

# آزادسازی نرخ بهره: درس‌هایی از افریقا

بارت تارتل برم ترجمه ابراهیم التجائی

این مقاله بررسی مفاهیم نظری و تحلیلی از تجربه پنج کشور افریقایی در آزادسازی نرخ بهره را دربردارد. به‌رغم پیشرفت اساسی در زمینه اصلاحات سیاست پولی، آزادسازی تنها به‌طور جزئی سطح و تنوع نرخ‌های بهره را متأثر ساخته است. در این مطلب عوامل چندی مانند بی‌ثباتی اقتصادی کلان، بازارهای مالی چند قطبی، نبود بازارهای سرمایه توسعه‌یافته و همچنین مراتب برنامه‌های آزادسازی و دسترسی نامتقارن به اطلاعات، افزایش در شکاف میان نرخ‌های بهره و سپرده و وام و نیز الگوی نسبتاً انعطاف‌ناپذیر نرخ‌های بهره در دوره گذار به‌سوی یک سیستم مالی مبتنی بر بازار تشریح می‌شود.

## مقدمه

از آغاز دهه ۱۹۷۰، توجه فزاینده‌ای به‌سوی تأثیرات زیان‌آور سرکوب مالی در شمار زیادی از کشورهای روبه توسعه جلب شد. مک کینان (۱۹۷۳ و ۱۹۸۸)، که این موضوع را اولین بار مطرح کرد، خاطر نشان ساخت که یک اقتصاد از نظر مالی هنگامی سرکوب شده است که «دولت‌ها از یک سو مالیات بگیرند و از سوی دیگر بازارهای سرمایه داخلی‌شان را تخریب کنند»، که در نتیجه آن، برخلاف اعتقاد متعارف، پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری محدود و رشد اقتصاد متوقف می‌شود.

در اواخر دهه ۱۹۷۰، شماری از کشورهای روبه توسعه — نخست در آسیا و امریکای لاتین — مبادرت به نوعی آزادسازی مالی با نتایج بسیار متفاوت کردند. در شیلی و آرژانتین، حذف ناگهانی سقف‌های اعتباری و نرخ‌های بهره منجر به نرخ‌های بهره واقعی بسیار بالا شد، که در مواجهه با شوک‌های واقعی زیان‌آور و مدیریت ناکارای بانکی، دخالت گسترده دولت برای بازگرداندن نظم به سیستم مالی را ضروری ساخت. در مالزی و کره، آزادسازی مالی با موفقیت بیشتری همراه بود. بنگاه‌ها و مؤسسات مالی با آرامش

بیشتری با فضای تعدیل‌یافته جدید، ولی هنوز تحت نظارت، تطبیق یافتند. برای این نتایج متفاوت، به‌طور گسترده دلایلی گزارش شده است (چو و خات خات [۱۹۸۹]، کوریو و دی‌ملو [۱۹۸۵]، ولودرز [۱۹۸۵]، همچنین دیگران).

در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰، برخی از کشورهای افریقایی نیز در صدد آزادسازی سیستم‌های مالی خود از جمله نرخ‌های بهره برآمدند و تجربه آن‌ها در زمینه این اصلاحات در این تحقیق شرح داده شده و تحلیل می‌شود. این تحلیل به پنج کشور جنوب صحرای افریقا، کشورهای خارج از حوزه فرانک افریقا، گامبیا، غنا، کنیا، مالاوی و نیجریه) که یک برنامه آزادسازی نرخ بهره را در اواخر دهه ۱۹۸۰ اتخاذ کردند، محدود می‌شود. با پشتیبانی صندوق بین‌المللی پول این کشورها نرخ‌های بهره را آزاد کردند، ابزارهای پولی غیرمستقیم را توسعه دادند یا دوباره فعال کردند، چارچوب اصلاحات را تقویت کردند و با هدف افزایش کارایی تخصیص اعتبار در اقتصاد، رقابت در بخش مالی را برانگیختند. اثر اولیه آزادسازی نرخ بهره بر سطح و تنوع نرخ‌های وام‌دهی محدودتر بود. در اصل، این نرخ‌ها تنها به صورت جزئی نسبت به تغییرات تورم واکنش نشان دادند، از سوی دیگر، نرخ‌های سپرده پس از آزادسازی‌شان گرایش به کاهش یافتند. این وضع منجر به یک افزایش در تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده شد.

این تحقیق به صورت زیر تنظیم شده است. بخش دوم برخی روابط پایه‌ای را مورد بحث قرار می‌دهد و یک مرور مختصر از بحث مک‌کینون - شاو درباره آزادسازی مالی و روش‌هایی را که در سال‌های اخیر توسعه یافته و اصلاح شده است، ارائه می‌نماید. بخش سوم تجربه پنج کشور افریقایی جنوب صحرای افریقا در ارتباط با این بحث‌های نظری را مرور می‌کند. بخش سوم نتایج اصلی را خلاصه می‌کند.

## ملاحظات نظری

### ۱. برخی روابط پایه‌ای

از نظر تئوری، رابطه میان پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی از یک سو و نرخ‌های بهره از سوی دیگر به‌طور کلی روشن نیست.<sup>۲</sup>

در زمینه رابطه میان پس‌اندازها و نرخ‌های بهره، دو اثر متضاد وجود دارد. نخست، یک افزایش در نرخ‌های بهره واقعی تراز میان مصرف و پس‌انداز را به نفع پس‌انداز تغییر می‌دهد. به تعویق انداختن مصرف کنونی برای مصرف آینده کم هزینه‌تر می‌شود (اثر جانشینی). به هر حال، یک افزایش در نرخ‌های بهره واقعی درآمد را افزایش می‌دهد، که مصرف را نیز افزایش خواهد داد (اثر درآمدی). بنابراین، اثر خالص افزایش نرخ‌های بهره پس‌اندازها، از هر دو لحاظ مالی و غیرمالی، مبهم است. حرکت نرخ‌های واقعی سپرده

از منفی به مثبت، به‌رحال، بر ترکیب پس‌اندازها تأثیر می‌گذارد. با نرخ‌های بهره منفی پایدار، خانوارها با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی، کالاهای مصرفی بادوام یا دارایی‌های خارجی، از زیانمند شدن خود در برابر تورم جلوگیری خواهند کرد. در این حالت، آزادسازی نرخ بهره، که نرخ‌های بهره واقعی مثبت را موجب می‌شود، می‌تواند آثار مهمی بر پس‌اندازهای مالی داشته باشد (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۸۳). لازم به یادآوری است که عوامل سازمانی ممکن است اثر افزایش در نرخ‌های بهره بر پس‌اندازها را محوکنند، به‌ویژه وقتی بخش عمده پس‌اندازها به‌شکل پس‌انداز اجباری در صندوق‌های بازنشستگی یا تأمین اجتماعی است.

نرخ‌های بهره هم بر حجم و هم بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند. این‌جا آشکارا یک رابطه بین حجم پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری وجود دارد. پس‌اندازهای بیشتر بر وجوه قابل وامدهی بیشتر و بنابراین بر سرمایه‌گذاری بیشتر دلالت دارند. اگر سیاست نرخ بهره پایین منجر به جریان خروج سرمایه شود، سرمایه‌گذاری داخلی محدود به در دسترس بودن پس‌اندازها می‌شود. همانند تقاضا برای وجوه قابل وامدهی، برخی از مباحث نظری نیز درباره رابطه معکوس بین نرخ‌های بهره و سرمایه‌گذاری وجود دارد. نخست این که نگاهی به ارزش حال خالص سرمایه‌گذاری می‌گوید که نرخ‌های بهره بالاتر بر نرخ تنزیل بالاتر برای عایدی انتظاری پروژه سرمایه‌گذاری دلالت دارند و بنابراین سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهند. دوم این که نرخ‌های بهره بالاتر هزینه تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به بیش از نرخ بازده انتظاری آن‌ها افزایش می‌دهند. با این حال، مباحث یاد شده این مطلب را که نرخ‌های بازده انتظاری از محیط اقتصاد کلان تأثیر پذیرند، به حساب نمی‌آورند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۸۳). تغییرات در نرخ‌های بهره همچنین ترکیب سرمایه‌گذاری و از این‌رو کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را متأثر می‌سازد. وقتی نرخ‌های بهره واقعی منفی هستند، بنگاه‌ها گرایش به وام‌گیری به‌منظور انجام اقداماتی، مانند انبار کردن کالا و واردات، در جهت جلوگیری از زیان ناشی از تورم دارند. اگر عرضه وجوه قابل وامدهی محدود باشد، این نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری‌های کارا تر در زمینه ماشین‌آلات و تجهیزات را از گردونه خارج خواهد کرد.

رابطه میان نرخ‌های بهره واقعی و رشد اقتصادی از نظر تئوری هنوز به‌خوبی مشخص نیست. اگر اثر جانشینی بر اثر درآمدی غلبه کند، افزایش در نرخ‌های بهره واقعی پس‌اندازها را افزایش خواهد داد. اگر رشد اقتصادی با کمبود وجوه قابل وامدهی، محدود شود، این افزایش در پس‌اندازها، سرمایه‌گذاری و از این‌رو رشد اقتصادی را تحریک می‌کند و ارتباط بی‌واسطه با پس‌انداز ایجاد می‌شود. به‌هر حال، همان‌گونه که پیشتر گفته شد، این موضوع که وقتی بهره واقعی افزایش می‌یابد، آیا اثر جانشینی در حقیقت بر اثر

درآمدی غلبه خواهد کرد، روشن نیست.

از دیدگاه تجربی، اغلب مطالعات آثار روشنی از نرخ‌های بهره بر پس‌اندازها در کشورهای صنعتی نمی‌یابند. در برخی از کشورهای روبه توسعه به نظر می‌رسد که نرخ‌های بهره بالاتر، در نتیجه یک برنامه آزادسازی مالی، اثر مثبت بر پس‌اندازهای مالی داشته‌اند. به هر حال، همان‌طور که اشاره شد، این مطلب لزوماً افزایش در پس‌انداز کل را بازتاب نمی‌دهد بلکه یک حرکت از سرمایه‌گذاری‌ها در دارایی‌های غیرمالی<sup>۳</sup> به پس‌اندازهای مالی<sup>۴</sup> را نشان می‌دهد. اگر آزادسازی مالی بخشی از یک برنامه فراگیر اقتصاد کلان باشد، ممکن است بهتر از تأثیرات متغیرهای دیگر، مانند کاهش در کسوی بودجه، افزایش در پس‌اندازها را توجیه کند. اگر نرخ ارز نیز همزمان تثبیت شود، افزایش در پس‌اندازهای داخلی صرفاً ممکن است که انتقال سبب دارایی از دارایی‌های خارجی به دارایی‌های داخلی را نشان دهد، که به‌طور مستقیم با افزایش نرخ‌های بهره در ارتباط نیست. به علاوه، آزادسازی مالی همچنان که بخش بانکداری در ارتباط با بازارهای غیررسمی رقابتی‌تر می‌شود، می‌تواند منجر به یک جریان ورودی پس‌اندازها از بازار غیررسمی به داخل سیستم رسمی بانکی گردد.<sup>۵</sup>

## ۲. پارادایم سرکوب مالی

به‌رغم این ابهام‌های تجربی و نظری، یک تغییر عمده در طرز تلقی نسبت به سیاست‌های نرخ بهره در اوایل دهه ۱۹۷۰ رخ داد. در ۱۹۷۳، هم مک‌کینون و هم‌شا و فضای نرخ‌های بهره پایین و دخالت‌گستوده دولت، را که در اغلب کشورهای روبه توسعه وجود داشت، به‌عنوان وضعیتی از سرکوبی مالی توصیف کردند. به‌باور آنان نرخ‌های بهره پایین ممکن است سطح مطلوب سرمایه‌گذاری را افزایش داده باشد، ولی همچنین سطح واقعی سرمایه‌گذاری را به دلیل کاهش در پس‌اندازها کاهش داده است. نرخ‌های بهره که بر حسب مقادیر واقعی اغلب در سطوح منفی تعیین شده‌اند، پس‌انداز مالی را دلسرد می‌کنند، توسعه بخش مالی را باز می‌دارند و فرار سرمایه را تشویق می‌کنند.

مک‌کینون (۱۹۷۳)، در حالت نبود بازارهای مالی توسعه‌یافته یا دستیابی محدود به این بازارها برای اغلب سرمایه‌گذاران، بر اهمیت تأمین مالی توسط خود سرمایه‌گذاران تأکید کرد. این موضع وی را به قضیه محوری‌اش که سرمایه فیزیکی و پولی مکمل یکدیگرند، رهنمون ساخت. با توجه به تلنبارگی<sup>۶</sup> سرمایه‌های فیزیکی، سرمایه‌گذاران نخست در دارایی‌های مالی پس‌انداز می‌کنند تا زمانی که قادر باشند در دارایی‌های فیزیکی سرمایه‌گذاری کنند. نرخ‌های بهره پایین اثر منفی بر این فرایند تأمین مالی توسط خود سرمایه‌گذاران دارد. اگر نرخ‌های بهره حقیقی منفی باشند، انباشت دارایی‌های پولی دشوارتر و کم سودتر نسبت به اقدامات

دیگر حفاظت در برابر تورم<sup>۷</sup> می‌شود.

شاو (۱۹۷۳)، از سوی دیگر، بر تأمین مالی خارجی برای سرمایه‌گذاری و رشد تأکید کرد. از نظر او، توسعه بخش مالی پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و از این‌رو رشد اقتصادی، کاهش ریسک، صرفه‌های مقیاس، هزینه‌های پایین‌تر اطلاعات، و همساز شدن تفاوت در ترجیحات نقدینگی میان وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان را در پی خواهد داشت. وی اثر زیانبار نرخ‌های بهره پایین و منفی بر توسعه بخش مالی را گوشزد کرد.<sup>۸</sup>

بنابراین، در حالی که سازوکارهای معین در دو مدل با هم متفاوت‌اند، نتیجه‌گیری یکسان است. سیاست‌های نرخ بهره پایین اختلالات بزرگی در اقتصادهای اغلب کشورهای رو به توسعه پدید آورده است. تنها راه برای نیرو دادن به رشد اقتصادی از مسیر یک برنامه توسعه مالی می‌گذرد که مستلزم آزادسازی در بخش مالی است. به‌طور خاص، تمام کنترل‌های مستقیم بر نرخ‌های بهره و اعتبار باید حذف شوند و مقامات باید از تخصیص‌های تکلیفی اعتبار بین بخش‌ها پرهیز کنند. آن‌گاه نرخ بهره به‌عنوان یک قیمت بازاری رفتار خواهد کرد و در شرایط واقعی مثبت خواهد شد، به‌طوری که پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری را افزایش خواهد داد.

این عقاید چیزی نبود که در اوایل دهه ۱۹۷۰ پذیرفته شود. نخست، در آن زمان یک باور وجود داشت مبنی بر این که نرخ‌های بهره پایین سرمایه‌گذاری و رشد را تحریک می‌کنند و تخصیص منابع در اقتصاد را ارتقاء می‌دهد. این پذیرفته شده بود که نرخ‌های پایین می‌تواند پس‌اندازها را کاهش دهد. ولی تمایل به راهبرد اجباری کردن پس‌انداز فرای سیستم تخصیص منابع متکی بر بازار بود. نرخ‌های بهره پایین (به‌عنوان هدف) دولت‌ها را به‌استفاده از حق ارزیابی<sup>۹</sup> و می‌دارد و هزینه تأمین مالی کسری بودجه را کاهش می‌دهد.<sup>۱۰</sup> بحث مشابهی در مورد سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی وجود دارد. مدل‌های برنامه‌ریزی توسعه مورد استفاده قرار گرفتند تا بخش‌ها و مناطق «اولویت‌دار» را برای سرعت بخشیدن به رشد اقتصادی‌شان هدف قرار دهند. این گروه‌های مورد هدف به اعتبارات ارزان‌تری دسترسی داشتند، که این وضع نیازمند وجود سیستم نرخ‌های اداره شده وام بود. در این موارد، نرخ‌های بهره بیشتر به‌عنوان ابزار سیاست‌های درآمدی و توسعه، به‌جای سیاست پولی، به‌کار می‌رفتند. دوم، همان‌گونه که شاو (۱۹۷۳) خاطر نشان کرد، یک بدگمانی نسبت به روشی که مؤسسه‌های مالی عمل می‌کردند وجود داشت و باور بر این بود که این مؤسسات از رانت‌های انحصاری بهره‌مندند. از دیدگاه سیاست‌گذاران، این شکست بازار، دخالت دولت در بخش مالی از طریق استفاده از سقف‌های اعتباری و نرخ‌های بهره را توجیه می‌کرد. سوم، شاو (۱۹۷۳) همچنین کنترل غیرمؤثری را که مقامات بر رشد پول دارند به‌عنوان برهان منطقی سرکوب مالی

خاطر نشان ساخت. هم مک - کینون و هم شاو تأکید کردند که نظم پولی برای یک راهبرد مؤثر توسعه مالی ضروری است. در بسیاری از کشورهای رو به توسعه، کاربرد ابزارهای پولی غیرمستقیم برای کنترل نقدینگی و تورم جایگاهی نداشتند که این استفاده از ابزارهای مستقیم عمدتاً سقف‌های نرخ بهره و اعتبار را توجیه می‌کرد. سرانجام، حتی در حالت‌هایی که مقامات ناگزیر از رهیافت فراتری متکی بر بازار بودند، آن‌ها اغلب سقف‌های اعتبار و نرخ بهره را از بیم آثار تورمی آزادسازی مالی برقرار نگه می‌داشتند.

