

# مجرای نرخ سود و سیاست پولی در ایران: ضرورت ها و چالش ها

زمستان 1400

• گودهارت / 1994:

خیلی از اقتصاددانان بر این عقیده اند که بانک مرکزی می تواند پایه پول و ... در نتیجه کمیت های پولی را کنترل کند. تقریباً تمام کسانی که در یک بانک مرکزی شاغل بوده اند، عقیده دارند که این نظر غلط است.

Goodhart C A E (1994) 'What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations', Economic Journal, 104, November, 1424-36

# سیاست پولی

- کنترل نرخ بهره / مدیریت نرخ بهره کوتاه مدت در بازار بین بانکی یعنی نرخ‌های که شبکه بانکی بر اساس آن کسری موقت نقدینگی را (از طریق ذخایر اضافی بانک‌ها یا منابع بانک مرکزی) رفع می‌کند.
- کنترل پایه پول / مدیریت پایه پول به امید کنترل میزان نقدینگی که بانک‌ها خلق می‌کنند.
- کنترل‌های مستقیم / مدیریت نرخ رشد تسهیلات بانکی

# سیاست پولی در ایران

- در دوره های وفور درآمد ارزی بانک مرکزی سیاست پولی ندارد. سیاست بانک مرکزی در این دوره ها تثبیت نرخ ارز در حد توان است.
- در بحران کاهش درآمدهای ارزی (جنگ، کاهش قیمت نفت و تحریم ها) تمایل بانک مرکزی به کنترل پایه پول و کنترل های مستقیم افزایش می یابد.

# محدودیت های روش متعارف سیاست گذاری در ایران

- نوسانات شدید درآمدها/ ذخایر ارزی بانک مرکزی به دلیل (تأحدودی) نوسانات قیمت نفت و (عمدتاً) سیاست خارجی
- بانک های مرکزی دریافته اند که در عمل حجم (stock) پول قابل کنترل نیست و نهایتاً بانک مرکزی می تواند بر روی جریان اعتبار (flow of credit) تأثیر بگذارد.
- برای کنترل جریان اعتبار، بانک های مرکزی در گذشته برنامه های هدایت اعتبار (سقف گذاری برای اعطای اعتبار به بخش های مختلف یا هدایت های مقداری و جهت دهی وجوه به مصارف خاص و ...) را بکار می گرفتند اما بانک های مرکزی معاصر (به ویژه بعد از دهه 1970 میلادی) دریافته اند که مدیریت نرخ بهره بازار بین بانکی از کنترل های مستقیم مؤثرتر است.

# ضرورت توجه به کانال نرخ بهره

- با توجه به (1) تجربه جهانی؛ و (2) مشکلاتی که در مدیریت کمیت های پولی در عمل وجود دارد، ضروری است که در حوزه سیاست گذاری پولی زمینه چرخش سیاستی از مدیریت نرخ ارز، مدیریت کمیت های پولی و کنترل های مستقیم (هدایت اعتبار) به هدایت و کنترل نرخ بهره (نرخ سود) فراهم شود.

