

**چگونگی ایفای نقش بانک مرکزی
در بازارهای ارز و پول**

مسعود نیلی
حمید فیروز

چکیده

در این مقاله به چرایی و چگونگی دخالت‌های بانک‌های مرکزی در بازارهای ارز و پول پرداخته می‌شود و به‌ویژه از نظر اهداف دخالت‌ها، با آنچه که در کشور ما اتفاق می‌افتد مقایسه می‌شود. بانک‌های مرکزی، ضمن آنکه در "روند" بلندمدت نرخ ارز دخالت نمی‌کنند، "نوسان‌های" کوتاه‌مدت آن را تحت نظر قرار می‌دهند و در جهت هموارسازی تغییرات نرخ ارز، در بازار مداخله می‌کنند. مهم‌ترین ویژگی این دخالت‌ها، "تعادلی" و "متقارن" بودن آنها است. تعادلی بودن به این معناست که نظام تک‌نرخ به‌عنوان یک اصل حفظ می‌شود و متقارن بودن به‌معنای آن است که خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی در بلندمدت بدون تغییر باقی می‌ماند. در مورد نرخ بهره نیز دخالت بانک‌های مرکزی "تعادلی" و "ضدچرخه‌ای" است. در کشور ما دخالت بانک مرکزی در بازار ارز، همواره "یک‌طرفه" و در جهت کاهش آن، با هدف کنترل افزایش قیمت‌ها صورت گرفته است. نتیجه این نوع دخالت، کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد و از دست رفتن تولید و اشتغال از یک‌سو و ایجاد فشار بر ذخایر ارزی بانک مرکزی و به‌دنبال آن جهش یکباره نرخ ارز در جهت تطبیق با واقعیت‌های اقتصادی از سوی دیگر بوده است. در چارچوبی مشابه، در زمینه بازار پول نیز، با توجه به نبود بازار اوراق قرضه و اندازه بسیار کوچک بازار سهام و در نتیجه بانک محور بودن اقتصاد، تمرکز بانک مرکزی بر تعیین نرخ‌های اداری برای بانک‌ها قرار داشته که حاصل آن برقراری نرخ‌های حقیقی منفی برای دوره‌های طولانی بوده است. از این‌رو دخالت‌های "تعادلی" و "متقارن" در تجربه جهانی، جای خود را به مداخلات "اداری" و "یک‌طرفه" در کشور ما داده است. دو تفاوت مهم گفته شده، گسترش بازارهای غیررسمی، فساد و تخصیص نامناسب منابع و استمرار تورم را نتیجه داده است.

کلمات کلیدی: دخالت‌های بانک مرکزی، بازار ارز، بازار پول، تورم، ثبات اقتصاد کلان.

طبقه‌بندی JEL: E43, E44, F31

مقدمه

چگونگی ایفای نقش دولت‌ها در اقتصاد، از موضوع‌های مورد مناقشه در مباحث نظری اقتصاد کلان به‌شمار می‌آید. زمینه اصلی مورد قبول در تمام مکاتب اقتصادی، عرضه کالای عمومی به‌معنای تأمین نظم و امنیت، تضمین حقوق مالکیت، حفظ ثبات اقتصاد کلان و برقراری حداکثر ممکن شرایط رقابتی در بازارهای مختلف از جانب دولت‌هاست. موارد مطرح شده، پایه‌ای را تشکیل می‌دهد که وظایف "حداقلی" و یا حوزه‌های "حتمی" محسوب می‌شود؛ به‌گونه‌ای که عدم ایفای نقش در هر یک از موارد مطرح شده و یا ایفای نقش ضعیف در آن‌ها، از آن‌جا که جایگزینی برای انجام ندارد، موجب بروز ضعف و ناکارایی در مجموعه فعالیت‌های اقتصادی در مقیاسی وسیع می‌شود که حاصل آن، فقر و یا رشد ناکافی اقتصادی خواهد بود.