همان‌طور که گفته شد، همه کشورهای یک تجربه موفق در ارتباط با آزادسازی مالی نداشتند. اگرچه ناکامی برخی از این برنامه‌های آزادسازی مالی در سال‌های پایانی دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ موجب بازگشت به چارچوب قدیمی دخالت همه جانبه دولت در بخش مالی نشد، ادامه این پژوهش اهمیت اشکالات ساختاری مانند ناپایداری اقتصاد کلان، دسترسی نامتقارن وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان به اطلاعات و نوسان در برنامه آزادسازی را روشن نموده است. بخش بعدی یافته‌های اصلی این تحقیق را خلاصه می‌کند و اهمیت این عوامل در تعیین نرخ‌های بهره را به نمایش می‌گذارد.

### ۳. پیشرفت‌های نظری اخیر

#### الف) ساختارهای بخش مالی

در نبود هزینه‌های مبادله، نابه‌سامانی‌های بازار و مشکلات اطلاعاتی، هیچ نیازی به دخالت دولت برای ایجاد کارایی در تخصیص وجود ندارد. در این حالت، همان‌گونه که فرای (۱۹۸۸) خاطر نشان می‌کند، سازماندهی‌ها بی‌موردند در یک چنین بخش مالی، نرخ‌های بهره تخصیص دهنده‌های بهینه اعتبار در اقتصادند. بنگاه‌های مالی درآمدهای‌شان را از طریق تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده و کارمزدهایی که از مشتریان‌شان می‌گیرند ایجاد می‌کنند. در یک بازار رقابتی این درآمد برای پوشش هزینه‌های عملیاتی، مانند هزینه‌های اداری و بازپرداخت نشدن اصل و فرع وام در سررسید کفایت می‌کند. اگرچه بازارهای مالی در سراسر جهان نابه‌سامان‌اند، این نابه‌سامانی‌ها در کشورهای روبه‌توسعه گرایش به وخیم‌تر شدن دارد. بازارهای کوچک و ضعیف، هزینه‌های مبادله بالای ناشی از ناکارایی مدیریتی و نظام دولتی، همگی یکدیگر را متأثر می‌سازند و سطح و ساختار نرخ‌های بهره را تخریب می‌کنند.

در اغلب کشورهای روبه‌توسعه، بازارهای مالی کم توسعه یافته هستند و در این بازارها تنها شمار محدودی بنگاه مالی وجود دارند. این وضعیت یک تباری ضمنی یا انحصار در بخش مالی به وجود می‌آورد و بنگاه‌های مالی می‌توانند با افزایش کارمزدها و تفاوت میان نرخ‌های سپرده و وام منافع رانتی به دست بیاورند. هنگامی که نرخ‌های بهره اداره شده هستند، این بنگاه‌ها کارمزدهای‌شان را افزایش می‌دهند یا،

هنگامی که این کارمزدها تا سقفی محدود شده هستند، بنگاه‌ها می‌توانند منافع جنبی بیشتری به این صورت که وام‌گیرندگان مجبور باشند تا در یک نرخ بهره پایین‌تر سپرده‌گذاری کنند، درخواست نمایند. از آن‌جا که بانکه‌ها در آمدشان را از تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده به دست می‌آورند، رقابت محدود مانند آنچه گفته شد، بر سطح نرخ‌های بهره در هیچ مسیر ویژه‌ای نیروی وارد نمی‌سازند و فتنی بانکه‌ها در تعیین نرخ‌های بهره‌شان آزادند، رقابت محدود منجر به تفاوت بیشتر میان نرخ‌های وام و سپرده نسبت به یک بازار رقابتی می‌شود.<sup>۱۱</sup>

هزینه‌های مبادله عامل دیگر تعیین‌کننده تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده‌اند. این هزینه‌ها نوعاً بر حسب تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده و کارمزدهایی که بنگاه‌های مالی دریافت می‌کنند پوشش داده می‌شوند. هزینه‌های مبادله شامل هزینه‌های اداری نظام پرداخت‌ها و هزینه‌های بازپرداخت نشدن اصل و فرع وام در سررسید است. در کشورهای رو به توسعه این هزینه‌ها گرایش به بالاتر بودن نسبت به جهان صنعتی شده دارند. نظام‌های پرداخت هنوز در حال پیشرفت‌اند و به آن سطح کارایی نرسیده‌اند که در کشورهای توسعه‌یافته به دست آمده است. ناپایداری اقتصاد کلان، ضعف در نظارت‌های لازم بانکی و نبود تخصص فنی در بخش مالی در کشورهای رو به توسعه فراگیرند و هزینه‌های بازپرداخت نشدن اصل و فرع وام در سررسید را به‌طور قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌دهند. به‌علاوه، روش‌های قانونی برای جبران وام‌های زیان‌بار عموماً در کشورهای رو به توسعه کارایی کمی دارند. این مسائل باعث می‌شوند تا تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده به‌طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یابد.

مطلب مهم مشابه، سیاست‌های دولت در ارتباط با بخش مالی است. به‌دلیل محیط به‌شدت تحت نظارت، بازارهای مالی در کشورهای رو به توسعه عموماً در زمان آزادسازی مالی کارتلی هستند. سقف‌های اعتباری و سیاست‌های اعتباری انتخابی اغلب گرایش به حمایت از بنگاه‌های جاافتاده موجود و حفظ سهم بازار این بنگاه‌ها، یعنی حذف عملی تازه‌واردان به بازار، دارند. به‌علاوه، دولت‌های کشورهای رو به توسعه یک سنت مبنی بر ایجاد بانکه‌های خاص توسعه‌ای برای تأمین مالی فعالیت‌ها یا مناطق ویژه در اقتصاد دارند. این بنگاه‌ها اغلب قدرت انحصاری در خدماتی که ارائه می‌دهند، دارند. تکه‌تکه شدن بازار توانایی این بنگاه‌ها برای دستیابی به منافع رانتی از طریق افزایش نرخ‌های وام‌دهی و یا کاهش نرخ‌های سپرده را افزایش می‌دهد.

این سه مانع ساختاری — بازارهای کوچک و ضعیف، ناکارایی مدیریتی و نظارت انتخابی دولت — نه تنها به‌طور مستقیم نرخ‌های بهره را متأثر می‌سازند بلکه یکدیگر را نیز تقویت می‌کنند. دخالت انتخابی دولت دیوارهایی در فضای مالی کوچک گذشته، که تقویت‌کننده گرایش‌های انحصاری چند جانبه بود،

ایجاد می‌کند. نبود رقابت منتج از آن انگیزه ناچیزی برای نوآوری ایجاد می‌کند و به ناکارایی مدیریتی جایزه می‌دهد. توسعه مهارت‌های قوی بانکداری، مانند تحلیل از زندگی اعتبار از دید وام‌گیرندگان، تشویق نمی‌شود، چون سهم‌های بازار در یک نظام اعتباردهی مستقیم و کنترل نرخ بهره کم و بیش ثابت شده هستند.

## ب) ناپایداری اقتصاد کلان و مالی

در بحث پیرامون مدیریت نرخ بهره در کشورهای روبه‌توسعه، اهمیت شرایط پایدار اقتصاد کلان و مالی مورد تأکید قرار گرفته است. مک کینون (۱۹۷۳، ص ۷۹) این موضوع را به‌صورت زیر بیان نموده است:

این راهبرد ترجیح داده شده نرخ‌های بهره واقعی بالا در حالی که تأمین مالی واقعی در آن نرخ‌ها بسیار زیاد است، شاید در یک اقتصاد با تورم بالا و ناپایدار تقریباً ناممکن باشد. نااطمینانی و تمایل به اجتناب از ریسک ممکن است نرخ‌های اسمی بهره را که تورم قیمت انتظاری آینده را همراهی می‌کنند، بسیار بالا برای وام‌گیرندگان و بسیار پایین برای سپرده‌گذاران قرار دهد.

فرای (۱۹۸۸) از هانسون و نیل (۱۹۸۵، ص ۱۳) نقل قول می‌کند که می‌گویند «موفقیت برنامه‌های آزادسازی مالی بستگی به سیاست‌های داخلی مناسب مالی، پولی، نرخ ارز، بازرگانی و خارجی دارد.» فرای خودش می‌گوید «پایداری قیمت، نظم مالی دولت و قابل پذیرش بودن سیاست، به‌عنوان سه عامل کلیدی، پیروزی‌های آسیایی و شکست‌های امریکای لاتینی در اصلاحات مالی در پیش از سه دهه گذشته را توضیح می‌دهند.» (فرای ۱۹۸۸، ص ۳۲۶).

اگرچه اهمیت پایداری اقتصاد کلان و مالی همیشه به‌عنوان یک شرط لازم برای موفقیت یک برنامه آزادسازی مالی شناخته شده است، این‌جا دیدگاه‌های نظری تازه‌ای درباره تأثیرات زیان‌آور آزادسازی مالی در نبود پایداری اقتصاد کلان و مالی وجود دارد.

دورنبوش و رینوسو (۱۹۸۹) ترکیب به‌صورت بالقوه بی‌ثبات‌کننده [سه عامل] تورم ناپایدار بالا، نرخ ارز شدیداً در حال کاهش، و آزادسازی مالی را گوشزد می‌کنند. آن‌ها متذکر می‌شوند که یک تورم بالا و ناپایدار تقریباً همیشه تقاضا برای آزادسازی مالی را افزایش می‌دهد. به‌ر حال، آنان استدلال می‌کنند که این وضعیت در حالت افزایش بیشتر تورم، اگر دولت یک سیاست کسری بودجه را اجرا کند و نرخ ارز به سرعت در حال کاهش باشد، به‌وجود می‌آید. چنانچه دولت مجبور باشد بدهی خارجی‌اش را پرداخت کند، نرخ



ارز در حال کاهش هزینه‌ها را بر حسب پول داخلی افزایش می‌دهد. هنگامی که دولت به خلق پول برای تأمین مالی کسری‌اش متوسل می‌شود، نرخ‌های بهره بالاتر ناشی از آزادسازی مالی ممکن است درآمد دولت از خلق پول را به نحو چشم‌گیری کاهش دهد. با یک بودجه تعیین شده، این وضعیت حتی یک نرخ تورم بالاتر را موجب می‌شود.<sup>۱۲</sup>

بیرآخور و ویلانوا (۱۹۹۰) ناپایداری اقتصاد کلان را به اطلاعات ناکامل، وجود ریسک و مخاطرات معنوی ارتباط می‌دهند تا موفقیت یا شکست آزادسازی مالی در برخی کشورهای روبه توسعه را توضیح دهند. آن‌ها بحث استیگلیتز - وایس درباره سهمیه‌بندی اعتبارات را به کار می‌گیرند تا نشان دهند که آزادسازی مالی در حالت اطلاعات ناکامل حتی اگر در بخش مالی رقابت کامل وجود داشته باشد، احتمالاً منجر به نرخ‌های وام پایین‌تر از حد انتظار می‌شود. استیگلیتز و وایس (۱۹۸۱) مدلی را بسط می‌دهند که در آن نرخ‌های بهره یک عملکرد دوگانه دارند: نه تنها بازار وجوه قابل وامدهی را شفاف می‌سازند بلکه همچنین نقش یک علامت انتخاب را برعهده دارند تا به این ترتیب کیفیت کار وام‌گیرندگان را متأثر سازند. نرخ بهره بسیار بالای وام‌گیرندگان ریسک‌پذیرتر را جذب خواهد کرد (انتخاب معکوس) و به وام‌گیرندگان فعلی انگیزه می‌دهد تا پروژه‌های پر ریسک‌تر (انگیزه معکوس) را برای پوشش هزینه‌های تأمین مالی بالاتر برگزینند. ناپایداری اقتصاد کلان می‌تواند این وضعیت را بدتر کند، زیرا این ناپایداری بانک‌ها را مجبور می‌کند تا، به خاطر بازپرداخت نشدن بخشی از اصل و فرع وام‌ها در سررسید، ذخایر بیشتری نگهداری کنند. به هر حال، میرآخور و ویلانوا تأکید می‌کنند که در این جا یک اثر زیان‌بارتر از ناپایداری اقتصاد کلان وجود دارد، به این معنا که این ناپایداری به بانک‌ها و وام‌گیرندگان اجازه نمی‌دهد تا به طور مستدل هزینه وجوه قابل وامدهی در آینده را پیش‌بینی کنند. تا زمانی که وام‌گیرندگان ریسک‌گریزتر از بانک هستند، قراردادهای ریسک‌آمیز اطمینان خواهند کرد که نرخ بهره دریافت‌شده به وسیله بانک کم ارزش‌تر از هزینه فرصت پول است. به هر حال، این نوع قرارداد در برابر تکانه‌های اقتصاد کلان بسیار آسیب‌پذیر است.

هر دو این مباحثات تأثیر ناپایداری اقتصاد کلان بر نرخ‌های بهره را بررسی می‌کنند. نبود نظام پولی و مالی و نرخ‌های ارز به شدت در حال کاهش همگی تورم را تحریک می‌کنند که در دور بعد بر نرخ‌های بهره تأثیر می‌گذارد. به طور صریح‌تر، تورم بالا و نوسان‌دار از توسعه بازارهای بلندمدت - و بنابراین نرخ‌های بهره بلندمدت - جلوگیری می‌کند و سطح نرخ‌های سپرده کوتاه‌مدت را تنزل می‌دهد. توسعه بازارهای بلندمدت بیشتر، از نرخ‌های تورم ناپایدار لطمه می‌بینند. در نبود شیوه وام‌های شاخص، واسطه‌های مالی از تعهد وام‌های بلندمدت خودداری خواهند کرد.<sup>۱۳</sup> در این حالت‌ها، هزینه حقیقی وجوه قابل وامدهی نمی‌تواند در چارچوب‌های موجه پیش‌بینی شود، قراردادهای ضمنی بی‌اثر خواهند شد و بانک‌ها اگر

وام‌های بلندمدت را گسترش دهند، در اثر تکانه‌های زیانبار اقتصاد کلان هلاک و نابود خواهند شد. بنابراین، نرخ‌های بهره‌ای برای سپرده‌های بلندمدت وجود نخواهد داشت، چون به‌طور کلی بازاری موجود نخواهد بود. حتی نرخ‌های بهره‌ی وام‌های کوتاه‌مدت نیز متأثر خواهند شد. ناپایداری اقتصاد کلان مؤسسات مالی را مجبور به حفظ سطح بالاتر ذخایر می‌کند. این موضوع سودآوری این بنگاه را به‌مخاطره می‌اندازد و آن‌ها را مجبور به حفظ تفاوت بیشتر میان نرخ‌های وام و سپرده می‌کند.

یک مشکل متمایز ولی مرتبط، ناپایداری در بخش مالی است. ناپایداری اقتصاد کلان، فشار دولت برای گسترش وام‌ها به بنگاه‌های عمومی، و نبود مهارت‌های مدیریتی اغلب منجر به ایجاد دارایی غیرمولد در ترازنامه بانک‌های تجاری می‌شود. این دارایی‌های غیرمولد سودآوری بانک‌ها را کاهش می‌دهد و آن‌ها را وادار می‌کند تا برای جبران زیان‌های متحمل شده، عایدی بالاتری روی وام‌های جدید ایجاد کنند. این موضوع، تفاوت میان نرخ‌های وام‌دهی و سپرده را به‌طور معناداری افزایش می‌دهد.<sup>۱۴</sup> مازاد نقدینگی منبع دیگر ناپایداری در بخش بانکداری است. در اغلب کشورهای رو به توسعه، ترکیب سقف‌های اعتباری، نرخ‌های بهره‌ی اداره شده و سیاست‌های پولی و مالی سست منجر به ایجاد مازاد نقدینگی در بخش مالی می‌شود. این مشکل در ترازنامه بانک‌های تجاری به‌وسیله‌ی سطحی از ذخایر واقعی که به‌طور معناداری بالای ذخایر مورد نیاز است بازتاب می‌یابد. از آن‌جا که این ذخایر سود بسیار ناچیز یا صفر به‌دست می‌دهند، یک اثر کاهنده بر سودآوری بانک‌ها دارند. در مواردی که نقدینگی مازاد پیش از آزادسازی نرخ‌های بهره حذف نمی‌شود، احتمالاً نرخ‌های سپرده را کاهش می‌دهد تا زمانی که بانک‌ها در طرف وام‌دهی با محدودیت مواجه شوند. به‌علاوه، بانک‌ها پیش از اقدام فعال در جذب سپرده‌های جدید ابتدا اعتبارات مبتنی بر این ذخایر مازاد را گسترش خواهد داد.