## سوالات مهم

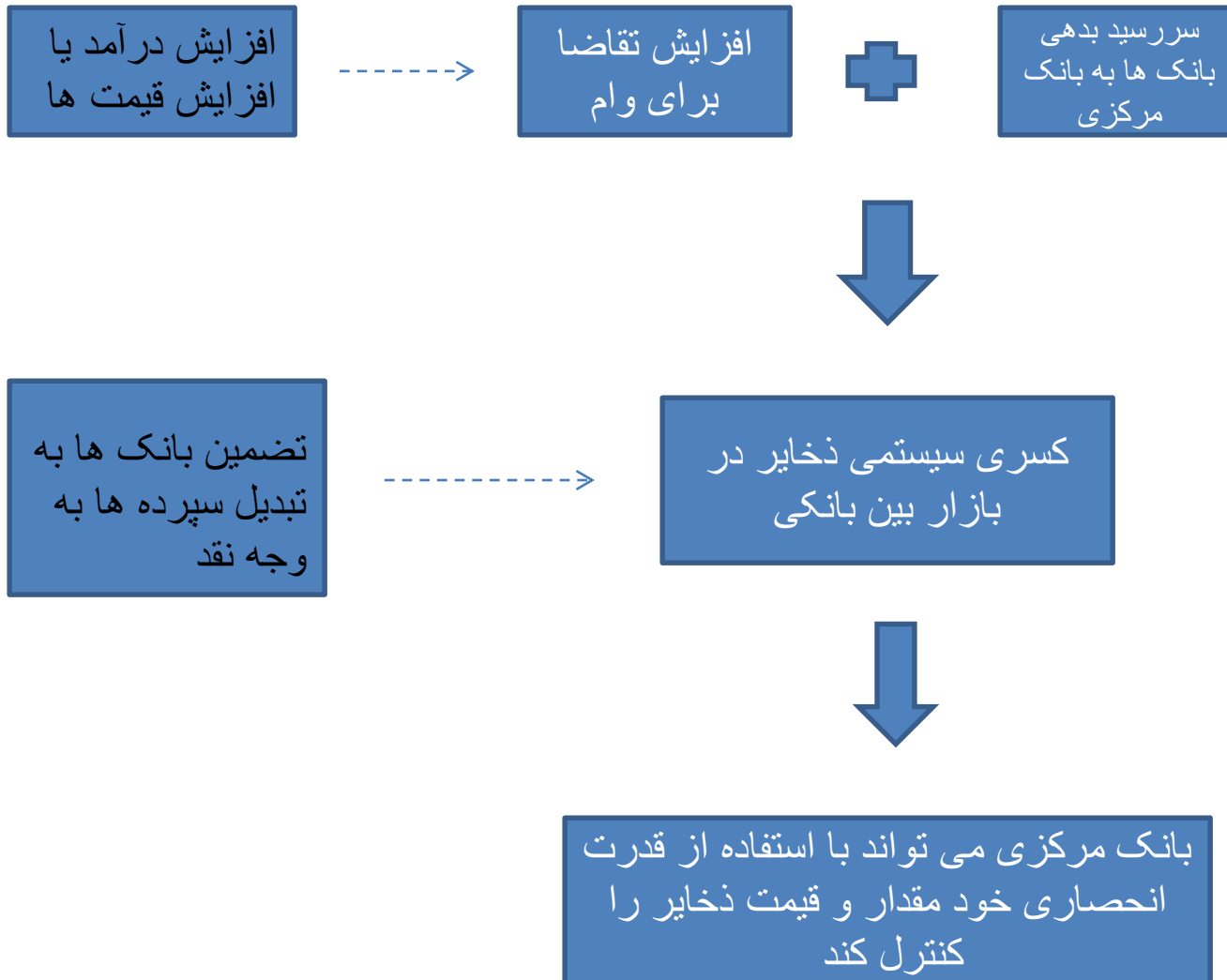
- تصمیمات بانک مرکزی در مورد نرخ بهره بین بانکی چگونه بر روی سطح عمومی نرخ های بهره در اقتصاد تأثیر می گذارد؟
- تغییرات نرخ بهره چگونه بر روی تقاضای کل تأثیر می گذارد؟ (کانال انتقال نرخ بهره)
- این قدرت، به خصوص در ایران، با چه محدودیت هایی مواجه است؟

# تبیین نظری

- بانک ها باید تضمین دهند که قادرند سپرده های مردم را به وجه نقد/ cash یا پول پر قدرت بانک مرکزی که قدرت ابراء دارد، تبدیل کنند. این تضمین قدرت خلق پول بانک ها را محدود می‌کند.
- به همین دلیل، بانک‌ها یا باید اسکناس و مسکوک؛ یا ذخایر کافی نزد بانک مرکزی داشته باشند.
- اینجاست که بانک مرکزی می تواند با ایجاد انبساط یا انقباض در ذخایر (پایه پول) و از طریق تغییر قیمت ذخایر بر روی تصمیم بانک ها به وام دهی و در نهایت خلق پول تأثیر بگذارد.

# تبیین نظری

- در اقتصاد به دلیل افزایش در درآمد واقعی یا افزایش سطح قیمت ها تقاضا برای وام (تقاضا برای سپرده بانکی) افزایش می یابد.
- بانک های مرکزی می تواند رشد پایه پولی را به گونه ای مدیریت کنند تا به قدری کند باشد که بانک ها در پایان روز احساس کنند تأمین ذخایر سخت و پر هزینه است.
- بخشی از نقدینگی بانک ها منابعی است که قبلا از بانک مرکزی قرض گرفته اند. وقتی سررسید این منابع فرا می رسد، بانک ها باید مجددا تأمین مالی شوند.
- اگر کسری شبکه بانکی به صورت سیستمی گسترده باشد، بازار بین بانکی قادر به تأمین این کسری نیست و بانک مرکزی در موضع تنها قدرت انحصاری عرضه کننده پول پر قدرت می تواند وارد عمل شود.



