشی‌های پولی برای سیاستهای اقتصادی را در هم می‌شکنند. هنگامی که چنین شرایطی حاکم می‌شود، احتمالاً نرخهای بهره به طرف سطوح نقل و انتقال بانکی بازار حرکت نمی‌کند.

آزادسازی سریع در کشوری که موسسات سرمایه‌گذاری و مالی به نداشتن مدیریت باتجربه دچارند، موجب بروز عدم سلامت و کارایی در بخش مالی می‌گردد.

آزادسازی بسیار سریع سبب بروز خطراتی می‌شود اما آزادسازی بسیار آهسته نیز موجب شکست برنامه‌های اصلاحی می‌شود. اگر فرایند آزادسازی بیش از حد طولانی شود، ممکن است موجب بروز مشکلاتی گردد. به منظور تداوم نرخ بهره آزاد، باید بین قدرتهای پولی و کارگزاران دولت، برای اصلاحات ساختاری در بخشهای حقیقی، همکاری نزدیکی وجود داشته باشد. این موضوع، به‌ویژه در مواردی صادق است که نرخ بهره موقت یازانه‌دار به منظور حمایت از برخی وام‌گیرندگانی که براساس اولویت به اعتبار دسترسی پیدا می‌کنند به کار می‌رود؛ حتی در کشورهایی

که بازار بسیار رقابتی و غیرقانونمند دارند، حذف برخی از یارانه‌ها و حفظ بعضی از آنها، برای کشورهای در حال گذار و در حال توسعه، چالشی ویژه را نشان می‌دهد. در این کشورها، اکثر نرخهای تعیین شده یارانه‌ای هستند و از نرخهای بازار کمترند. آثار مخرب اعتبارات یارانه‌ای می‌تواند به حداقل برسد، البته به وسیله مراعات برخی اصول: نخست تخصیص یارانه‌ها باید به گونه‌ای باشد که فقط بخشهای اقتصادی مورد نظر از نرخهای زیر نرخ بازار بهره‌مند شوند. دوم اینکه ارتباط بین بانکهای تجاری و مشتریانشان باید براساس ارزیابی ریسک، بر طبق اصول بازار باشد. به‌علاوه تصمیم در مورد اینکه کدامیک از یارانه‌های نرخ بهره حذف شود باید به وسیله دولت گرفته شود، نه بانک مرکزی و هزینه‌های یارانه نرخ بهره نیز باید به وسیله دولت تعیین گردد.

تجدید تامین مالی به وسیله بانک مرکزی که در بسیاری از کشورها به‌عنوان منبع یارانه به‌شمار می‌رود، یا باید با یک نرخ جریمه اعمال گردد و یا باید معادل حداقل نرخ بازار تعیین شود، این عمل باید به منظور کاهش توسل به بانک مرکزی برای گرفتن وام و همچنین به منظور اجتناب از انواع از هم گسیختگیهایی که در اوایل دهه ۱۹۹۰ در بازار بین بانکهای چین وجود داشت، صورت گیرد. بانکهای چین اعتباراتی را که بانک مرکزی به شکل یارانه به آنها می‌داد به جای سرمایه‌گذاری در بخشهای الویت‌دار، در داراییهای حقیقی یا اوراق بهادار با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کردند و بازار بین بانکی، به‌عنوان مجرای برای این تامین مالی مورد استفاده قرار می‌گرفت.

در تعیین ترتیب مناسب برای آزادسازی نرخ بهره، قدرتهای تصمیم‌گیرنده نه تنها باید بین مبادلات وام و سپرده تمایز قائل شوند، بلکه باید بین مبادلات عمده نیز تمایز قائل شوند. نرخهای بهره مصنوعی در مبادلات عمده باید آزاد شوند. ابتدا باید نرخهای وامدهی آزاد شوند و در نهایت نرخهای سپرده‌گذاری آزاد گردند. ترتیب مذکور، از سودآوری بانکها حمایت می‌کند و برای انطباق با آزادسازی، زمان لازم را در اختیار مردم و شرکتهای قرار می‌دهد.

ترتیب در نرخهای بازار بین بانکی عبارت است از آزادسازی نرخهای وامدهی و در نهایت آزادسازی نرخهای سپرده‌گذاری. این توالی، بر نهادهای پیچیده مالی (مؤسسات مالی و کارگزاران دولتی) و نهادهای با پیچیدگی کمتر (مؤسسات تجاری و عمومی) تاثیر متفاوتی دارد. چون نرخ بازار بین بانکی بر فعالیتهای عمومی اقتصادی تاثیر مستقیمی ندارد، آزادسازی آن دارای حداقل تاثیر بر فعالیتهای سیاسی و اجتماعی است. کره، مالزی، ترکیه و چین این ترتیب را رعایت کردند.