### پ) سلسله مراتب آزادسازی مالی

سلسله مراتب برنامه‌های آزادسازی مالی نه تنها برای موفقیت همه‌جانبه‌ی آن حیاتی است بلکه قطعاً برای تعیین نرخ‌های بهره، پس از آن‌که آزاد می‌شوند، مهم است. میرآخور و ویلانوا (۱۹۹۰) یک سلسله مراتب مبتنی بر مدل خودشان که اثر ناپایداری اقتصاد کلان، اطلاعات ناکامل و مخاطرات معنوی بر آزادسازی مالی را برجسته می‌کند، پیشنهادی می‌نمایند. وانگ (۱۹۹۱) مشکل‌گذار به یک نظام کنترل پولی مبتنی بر بازار را مورد اشاره قرار می‌دهد و یک سلسله مراتب مبتنی بر تجربیات کشورها را پیشنهاد می‌کند. لیت و سوندر - راجان (۱۹۹۰) رهیافت مشابهی اتخاذ می‌کنند. همان‌گونه که وانگ (۱۹۹۱) خاطرنشان می‌کند، این موضوع‌های سلسله مراتبی بسیار متکی بر شرایط خاص کشورها است، مانند بنگاه‌های موجود و سرعتی که

چارچوب‌های قانونی می‌توانند تغییر داده شوند. بینش جامع فراهم آمده از این مطالعات این امکان را فراهم می‌کند تا در ادامه، مراحلی که باید برای آزادسازی مالی در کشورهای دارای مدیریت ضعیف بانکی و اقتصاد کلان ناپایدار اتخاذ شوند بررسی کنیم.<sup>۱۵</sup>

همان‌گونه که در بخش دوم، ۳- ب دیده شد، پایداری اقتصاد کلان قطعاً برای موفقیت هر برنامه آزادسازی مالی که اهمیت تورم متعادل، نرخ ارز مناسب و کسری‌های قابل قبول بودجه و حساب جاری را در نظر دارد، مهم است. بنابراین، نخستین گام باید ایجاد ثبات در اقتصاد باشد. در کنار مباحث نظری بخش دوم، ۳- ب مثال‌های ناخوشایندی از اتفاقاتی که می‌تواند بیفتد، هنگامی که بخش مالی در خلال دوره‌ای از ناپایداری اقتصاد کلان به‌طور بسیار سریع آزادسازی می‌شود، وجود دارد. کوربوودی ملو (۱۹۸۵) و میرآخور و ویلانوا (۱۹۹۰) تجربه شیلی، آرژانتین و اروگوئه را مطرح می‌کنند که آزادسازی مالی در زمان ناترازی‌های شدید اقتصاد کلان اتفاق افتاد. نرخ تورم در هر یک از این کشورها، بالا، کسری حساب جاری قابل توجه، نرخ ارز به‌سرعت در حال کاهش و رشد اقتصادی کند بود؛ ترکیب ناپایداری اقتصاد کلان و آزادسازی مالی در کنار نظارت ضعیف بانکی منجر به ضعف و نااطمینانی در نظام مالی، شامل «وام‌گیری ناگزیر»<sup>۱۶</sup> که خود منجر به نرخ‌های بهره بالا بر حسب مقادیر واقعی شد و سرانجام موجب انباشت دارایی‌های غیرمولد گشت. دخالت دولتی برای بازگرداندن سلامتی نظام مالی مورد نیاز بود.<sup>۱۷</sup> در هنگامی که ناترازی‌های اقتصاد کلان رفع می‌شوند، برای تقویت بنگاه‌های مالی ضعیف باید توجه ویژه‌ای بشود. از آنجا که بازسازی بنگاه‌های مالی احتمالاً سال‌های زیادی طول می‌کشد، این مهم است که این فرایند در اوایل برنامه آزادسازی مالی آغاز شود.

در جریان تثبیت اقتصاد، مقامات می‌توانند گام دوم را آغاز کنند. یک برنامه موفق آزادسازی مالی مستلزم هم توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم، مانند اسناد خزانه کوتاه‌مدت و ضمانت‌های تعیین‌شده به‌وسیله مقامات پولی، و هم تقویت چارچوب تنظیمی و نظارت احتیاطی بانکی است. همانند توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم، طرح‌های مزایده‌ای برای این ابزارهای جدید می‌تواند سازماندهی شود. به این معنا که نرخ‌های بهره بر این ابزارهای جدید شرایط بازار را بازتاب می‌دهند و این که مقامات پولی (دامنه‌ای از) نرخ‌های سپرده و وام را مبتنی بر این نرخ‌های بهره کلیدی تعیین می‌کنند. این آزادسازی جزئی نرخ‌های بهره همچنین علامتی قوی درباره تعهد دولت برای حرکت به سمت یک سیستم مالی مبتنی بر بازار نشان می‌دهد. بر این اساس اگر نظارت بانکی هنوز بسیار ضعیف باشد یا برخی بانک‌ها به اندازه کافی دارایی‌های غیرمولد خود را اصلاح نکرده باشند، آزادسازی یکباره احتمالاً به مصلحت نیست، اجرای انعطاف‌پذیر سقف‌های نرخ بهره مورد نیاز است.

ابزارهای غیرمستقیم جدید به مقامات امکان می‌دهد تا مازاد نقدینگی در بخش مالی را محو کنند و به شریکان بازار<sup>۱۸</sup> نیز امکان می‌دهد تا با این ابزارها که رفع کنترل‌های مستقیم را تسهیل می‌کنند، خو بگیرند. تقویت چارچوب تنظیمی و نظارت بانکی باید همزمان با معرفی ابزارهای پولی غیرمستقیم اجرا شود. مقامات پولی می‌توانند قواعدی مبتنی بر چگونگی آمادگی در برابر بدهی‌های برگشت‌ناپذیر<sup>۱۹</sup> تنظیم کنند. در جهت جلوگیری از بازگشت این مشکل، این مهم است تا از تنظیمات دقیق در خصوص دسته‌بندی وام‌ها و جمع‌آوری بهره‌ها اطمینان حاصل شود و محدودیت‌هایی بر تمرکز وام‌ها ایجاد شود، که این امر به بانک مرکزی ابزارهای لازم برای ارزیابی ریسک‌آمیزی سبد (وام) بانک‌های تجاری و عملیات اطلاق در هر مرحله را می‌دهد.

پس از طی این مراحل، مقامات می‌توانند رقابت در بخش مالی را بالا ببرند. داشتن قواعد تنظیم مؤثر بانکی و ابزارهای پولی غیرمستقیم در جای خود ضروری است. در نتیجه یک محیط به شدت تنظیم‌شده، بانک‌ها با رقابت تطبیق می‌یابند و از این رو دخالت مناسب دولت برای جلوگیری از هرگونه مازادی که احتمالاً سیستم فراگیر را تهدید می‌کند، لازم است. بازارهای مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌توانند بیشتر توسعه یافته باشند و باید به‌طور مناسبی تنظیم شده و مورد نظارت قرار گرفته باشند. بانک مرکزی باید نقدینگی در سیستم مالی را کنترل و عملیات و مسئولیت‌های شریکان بازار را تنظیم کند. در این اثنا، مقامات می‌توانند بازار را به وسیله اطلاعات به‌طور پیوسته منتشر شونده، شفاف سازند. در کنار این معیارها رقابت در میان بنگاه‌های مالی می‌تواند با یک روش مستقیم‌تر تشویق شود. از جمله، موانع موجود باید برطرف شوند، چارچوب تنظیمی برای انواع متفاوت بنگاه‌های مالی باید یکسان شوند، همه کنترل‌های اعتباری‌گزینشی باید حذف شوند، و بانک‌های دولتی باید در معرض فروش قرار گیرند.

سرانجام، همه کنترل‌های مستقیم بر نرخ‌های بهره و سقف‌های اعتباری باید برداشته شوند. در این مرحله، نرخ‌های بهره کلیدی بر اسناد خزانه کوتاه‌مدت و دیگر اسناد منتشر شده توسط مقامات پولی قبلاً تعیین شده بازار هستند و نرخ‌های بهره دیگر، به صورت شناور، پیرامون این نرخ‌های کلیدی مدیریت شده‌اند. بنابراین، این آزادسازی تنها ساختار نرخ بهره متداول را تأیید می‌کند. بر این اساس، سقف‌های اعتباری می‌توانند حذف شوند. با یک اقتصاد تثبیت‌شده، بانک‌ها قادر خواهند بود تا سپرده‌های بلندمدت را جذب کنند و وام‌های بلندمدت را گسترش دهند. رقابت با بانک‌های دیگر و بازارهای اوراق قرضه و دارایی آن‌ها را وادار به حذف هزینه‌های واسطه‌ای می‌کند. نظارت مؤثر بانکی از ناپایداری در سیستم جلوگیری می‌کند. اگر هرگونه تردیدی در ارتباط با کارایی ابزارهای پولی غیرمستقیم جدید یا معیارهای نظارت بانکی باقی بماند، ممکن است توجیهی باشد برای حفظ موقت سقف‌های اعتباری — در یک سطح غیراجباری —

در جای خود به‌عنوان یک سپر امنیتی تا هنگامی که سیستم با محیط جدید تطبیق یابد.

### کادر ۱

#### مراتب عملی یک برنامه آزادسازی مالی

##### گام ۱

بازگرداندن ثبات مالی و اقتصاد کلان

کاهش کسری‌های مالی

محکم کردن سیاست‌های پولی و اعتباری

تثبیت تراز پرداخت‌ها و بازگرداندن نرخ‌های ارز مناسب

بازسازی یا برجیدن کامل بنگاه‌های مالی غیرفعال

##### گام ۲

تقویت فضای تنظیمی و نظارت بانکی

پایه‌گذاری قواعد و مقررات طبقه‌بندی وام‌ها، تدارک در برابر بدهی‌های برگشت‌ناپذیر، جمع‌آوری نرخ بهره، کفایت سرمایه و محدودیت‌های روی تمرکز وام

توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم

معرفی یا فعال‌کردن دوباره ابزارهای پولی غیرمستقیم

آزادسازی نرخ‌های بهره روی این ابزارها ایجاد فرآیند

مزایده‌گذاری بانک مرکزی معرفی تسهیلات تأمین مالی دوباره

##### گام ۳

افزایش رقابت میان بانک‌ها

افزایش مجوز بانکی

مجوز دادن به بانک‌های خارجی

اجازه دادن به بنگاه‌های مالی غیربانکی تا با بانک‌ها رقابت کنند

خصوصی‌سازی بانک‌ها

##### گام ۴

برداشتن کنترل‌های مستقیم

آزادسازی کامل نرخ‌های وام و سپرده

برداشتن سقف‌های اعتباری مستقیم

مأخذ: قسمت به قسمت متکی بر میرآخور و ویلانوا (۱۹۹۰) وانگ (۱۹۹۱)، ولیت و سوندارا راجان (۱۹۹۰).

نرخ‌های بهره هنگامی که در یک مرحله ابتدایی در برنامه آزادسازی آزاد می‌شوند، چگونه رفتار می‌کنند؟ همان‌طور که قبلاً ذکر شد، آزادسازی نرخ‌های بهره پیش از آنکه ثبات اقتصاد کلان به دست آمده باشد، احتمالاً تفاوت میان نرخ‌های وامدهی و سپرده را افزایش می‌دهد. به علاوه، همان‌گونه که تجربه برخی از کشورها نشان داده است، وام‌گیری ناگزیر می‌تواند منجر به نرخ‌های واقعی وام بیش از اندازه بالا شود. مازاد نقدینگی، دارایی‌های غیرمولد و انحصار یا تبانی در بخش مالی، گرایش به افزایش تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده را تقویت می‌کند. هنگامی که بانک‌ها در افزایش نرخ‌های وام خود محدودیت دارند، این می‌تواند موجب کاهش نرخ‌های سپرده شود.

### تجربه آزادسازی مالی در کشورهای افریقایی برگزیده

کشورهای گامبیا، غنا، کنیا، نیجریه و مالاوی همگی در حال بیرون آمدن از ناترازی‌های اقتصاد کلان هستند که در اوایل دهه ۱۹۸۰ پدیدار شده بود. تکانه‌های خارجی زیان‌آور و سیاست‌های نامناسب به‌طور معناداری به اقتصاد آن‌ها صدمه زده بود. در زمینه یک راهبرد تثبیت اقتصاد کلان و اصلاح ساختاری، این کشورها برنامه‌های آزادسازی مالی را در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ آغاز کردند. به عنوان بخشی از این برنامه‌ها، آن‌ها سقف نرخ‌های بهره را برداشتند. در برخی موارد، همچنین سقف‌های اعتباری نیز چندین سال پس از مقدمه‌سازی، برنامه آزادسازی مالی را برداشته‌اند (جدول ۱).

جدول ۲، رفتار نرخ‌های وامدهی و سپرده و تورم در سال‌های ۱۹۸۳ تا ۱۹۹۰ را تشریح می‌کند. در غنا، هم نرخ‌های وامدهی و هم نرخ‌های سپرده به‌طور معناداری بر حسب مقادیر واقعی افزایش یافتند. به طوری که نرخ‌های وامدهی در ۱۹۸۹ مثبت شدند. نوسان بالای تورم در نیمه نخست این دهه نوسان‌های بزرگ در سطح نرخ‌های واقعی بهره را موجب شد. یک کاهش معنادار در تورم از سطح‌های موجود در اوایل دهه ۱۹۸۰ نرخ‌های واقعی بهره را به‌طور معناداری بالا برد. نرخ‌های وامدهی در سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۰ کم و بیش ثابت بودند، در حالی که نرخ سپرده حداقل پس‌اندازها یک روند رو به پایین را در همان دوره نشان داد. این امر منجر به یک افزایش تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده به اندازه ۲/۱ درصد از ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۰ گردید. به مرحله، در ۱۹۹۱، هردو نرخ‌های وام و سپرده به شدت افزایش یافتند، در حالی که تفاوت مزبور به ۷/۹ درصد کاهش یافت.

کشور گامبیا از زمان آزادسازی نرخ بهره در ۱۹۸۷ در دستیابی به نرخ‌های واقعی مثبت بهره موفق بوده است. نرخ‌های بهره بر حسب مقادیر اسمی در ۸۶ - ۱۹۸۴ به شدت

افزایش یافتند، ولی نتوانستند پاسخگوی جهش ناگهانی تورم باشند. پس از کاسته شدن از تورم در ۱۹۸۷، نرخ‌های وامدهی بانک‌های تجاری، اگرچه آهسته، به سمت پایین تعدیل شدند. اگرچه نرخ تورم از ۱۹۸۷ به بعد حدود ۱۰ درصد باقی ماند، این نرخ‌های وامدهی از ۲۵ درصد بیشتر بودند. نرخ‌های سپرده از حدود ۱۸ درصد در ۱۹۸۶ به حدود ۱۳/۵ درصد در ۱۹۹۱ سقوط کردند. از این رو، تفاوت میان نرخ‌های وامدهی و سپرده از ۹ درصد در ۱۹۸۶ به ۱۳ درصد در ۱۹۹۱ افزایش یافت.

جدول ۱. آزادسازی نرخ بهره از کشورهای افریقای برگزیده

تاریخ برداشتن سقف‌های اعتباری	تاریخ برداشتن سقف‌های نرخ‌های بهره		
برنامه‌ریزی شده برای ۱۹۹۲	۱۹۸۷	سپتامبر	غنا
نوامبر ۱۹۹۰	۱۹۸۶	ژوئیه	گامبیا
—	۱۹۸۷	ژوئیه	کنیا
—	۱۹۸۷	ژوئیه	نیجریه
ژانویه ۱۹۹۱	۱۹۸۸	آوریل	مالاوی

مأخذ: داده‌های ارائه شده توسط مقامات پولی ملی.