# نحوه مداخله بانک مرکزی

- تسهیلات قاعده مند (ایجاد دالان نرخ بهره)
  - بانک مرکزی تحت ضوابط خاصی به بانک ها اجازه می دهد از پول پر قدرت استفاده کنند و سقف قیمت ذخایر را مشخص می کند.
  - حداقل هزینه فرصت ذخایر را تعیین می کند.
- عملیات بازار باز (هدایت نرخ درون دالان نرخ بهره)
- مقررات ناظر بر روابط بانک ها با یکدیگر در بازار بین بانکی و با بانک مرکزی و نحوه مداخله بانک مرکزی در این بازار تدوین شده است. (ضعف در طراحی و اجرا)
- بازار بدهی عمق و گستره کافی ندارد.

## رابطه نرخ بهره در بازار بین بانکی با سایر نرخ های بهره

- نرخ بهره رسمی به طور مستقیم بر روی رفتار فعالین اقتصادی تأثیر نمی گذارد.
- در مراحل بلوغ بازار، برای تغییر نرخ نیاز به تغییر شدید در ذخایر نیست. (اثر اعلان)
- انتظار می روند که تغییر در نرخ رسمی بلافاصله در همان جهت بر روی نرخ های کوتاه مدت تأثیر بگذارد.
- انتظار نمی رود تغییر در نرخ های کوتاه مدت با تغییر در نرخ رسمی برابر باشد. واکنش تمام نرخ های کوتاه مدت به نرخ رسمی مثبت اما کمتر از 100 درصد است.
- اولین نقطه اصابت، نرخ بهره سپرده و نرخ بهره تسهیلات است. (مقررات شورای پول و اعتبار کانال نرخ بهره را در همان نقطه آغاز مسدود کرده است)
- نرخ بهره سپرده بیشتر از نرخ بهره تسهیلات تغییر می کند.
- اثر تغییر در نرخ بهره در سررسیدهای بلند مدت کمتر است.

# یافته های تجربی

- Dale and Haldane (1993), “Interest rate control in a model of monetary policy”, Bank of England
- 100 بیسیس پوینت تغییر در نرخ بهره رسمی به طور متوسط 30 bp تغییر در نرخ بهره وام های شخصی و کارت های اعتباری، 38 bp تغییر در وام های شرکتی، و 50 pb تغییر در نرخ وام های رهنی و نرخ سپرده ایجاد کرده است.

رابطه نرخ بهره در بازار بین بانکی با سایر نرخ های بهره

- هر چه درجه رقابت بین بانک ها و مؤسسات مالی بیشتر باشد، چسبندگی نرخ ها بیشتر است.
- هر چه درجه رقابت بین بانک ها بیشتر باشد، تغییر در نرخ بهره سپرده در واکنش به تغییر نرخ رسمی بیشتر از نرخ بهره تسهیلات است. به بیان دیگر، چسبندگی نرخ بهره تسهیلات بیشتر است. (شرایط اعطای وام را تغییر می دهند.)
- تفاوت بین نرخ های کوتاه مدت و بلندمدت با افزایش نرخ رسمی کمتر و با کاهش نرخ رسمی بیشتر می شود.

# محدودیت های بکارگیری ابزار نرخ بهره

- به دلیل اصطکاکات مالی، تفاوت (اسپرد) نرخ وام دهی با نرخ رسمی مخالف چرخه حرکت می کند.
- افزایش شدید نرخ رسمی، می تواند بانک ها را در معرض خطر ناتوانی مالی قرار دهد.
- در اقتصادهای باز، افزایش نرخ رسمی می تواند موجب تقویت ارزش پول ملی و کاهش آن باعث تضعیف ارزش برابری پول ملی می شود.
- افزایش نرخ رسمی می تواند بر روی ارزش سهام در بازار سرمایه تأثیر منفی بگذارد.
- بنابراین، بانک مرکزی با اهداف متعدد و متعارض مواجه شود.