فراتر از آنچه که گفته شد، طیفی را تشکیل می‌دهد که در یک سوی آن، دخالت "موافق بازار" دولت در بازارهای مختلف، و در سوی دیگر، کارکرد دولت به‌عنوان جایگزین بازار و به‌بیان دیگر، مداخله "مخالف بازار" دولت، قرار می‌گیرد. توجیه چرایی مداخله موافق بازار دولت‌ها، بیشتر معطوف به ایفای نقش به‌عنوان ثبات‌ساز و به‌ویژه در روبرویی با شوک‌های مختلف و چرخه‌های تجاری رونق و رکود است. دخالت‌های مخالف بازار، معمولاً با توجیه تحقق عدالت اجتماعی و با اهداف باز توزیعی صورت می‌گرفته است.

با توجه به موضوع اصلی مقاله، در این‌جا توضیح مختصری در مورد اصطلاح "بازار" که به‌عنوان معیاری برای ارزیابی چگونگی کارکرد دولت به‌کار گرفته می‌شود، ضروری است. بازار، سازوکاری است که بر مبنای آن، مبادله آزاد و داوطلبانه صورت می‌گیرد. در یک طرف این مبادله، تقاضا قرار دارد که با توجه به قیمت‌های نسبی، سطح درآمد و سلیقه شکل می‌گیرد و در سمت عرضه نیز قیمت‌های نسبی و فناوری، عوامل عمده را تشکیل می‌دهند. حاصل مبادله داوطلبانه، قیمت‌هایی "تعادلی" است که مقادیر مورد مبادله (تخصیص منابع) در تناظر با آن تعیین می‌شود. بازارها بیشتر در سطح "خرد" تشکیل می‌شوند و به‌همین دلیل، در هر زمان، میلیون‌ها مبادله صورت می‌گیرد که میلیون‌ها قیمت نیز برای کالاها و خدمات مختلف، حاصل شکل‌گیری این مبادلات است. بر این مبنای واقعیت مبادلات شکل گرفته، در سطح اقتصاد خرد است و انتقال "مقادیر" و "قیمت"‌های مورد مبادله به سطح اقتصاد کلان، تنها یک فرآیند "محاسباتی" است. از این‌رو مجموعه بزرگی از متغیرهای اقتصاد کلان، متغیرهای برآمده از بازارها در سطح اقتصاد خرد

هستند. تولید ناخالص داخلی، سرمایه‌گذاری، مصرف، صادرات، واردات و سطح عمومی قیمت‌ها در زمره این متغیرها قرار می‌گیرند.

در نقطه مقابل متغیرهای اقتصاد کلان برآمده از اقتصاد خرد، محدود متغیرهایی در سطح اقتصاد کلان قابل شناسایی هستند که ما به ازایی در سطح اقتصاد خرد ندارند و در اصطلاح، حاصل مبادلات در سطح اقتصاد کلان هستند و به‌عنوان متغیرهای اقتصاد کلان محض^۱ شناخته می‌شوند. نرخ ارز و نرخ بهره در زمره متغیرهای اقتصاد کلان محض، قابل دسته‌بندی‌اند. نرخ ارز، به‌طور متعارف، در بازار ارز و نرخ بهره در بازار اوراق قرضه^۲ تعیین می‌شود. چرایی و چگونگی ورود بانک مرکزی در بازارهای ارز و اوراق قرضه و در نتیجه، دخالت در تعیین نرخ ارز و نرخ بهره، موضوعی است که در بخش اول این مقاله به آن پرداخته می‌شود. در بخش دوم، چگونگی سیاستگذاری در بازار ارز و بازار پول در اقتصاد ایران مورد توجه قرار می‌گیرد. وجوه اصلی تمایز، براساس معیارها و برداشتهای متفاوتی که از اهداف، ابزارها و اثربخشی آنها وجود دارد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش پایانی مقاله به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری اختصاص پیدا کرده است.

۱- تجربه جهانی سیاستگذاری در بازار ارز و بازار پول

برای شناخت تجربیات جهانی در رابطه با بازار ارز، پاسخ به سؤالات زیر ضروری است:
الف- آیا در کشورهای دیگر، دولت‌ها به تغییرات نرخ ارز اهمیت می‌دهند و در بازار ارز دخالت می‌کنند؟

ب- اگر پاسخ سؤال اول مثبت است، منشأ این توجه و اهمیت چیست؟

ج- چه ابزار یا ابزارهایی برای مداخله در بازار ارز به کار گرفته می‌شود؟

د- چه محدودیت‌هایی در به‌کارگیری ابزارهای ذکر شده وجود دارد؟

در پاسخ سؤال اول باید گفت که به‌طور کلی، دولت‌ها به تغییرات نرخ ارز حساس هستند و بانک‌های مرکزی، در بازار ارز دخالت می‌کنند و شاید نتوان کشوری را یافت که در آن، نرخ ارز به‌طور کامل شناور بوده و هیچ‌گونه دخالتی از سوی بانک مرکزی در آن صورت نگیرد.