در کنیا نرخ‌های اسمی بهره عموماً متأثر از تحولات تورم بودند. نرخ‌های بهره برحسب مقادیر حقیقی از ۱۹۸۳ به بعد مثبت شدند. نرخ‌های اسمی بهره از ۱۹۸۳ تا ۱۹۸۷، پس از یک افزایش، سقوط کردند که بازتاب افزایش تورم بود. از ۱۹۸۷ نرخ‌های بهره برحسب مقادیر واقعی در حال کاهش بوده‌اند. تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده از ۲ درصد در سال ۱۹۸۳ به ۶ درصد در سال ۱۹۹۱ افزایش یافت. در نیجریه الگوی تورم بر تحولات نرخ‌های واقعی بهره مسلط بود. پس از کاهش شدید تورم در ۱۹۸۵ نرخ‌های بهره برحسب مقادیر واقعی تا ۱۹۸۸ مثبت بودند. یک جهش در تورم در ۸۹-۱۹۸۸ منجر شد که نرخ‌های بهره برحسب مقادیر واقعی دوباره به ارقام منفی بازگردند. برحسب مقادیر اسمی، نرخ‌های سپرده به آرامی نسبت به این نوسان‌های تورمی واکنش نشان دادند، در حالی که نرخ‌های وامدهی به شدت رشد کردند.

جدول ۲. نرخ بهره و تورم، ۱۹۸۳-۹۱

(نرخ‌های بهره درصد سالانه است، در غیر این صورت اشاره می‌شود؛ تفاوت میان نرخ وام و سپرده درصدی است؛ تورم هم درصد سالانه است)

سال	۱۹۸۳	۱۹۸۴	۱۹۸۵	۱۹۸۶	۱۹۸۷	۱۹۸۸	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱
<b>غنا</b>									
نرخ وام	۱۹/۰	۲۱/۲	۲۱/۲	۲۰/۰	۲۵/۵	۲۵/۶	۲۶/۰	۲۶/۰	۲۹/۵
نرخ سپرده	۱۱/۵	۱۵/۰	۱۵/۸	۱۷/۰	۱۷/۶	۱۶/۵	۱۵/۵	۱۵/۲	۲۱/۶
تفاوت	۷/۵	۶/۲	۵/۴	۳/۰	۷/۹	۹/۱	۱۰/۵	۹/۸	۷/۹
تورم	۱۲۲/۸	۳۹/۶	۱۰/۴	۲۴/۶	۳۹/۸	۳۱/۴	۲۵/۲	۳۷/۲	۲۰/۰
<b>گامبیا</b>									
نرخ وام	۱۸/۰	۱۸/۰	۲۷/۰	۲۷/۰	۲۷/۰	۲۸/۵	۲۶/۵	۲۶/۵	۲۶/۵
نرخ سپرده	۷/۵	۷/۵	۱۵/۵	۱۸/۰	۱۵/۰	۱۵/۰	۱۳/۰	۱۳/۰	۱۳/۵
تفاوت	۱۰/۵	۱۱/۰	۱۱/۵	۹/۰	۱۲/۰	۱۳/۵	۱۳/۵	۱۳/۵	۱۳/۰
تورم	۱۵/۶	۲۱/۸	۳۵/۰	۴۶/۲	۱۲/۴	۱۰/۸	۱۰/۲	۹/۱	...
<b>کنیا</b>									
نرخ وام	۱۵/۰	۱۴/۰	۱۴/۰	۱۴/۰	۱۴/۰	۱۵/۰	۱۸/۰	۱۸/۰	۲۵/۰
نرخ سپرده	۱۳/۰	۱۲/۰	۱۲/۰	۱۲/۰	۱۰/۰	۱۳/۰	۱۳/۰	۱۵/۸	۱۹/۰
تفاوت	۲/۰	۲/۰	۲/۰	۲/۰	۴/۰	۲/۰	۵/۰	۲/۲	۶/۰
تورم	۱۱/۵	۱۰/۳	۱۳/۰	۳/۹	۵/۲	۸/۳	۹/۸	۱۱/۷	...
<b>نیجریه</b>									
نرخ وام	۱۳/۰	۱۳/۰	۱۳/۰	۱۵/۰	۱۵/۰	۱۸/۴	۲۹/۸	۲۹/۰	...
نرخ سپرده	۷/۵	۹/۵	۹/۵	۹/۵	۱۱/۰	۱۲/۴	۱۶/۵	۱۷/۸	...
تفاوت	۵/۵	۳/۵	۳/۵	۵/۵	۴/۰	۶/۰	۱۳/۳	۱۱/۲	...
تورم	۲۳/۲	۳۹/۶	۵/۵	۵/۷	۱۱/۳	۵۴/۵	۵۰/۵	۷/۵	...
<b>مالاوی</b>									
نرخ وام	۱۶/۵۰	۱۶/۰۰	۱۹/۰۰	۱۹/۵۰	۲۳/۰۰	۲۳/۰۰	۲۳/۰۰	۲۰/۰۰	...
نرخ سپرده	۱۲/۷۵	۱۴/۲۵	۱۴/۲۵	۱۷/۲۵	۱۳/۲۵	۱۳/۲۵	۱۳/۲۵	۱۳/۷۵	...
تفاوت	۳/۷۵	۲/۷۵	۴/۷۵	۲/۲۵	۹/۷۵	۹/۷۵	۹/۷۵	۶/۷۵	...
تورم	۱۲/۴	۱۲/۴	۱۴/۹	۱۴/۸	۲۸/۴	۳۰/۶	۱۴/۵	۱۱/۷	...

sources: International Financial Statistics, Various issues; Kapuretal. (1991); Reserve Bank of Malawi, *Financial and Economic Review*.



با توجه به سطوح متفاوت گستردگی بازارهای مالی در این کشورها، یک تعریف یکسان از نرخ‌های بهره برای همه این کشورها مناسب به نظر نمی‌رسد. به جای آن، متداول‌ترین نرخ سپرده و وام در هر کشور انتخاب شده است. توجه داشته باشید که به هر حال در آزادسازی مالی این «نرخ‌های مرجع» می‌توانند طی زمان تغییر کنند. در یادداشت‌های زیر، اطلاعات جزئی برای هر کشور داده شده است.

۱. نرخ وام‌های بیمه‌نشده ۸۸ - ۱۹۸۳؛ نرخ‌های وام متوسط ۹۱ - ۱۹۸۹.

۲. نرخ سپرده‌های سه ماهه.

۳. نرخ‌های وام بانک تجاری.

۴. حداقل نرخ‌های سپرده روی سپرده‌های سه ماهه.

۵. حداکثر نرخ‌های وامدهی بانک‌های تجاری.

۶. حداقل نرخ سپرده روی سپرده‌های ۹ تا ۱۲ ماهه.

۷. حداکثر نرخ وام، در پایان دوره.

۸. نرخ سپرده‌های پس‌انداز در بانک‌های تجاری، در پایان دوره.

۹. حداکثر نرخ وام‌های بیمه نشده بانک‌های تجاری.

۱۰. نرخ سالانه سپرده‌های ۱۲ ماهه در بانک‌های تجاری.

۱۱. آخرین ارقام در دسترس.

در مالوی، نرخ‌های وامدهی بر حسب مقادیر واقعی از ۱۹۸۳ مثبت بودند. از سوی دیگر، نرخ‌های واقعی سپرده از ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ منفی بودند. جهش در تورم در ۱۹۸۴ و ۱۹۸۸ جهشی در نرخ‌های اسمی سپرده را موجب نشد، که این باعث منفی شدن این نرخ‌ها بر حسب مقادیر واقعی شد. به دنبال کاهش در تورم پس از ۱۹۸۸، نرخ‌های اسمی وامدهی در آغاز ۱۹۹۰ کاهش داده شدند. تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده به حداکثر ۹/۷۵ درصد در ۸۹ - ۱۹۸۸ رسید ولی در ۱۹۹۰ به ۶/۲۵ درصد محدود شد.

در همه کشورهای در نمونه ما، تحرک‌های نرخ‌های واقعی بهره عموماً به وسیله تغییرات تورم تعیین شد. پیشرفت اساسی در پنج کشور در دهه ۱۹۸۰ با کاهش تورم و به دنبال آن افزایش نرخ‌های واقعی بهره تحقق یافت. نرخ‌های اسمی بهره به این نوسان‌های تورم، اگرچه به صورت آهسته، واکنش نشان دادند. در همان زمان، نرخ‌های وامدهی و سپرده عموماً به صورت متناسب با تغییرات در تورم واکنش نشان ندادند، به ویژه پس از آن‌که آزاد شده بودند. تغییرات در نرخ‌های وامدهی نسبت به تعدیل‌های نرخ سپرده وقتی تورم کاهش می‌یافت وقفه داشت، در حالی که هنگامی که نرخ تورم افزایش می‌یافت عکس آن گرایش به اتفاق افتادن داشت. این منجر به یک افزایش معنادار در تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده شد.

## ۱. توسعه نهادی

همان‌گونه که در بخش پیشین اشاره شد، عوامل نهادی یک نگرانی مهم در برنامه آزادسازی مالی هستند و یک تعیین‌کننده کلیدی نرخ‌های بهره را تشکیل می‌دهند. این‌جا ما گواه نمونه خودمان را ملاحظه می‌کنیم، که دگرگونی گسترده ساختارهای بخش مالی را بردارد. پس از طرح‌ریزی ساختار پایه‌ای بخش مالی، سودآوری بانک‌ها را مورد ملاحظه قرار می‌دهیم. همچنین تمرکز و ساختار مالکیت در بخش مالی و محدودیت‌های قانونی نیز مورد بحث قرار می‌گیرد (جدول ۳).<sup>۲۰</sup>

در غنا، بخش بانکی با داشتن ۱۱ بانک ثانویه و دارای جواز کامل تجاری، نسبتاً متفاوت است. در ۱۹۹۰ دو بانک دیگر — هر دو با مالکیت خصوصی — باز شد، که چشم‌انداز مطلوبی برای بانکداران را

### جدول ۳. تمرکز سپرده‌ها در بخش بانکداری\*

درصد سهم سه بانک بزرگ از کل سپرده‌ها	
غنا	۷۳
گامبیا	۱۰۰
کنیا	—
نیجریه	۳۷
مالاوی	۱۰۰

منبع: داده‌های تهیه شده توسط مقامات ملی.

\* بر حسب پایان سال ۱۹۹۰ برای غنا، گامبیا و نیجریه و ۱۹۸۹ برای مالاوی. با توجه به وجود سقف‌های اعتباری در همه این کشورها تا پایان سال ۱۹۹۰، این سهم‌های سپرده طی زمان خیلی تغییر نکردند.

نشان می‌داد که خود ناشی از اصلاح سیاست پولی و بخش مالی بود. در این کشور حدود ۲۰ شرکت بیمه در بخش مالی غیربانکی وجود دارد که به وسیله قوانین بانکداری نظارت نمی‌شوند. این بخش همچنین تراست بیمه ملی تأمین اجتماعی<sup>۲۱</sup> را در بردارد. این تراست، سیستم تأمین اجتماعی در غنا را مدیریت می‌کند و یک خریدار عمده اسناد خزانه کوتاه‌مدت و سهام دولتی است. یک بورس سهام در نوامبر ۱۹۹۰ تأسیس شد. در ابتدا حجم معاملات قابل توجه بود ولی در ادامه این حجم کوچک بوده است و تاکنون تنها ۱۱ شرکت در فهرست معاملات قرار گرفته‌اند. در ارتباط با تمرکز در بخش بانکداری، در پایان سال ۱۹۹۰ حدود ۷۳ درصد از سپرده‌ها به وسیله ۳ بانک از بزرگترین بانک‌ها جمع‌آوری شده بود. دولت و تراست بیمه ملی تأمین اجتماعی تسلط عمده بر ۸ بانک از ۱۳ بانک دارند. تا چندی پیش، سودآوری اغلب بانک‌ها به دلیل غیرمولد بودن بخش عمده دارایی‌هایشان بسیار پایین بود. ناکافی بودن تخصص بانکداری و

نظارت بانکی این وضعیت را بدتر کرد. به هر حال از ۱۹۸۸، تلاش‌ها برای ارتقای سیستم مالی وضعیت کلی را بهبود بخشیده است. از ۱۹۸۹، دارایی‌های غیرمولد به تدریج از ترازنامه بانک‌ها حذف شده است. در نتیجه برداشتن دارایی‌های غیرمولد، سودآوری اغلب بانک‌ها می‌توانست دوباره ایجاد شود. برای بانک‌هایی که هنوز دشواری‌های مالی را تجربه می‌کنند، برنامه‌های بازسازی انفرادی اجرا می‌شود.

در گامی، دادن مجوز به یک بانک تجاری جدید در ۱۹۹۱ شمار بانک‌های دارای مجوز را به ۴ بانک افزایش داد و رقابت را تحریک کرد. در کنار این بانک‌های تجاری، یک بانک پس‌اندازهای پستی، ۲ شرکت بیمه، تأمین اجتماعی و شرکت تأمین مالی خانه‌سازی وجود دارد. در گامی‌هیچ بازار دارایی مهمی وجود ندارد. در ارتباط با چارچوب قانونی که بنگاه‌های مالی در آن عمل می‌کنند، ذکر این نکته ارزشمند است که تنها بانک‌های تجاری می‌توانند سپرده بپذیرند و بانک پس‌اندازهای پستی با یک شیوه‌نامه جداگانه اداره می‌شود. شواهد می‌گویند که بانک‌ها اخیراً سودهای قابل توجهی کسب کرده‌اند، که این امر تلاش‌های انجام شده از ۱۹۸۸ برای بازگرداندن سلامتی سیستم مالی را بازتاب می‌دهد. همان‌گونه که از اندازه کوچک بخش مالی در گامی انتظار می‌رفت، اغلب فعالیت‌های مالی در تعداد کمی بانک متمرکز شده است. بزرگ‌ترین بانک تجاری در مالکیت دولت ۴۴ درصد سپرده‌ها را در اختیار دارد، در حالی که باقی‌مانده سپرده‌ها به‌طور مساوی بین دو بانک تجاری در مالکیت خصوصی تقسیم شده است. به هر حال، بانک تحت مالکیت دولت پس از بازسازی فعالیت‌هایش در اواسط سال ۱۹۹۱ برای فروش عرضه شد.

در کنیا یک بخش بانکداری متفاوت و رقابتی با ۸۸ بانک وجود دارد. به علاوه، در این کشور شمار بسیاری از بنگاه‌های مالی غیربانکی وجود دارند. بورس سهام در کنیا یک پیشینه طولانی دارد ولی بر اساس تعداد و ارزش معاملات نسبتاً کم اهمیت است. در ارتباط با سودآوری بانک‌ها، بانک‌های تجاری عموماً سودآورند، ولی بنگاه‌های مالی غیربانکی در یک وضعیت ضعیف‌تر قرار دارند. اخیراً، دولت یک بانک تجاری با مالکیت دولتی را از طریق ترکیب ۵ بنگاه مالی غیربانکی زیان‌آور تأسیس کرده است. اطلاعات جزئی درباره ساختار مالکیت در بخش مالی در دسترس نیست ولی بزرگ‌ترین بانک تجاری تحت مالکیت دولت است. الزامات قانونی فعالیت برای بانک‌ها و بنگاه‌های مالی غیربانکی متفاوت است، همان‌طور که نظارت‌های احتیاطی این چنین است. اگرچه بنگاه‌های مالی غیربانکی می‌توانند سپرده جذب کنند، به نظر می‌رسد که بازار متفاوتی برای بانک‌ها و بنگاه‌های مالی غیربانکی وجود دارد. اجرای قانون (اصلاح شده) بانکداری ۱۹۸۵، تاحدودی دوگانگی در مقررات و نظارت بین بانک‌ها و بنگاه‌های غیربانکی را عقلانی کرده است. صندوق پشتیبانی سپرده<sup>۲۲</sup> که در سپتامبر ۱۹۸۶ تأسیس شده، به منظور پشتیبانی سپرده‌ها در هر بانک تجاری، بنگاه مالی یا هر بنگاه واجد شرایط سپرده‌پذیری در کنیا به وجود

آمد. در ۱۹۸۷، قانون شرکت‌های ساختمانی<sup>۲۳</sup> برای تنظیم شرکت‌های ساختمانی تصویب شد. نیجریه در پایان سال ۱۹۹۰ یک بخش بانکداری رقابتی با ۱۰۹ بانک دارد. شمار بانک‌های تجاری و بانک‌های تخصصی بازرگانی پس از آزادسازی نرخ بهره، به ترتیب از ۲۹ به ۴۲ و از ۱۲ به ۲۴ افزایش یافت.