# راه حل عبور از محدودیت ها

- استقلال بانک مرکزی
- اولویت بندی اهداف
- ایجاد تنوع در ابزار

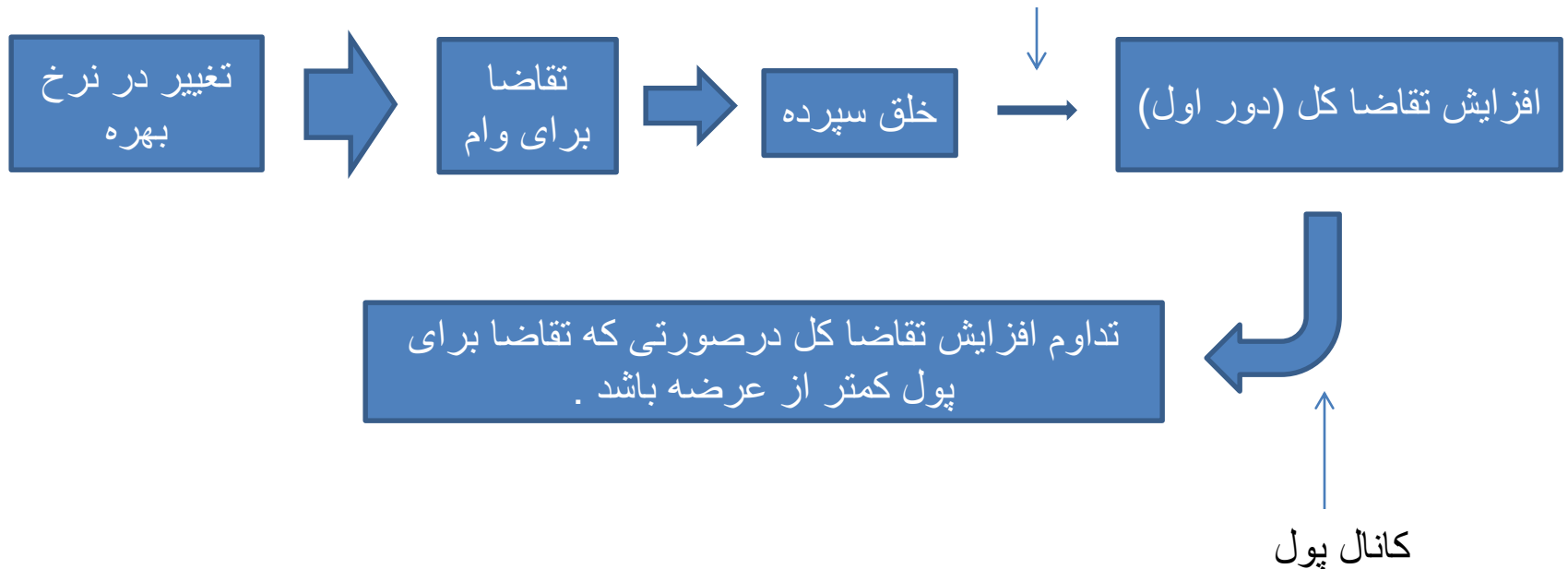
# عرضه پول در ساز و کار کنترل نرخ بهره

- در ساز و کار انتقال نرخ بهره، عرضه پول درونزا است.
- پول علت موجد تحولات اقتصادی نیست؛ بلکه معلول عواملی است که بر روی تقاضا برای وام تأثیر می گذارد.
- این نگاه نقطه مقابل دیدگاه پول گرایی است.

# مکانیزم انتقال نرخ بهره

- اثر تغییر نرخ بهره بر روی درآمد اسمی به طور کامل قابل پیش بینی نیست و به تقاضا برای پول بستگی دارد.

کانال اعتبار



# عوامل تعیین کننده نرخ بهره (متغیرهای اصلی)

- نرخ بهره طبیعی، شکاف تورم و شکاف تولید
  - در هر سه مورد مشکل محاسباتی و پیش بینی وجود دارد.
  - در مورد انتخاب شاخص تورم اختلاف نظر وجود دارد.
  - برآورد انتظارات تورمی و تعیین نرخ تورم هدف بسیار مهم است.
  - اگر تولید بالقوه به دقت قابل محاسبه باشد، از آنجاییکه نرخ بهره ابتدا بر روی شکاف تولید تأثیر می گذارد، بهتر است ضریب واکنش به شکاف تولید بالا (مثلاً 2) باشد.
  - مطالعات تجربی و نظری نشان می دهد که ضریب واکنش به شکاف تورم باید بزرگتر از 1 باشد. در شرایط تورمی، افزایش نرخ بهره اسمی باید به قدری باشد تا موجب افزایش نرخ بهره واقعی شود. لذا افزایش نرخ بهره اسمی باید از تورم مورد انتظار بیشتر باشد.
- به لحاظ تکنیکی، بستر تعیین نرخ بهره سیاستی در بانک مرکزی وجود ندارد.