^۱ Pure Macroeconomic Variables

^۲ Bond

در پاسخ سؤال دوم می‌توان گفت که در یک اقتصاد متعارف^۱، حداقل سه منشأ توجه و اهمیت به نرخ ارز وجود دارد که در زیر به آن‌ها پرداخته می‌شود.

نخستین منشأ اهمیت نرخ ارز، توجه به مسیر بلندمدت آن است. این وجه از توجه اغلب معطوف به نرخ ارز حقیقی است. هر چند موضوع درجه استحکام فرضیه برابری قدرت خرید، از مباحث بحث‌انگیز در میان اقتصاددانان حوزه پولی بین‌الملل است، لیکن با توجه به مطالعات صورت گرفته در ادبیات اقتصادی، فرضیه برابری قدرت خرید در بلندمدت از پشتیبانی زیادی برخوردار است.^۲ آنچه که در مورد آن اتفاق نظر وجود دارد، این است که نرخ ارز حقیقی، نمی‌تواند در بلندمدت روندی کاهنده و فزاینده داشته باشد و در واقع روند "بلندمدت" نرخ ارز حقیقی، یک مسیر بدون تغییر است. با کاهش نرخ ارز حقیقی، میزان صادرات کاهش و میزان واردات افزایش می‌یابد. با کاهش تراز بازرگانی، عرضه ارز کاهش یافته و بنابراین نرخ ارز حقیقی، اصلاح شده و به روند بلندمدت خود باز می‌گردد. در واقع، تراز بازرگانی به‌عنوان سازوکار تصحیح خطا عمل می‌کند. مطالعات زیادی به بررسی ارتباط میان نرخ ارز حقیقی و سایر متغیرهای حقیقی مانند اشتغال و بیکاری پرداخته‌اند. این مطالعات نشان می‌دهند که کاهش مستمر نرخ ارز حقیقی به دلیل کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد، منجر به تشدید بیکاری خواهد شد.^۳ بی‌گمان می‌توان گفت که با تحقق تورم‌های پایین‌تر از پنج درصد و همگرایی نسبی در نرخ تورم بخش بزرگی از کشورهای جهان، این منشأ توجه در اکثر کشورها، اهمیت خود را از دست داده است.

دومین منشأ توجه و اهمیت به نرخ ارز، تحولات کوتاه‌مدت نرخ اسمی ارز حول مقدار بلندمدت آن است. منظور از تحولات کوتاه‌مدت نرخ ارز، تغییرات در محدوده چند ماه و کمتر از یک سال است. دو ویژگی اساسی نرخ ارز، تحولات کوتاه‌مدت آن را حائز اهمیت ساخته است. اولین ویژگی، مشاهده‌پذیر بودن آن به‌صورت لحظه‌ای است. ویژگی دیگر این است که نرخ ارز یک متغیر اقتصاد کلان محض است که تحولات بازارهای مختلف اقتصاد در آن ظاهر می‌شود. با توجه به اینکه شوک‌های مختلف در اقتصاد قابل مشاهده نیستند، لیکن نرخ ارز را می‌توان به‌صورت

^۱ اقتصاد متعارف را اقتصادی می‌نامیم که تورم یک رقمی دارد، سازوکار بازار، عامل اصلی تخصیص منابع در آن است و به اصلاحات بزرگ نیاز ندارد.