با این حال، این فرآیند پیش از آزادسازی نرخ بهره شروع شده بود و تنها قسمتی از آن به این موضوع مرتبط است که این امر دسترسی به مبادلات خارجی را که مجوز بانکداری فراهم می‌کند، نشان می‌دهد. بورس سهام در نیجریه یک ابزار مهم برای شماری از شرکت‌ها در افزایش سرمایه است، اگرچه این [روش افزایش سرمایه] هنوز از نظر ارزش در مقایسه با مبالغ افزایش سرمایه از طریق سیستم بانکی تا حدودی ناچیز است. در ارتباط با سودآوری این بنگاه‌ها، به نظر می‌رسد بانک‌های خصوصی و با مالکیت خارجی سودآور باشند، در حالی که عملکرد بانک‌های با مالکیت دولتی نسبتاً ضعیف است. یک تمرکزگرایی در بخش مالی سه بانک بزرگ که ۳۷ درصد کل سپرده‌ها و پنج بانک بزرگ که ۴۷ درصد سپرده‌ها را در اختیار دارند، وجود دارد. مالکیت دولتی عمدتاً با دولت فدرال است و دولت‌های محلی مختلف، روی هم، بیش از ۴۰ درصد شمار بانک‌های تجاری و حدود ۱۰ درصد بانک‌های تخصصی بازرگانی را کنترل می‌کنند. به نظر می‌رسد که تفاوت در مقررات بین بانک‌ها و بنگاه‌های مالی غیربانکی انتقالات دارایی عمده‌ای بین دو بخش را موجب شده است.<sup>۲۴</sup>

در مالاوی، بازار مالی نسبتاً کوچک است. این بازار دو بانک تجاری و تنها شمار اندکی بنگاه مالی غیربانکی را در بردارد. به علاوه، بازار دارایی بسیار ابتدائی است. شواهد سطحی با توجه به شواهدی مبنی بر تبانی بین دو بانک تجاری نشان می‌دهند که این دو بانک سودهای قابل توجهی کسب کرده‌اند، با توجه به این که بزرگ‌ترین بانک، یعنی بانک تجاری با مالکیت دولت ۶۶ درصد کل سپرده‌ها را در اختیار دارد، در حالی که دولت یا سازمان‌های وابسته به دولت سهام‌کنترلی در بانک تجاری دوم را نیز دارند. محدودیت‌های قانونی بر عملیات بنگاه‌های مالی، در رأس توافق‌های ضمنی میان بنگاه‌های مالی، دورنمای مالی این کشور را تا حد قابل ملاحظه‌ای بخش‌بندی کرده است. دو بانک تجاری، شرکت تأمین مالی و اجاره دهنده و جوه مالاوی<sup>۲۵</sup>، و شرکت بازرگانی اعتباری<sup>۲۶</sup> به وسیله قانون بانکداری اداره می‌شوند؛ به دو بنگاه اخیر به عنوان بنگاه مالی غیربانکی مجوز داده شده است. بانک پس‌انداز اداره پست<sup>۲۷</sup> مقررات مخصوص به خود را دارد، شرکت جدید ساختمانی به وسیله قانون شرکت‌های ساختمانی اداره می‌شود و تعاونی‌ها زیرلوی قانون تعاونی‌ها<sup>۲۸</sup> عمل می‌کنند. این تفاوت‌های قانونی در میان بنگاه‌های مالی بر طبیعت رقابت در بخش مالی کشور مالاوی به طور منفی تأثیر می‌گذارند.

این‌جا به روشنی موانع نهادی چندی وجود دارند که از این‌که آزادسازی نرخ بهره اثر کامل خود را بر جای بگذارد، جلوگیری می‌کنند.<sup>۲۹</sup> در همه کشورها در نمونه ما، نبود بازارهای توسعه یافته دارایی و اوراق قرضه بخش بانکداری را به‌طور کلی در یک وضعیت انحصاری برای تأمین مالی داخلی کسری بودجه دولت و بخش خصوصی قرار می‌دهد.<sup>۳۰</sup> در بخش بانکداری، این ترتیب انحصار چند جانبه تقریباً به‌طور مطمئن یک عامل روشن‌گر در پشت قضیه افزایش تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده پس از آزادسازی نرخ بهره است. مزاد نقدینگی در سیستم بانکداری و نفوذ دولت در بخش بانکی توضیح می‌دهد که چرا این اتفاق از طریق کاسته شدن نرخ‌های سپرده به‌جای افزایش یافتن نرخ‌های وامدهی رخ داد. در خلال دوره برنامه‌های آزادسازی مالی، مقامات سه‌گام اصلی برای تشویق رقابت در بخش مالی برداشته‌اند: به تعداد بیشتری از بانک‌ها مجوز داده‌اند؛ فعالانه از بانک‌های خارجی خواسته‌اند تا شعبه‌هایی در این کشورها تأسیس کنند؛ و بازارهایی برای ابزارهای مالی نهادهای غیربانکی ایجاد کرده‌اند. این معیارها، که اغلب آن‌ها در سال‌های ۹۱ - ۱۹۹۰ به‌کار گرفته شد، رقابت را به‌طور قابل توجهی در شماری از کشورهای نمونه تحریک کرد.

## ۲. شرایط مالی و اقتصاد کلان

همان‌گونه که در بخش دوم، ۳ - ب تأکید شد، پایداری مالی و اقتصاد کلان از بیشترین اهمیت برای موفقیت برنامه‌های آزادسازی مالی برخوردارند. در این بخش، فرایندی که در ایجاد ثبات در اقتصاد پنج کشور نمونه طی شده است، تشریح می‌شود. جدول ۴ پیشرفت‌های عمده اقتصاد کلان در دهه ۱۹۸۰ را خلاصه می‌کند. در خلال دهه گذشته چشم‌انداز اقتصاد غنا به‌گونه‌ی بارزی بهبود یافت. غنا با ناترازی‌های اساسی اقتصاد کلان وارد دهه ۱۹۸۰ شد. دوره ۸۲ - ۱۹۷۹ اقتصاد با یک نرخ متوسط ۶/۴ درصد سقوط کرد. یک کسری بودجه با متوسط حدود ۶ درصد از محصول ناخالص داخلی در همان دوره منجر به تورم شدید شد که به اوج بیش از ۱۴۰ درصد در میانه ۱۹۸۳ رسید. در آوریل ۱۹۸۳، دولت یک برنامه ساماندهی اقتصادی با پشتیبانی صندوق بین‌المللی پول را به اجرا گذاشت. این برنامه نتیجه‌ی التیام این ناترازی‌های اقتصاد کلان و به‌طور همزمان اجرای اصلاح ساختاری اقتصاد را در پی داشت. این اقدام منجر به یک افزایش معنادار در رشد اقتصادی شد. محصول ناخالص داخلی حقیقی به‌طور متوسط در حدود ۵ درصد در سال طی دوره ۹۰ - ۱۹۸۳ رشد کرد. در همان زمان، پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری به‌طور چشمگیر افزایش یافت و به ترتیب به‌حدود ۱۱/۶ درصد و ۱۶ درصد از محصول ناخالص داخلی در ۱۹۹۰ بالغ شد. سیاست‌های پولی و مالی سخت‌گیرانه، کسری بودجه و کسری حساب جاری را متوقف ساخت و رشد تورم

## آزادسازی نرخ بهره: درس‌هایی از ... ۱۲۰

و پول به‌طور قابل ملاحظه‌ای از ۱۹۸۳ کاهش یافت. به‌عنوان بخشی از برنامه ساماندهی، مقامات سیاست نرخ ارز انعطاف‌پذیر را دنبال کردند. در ۱۹۸۶ آن‌ها یک سیستم نرخ ارز شناور را معرفی کردند که منجر به کاهش سریع نرخ‌های ارز<sup>۳۱</sup> و ارتقای رقابت‌پذیری خارجی شود<sup>۳۲</sup>.

از ۱۹۸۶، سیاست‌های سخت‌گیرانه، در تثبیت اقتصاد گامبیا بسیار موفق بوده است. در ۱۹۸۶، اقتصاد این کشور دچار ماریجی از تورم بالا، کسری‌های بودجه فزاینده و رشد اقتصادی منفی بود. سیاست‌های مالی و پولی سخت‌تر این روند را وارونه کرد. رشد اقتصادی افزایش یافت و به‌متوسطی حدود ۵ درصد در سال در نیمه پایانی دهه ۱۹۸۰ دست یافت. در حالی که پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری به بیش از ۲۰ درصد محصول ناخالص داخلی در ۱۹۹۰ رسید. تورم که در ۱۹۸۶ به اوج بیش از ۴۶ درصد رسیده بود، به حدود ۱۰ درصد در ۱۹۸۹ کاهش یافت و پس از آن پایین باقی ماند که نتیجه یک تغییر مطلوب مشابه در رشد پول بود. بودجه، شامل بخشش‌ها، از ۱۹۸۸ مازادی را تجربه کرد و کسری حساب جاری ثابت نگه داشته شد. نرخ ارز پس از یک کاهش شدید، در ۱۹۸۶ تثبیت شد.

نرخ رشد اقتصاد کنیا در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ روبه بهبودی بوده است، در حالی که پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری در این دهه بالا بوده است. کنیا هنوز با مشکلاتی در حساب جاری مواجه است که از ۵/۰ درصد محصول ناخالص داخلی در ۱۹۸۶ به ۷ درصد محصول ناخالص داخلی در ۱۹۸۹ روبه وخامت گذاشته است. تورم به‌طور نسبی، با متوسطی حدود ۸ درصد در دوره ۹۰-۱۹۸۶، تعدیل شده است. رشد پول که به اوج ۲۷/۶ درصد در ۱۹۸۶ رسیده بود، پس از آن به‌طور یکنواخت کاهش یافت. نرخ ارز در مقابل دلار ایالات متحده از ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۰ حدود ۳۷/۵ درصد کاهش یافت.

جدول ۴. عملکرد اقتصاد کلان، ۹۰-۱۹۸۳ (درصد از GDP)

سال	۱۹۸۳	۱۹۸۴	۱۹۸۵	۱۹۸۶	۱۹۸۷	۱۹۸۸	۱۹۸۹	۱۹۹۰
<b>گنا</b>								
رشد اقتصادی	-۴/۶	۸/۶	۵/۱	۵/۲	۴/۸	۵/۶	۵/۱	۳/۳
پس‌اندازها	۳/۶	۸/۰	۸/۱	۱۰/۰	۱۱/۷	۱۲/۵	۱۳/۷	۱۱/۶
سرمایه‌گذاری	۳/۷	۶/۹	۹/۶	۹/۷	۱۳/۴	۱۴/۲	۱۵/۵	۱۶/۰
وضع بودجه	-۲/۷	-۲/۳	-۳/۰	-۳/۳	-۲/۴	-۲/۸	-۲/۱	-۲/۴
حساب جاری	-۰/۸	-۱/۰	-۲/۵	-۱/۵	-۲/۱	-۱/۷	-۱/۸	-۴/۵
پول	۳۸/۱	۷۲/۱	۵۹/۵	۵۳/۷	۵۳/۰	۴۳/۱	۲۶/۹	۱۸/۰
<b>گامبیا</b>								
رشد اقتصادی	-۰/۳	۳/۱	-۰/۳	۵/۴	۵/۵	۴/۶	۶/۰	۳/۰
پس‌اندازها	۷/۵	۱۰/۵	۱۴/۳	۱۶/۹	۲۲/۵	۱۹/۰	۲۱/۰	۲۰/۵
سرمایه‌گذاری	۱۴/۱	۱۴/۳	۱۵/۱	۱۹/۸	۱۷/۴	۱۷/۸	۲۲/۰	۲۰/۵
وضع بودجه	-۶/۱	-۸/۷	-۶/۰	-۷/۱	-۹/۴	۲/۴	۳/۹	۳/۵
حساب جاری	-۶/۶	-۳/۸	-۰/۸	-۲/۹	۵/۲	۱/۲	-۱/۰	--
پول	۳/۲	۳۲/۹	۲۴/۵	۴۳/۹	۲۰/۵	۸/۳	۱۷/۰	۱۶/۹

کنیا								
۴/۵	۴/۴	۶/۱	۵/۹	۷/۴	۴/۱	۲/۱	۰/۲	رشد اقتصادی
۱۶/۰	۱۴/۹	۱۶/۴	۱۶/۲	۱۹/۲	۱۹/۱	۱۹/۳	۱۸/۳	پس‌اندازها
۲۳/۷	۲۵/۲	۲۵/۱	۲۴/۳	۲۱/۸	۲۵/۸	۲۳/۲	۲۰/۹	سرمایه‌گذاری
۵/۶	-۴/۲	-۴/۲	-۴/۶	-۶/۶	-۵/۴	-۵/۱	-۳/۷	وضع بودجه
-۵/۳	-۷/۴	-۵/۴	-۶/۳	-۰/۵	-۱/۵	-۱/۸	-۰/۷	حساب جاری
۱۵/۵	۱۷/۸	۸/۳	۱۲/۴	۲۷/۶	۱۰/۲	۱۲/۹	۶/۶	پول
نیجریه								
۵/۱	۶/۳	۹/۹	-۰/۵	۳/۱	۹/۴	-۵/۱	-۵/۴	رشد اقتصادی
۲۱/۲	۱۴/۶	۵/۴	۷/۴	۴/۶	۸/۸	۸/۶	۸/۹	پس‌اندازها
۱۴/۶	۱۳/۹	۱۳/۵	۱۳/۷	۱۵/۱	۹/۰	۹/۶	۱۴/۸	سرمایه‌گذاری
-۳/۷	-۴/۴	-۱۰/۹	-۹/۰	-۲/۷	-۲/۶	-۴/۲	-۱۱/۰	وضع بودجه
۶/۶	۰/۷	-۸/۱	-۶/۳	۱۰/۵	-۱/۲	-۱۰/۰	-۶/۰	حساب جاری
۴۰/۳	۱۱/۰	۳۳/۳	۲۲/۸	۲/۷	۱۰/۵	۱۳/۳	۱۳/۳	پول
مالاوی								
۴/۸	۴/۱	۳/۳	۰/۵	۱/۱	۴/۲	۴/۵	۳/۵	رشد اقتصادی
۹/۶	۸/۳	۹/۶	۱۰/۲	۶/۳	۸/۲	۱۵/۰	۶/۲	پس‌اندازها
۱۸/۲	۲۱/۲	۱۸/۷	۱۵/۴	۱۲/۳	۱۲/۸	۱۳/۰	۱۳/۷	سرمایه‌گذاری
-۳/۵	-۲/۲	-۱/۷	-۷/۰	-۹/۶	۷/۵	۶/۳	۷/۵	وضع بودجه
-۴/۲	-۸/۲	-۲/۲	-۲/۶	-۳/۵	-۶/۱	۰/۶	-۸/۵	حساب جاری
۱۲/۳	۵/۵	۲۷/۴	۳۰/۳	۸/۸	-۳/۳	۳۹/۶	۰/۶	پول

Sources: International Financial Statistics, Various country reports.

\* رشد اقتصادی به صورت درصد تغییر سالانه GDP واقعی اندازه‌گیری می‌شود. پس‌اندازها عبارت از پس‌اندازهای ملی ناخالص به‌عنوان درصدی از GDP هستند. سرمایه‌گذاری عبارت از سرمایه‌گذاری ناخالص به صورت درصدی از GDP است. وضعیت‌های بودجه و حساب جاری نیز به صورت درصدی از GDP، هر دو شامل بخش‌های رسمی، هستند. پول عبارت از درصد تغییر نسبت به سال گذشته است، به صورتی که در کاپور و دیگران (۱۹۹۱)، جدول ۱۳ تعریف شده است. برای کشور گامبیا همه داده‌ها از اول ژوئیه هستند. برای کنیا، وضعیت بودجه برای سال مالی است که از اول ژوئیه آغاز می‌شود.

اقتصاد نیجریه در حال جبران ناترازی‌های شدید اقتصاد کلان در اوایل دهه ۱۹۸۰ است. اقتصاد ۵/۱ درصد در ۱۹۸۴ آفت کرد، در همین حال که تورم به اوج ۴۶ درصدی در همان سال رسید. از آن پس، رشد اقتصادی در حال افزایش بوده و به بیش از ۵ درصد در سال در اواخر دهه ۱۹۸۰ رسیده است. پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری به‌طور مشابهی رشد داشت. پس از یک کاهش موققت‌آمیز در تورم در سال‌های ۸۵ - ۱۹۸۴، نرخ تورم دوباره به بیش از ۵۰/۵ درصد در ۱۹۸۹ صعود کرد و در سال‌های ۹۰ - ۱۹۸۹ با یک کاهش تند مواجه بود. رشد پول، که در ۸۶ - ۱۹۸۳ تعدیل شده بود، از آن زمان بیشتر رو به گسترش بود، [به‌طوری‌که] به‌طوری‌بارز در ۸۸ - ۱۹۸۷ و ۱۹۹۰ افزایش یافت. در سال‌های اخیر، بهبودی‌های قابل ملاحظه‌ای در وضعیت بودجه و حساب جاری وجود داشته است، ولی اقتصاد نیجریه در مقابل تکان‌ها،

به‌ویژه در بازار نفت، آسیب‌پذیر باقی مانده است. نرخ ارز در مقابل دلار ایالات متحده از ۱۹۸۶ به گونه‌ای چشم‌گیر کاهش یافته است.