منطق آزادسازی نرخهای وامدهی قبل از آزادسازی نرخهای سپرده، عبارت است از اینکه این توالی موجب اجتناب از بروز رقابت شدید و آشکار در بخش بانکداری می‌گردد که می‌تواند به‌طور معکوس بر سودآوری مؤسسات مالی تاثیر گذارد و بنابراین فرصت زمانی لازم را برای قوی شدن ساختار مالی و عملیات بانکهای تجاری، به‌وجود می‌آورد. در این دوره انتقالی، دولت‌ها باید به‌منظور جلوگیری از ورشکستگی شرکتهای، قوانینی وضع کنند،

به موازات معرفی ابزارهای مختلف بازار پولی، بانک مرکزی برای به کارگیری آنها نیاز به یک استراتژی دارد.

بخصوص اگر بخش مالی بر اساس فعالیتهای تجاری عمل کند.

مکانیزم حاشیه سود مؤسسات مالی ممکن است برای نشان دادن میزان تاثیر آزادسازی بر سودآوری بانکها ابزار خوبی باشد. برای مثال در تایلند بانک مرکزی و مؤسسات بانکداری بر حداقل نرخ وامدهی خرده، توافقی کردند و پس از آن، نرخهای سپرده‌گذاری آزاد شد. همچنین در اثنای آزادسازی کامل نرخ بهره در مالزی، کلیه نرخها براساس نرخ وامدهی بانکها تعیین شد. این نرخها با هزینه سرمایه بانک مرتبط بود. مکانیزمهای مذکور می‌توانند به‌وسیله تدارک اطلاعات معتبر برای وام‌گیرندگان، در پیشرفت رقابت منصفانه نیز به کار روند که البته مستلزم وجود مقررات استاندارد شده حسابداری برای ارزیابی داراییها، محاسبه درآمد، هزینه و سود قبل از مالیات می‌باشد.

به‌منظور اجتناب از جریانات بی‌ثبات سپرده‌گذاری بین مؤسسات مالی، نباید به انتظار آزادسازی کامل نرخهای وامدهی نشست. به‌بیان دیگر قبل از اینکه نرخهای وامدهی به‌طور کامل آزاد شوند، باید نرخ برخی از سپرده‌ها مثل سپرده‌های بلندمدت، که معمولاً به‌وسیله شرکتهای بزرگ و سرمایه‌گذاران شرکتی سپرده‌گذاری شده‌اند،

آزاد شوند. آزادسازی نرخ سپرده‌های عمده، به‌وسیله این واقعیت که آنها در رقابت با ابزار بازار پولی (اوراق خزانه^۷ یا توافقیهای بازخرید^۸) رشد خواهند کرد، توجه می‌شوند. بسیاری از کشورهای صنعتی مثل ژاپن، آمریکا و اکثر کشورهای اروپای غربی، نرخ سپرده‌های عمده را در مراحل اول آزاد کردند. کشورهای در حال توسعه مثل کره نیز نرخ بهره سپرده‌های عمده را آزاد کردند.

سیاستهای پولی

در اوایل آزادسازی نرخهای بهره در مبادلات عمده، اصلاح سیاستهای پولی نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. اصلاح سیاستهای پولی، توسعه بازار بین بانکی و بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی را تسهیل می‌سازد. همچنین مدیریت آینده عرضه پول را از طریق عملیات بازار باز تسهیل می‌کند (خرید و فروش عمده اوراق بهادار دولتی به‌وسیله بانک مرکزی در بازار باز یا مبادلات بازخرید با هدف کنترل عرضه پول).

بازارهای پولی - بانک مرکزی در توسعه بازارهای پولی نقش کلیدی ایفا می‌کند. ابتدا هر ابزاری خود را با افزایش سلامت بانکهای تجاری تطبیق می‌دهد و به‌طور غیرمستقیم راه توسعه سلامت بازار بین بانکی را هموار می‌سازد. دوم اینکه، ممکن است بانک مرکزی در توسعه بازار بین بانکی مستقیماً مشارکت کند.

برای مثال، بانک مرکزی ترکیه در ابتدا در تمامی مبادلات بین بانکی مداخله می‌کرد. به‌منظور پوشش ریسک اعتبار باید تمامی معاملات به‌وسیله ابزاری مثل اوراق بهادار دولتی پشتیبانی شوند. در تایلند، یک بازار بازخرید در بانک مرکزی ایجاد شد. این

بازار با دید توسعه آینده بازار پولی و ارائه مکانیزمی برای آگاهی و همچنین در صورت لزوم مداخله در بازار به وجود آمد. در ایتالیا، یک بازار سهام بین بانکی خارج از بورس^۹، برای مدتی طولانی فعالیت کرد. بانک مرکزی به منظور افزایش نقدینگی و کاهش نوسان، یک بازار به وجود آورد. در این بازار، اطلاعات و عملیات، کامپیوتری بود. بانک مرکزی کره، موسسات کارگزاری را به منظور افزایش انطباق با عملکرد بازار بین بانکی و کوچک کردن بخشهای بازار توسعه داد. بانک مرکزی چین، جریان سرمایه بین ایالتها را بهبود بخشید و برای هدایت فعالیتهای پولی یک بازار به وجود آورد. چین برای انجام عملیات مذکور از الگوی ایتالیا استفاده کرد.