# سایر عوامل تأثیر گذار در تعیین نرخ بهره

## • نرخ ارز

- در صورت افزایش نرخ ارز واقعی (افزایش درجه رقابت پذیری کالاهای داخلی)، نرخ بهره اسمی باید افزایش یابد و بالعکس.
- اگر نرخ ارز اسمی قابل کنترل باشد، در صورت افزایش نرخ ارز از ضرورت کاهش نرخ بهره برای تحریک اقتصاد کاسته می شود و بالعکس.

## • وقفه های نرخ بهره

- تأثیر نرخ بهره بیشتر می شود.
- نوسانات نرخ بهره کمتر می شود.
- البته می تواند سرعت واکنش سیاست گذار به تحولات اقتصادی را کند کند.

## • شاخص های مالی مانند شاخص سهام و اسپردهای نرخ های بهره

- در صورتی که حاوی اطلاعات در خصوص تغییرات نرخ بهره طبیعی و حرکت تورم و تولید در آینده باشند.

# اصول اقتصادی حاکم بر تعیین نرخ بهره

- وقتی تورم بالاتر از هدف است، باید تقاضای کل را از طریق افزایش نرخ بهره پایین تر از ظرفیت اقتصاد قرار داد و بالعکس. / lean against the wind
- اگر اقتصاد با تورم فشار هزینه مواجه باشد یا اینرسی تورمی وجود داشته باشد، کاهش تورم بدون کاهش تولید و اشتغال امکان پذیر نیست. / no divine coincidence
- هدف گذاری تورمی افراطی؛ یعنی کاهش فوری تورم به سطح هدف در صورتی بهینه است که (1) تورم ناشی از فشار هزینه نباشد؛ (2) اینرسی تورمی وجود نداشته باشد؛ و (3) ثبات تولید برای بانک مرکزی مهم نباشد.

# اصول اقتصادی حاکم بر تعیین نرخ بهره

- اجتناب اکید از پولی کردن کسر بودجه و ناتوانی مالی (نه ناتوانی نقدی) بانک ها
- در یک سیاست پولی مطلوب، نرخ بهره اسمی در واکنش به افزایش انتظارات تورمی باید چنان افزایش یابد که نرخ بهره واقعی زیاد شود. به بیان دیگر، ضریب واکنش نرخ بهره اسمی به انتظارات تورمی باید بزرگتر از 1 باشد.
- خنثی کردن شوک مثبت تقاضا در تعارض با ثبات تولید نیست. بنابراین، بانک مرکزی می تواند بدون نگرانی در مورد ثبات تولید، نرخ بهره را افزایش دهد.
- خنثی کردن شوک های منفی به تولید بالقوه نیز در تعارض با ثبات تولید نیست. اما در این حالت شاید واکنش شدید در غالب افزایش نرخ بهره لازم نباشد؛ زیرا کاهش توان تولید می تواند با کاهش تقاضای کل همراه باشد.

# اصول اقتصادی حاکم بر تعیین نرخ بهره

- اگر بانک مرکزی تلاش کند، با کاهش نرخ بهره یا تثبیت آن تولید را بالاتر از ظرفیت بالقوه تعیین کند، این اقدام می تواند به تورم مزمن تبدیل شود بدون اینکه در بلند مدت بر روی تولید تأثیر بگذارد.
- اگر برای بانک مرکزی رئیسی تعیین شود که هزینه تورم در نظری بالاتر از برآورد جامعه باشد، احتمال انحراف تورم از هدف کاهش می یابد.
- اگر اقتصاد در دام نقدینگی و کف نرخ بهره (نرخ بهره صفر) قرار داشته باشد، بانک مرکزی با ایجاد انتظارات تورمی از طریق راهبرد «هدایت از پیش» یا «تسهیل مقداری» می تواند اثر بخشی سیاست پولی را افزایش دهد.