در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰، اقتصاد مالاوی به‌رغم چندین شوک خارجی به‌طور قابل ملاحظه‌ای بهبود یافت. رشد اقتصادی در میانه دهه ۱۹۸۰ رو به پایین بود ولی پس از آن با قدرت رو به رشد نهاد. توضیح مشابهی می‌تواند برای پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری ایراد شود، که به  $9/6$  و  $18/2$  درصد از محصول ناخالص داخلی در ۱۹۹۰ رسید. یک ابزار ارتقایافته برای سیاست مالی کسری‌های مالی را کاهش داده است، ضمن این‌که سیاست پولی نیز در پایین آوردن تورم پس از ۱۹۸۸ و کاستن از رشد عرضه پول مؤثر بوده است. به‌رغم این پیشرفت‌ها، حساب جاری به دلیل رشد قیمت‌ها در اقتصادهای شریک‌های تجاری مالاوی و بی‌ثباتی نرخ ارز آن، در مقابل کشورهای جنوبی آفریقا هنوز کم توان باقی مانده است. به‌علاوه، مالاوی در مقابل توسعه اقتصادی و سیاسی در کشورهای آفریقای جنوبی و موزامبیک آسیب‌پذیر است.

همان‌گونه که از این بازنگری روشن شد، مقامات کشورهای یادشده به‌طور موفقیت‌آمیزی روند رشد اقتصادی منفی، تورم ماریجی و کسری‌های طاقت‌فرسای بودجه و حساب جاری را وارونه ساختند. در این کشورها یک پیشرفت معنادار در مدیریت مالی و پولی اقتصاد، به‌استثنای یک انحراف کوچک در نیجریه در ۱۹۸۸ وجود داشت. به هر حال، به‌رغم این پیشرفت‌ها، همه این کشورها در مقابل تکانه‌های منفی آسیب‌پذیر باقی مانده‌اند. همان‌گونه که در بخش دوم، ۳ - ب اشاره شد، میرآخور و یلانوا فرصت پیش‌بینی هزینه وجوه قابل وامدهی در حدود منطقی را به‌عنوان مهم‌ترین فایده‌ی پایداری اقتصاد کلان خاطرنشان می‌سازند. در این شرایط، قراردادهای ضمنی میان وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان می‌تواند گسترش یابد. به‌جرات می‌توان گفت که هیچ یک از این قراردادها، در تجربه مشکلات اقتصاد کلان اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ پابرجا نماندند. این تجربه موجب شد که بنگاه‌های مالی وام‌های بلندمدت ندهند و نیز مشتریان‌شان را به وام‌گیرندگان خوشنام محدود سازند. در همه کشورهای یادشده، این موضوع به شدت از گسترش نرخ‌های بهره بلندمدت ممانعت کرد و منجر به ایجاد دارایی‌های غیرمولد در ترازنامه بانک‌ها شد و به بانک‌ها انگیزه‌ای قوی برای افزایش تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده پس از آن‌که این نرخ‌ها آزاد شدند، داد.

یک محیط با ثبات مالی به همان اندازه پایداری اقتصاد کلان برای موفقیت یک سیاست آزادسازی نرخ بهره لازم و اساسی است. در این خصوص، به خصوص دو مشکل - مازاد نقدینگی و وجوه دارایی‌های غیرمولد در ترازنامه بنگاه‌های مالی - اهمیت دارند. اطلاعات دقیق درباره دارایی‌های غیرمولد برای همه کشورها در نمونه ما در دسترس نیست ولی شواهدی وجود دارد مبنی بر این‌که یک مشکل وخیم



در نمونه ما است. برای فائق آمدن بر زیان‌های ناشی از این وام‌های غیرمولد، بانک‌ها مجبور شده‌اند تا تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده را بالا ببرند. با در نظر گرفتن مازاد نقدینگی، جدول ۵ نشان می‌دهد که این موضوع یک مشکل اساسی در زمان آزادسازی نرخ بهره در اغلب کشورهای مورد بررسی بوده است.<sup>۳۳</sup>

مقامات معیارهایی برای حذف این مازاد نقدینگی از سیستم مالی معرفی کردند. به هر حال، همان‌گونه که انتظار می‌رفت، به گذشت زمان نیاز بود تا این ابزارهای غیرمستقیم در برطرف کردن مازاد نقدینگی کاملاً مؤثر شوند. این مشکل در مالوای و خیم‌تر بود، به طوری که مازاد نقدینگی به بیش از ۳۵ درصد سپرده‌ها در دوره ۸۸-۱۹۸۶ بالغ می‌شد (جدول ۵).

### ۳. سلسله مراتب اصلاحات مالی

همان‌گونه که تجربه کشورهای امریکای لاتین و آسیایی نشان داده است، سلسله مراتب یک برنامه آزادسازی مالی که تعیین‌کننده مهم موفقیت آن است. این جا می‌تواند مفید باشد که این مراتب در نمونه ما با دورنمایی که در بخش دوم، ۳- ب ارائه شد، مقایسه شود (نگاه کنید به کادر ۱). کادرهای ۲- الف تا ۳ یک نمای عمومی از مهم‌ترین پیشرفت‌ها در اقتصاد کلان و سیاست‌های مالی از ۱۹۸۵ در پنج کشور افریقایی یاد شده به ما ارائه می‌دهد.

مقامات کشور غنا برنامه‌ای برای بازگرداندن ثبات مالی و اقتصاد کلان پیش از آغاز برنامه آزادسازی مالی شان پی‌ریزی کردند. آن‌ها یک برنامه ساماندهی اقتصاد را در ۱۹۸۳ برای برطرف کردن ناترازی‌های عمده مالی و اقتصاد کلان آغاز کردند. این برنامه به طور کلی در اتحاد یک سیاست پولی و مالی سخت‌گیرانه موفق بود و اجازه داد تا نرخ ارز به یک سطح منطقی تر کاهش یابد. در ۱۹۸۷ و اوایل ۱۹۸۸ نرخ‌های بهره آزاد شد و به دنبال آن تخصیص‌های بخشی اعتبارات در ۱۹۸۸ رفع شد. همزمان با آزادسازی نرخ‌های بهره، مقامات توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم را آغاز کردند و چارچوب نظارتی بخش مالی قوی‌تر شد. اسناد خزانه در ۱۹۸۷ معرفی شدند و به دنبال آن اسناد کوتاه‌مدت و میان‌مدت بانک غنا به ترتیب در ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ به کار گرفته شد. در سپتامبر ۱۹۸۸، به عنوان بخشی از سیاست برای اعتماد بیشتر به ابزارهای پولی غیرمستقیم، بانک مرکزی شروع به انتشار اسناد بانک غنا و اسناد خزانه کوتاه‌مدت، در مرحله اول فقط برای بانک‌ها، کرد. از نوامبر ۱۹۹۰، این بازار به روی مردم نیز گشوده شد. در ۱۹۸۷، مقامات یک سیستم مناقصه اسناد خزانه کوتاه‌مدت را به کار گرفتند. در ۱۹۸۹ مقامات یک برنامه جامع بازسازی برای بخش بانکی را اتخاذ کردند. به عنوان بخشی از این برنامه، مقامات با پشتیبانی بانک جهانی راه‌حلی برای مسأله دارایی‌های غیرمولد در ترازنامه بانک‌ها استخراج کردند. در مه ۱۹۹۰ مطالبات

غیرمولد از شرکت‌های زیرمالکیت دولت در ترازنامه بانک‌ها، عمدتاً با اوراق قرضه بانک غنا، جایگزین شد. یک جایگزینی مشابه در دسامبر ۱۹۹۰ و مارس ۱۹۹۱ برای مطالبات غیرمولد از بخش خصوصی به اجرا درآمد. یک تراست جدید بهسازی دارایی‌های غیرمولد<sup>۳۴</sup> تلاش می‌کند تا آن‌جا که ممکن است این مطالبات را ساماندهی کند. با این تلاش‌ها، رقابت از طریق گسترش دستیابی به اسناد میان‌مدت بانک غنا توسط بخش غیربانکی ارتقا یافت. رفع سقف‌های اعتباری مستقیم برای سال ۱۹۹۲ برنامه‌ریزی شده است. در گامی، تثبیت اقتصاد کلان همزمان با آزادسازی مالی به اجرا درآمد. مقامات یک برنامه ساماندهی اقتصاد را در ژوئیه ۱۹۸۵ اتخاذ کردند. نرخ‌های بهره در ژوئیه ۱۹۸۶ آزاد شدند و یک سیستم اسناد خزانه معرفی شد. به طوری که پیشتر گفته شد، اقتصاد گامی‌کم و بیش در ۱۹۸۸ بایات شده بود. بازسازی مهم‌ترین بانک تجاری گامیبا، بانک تجارت و توسعه گامیبا<sup>۳۵</sup>، که در ۱۹۸۵ انجام شد، به بالاترین حد در میان بانک‌های عرضه شده برای فروش در ۱۹۹۱ رسید. اصلاحات احتیاطی نیز، اگرچه بیشتر در یک مقیاس محدود، با ملزم کردن بانک‌های تجاری به ارائه هفتگی ترازنامه در ۱۹۸۶ انجام شد. سقف‌های اعتباری مستقیم در سپتامبر ۱۹۹۰ رفع شد. اگرچه بازارهای مالی نسبتاً آهسته توسعه یافته‌اند، رقابت در بخش مالی از طریق فروش برنامه‌ریزی شده بانک توسعه و تجارت گامیبا و مجوز یک بانک تجاری جدید در ۱۹۹۱ برانگیخته شده است.

ناترازی‌های اقتصاد کلان در کنیا به خوبی در دهه گذشته برطرف شده است. ابزارهای پولی غیرمستقیم - مانند نسبت‌های دارایی نقدی و تسهیلات تأمین مالی دوباره - که قبلاً در کنیا در دهه ۱۹۷۰ در جریان بوده‌اند، دوباره فعال شده‌اند. یک بازار اسناد خزانه پیشتر وجود داشت ولی نرخ پذیرفته شده تنها به صورت حاشیه‌ای از آن ترخی که برای یک هفته بعد وجود داشت، متفاوت بود. هر ماه، بانک مرکزی نیز اوراق قرضه بی‌نام با سررسید یک ساله، دو ساله یا پنج ساله عرضه می‌کند. به علاوه، الزام ذخیره نقدی در ۱۹۸۶ معرفی شد. از ۱۹۸۶، مقامات در زمینه ارتقای احتیاطی بر تمام بنگاه‌های مالی و توسعه بازارهای سرمایه کار کرده‌اند. در ۱۹۹۰ نهاد توسعه بازار سرمایه<sup>۳۶</sup>، با هدف توسعه بیشتر بازارهای دارایی و اوراق - قرضه، بنیان نهاده شد. در دهه گذشته نرخ‌های بهره به صورت انعطاف‌پذیر به منظور انعکاس تغییرات در تورم سازماندهی شدند و کنترل‌های مستقیم بر نرخ‌های وامدهی در ژوئیه ۱۹۹۱ برداشته شد. در این میان، کنترل‌های اعتباری مستقیم هنوز پابرجا هستند.

نیجریه، آسیب‌پذیر در برابر بازار نفت از هنگامی که نرخ‌های بهره‌اش را در ۱۹۸۷ آزاد کرد، مشکلاتی در دستیابی به ثبات مالی را تجربه کرده است. همان‌گونه که قبلاً گفته شد، نرخ تورم در ۱۹۹۰، پس از یک زوال در سیاست پولی در ۸۹ - ۱۹۸۸ کاهش یافت. تخصیص‌های اعتباری گزینش شده در ۸۶ - ۱۹۸۵ برداشته شد و نرخ‌های بهره در ۱۹۸۷ آزاد شدند.

(درصد)

جدول ۵. ذخایر مازاد در سیستم بانکداری

۱۹۹۰	۱۹۸۹	۱۹۸۸	۱۹۸۷	۱۹۸۶	۱۹۸۵	۱۹۸۴	۱۹۸۳	
۱۵/۰	...	۱۲/۱	۲۷/۴	...	...	...	...	غنا
۲۲/۷	۱۵/۷	۲۲/۰	۱۲/۲	...	...	...	...	گامبیا
۱۰/۰	۴/۰	۴/۰	۱۱/۰	۱۱/۰	۲/۰	...	...	کنیا
۲۲/۰	۲۷/۵	۳۵/۶	۳۰/۷	۱۹/۳	۴۳/۸	۴۴/۷	۳۳/۰	نیجریه
...	۸/۳	۳۲/۸	۴۲/۶	۳۵/۲	۱۹/۲	۱۳/۶	۲/۲	مالاوی

Sources: Various Country reports; Quthor's calculations

\* مازاد نقدینگی به صورت نسبت تفاوت بین موجودی دارایی نقدینه و موجودی لازم برکل بدهی‌های سپرده‌ای. داده‌ها مربوط به پایان دوره‌اند. برای گامبیا، همه داده‌ها مربوط به پایان ژوئن هستند.

کادر ۲ - الف

مراتب برنامه آزادسازی مالی: غنا

۱۹۸۶
سپتامبر - معرفی یک مزایده هفتگی ارز خارجی
۱۹۸۷
سپتامبر - برداشتن کنترل روی حداکثر نرخ‌های وام و حداقل نرخ‌های سپرده اکتبر - معرفی یک مزایده هفتگی برای اسناد خزانه کوتاه‌مدت نوامبر - تأسیس مؤسسه تنزیل
۱۹۸۸
فوریه - برداشتن کنترل روی حداقل نرخ پس‌اندازهای بانکی - حذف کنترل‌های اعتباری بخشی، به استثنای بخش کشاورزی آوریل - تأسیس دفاتر ارز خارجی سپتامبر - معرفی اسناد ۹۰ روزه بانک غنا، در دسترس برای بانک‌ها
۱۹۸۹
ژوئیه - اتخاذ یک طرح جامع بازسازی برای بانکها، که تا ۱۹۹۱ ادامه داشت. اوت - اتخاذ یک قانون بانکداری اصلاح‌شده، تقویت فضای تنظیمی و نظارت بانکی به وسیله بانک غنا دسامبر - معرفی اوراق غیرقابل تنزیل مجدد میان مدت بانک غنا، در دسترس برای بانکها

۱۹۹۰
<p>مارس - یکسان سازی الزامات ذخیره نقدی بانکها در مورد سپرده‌های دیداری، مدت‌دار و پس‌انداز آوریل - یکسان‌سازی بازارهای نرخ ارز</p> <p>مه - جایگزینی مطالبات غیرمولد بانکی از شرکت‌های دولتی، به صورت اولیه با اوراق قرضه بانک غنا نوامبر - گشایش یک بورس سهام</p> <p>- معرفی اسناد کوتاه‌مدت و میان‌مدت بانک غنا همین‌طور سهم پنج ساله دولت</p> <p>- گسترش دسترسی به ابزارهای میان‌مدت بانک غنا به بخش غیربانکی</p> <p>- حذف الزام وامدهی به بخش کشاورزی</p> <p>- حذف کنترل کارمزدهای همه بانکها</p> <p>دسامبر - جایگزینی زیان ارزیابی مجدد بانک غنا با اوراق قرضه دولتی بلندمدت</p> <p>- جایگزینی مطالبات غیرمولد از بخش خصوصی با اوراق قرضه بانک‌های زیانده، در مرحله اول با بانک غنا</p> <p>- معرفی اولین آزمون پذیرش مبتنی بر الزامات جدید کفایت سرمایه.</p>

۱۹۹۱
<p>مارس - جایگزینی مطالبات غیرمولد از بخش خصوصی با اوراق قرضه ۴ بانک کم‌خطر، در مرحله اول با بانک غنا ژوئن - گشایش خانه تنزیل ثانویه</p>