^۲ برای نمونه مراجعه کنید به: Rogoff (1996)

^۳ برای نمونه مراجعه کنید به: Frenkel and Ros (2006)

لحظه‌ای مشاهده کرد، در این وجه اهمیت، نرخ ارز نقش یک متغیر اطلاعاتی^۱ را دارد. به این معنا که با مشاهده تغییرات نرخ ارز، سیاستگذار متوجه بروز شوک در اقتصاد شده و با استفاده از ابزارهای سیاستگذاری خود، به ثبات‌سازی در اقتصاد می‌پردازد.^۲ در این جا، با مشاهده تغییرات کوتاه‌مدت نرخ ارز، می‌توان به تخمینی از ابعاد شوک‌های وارد شده به اقتصاد پی برد و با هدف ثبات‌سازی متغیرهای حقیقی اقتصاد، به اتخاذ سیاست متناسب پولی پرداخت.

سومین منشأ توجه به نرخ ارز، تغییرات بسیار کوتاه‌مدت آن است. منظور از تغییرات بسیار کوتاه‌مدت، تغییرات نرخ ارز در فواصل چند روز و یا کمتر از آن است. از آن جا که ارز به‌عنوان یک دارایی جایگزین پول به حساب می‌آید، ضعف بازار سرمایه و یا انتظارات آینده می‌تواند باعث حملات سوداگرانه به بازار ارز شود و در این بازار حباب شکل بگیرد.^۳ در کشورهایی که بازار سرمایه بزرگ، متنوع و قوی است و اقتصاد کلان به‌طور تاریخی با ثبات بوده و روابط شفاف اطلاعاتی بین دولت و بازار برقرار است، این وجه اهمیت کاهش پیدا کرده است. الگوهایی که بحران‌های ارزی را توضیح می‌دهند، در چارچوب همین شرایط شکل گرفته‌اند و برحسب عوامل محیطی ایجادکننده، به الگوهای نسل اول و نسل دوم تقسیم و معرفی شده‌اند (برای مثال مراجعه کنید به ساکس و تورنل و ولاسکو (۱۹۹۶)^۴ و نیز کامینسکی و لیزاندو و رینهارت (۱۹۹۸)^۵).

در پاسخ به سؤال سوم باید گفت که دخالت‌های بانک‌های مرکزی "بازارمحور" و "تعادلی" و ابزار آن، ذخایر ارزی بانک مرکزی است. در واقع دخالت‌های دولت در بازارها به‌صورت دستوری صورت نمی‌پذیرد و بانک مرکزی با تغییرات میزان عرضه ارز، متغیر مورد نظر را به‌میزان مطلوب می‌رساند.

پاسخ سؤال آخر این است که با توجه به محدودیت ذخایر ارزی، مداخله بانک مرکزی به ناچار باید متقارن باشد و این تنها در وجه اهمیت دوم (نقش ثبات‌سازی دخالت) موضوعیت پیدا می‌کند. در واقع با توجه به اینکه دخالت‌های دولت برای ثبات‌سازی بازارهای مختلف در مقابل شوک‌ها صورت می‌گیرد و نیز با توجه به اینکه ماهیت شوک‌ها تصادفی هستند و بنابراین برخی مواقع مثبت و برخی مواقع منفی‌اند، انتظار می‌رود که دخالت‌های بانک مرکزی نیز متقارن باشد. دخالت متقارن بانک مرکزی در بازار ارز به این معناست که در برخی موارد برای جلوگیری از

^۱ Information Variable

^۲ برای اطلاعات بیشتر در این مورد مراجعه کنید به فصل هشتم (Turnovsky (1995)

^۳ Blanchard and Watson (1982)

^۴ Sachs, Tornell and Velasco (1996)

^۵ Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1998)

کاهش نرخ ارز، به خرید ارز می‌پردازد تا قیمت آن کاهش نیابد و برخی موارد برای جلوگیری از افزایش نرخ ارز، اقدام به فروش ارز در بازار می‌کند. در واقع، محدودیت ذخایر ارزی بانک مرکزی، مداخله متقارن را به آن تحمیل می‌کند.