به موازات معرفی ابزارهای مختلف بازار پولی، بانک مرکزی برای به کارگیری آنها نیاز به یک استراتژی دارد. برای مثال بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی می تواند در فعالیتهای بازار باز به کار رود. با وجود این، هنگامی که حجم معاملات در بازار ثانویه، در مقایسه با فعالیتهای بازار بانکی کوچک است، مشکلاتی پدید می آید. برای مثال، بانک مرکزی ترکیه به طور فزاینده ای فعالیتهای بازخرید را در بازار بین بانکی برای فعالیتهای بازار باز و به منظور اجتناب از تضاد با خزانه داری کشور به کار برد. اغلب، هنگامی که بانک مرکزی به منظور جذب نقدینگی اضافی، اوراق بهادار دولتی را می فروخت، خزانه داری به لحاظ عملیات بازار باز بانک مرکزی که سبب افزایش نرخ بهره اوراق بهادار دولتی می شد، اعتراض می کرد. بانک مرکزی به منظور به دست آوردن استقلال بیشتر در عملیات بازار باز، اوراق بهادار بیشتری منتشر می ساخت.

نوآوریهای مالی - بیشتر اوقات، توسعه ابزارهای مالی مثل اوراق بهادار کوتاه مدت قابل تبدیل^{۱۰} و توافقیهای بازخرید، باعث افزایش ثبات در تقاضای پولی می گردند. شناخت یک متغیر پولی که در پیشبینی رفتار بقیه متغیرها مثل تولید ناخالص داخلی، به اندازه کافی باثبات باشد، دشوار است. با وجود این، این شکل از مسائل بر سلامت چارچوب مقداری پولی اثر نمی گذارند. برای مثال در ایالات متحد به این دلیل که سرعت پول به دنبال ابداعات مالی دهه های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ بی ثبات تر شد، بانک مرکزی آمریکا^{۱۱} مجبور شد از ابزار نقدینگی بیشتری استفاده کند. همچنین بانک مرکزی آمریکا، تعداد متغیرهای اختاردهنده را افزایش داد که شامل دامنه وسیعی از شاخصهای اقتصادی، مثل قیمت های اجناس، نرخ تبدیل ارز و منحنیهای بازده^{۱۲} بود. در اکثر کشورهای که بخشهای مالی خود را آزاد کرده بودند، مشکلاتی اینچنینی به وجود آمد. سرانجام این تغییرات موجب به وجود آمدن نگرشی جهت چارچوب طراحی سیاست پولی شده است که شامل هدفهای تورمی می باشد.

درسی برای بانکهای مرکزی

کمتر کشوری را می توان یافت که برای آزادسازی نرخ بهره از خود تمایل نشان دهد. به رغم این، تعدادی از این کشورها با وجود خطرات حاصل از به کارگیری بی موقع آزادسازی نرخ بهره، به تدریج خود را با شرایط آزادسازی تطبیق داده اند. برای اجتناب از خطرات حاصل از آزادسازی بی موقع نرخ بهره، باید تا تکمیل اصلاحات دیگر، آن را به تعویق انداخت. برخی دیگر از

کشورها درجه بالاتری از آزادسازی را اعمال کرده اند. اما به نظر نمی رسد منافع زیادی عایدشان شده باشد.

اینکه آیا باید آزادسازی به تعویق بیفتد یا نه مورد بحث است. در برخی از موارد، سیاستگذاران، کنترل کمی بر پیامدهای آن دارند و نمی توانند آن را به تعویق بیندازند. با وجود این در برخی از کشورها، تدریجی عمل کردن، یک راه حل ممکن است که به کشور امکان اداره کردن ساختاری که در این مقاله معرفی شد را می دهد و زمینه فرایند هموار آزادسازی را مساعد می کند. در این ارتباط برپایی یک سیستم بانکی سودآور و سالم، اساس اصلاحات مالی به شمار می رود. آزادسازی، منافع مورد انتظار را به وجود نمی آورد، مگر اینکه تخصیص اعتبار بهبود یابد. به علاوه توسعه یک بازار پولی سالم، اصلاحات مدیریت پولی را تسهیل می کند و استفاده از چارچوبهای غیرمستقیم که به بانک مرکزی اجازه می دهد به وسیله تاثیرگذاری بر سطح عمومی نرخهای بهره از راه عملیات بازار باز بر عرضه و تقاضا تاثیر گذار را تسهیل می کند.

- 1- Timing
- 2- Pace
- 3- Sequencing
- 4- Developing and transition countries
- 5- Credit culture
- 6- Retail lending rate
- 7- Treasury bills
- 8- Repurchase agreement
- 9- Over-the-counter
- 10- Negotiable short term security
- 11- Federal Reserve
- 12- Yield curves

منبع:

Finance & Development / June 1997