**کادر ۲ - ب**  
**مراتب برنامه آزادسازی مالی: گامبیا**

۱۹۸۵
<p>- آغاز بازسازی بانک توسعه و تجارت گامبیا، که تا سال ۱۹۹۰ ادامه یافت.</p> <p>ژوئیه - اتخاذ برنامه ساماندهی اقتصادی</p> <p>سپتامبر - اصلاح قانون بانک مرکزی برای تفویض اختیار تعیین نرخ‌های حداقل و حداکثر سپرده‌ها به بانک مرکزی</p> <p>- حذف سقف‌های نرخ‌های وام</p>
۱۹۸۶
<p>- معرفی الزام به گزارش هفتگی از ترازنامه بانک‌های تجاری و نظارت دقیق‌تر بر توسعه آن‌ها</p> <p>ژانویه - معرفی یک سیستم نرخ ارز انعطاف‌پذیر</p> <p>حذف تمام محدودیت‌های موجود روی مبادلات جاری ارز خارجی شامل مجوزهای واردات</p> <p>ژوئیه - حذف همه کنترل‌ها روی نرخ‌های بهره</p> <p>معرفی یک سیستم مناقصه دوهفته‌ای برای اسناد خزانه ۹۰ روزه</p>
۱۹۸۷
<p>ژوئن - افزایش ذخایر الزامی بانک ها</p>
۱۹۸۸
<p>مؤقت گذاشتن قانون کنترل نرخ ارز ۱۹۶۶</p>
۱۹۸۹
<p>تسویه بانک توسعه کشاورزی</p>

۱۹۹۰	آوریل - تأسیس دفاتر ارز خارجی سپتامبر - حذف سقف‌های اعتباری
۱۹۹۱	- تهیه پیشنهادهایی برای تجدیدنظر در قانون بانک مرکزی گامبیا و قانون بنگاه‌های مالی ژوئیه - عرضه بانک توسعه و تجارت گامبیا برای فروش

کادر ۲ - پ

مراتب برنامه آزادسازی مالی: کنیا

۱۹۸۵	قبل از ۱۹۸۵ - تعیین نسبت حداقل دارایی‌های نقدینه برای تمام بنگاه‌های مالی - تعیین سقف‌های اعتباری - تفزیل مجدد اسناد خزانه و سایر اوراق بهادار دولتی با سررسید ۳ ماهه با کمتر توسط بانک مرکزی - پیشنهاد مناقصه بر مبنای هفتگی برای حدود ۲ میلیارد شیلینگ اسناد خزانه ۹۰ روزه
۱۹۸۵	- اجرای قانون بانکداری
۱۹۸۶	سپتامبر - تأسیس صندوق حمایت سپرده دسامبر - معرفی نسبت نقدی برای بانک‌های تجاری
۱۹۸۷	- تصویب قانون شرکت‌های ساختمانی، گاه‌علوم انسانی و مطالعات فرسنگی
۱۹۸۸	- آغاز یک برنامه عظیم بازسازی بخش مالی
۱۹۸۹	آوریل - تجدیدنظر در لایحه قانونی بانکداری
۱۹۹۰	- معرفی یک مزایده ماهانه برای اوراق قرضه بی‌تام میان‌مدت - تأسیس یک نهاد توسعه بازار سرمایه ژوئن - حذف کارمزدها از سقف‌های نرخ بهره نوامبر - سازماندهی دوباره مزایده اسناد خزانه
۱۹۹۱	ژوئن - حذف سقف‌های نرخ‌های وامدهی

کادر ۲ - ت

مراتب برنامه آزادسازی مالی: نیجریه

۱۹۸۵

- حذف حداقل شرایط تخصیص اعتبار برای وام‌گیرندگان داخلی
- تأسیس بازار اوراق بهادار دست دوم برای شرکت‌های کوچک
- اجرای سومین مرحله بانکداری روستایی

۱۹۸۶

- اصلاح سقف‌های اعتباری برای بانک‌های تخصصی بازرگانی، برای اعطای انعطاف‌پذیری بیشتر به آن‌ها
- حذف تدریجی تخصیص‌های گزینشی اعتبار

۱۹۸۷

- تأسیس بازار خارجی یکسان شده
- حذف کنترل روی حداقل و حداکثر نرخ‌های بهره

۱۹۸۸

- اتخاذ یک شیوه جدید از جانب کمیسیون ارز و اوراق بهادار
- تأسیس شرکت بیمه سپرده نیجریه
- معرفی تغییرات نهادی قابل ملاحظه در بانک مرکزی نیجریه
- یکسان‌سازی شرایط سقف اعتبار برای بانک‌های تجاری و تخصصی بازرگانی

۱۹۸۹

- یکسان‌سازی بخش‌های رسمی و خودگردان بازارهای ارز خارجی
- تأسیس یک دفتر ارز خارجی
- اتخاذ یک برنامه خصوصی‌سازی و تجاری‌سازی
- حذف رویه‌ای که به بانک‌های تجاری اجازه بسط اعتبار مبتنی بر سپرده‌های پول خارجی در خارج از کشور را می‌داد
- معرفی یک مزایده اسناد خزانه و گواهی خزانه
- امضای یک توافق‌نامه بین بانک‌ها و بانک مرکزی برای محدودسازی تفاوت‌ها میان نرخ‌های وام و سپرده

۱۹۹۰

- تعیین یک شرط نقدی برای بانک‌های تخصصی بازرگانی
- الزام همه بانک‌ها به گزارش دادن فعالیت‌های‌شان در خصوص خدمات مالی ارائه شده پاراله‌دار
- تعیین شرط حداقل سرمایه
- انتشار اوراق بهادار تثبیت‌کننده غیرقابل انتظار و مذاکره برای حذف مازاد نقدینگی
- معرفی روش‌های جدید حسابداری برای همه بنگاه‌های مالی

۱۹۹۱

- مدیریت دوباره نرخ‌های بهره
- صادر نشدن مجوزهای بانکی جدید

کادر ۲ - ث  
مراتب برنامه آزادسازی مالی: مالاوی

۱۹۸۸	آوریل - حذف سقف‌های نرخ بهره
۱۹۸۹	مه - آغاز اقداماتی برای ایجاد تسهیلات تأمین مالی و تنزیل ژوئن - معرفی الزام ذخیره قانونی به اندازه ۱۰ درصد کل سپرده‌های بانکی
۱۹۹۰	- ندارگانی برای بانک توسعه و سرمایه‌گذاری مالاوی، که قبلاً بنگاه غیرسپرده‌پذیر بود، برای پذیرش سپرده‌های شرکتی مه - معرفی یک نرخ بانکی، در پیوند با نرخ مزایده رسمی اسناد اکتبر - اعطای مجوز به دو شرکت نیمه دولتی برای انتقال سپرده‌های‌شان از بانک ذخایر مالاوی به بانک‌های تجاری نوامبر - معرفی یک مزایده ماهانه اسناد بانک ذخایر مالاوی، گشوده شده برای بانک‌های تجاری
۱۹۹۱	ژانویه - حذف سقف‌های اعتباری

از ۱۹۸۵، مقامات به‌طور فعال اصلاحات ساختاری در بخش مالی را به اجرا در آوردند. یک بازار قرضه برای شرکت‌های کوچک در ۱۹۸۵ تأسیس و در سال بعد یک بازار ارز خارجی یکسان بنیان نهاده شد. شرکت بیمه سپرده نیجریه<sup>۳۷</sup> در ۱۹۸۸ پایه‌گذاری شد. در همان سال تغییرات سازمانی در بانک مرکزی نیجریه به اجرا درآمد و در ۱۹۹۱ این بانک به‌طور قانونی مستقل شد. بازارهای مالی و ابزارهای غیرمستقیم پولی پیش از آغاز آزادسازی نرخ ارز وجود داشتند، ولی باید دوباره فعال می‌شدند. مزایده اسناد خزانه و گواهی خزانه در ۱۹۸۹ و ذخیره نقدی برای بانک‌های تخصصی بازرگانی در ۱۹۹۰ معرفی شد. در خلال اجرای این برنامه آزادسازی، مقامات نیجریه به‌صورت انعطاف‌پذیر در مقابل آثار نامطلوب انتقالی آزادسازی واکنش نشان دادند. از نیمه ۱۹۸۹ بانک‌ها دیگر اجازه نداشتند تا اعتبارات را با اتکا به سپرده‌های با پول خارجی خود که در خارج از کشور داشتند، گسترش دهند. در همان سال بانک مرکزی نیجریه و بانک‌های دیگر برای محدودسازی تفاوت بین نرخ‌های سپرده و وام توافق کردند. در ۱۹۹۰، بانک‌ها ملزم شدند تا درباره فعالیت‌های‌شان در خدمات مالی یارانه‌دار گزارش دهند. در نتیجه واکنش کمی آهسته نرخ‌های بهره نسبت به کاهش سریع تورم در ۱۹۹۰، نرخ‌های بهره دوباره در ۱۹۹۱ به‌طور موقت اداره می‌شدند. برای مشکل مازاد نقدینگی در بخش مالی، بانک مرکزی شروع به انتشار قرضه‌های تثبیت‌کننده

غیرقابل انتقال و مذاکره در ۱۹۹۰ کرد.

مقامات کشور مالاوی در آوریل ۱۹۸۸ سقف‌های نرخ بهره را برداشتند. گام‌هایی برای ارتقای نظارت احتیاطی بانکی برای توسعه ابزارهای غیرمستقیم کنترل پولی و بازارهای مالی و افزایش رقابت در بخش مالی نیز، اگرچه به‌طور آهسته، برداشته شد. در ۱۹۹۰، بانک توسعه و سرمایه‌گذاری مالاوی<sup>۳۸</sup>، که پیشتر مؤسسه سپرده‌پذیر نبود، اجازه یافت تا سپرده‌های شرکتی را بپذیرد و دو شرکت نیمه دولتی اجازه یافتند تا سپرده‌های‌شان را از بانک ذخیره مالاوی<sup>۳۹</sup> به بانک‌های تجاری منتقل کنند. مزایده ماهانه اسناد بانک ذخیره مالاوی برای بانک‌های تجاری در نوامبر ۱۹۹۰ معرفی شد. سقف‌های اعتباری در ۱۹۹۱ برداشته شدند.

همه کشورهای مورد بررسی در این نمونه یک انتقال موفقیت‌آمیز به سیستم مالی مبتنی بر بازار را تجربه می‌کنند. مراتب آزادسازی مالی این کشورها کم و بیش برنامه توضیح داده شده در بخش II-۳-۳ پ را دنبال کرده است. همه کشورهای با پشتیبانی صندوق بین‌المللی پول از سیاست‌های پولی و مالی با هدف ایجاد ثبات اقتصادهای‌شان پیروی کرده‌اند. موفقیت این برنامه‌ها برای انتقال منظم به یک سیستم مالی مبتنی بر بازار اساسی بوده است. اگرچه تفاوت‌های میان نرخ‌های سپرده و وام افزایش یافته، عملکرد سیاست‌های پولی و مالی عموماً برای کاهش انتظارات تورمی قابل قبول بوده است. این موضوع از یک جهش ناگهانی در نرخ‌های بهره واقعی که، همان‌گونه که تجربه کشورهای امریکای لاتین نشان داد، می‌تواند منجر به اداره دوباره نرخ بهره و حتی سقوط بخش مالی شود، جلوگیری کند. مقامات نیجریه مشکلاتی در تثبیت قیمت‌ها، که انتظارات تورمی را متأثر ساخته بود و منجر به نرخ‌های بهره بالا در اواخر ۱۹۹۰ شده بود، داشتند. در واکنش به این مسأله، مقامات به‌طور موقت دخالت کردند و نرخ‌های بهره را سازماندهی دوباره کردند. به‌عنوان دومین گام، آن‌ها شروع به توسعه یا فعال‌سازی دوباره ابزارهای پولی غیرمستقیم کردند و چارچوب نظارتی را تقویت کردند.

مشکلات مازاد نقدینگی و دارایی‌های غیرمولد یک چالش سخت‌تر برای کشورها در نمونه ما را موجب شد. با در نظر گرفتن شدت این مشکلات در اغلب کشورها، انتظار می‌رفت که زمان زیادی صرف شود تا ابزارهای پولی غیرمستقیم مازاد نقدینگی را برطرف سازند. به‌علاوه، همان‌گونه که تجربه غنا نشان می‌دهد، ضوابط موردی احتمالاً باید در برخی از کشورهای دیگر اتخاذ شوند تا مشکل دارایی‌های غیرمولد به‌طور مؤثر حل شود. در حالی که گام‌های اولیه برای ارتقای توسعه بازارهای مالی در این کشورهای افریقایی برداشته شده است، زمان بیشتری مورد نیاز است تا این بازارها توسعه بیشتری بیابند. در اغلب کشورها پیشرفت‌هایی در افزایش رقابت در بخش مالی به‌دست آمده است. در مورد مالاوی و گامبیا، به هر



حال، کوچک بودن بازار مالی این موضوع را دشوارتر از کشورهای دیگر نمونه‌ما کرده است.

## نتیجه‌گیری

همه کشورهای مورد بحث در این مقاله از اواسط دهه ۱۹۸۰ گام‌های قوی برای بازگرداندن پایداری اقتصاد کلان و رشد اقتصادی اتخاذ کرده‌اند. این برنامه‌ها حوزه وسیعی از اصلاحات ساختاری شامل آزادسازی بخش مالی را در بردارند. نتیجه‌گیری اصلی این برنامه این است که به‌رغم پیشرفت‌هایی که در ایجاد ثبات در اقتصاد کلان به‌دست آمده است، تجربه بی‌ثباتی اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ توسعه بازارهای اعتباری میان‌مدت و بلندمدت را مانع شده است، به‌طوری که بانک‌ها میلی به جذب پس‌اندازهای بلندمدت و بسط وام‌های بلندمدت ندارند. این امر یک اثر منفی بر کارایی تخصیص اعتبار در اقتصاد داشته است و همراه با مشکلات نهادی مانند طبیعت انحصار چند جانبه بخش مالی در این کشورها، می‌تواند گرایش به سمت رفتار چسبنده نرخ‌های بهره و افزایش تفاوت میان نرخ‌های سپرده و وام در کشورهای گامبیا، غنا، نیجریه و مالاوی را توضیح دهد.

این مهم است که یادآوری کنیم که آزادسازی مالی منجر به بی‌ثباتی مالی در کشورهای نمونه ما، به‌صورتی که در امریکای لاتین شده بود، نشد. با توجه به توسعه نسبتاً سطح پایین بخش مالی در این کشورها، سیاست مالی مهم‌ترین تعیین‌کننده تورم، نرخ‌های ارز و ناترازی‌های حساب جاری است. سیاست پولی یک نقش بسیار مهم پشتیبانی‌کننده بازی می‌کند، ولی تنها می‌تواند این ناترازی‌ها را در حالت یک وضعیت مالی دشوار تعدیل کند. در حالت وجود یک سیاست مالی بی‌پایه، در صورتی که ابزارهای پولی غیرمستقیم هنوز به اندازه سقف‌های نرخ بهره کارا نباشند، آزادسازی نرخ بهره می‌تواند تأثیرگذار بودن سیاست پولی را کاهش دهد، به‌طوری که می‌تواند ناترازی‌های موجود را تشدید کند.

تجربه این کشورها بر اهمیت رقابتی بودن بخش مالی شامل همه بنگاه‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی، همانند موضوعات نهادی، تأکید می‌کند. یک چارچوب قانونی یکسان تعریف‌کننده نقش همه بنگاه‌های مالی بخش اساسی از یک برنامه آزادسازی مالی است. تجربه این کشورهای آفریقایی بر نقش بازارهای دارایی و اوراق قرضه توسعه‌یافته تأکید می‌کند. این بازارها، برای پایان دادن به وضعیت انحصاری بخش بانکی، برای تدارک اهداف تأمین مالی در بخش خصوصی و دولتی به‌وجود آمده است. همان‌گونه که تجربه غنا نشان می‌دهد، اهمیت اجازه دادن به بنگاه‌های غیربانکی و عموم مردم برای سهم شدن در بازارهای توسعه‌یافته جدید قرضه‌ها و اسناد خزانه یک روش مؤثر در افزایش رقابت بخش مالی است.