در مجموع، در اقتصادهای متعارف، حصول به موفقیت در پایین آوردن تورم و قرار دادن آن در محدوده زیر پنج درصد، وجه اهمیت اول را به‌میزان چشمگیری کاهش داده و از سوی دیگر، توسعه بازار سرمایه، باعث شده است که دارایی‌های داخلی به اندازه‌ای جذابیت ایجاد کنند که ارز به‌عنوان جزیی از پس‌انداز با انگیزه سوداگرانه موضوعیت خود را از دست بدهد. دستاورد اخیر وجه سوم اهمیت را برای مداخله در بازار ارز کاهش داده است. بنابراین، وجه اهمیت اول و سوم به‌تدریج کاهش پیدا کرده و تمرکز اهمیت بر وجه دوم حفظ شده است. دخالت بانک مرکزی در وجه اول اهمیت، ناممکن و در وجه سوم نیز علاوه بر غیرعملی بودن، غیرمنطقی نیز هست. ناممکن بودن از آن جهت است که ذخایر بانک مرکزی محدود بوده و از این رو یک عامل موقت، ابزار مؤثری برای کنترل و مهار یک فشار دائمی و نظام یافته بر نرخ ارز نیست و تنها عاملی که می‌تواند تغییرات از این نوع را مهار کند، همگرایی تورم از طریق کاهش و رساندن آن به سطح متناظر با کشورهای طرف تجاری است. غیرمنطقی بودن نیز به این دلیل است که قرار گرفتن پول خارجی به‌عنوان عنصر مسلط در سبد دارایی‌های کاغذی امری غیرمتعارف بوده و راه حل آن از دست دادن ذخایر بانک مرکزی نیست. زمانی که ضعف بازار سرمایه موجب ایجاد سوداگری در بازار ارز شده، منطقی به‌نظر نمی‌رسد که بانک مرکزی میزان ذخایر ارزی خود را برای کنترل سوداگری در این بازار، تعیین کند.

توجه به این نکته ضروری است که در اقتصادهای متعارف، دولت‌ها ابزاری به‌طور مستقیم برای مداخله در بازار ارز ندارند و تنها وجه حقوقی و نهادی تعیین‌کننده، کیفیت رابطه بین دولت و بانک مرکزی است. براساس مطالعات انجام شده، نقش دولت‌ها را می‌توان بیشتر در تعیین "هدف" و نه به‌کارگیری "ابزار" مشاهده کرد.^۱

نرخ بهره یکی دیگر از متغیرهای مهم اقتصاد کلان است. نرخ بهره نیز مانند نرخ ارز، از دو ویژگی مطلوب برای سیاستگذار اقتصادی برخوردار است. این متغیر به‌صورت لحظه‌ای قابل مشاهده است و تحولات بازارهای مختلف در این متغیر ظاهر می‌شود و نیز یک متغیر اقتصاد کلان محض است.

^۱ Fischer (1995)

تغییرات نرخ بهره موجب تغییر در میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، و بنابراین تغییر در میزان تولید خواهد شد. از سوی دیگر، در اقتصادهای متعارف، نرخ بهره هزینه فرصت نگهداری پول را اندازه‌گیری می‌کند و از این طریق در بازار پول و اوراق قرضه، میزان بهینه هریک از این دو نوع دارایی در پرتفوی آحاد اقتصادی تعیین می‌شود. نرخ بهره نیز همانند نرخ ارز باید با شرایط اقتصاد کلان متناسب باشد؛ در واقع نرخ بهره نیز سازگار با رشد حجم پول تعیین می‌شود. در یک اقتصاد تورمی، نرخ بهره بالاتر از نرخ تورم خواهد بود؛ زیرا پس‌اندازکنندگان حاضر نیستند ارزش حقیقی مقدار پولی را که پس‌انداز کرده‌اند، از دست بدهند.

در مورد نرخ بهره نیز می‌توان پرسش‌های مطرح شده در مورد نرخ ارز را مطرح کرد. برای نرخ بهره هم سه منشأ توجه و اهمیت از سوی دولت‌ها در اقتصادهای متعارف قابل شناسایی است. وجه اول، نقش نرخ بهره در چرخه‌های تجاری است. دولت‌ها در دوران رکود، از ابزارهای پولی به‌ترتیبی که بیان خواهد شد، برای کاهش نرخ بهره استفاده می‌کنند و از این طریق، با تحریک تقاضا برای خروج از رکود، انگیزه ایجاد می‌کنند. در نقطه مقابل، در رویارویی با تورم، افزایش نرخ بهره به‌منظور کنترل تقاضا مدنظر قرار می‌گیرد. بنابراین در مجموع، رویکرد سیاستگذار به نرخ بهره در شرایط رونق و رکود، چرخه‌ای^۱ است؛ به این معنا که با افت تولید، کاهش و با شتاب گرفتن تورم افزایش می‌یابد. وجه دوم اهمیت، شبیه به نرخ ارز، وجه اطلاعاتی نرخ بهره است و وجه سوم اهمیت آن، ایفای نقش در ورود و خروج سرمایه و جایگزینی سرمایه‌های داخلی و خارجی است. اگر نرخ بهره یک اقتصاد از نرخ بهره جهانی بیشتر (کمتر) باشد، ورود (خروج) سرمایه به (از) آن کشور موجب می‌شود تا نرخ بهره در آن اقتصاد کاهش (افزایش) یافته و به نرخ بهره جهانی نزدیک شود. هرچه موانع ورود و خروج سرمایه در یک اقتصاد کمتر باشد، نرخ بهره آن اقتصاد، به نرخ بهره جهانی نزدیک‌تر خواهد بود.