با توجه به مراتب برنامه‌های آزادسازی مالی، می‌تواند درس‌هایی از تجربه این کشورها گرفته شود. تجربه این کشورها درس‌هایی را که قبلاً از تجربه کشورهای امریکای لاتین و آسیایی گرفته شده بود، در

زمینه اهمیت پایداری مالی و اقتصاد کلان تأیید می‌کند. سیاست‌های پولی و مالی سخت‌گیرانه محتمل برای انتقال آرام به یک سیستم مالی مبتنی بر بازار هستند. این چنین پایداری نه تنها برای اجتناب از انباشت دارایی‌های غیرمولد بانک‌های تجاری، بلکه همچنین برای کاستن از انتظارات تورمی مهم است، به‌ویژه برای جلوگیری از افزایش بسیار زیاد در نرخ‌های ارز واقعی نقش قطعی دارد. پایداری اقتصاد کلان همچنین فضایی برای توسعه بازارهای سرمایه فراهم می‌آورد. زمان‌بندی آزادسازی نرخ بهره در خلال برنامه کلی تثبیت یک عامل کلیدی دیگر است. کشورهای مورد بررسی در نمونه ما، به‌استثنای کنیا، نرخ‌های بهره را خیلی زود در برنامه فراگیر تثبیت آزاد کردند. با توجه به نظارت گسترده در بخش مالی در این کشورها، این آزادسازی زود هنگام نرخ‌های بهره پیامی درباره تعهد دولت برای اصلاح بخش مالی به ما می‌دهد. با وجود این، چندین عامل دیگر — شامل چسبندگی‌های نهادی، سابقه اخیر بی‌ثباتی اقتصاد کلان، دوری از رقابت و بارسنگین دارایی‌های غیرمولد و مازاد نقدینگی — منجر به افزایش تفاوت میان نرخ‌های سپرده و وام، اغلب از طریق کاهش نرخ‌های سپرده می‌شود. در حالی که این پدیده‌های انتقالی برخلاف انتظارات از نرخ‌های بهره واقعی مثبت و بالاتر بود که سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را تحریک می‌کرد. پیش‌بینی می‌شود که این پدیده‌ها با کارآتر شدن چارچوب تنظیمی جدید و ابزارهای پولی غیرمستقیم ناپدید خواهند شد. همان‌گونه که مورد نیجریه نشان می‌دهد، به هر حال استراتژی آزادسازی زود هنگام خالی از ریسک نیست و واکنش‌های سیاستی مناسب و انعطاف‌پذیر در مقابل الگوهای نرخ بهره نامطلوب را طلب می‌کند.

در همین راستا، تحلیل این مقاله بحث سیرآخور - ویلانوا بر اصلاح تدریجی تدریجی بخش مالی را پشتیبانی می‌کند. اصلاح مالی به‌صورتی که در بخش دوم، ۳ - پ پیشنهاد شد، به چندین سال برای اجرا نیاز دارد. با توجه به ناترازی‌های بزرگ مالی و اقتصاد کلان که مبتلا به کشورهای مورد بررسی در نمونه ما بود، برنامه‌های تثبیت آن‌ها زمان زیادی برای کارایی کامل خواهد برد. حتی برای ریشه‌کنی انتظارات تورم در بخش خصوصی زمان طولانی‌تری صرف خواهد شد. به‌علاوه، توسعه ابزارهای غیرمستقیم و بازارهای دارایی و اوراق قرضه، اصلاح چارچوب قانونی و خصوصی‌سازی بنگاه‌های مالی، نمی‌تواند در یک فرصت زمانی کوتاه به انجام برسد.

پی‌نویس‌ها

\* این مطلب ترجمه‌ای است از

Bart Turtelboom (Prepared by), "Interest Rate Liberalization: Some Lessons

from Africa,"authorized for distribution by Ishan Kapur, International Monetary Fund, WP/91/121, December 1991.

این تحقیق در خلال یک کارآموزی تابستانی در صندوق بین‌المللی پول انجام شده است. بحثی با عباس میرآخور در مراحل اولیه این مقاله مفید بود. از ایشان کاپور، جاکین پوجال، رینالدون تیل، میشل هاجی میشل، پاول هیلبرز و توماس رومبو برای نظریات ارزشمندشان سپاسگزارم. از رونالد هیکس، مناخم کاتز و فیلیپ یانگ به خاطر یافتن اطلاعات و نظریات متعدد ارزشمند و نیز از ژانت بونگای برای مشاوره و ویرایشی هم سپاسگزارم. همه خطاهای باقی‌مانده از من است.

۱. non CFA: کشورهای حوزه فرانک عبارت‌اند از: بورکینافاسو، سنگال، گینه بیسائو، گینه استوایی، توگو، بنین، گابن، مالی، چاد، جمهوری افریقای مرکزی، کامرون، کنگو، کومور و سواحل عاج - م.
۲. برای تحلیل مفصل، نگاه کنید به صندوق بین‌المللی پول (۱۹۸۳).

### 3. nonfinancial assets

### 4. financial savings

۵. برای تحلیل تجربی این موضوعات مرتبط، جوانینی (۱۹۸۵).

### 6. lumpiness

### 7. inflation hedging

۸. برای بحث مفصل درباره چارچوب مک‌کینون - شاو، نگاه کنید به فرای (۱۹۸۸).
۹. seigniorage این اصطلاح می‌تواند در این‌جا به این شکل تفسیر شود که دولت با پایین نگه داشتن نرخ بهره، هزینه بهره اوراق قرضه را که باید به دارندگان آن پردازد کاهش می‌دهد یا به عبارت دیگر، نرخ‌های بهره پایین، هزینه فرصت مخارج دولت را کاهش می‌دهد - م.
۱۰. جوانینی و دی ملو (۱۹۹۱) این خط فکری را دنبال کردند و سرکوب مالی را از این چشم‌انداز تأمین مالی عمومی تحلیل کردند. آنان درآمد ناشی از مالیات سرکوب مالی را در مجموعه‌ای از ۲۴ کشور روبه توسعه محاسبه کردند و به این نتیجه رسیدند که این درآمد می‌تواند قابل توجه باشد. آنان، از این چشم‌انداز، محاسبه کردند که سرکوب مالی می‌تواند روشی مؤثر برای دولت به منظور افزایش درآمد باشد، در صورتی که محدودیت‌هایی در انواع دیگر مالیات‌گیری وجود داشته باشد. آنان همچنین بحث کردند که یک برنامه آزادسازی مالی احتمالاً یک اصلاح مالی همزمان نیاز دارد تا درآمد از دست‌رفته در نتیجه آزادسازی مالی را جبران کند.
۱۱. در کنار آثار آن بر نرخ‌های بهره، چو (۱۹۸۶) تأکید می‌کند که نه تنها ساختار بخش بانکداری بلکه همچنین ساختار بازار مالی به‌طور کلی در کارایی یک برنامه آزادسازی مالی اهمیت دارد. وی تأکید می‌کند که، با اطلاعات ناکامل، «آزادسازی اساسی در بازار دارایی یک شرط لازم برای آزادسازی مالی کامل است.» وی مدلی می‌سازد که در

آن بانک‌ها وام‌گیرندگان را در دسته‌هایی مبتنی بر بازده متوسط طرح‌های شان گروه‌بندی می‌کنند. به هر حال، آن‌ها نمی‌توانند ریسک آمیزی وام‌گیرندگان مختلف در هر گروه مختلف را مشاهده کنند. پس از نشان دادن این‌که واریانس طرح‌ها در تابع سود بانک‌ها وارد می‌شود، وی نشان می‌دهد که این ممکن است منجر به وضعیتی شود که بانک‌ها از دادن وام به یک گروه خاص وام‌گیرندگان که بازده متوسط بالاتر از گروه دیگر دارد، امتناع کنند. اگر بازار دارایی توسعه‌یافته یا کم توسعه‌یافته باشد، دخالت دولت از طریق سیاست‌های اعتبارات انتخابی ممکن است تخصیص سرمایه در اقتصاد را ارتقا دهد. این نتیجه‌گیری تنها در شرایط تا اندازه‌ای سخت‌گیرانه، مانند هنگامی که دولت همان اطلاعات درباره‌ی وام‌گیرندگان را دارد که بانک‌ها دارند، معتبر است.

۱۲. یک نرخ ارز در حال کاهش همچنین بر کارایی سقف‌های اعتباری هنگامی که این سقف‌ها به‌عنوان درصدی از سپرده‌ها تعیین شده باشند، تأثیر می‌گذارد. یک نرخ ارز در حال کاهش، ارزش سپرده‌های ایجاد شده با پول خارجی را بر حسب پول داخلی افزایش می‌دهد، که این امر به بانک‌ها امکان بیشتری برای بسط اعتبارات می‌دهد. با در نظر گرفتن تورم بالا، مقامات نیجریه در آوریل ۱۹۸۹ بانک را از بسط اعتبارات مبتنی بر این دارایی‌های خارجی منع کردند.

۱۳. وام‌های شاخص به‌دلیل خوبی می‌توانند وجود نداشته باشند. همان‌گونه که میرآخورو ویلانوا (۱۹۹۰) خاطر نشان می‌سازند، سرنوشت بنگاه‌های مالی و وام‌گیرندگان درهم تنیده‌اند. وام‌های شاخص تمام بارِ تورم را بر دوش شرکت‌ها می‌گذارد. اگر آن‌ها نتوانند این بار را تحمل کنند، واسطه‌های مالی نیز متحمل نخواهند شد.

۱۴. گرین (۱۹۸۹) اثر بالقوه مطلوب تورم بالا بر ترازنامه بانک‌های تجاری را، وقتی بخشی از دارایی‌ها غیرمولد باشند، خاطر نشان می‌کند. تورم بالا بانک را قادر می‌سازد تا نقش این دارایی‌های غیرمولد در سودآوری شان را «پرننگ سازنده». درحالی که این موضوع بی‌تردید رست است، تورم مالی می‌تواند منجر به بازپرداخت نشدن‌های بیشتر در خصوص وام‌های جدید شود و همچنین در طرف بدهی ترازنامه نیز مؤثر است. اگر سپرده‌گذاران نرخ‌های بهره واقعی مثبت را تقاضا کنند. یا اگر تورم بالا منجر به حذف واسطه‌گری بشود، بانک‌ها با فشار دو چندان سود مواجه می‌شوند.

۱۵. برای مراتب آزادسازی مالی در کشورها با شرایط اولیه متفاوت، نگاه کنید به میرآخور و ویلانوا (۱۹۹۰).

۱۶. «وام‌گیری ناگزیر» هنگامی اتفاق می‌افتد که شرکت‌ها برای بازپرداخت وام‌های پیشین وام می‌گیرند، بدون توجه به این‌که نرخ بهره آن چقدر ممکن است بالا باشد.

۱۷. ولاسکو (۱۹۸۵) بر اهمیت انتظارات تورمی تأکید می‌کند. در مورد شیلی، دولت قادر نبود تا این انتظارات را کاهش دهد، که این اجرای برنامه آزادسازی مالی را دشوارتر نمود. وی همچنین نشان می‌دهد که چگونه برنامه آزادسازی مالی در شکست سیستم مالی در ۸۳ - ۱۹۸۱ مؤثر بود و چگونه خود این، ناترازی‌های اقتصاد کلان در شیلی در اوایل دهه ۱۹۸۰ را بدتر نمود.

19. bad debt

۲۰. نبود اطلاعات دقیق درباره سودآوری بانک‌ها از یک تحلیل دقیق درباره ساختار هزینه‌ای آن‌ها پیش از آزادسازی نرخ‌های بهره جلوگیری می‌کند. اگر تفاوت میان نرخ‌های وام و سپرده الزاماً از طریق تخصیص‌های بخشی اعتبارات و سقف‌های نرخ بهره سرکوب شد، افزایش این تفاوت پس از آزادسازی نرخ بهره احتمالاً تلاش بانک‌ها برای بازگشت به الگویی از جبران خسارت را نشان می‌دهد.

21. Social Security National Insurance Trust (SSNIT)

22. The Deposit Protection Fund

23. Building Societies Act

۲۴. در ژوئن ۱۹۹۱، بنگاه‌های مالی غیربانکی تحت کنترل مستقیم نظارتی بانک مرکزی قرار گرفتند. این امر در حد نهایی منجر به یک ساختار نظارتی یکسان‌تر می‌شود.

25. Leasing and Finance Company of Malawi.

26. Merchantile Credit Ltd.

27. Post Office Savings Bank.

28. Cooperatives Act.

۲۹. در کشورهای نمونه ما، یک بخش مالی غیررسمی که با بخش مالی رسمی در تعامل است، وجود دارد. دسترسی محدود به اطلاعات درباره اهمیت نسبی بازارهای مالی غیررسمی از نگاه دقیق‌تر به این موضوع جلوگیری می‌کند.

۳۰. نبود بازارهای اوراق قرضه توسعه‌یافته دولت‌ها را برای تأمین مالی کسری بودجه به بخش بانکداری وابسته‌تر می‌سازد. این مسأله می‌تواند مشکلات خطرناک معنوی به وجود بیاورد، زیرا بانک‌ها می‌دانند که دولت در وضعیت نابه‌سامانی مالی آن‌ها را واگذار خواهد کرد. این موضوع همچنین به دولت انگیزه می‌دهد تا بانک‌ها را ترغیب به افزایش ندادن زیاد نرخ‌های وام‌دهی به‌رغم سیاست رسمی آزادسازی نرخ بهره کند. در همین حال، بانک‌ها هراسی از رقابت دولتی هنگامی که سپرده‌ها را از بخش عمومی جذب می‌کنند، ندارند.

۳۱. یعنی کاهش ارزش پول ملی

۳۲. برای مرور عملکرد اقتصاد غنا در سال‌های ۹۱ - ۱۹۸۳، نگاه کنید به کاپور و دیگران (۱۹۹۱).

۳۳. از یک دیدگاه اقتصادی، ذخایر نقدی مازاد مناسب‌ترین معیار است. به هر حال، باتوجه به محدودیت داده‌ها، مجموع ذخایر نقدی و ثانویه در جدول ۵ به کار برده می‌شود.

34. Non Performing Assets Recovery Trust

35. Gambian Commercial and Development Bank

36. Capital Market Development Authority

37. Nigerian Deposit Insurance Corporation
38. Investment and Development Bank of Malawi.
39. Reserve Bank of Malawi

مأخذ

Central Bank of Kenya, *Economic Reports*, Various issues.

Central Bank of Nigeria, *Annual Report and Statement of Accounts*, Various issues.

Cho, Yoon Je, "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well - Functioning Equity Markets, *Journal of Money Credit and Banking*, (May 1986), pp. 191-99.

Cho, Yoon Je, and Deena khatkhate, *Lessons of Financial Liberalization in Asia: A Comparative Study*, Discussion Paper No. 50 (Washington, D.C.: The World Bank, April 1989).

Corbo, V., and Jaime de Melo, "Overview and Summary, *World Development*, Vol. 13, No.8 (1985), (Special issue on "Liberalization With Stabilization in the Southern Cone of Latin America"), pp. 863 - 66.

Dornbusch, Rudiger, and Alejandro Reynoso, "Financial Factors in Economic Development, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 79 (May 1989), pp. 204 - 09.

Fry, Maxwell J., *Money Interest, and Banking in Economic Development*, (Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1988).

Giovannini, Alberto, "Saving and the Real Interest Rate in LDCs", *Journal of Development Economics*, Vol. 18 (1985), pp. 197 - 217.

Giovannini, Alberto, and Martha de Melo, "Government Revenue from Financial Repression", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3604, (1991).

Green, Joshua, "Inflation in African Countries: General Issues and Effects on

- the Financial Sector, "IMF Working Paper 89/86 (Washington: International Monetary fund, 1989).
- Hanson, James A. and Craig R. Neal, "Interest Rate Policies in Selected Developing Countries, 1970 - 82, "World Bank Staff Working Paper No. 753 (1985).
- International Monetary Fund, International Financial Statistics (Washington: International Monetary Fund, Various issues).
- International Monetary Fund, *Interest Rate Policies in Developing Countries*, Occasional Paper 22 (Washington: International Monetary Fund, October 1983).
- Kapur, Ishan, Michael T. Hadjimichael, Paul Hilbers, Jerald Schiff, and Philippe Szymczak, *Ghana: Adjustment and Growth 1983 - 91*, Occasional Paper 86, (Washington: International Monetary Fund, September 1991).
- Leite, Sergio Pereira, "Interest Rate Policies in West Africa, "Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 29 (March 1982), pp. 48 - 76.
- Leite, Sergio Pereira, and V. Sundararajan. "Issues in Interest Rate Management and Liberalization, "Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 37 (December 1990), pp. 735 - 52.
- Luders, R., "Lessons from Two Liberalization Episodes: Argentina and Chile," (unpublished, November 1985).
- Mckinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973).
- Mckinnon, Ronald I., "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs, "The State of Development Economics, edited by Gustav Ranis and T. Paul Schultz (New York: Basic Blackwell Inc., 1988a).
- Mckinnon, Ronald I., "Financial liberalization and Economic Development; A Reassessment of Interest - Rate Policies in Asia and Latin America, "International Center for Economic Growth Occasional Paper, (1988b).

Reserve Bank of Malawi, *Financial and Economic Review*, Various issues.

Reserve Bank of Malawi, *Report and Accounts*, Various issues.

Shaw, Edward s., *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).

Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol. 71(3) (June 1981), pp. 393 - 410.

Valasco, Andres, "Liberalization, Crisis, Intervention: the Chilean Financial System, 1975 - 85, "IMF Working Paper No. WP/88/66 (Washington: International Monetary Fund, 1988).

Villanueva, Delano, and Abbas Mirakhor, "Strategies for Financial Reform, *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 37 (September 1990 pp. 509 - 36.

Wong, Chorng - Huey, "Market - Based Systems of Monetary Control in Developing Countries: Operating Procedures and Related Issues, "IMF Working paper No. Wp/91/40 (Washington: International Fund, 1991).