پاسخ به این پرسش که ابزار سیاستگذار برای تعیین نرخ بهره چیست، نیاز به توضیح بیشتر دارد. بازار دارایی کاغذی^۲ در اقتصادهای متعارف به اجمال از چهار جزء تشکیل شده است: پول، شبه پول، اوراق قرضه دولتی و سهام. شرایط آربیتراژ (پس از تعدیل برحسب نقدشوندگی و ریسک)، بازده یکسان را برای انواع دارایی‌ها تضمین می‌کند.^۳ نرخ‌های بانکی در بازار شبه‌پول

^۱ Procyclical

^۲ Paper Asset

^۳ برای جلوگیری از پیچیدگی و به‌منظور تمرکز بر موضوع اصلی مقاله، خود را محدود به دو نوع دارایی شبه پول و اوراق قرضه می‌کنیم. برای توضیحات بیشتر مراجعه کنید به سارجنت (۱۹۸۷).

توسط بانک‌ها تعیین و اعلام می‌شود و بازار اوراق قرضه نیز نرخ بهره را تعیین می‌کند. بخشی از اوراق قرضه‌ای که طی سالیان متمادی، دولت‌ها برای تأمین مخارج خود منتشر کرده‌اند در دست مردم و بخشی از آن نیز در اختیار بانک مرکزی است. ذخایر اوراق قرضه بانک مرکزی (مانند ذخایر ارزی در مورد نرخ ارز)، منبعی است که برای اعمال سیاست در مورد نرخ بهره به کار گرفته می‌شود. هرگاه کاهش نرخ بهره مورد نظر سیاستگذار باشد، بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق قرضه از مردم می‌کند که افزایش حجم پول را در پی دارد و در هنگام افزایش نرخ بهره، فروش اوراق قرضه توسط بانک مرکزی در دستور کار قرار می‌گیرد. لازم به یادآوری است که بانک مرکزی، خود اقدام به انتشار اوراق قرضه نمی‌کند و تنها حجم اوراق قرضه در دست مردم را به صورت تعادلی تغییر می‌دهد.^۱

به‌طور طبیعی، وقتی نرخ بهره از طریق بازار اوراق قرضه در اقتصاد تعیین شود، سایر نرخ‌ها، شامل نرخ‌های سود بانکی نیز براساس شرایط آربیتراژ تعیین می‌شوند. بانک‌های مرکزی در بازار کاغذی داخلی، از دو طریق تأثیر می‌گذارند. اول، تعیین حجم اوراق قرضه (و در نتیجه حجم پول) در دست مردم و دوم، اعمال نقش تنظیم‌کنندگی^۲ بازار بانکی. در ایفای نقش دوم، حصول اطمینان از برقراری حداکثر ممکن رقابت در نظام بانکی، موجب شکل‌گیری حداقل حاشیه سود بانکی^۳ شده و بانک‌ها بر این اساس، در شرایط رقابتی، نرخ‌های خود را تعیین می‌کنند که متضمن حداکثر کارایی ممکن است.

با توجه به توضیحات داده شده، پول و شبه پول تنها شکل نگه‌داری دارایی کاغذی مردم در اقتصادهای متعارف نیست و مجموعه اجزاء دارایی‌های کاغذی، در تعادل با یکدیگر قرار دارند. بنابراین نرخ‌های بانکی در تناظر با نرخ تعادلی بازار اوراق قرضه قرار می‌گیرند. دخالت دولت‌ها در بازار اوراق قرضه، دخالت تعادلی و محدودیت‌های بانک‌های مرکزی در مداخله در این بازار، میزان حساسیت اقتصاد به تغییرات نرخ بهره و حفظ ثبات اقتصاد کلان است.

^۱ برای اطلاعات کامل‌تر در این مورد مراجعه کنید به: Mishkin, Chapter 4 & 5, (2007)

^۲ Regulatory

^۳ Spread

۲- سیاستگذاری بازار ارز و بازار پول در اقتصاد ایران

تورم در اقتصاد ایران را براساس وگ^۱، می‌توان گروه تورم‌های مزمن طبقه‌بندی کرد. عوامل اصلی شکل‌دهنده این نوع تورم را می‌توان در تأمین پولی مخارج دولت دانست. از نیمه دوم دهه ۱۳۴۰، دولت‌ها در ایران دچار کسری بودجه شده و برای تأمین آن به بانک مرکزی روی آورده‌اند. از اوایل دهه ۱۳۵۰، با افزایش تدریجی قیمت نفت، فروش ارز توسط دولت به بانک مرکزی عامل مسلط تأمین مخارج دولت شد. حاصل این فرآیند، بروز تورم دو رقمی و حفظ این وضعیت به‌همراه نوسان‌ها، طی دوره‌ای در حدود ۴۰ سال بوده است. در ادامه به بررسی اقتصاد ایران و تفاوت سیاستگذاری در بازار ارز و پول در ایران در مقایسه با تجربه جهانی با توجه به آنچه که در بخش اول گفته شد خواهیم پرداخت.

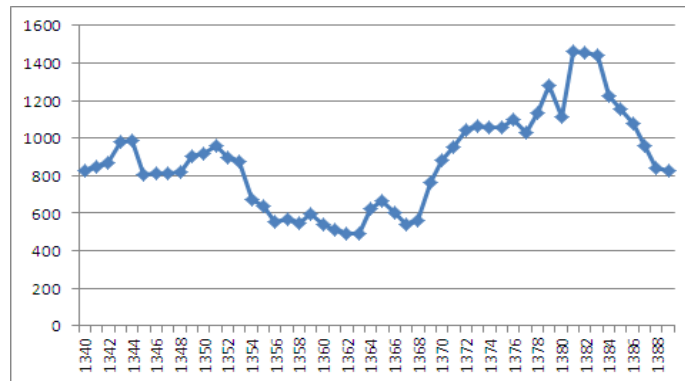
بازار ارز در اقتصاد ایران و سیاستگذاری درباره آن را می‌توان تحت تأثیر عوامل زیر ارزیابی کرد:

اول- در اقتصاد سیاسی ایران، دولت به‌جای عرضه کالای عمومی، همواره خود را بیشتر علاقه‌مند و مسئول در مقابل عرضه کالای خصوصی با قیمت‌های غیرمرتبط با واقعیت‌های اقتصادی و عدم دریافت منابع (مالیات یا قیمت واقعی کالا و خدمات ارائه شده) از جامعه می‌دانسته است. نتیجه طبیعی ایفای این نقش، کسری بودجه، رشد بالای حجم پول و تورم دو رقمی بوده است. اقتصاد ایران به‌دلیل رشد بالای حجم نقدینگی (به‌طور متوسط بیش از ۲۰ درصد)، از نیمه دوم دهه ۴۰ به بعد همواره با پدیده تورم دو رقمی دست به‌گریبان بوده است. دوم- نبود بازار اوراق قرضه و ضعف و مقیاس بسیار کوچک بازار سهام، سبب تمرکز رفتار سوداگران بر بازارهای طلا، ارز و زمین و مسکن شده است؛ به‌گونه‌ای که یکی از مؤلفه‌های تعیین‌کننده نرخ ارز در ایران، انگیزه‌های سوداگران آحاد اقتصادی به‌ویژه در دوره‌هایی بوده که انتظار افزایش آن در آینده زیاد بوده است. پایین نگه داشتن نرخ سود سپرده‌های بانکی (که توضیحات مربوط به آن در ادامه خواهد آمد)، دخالت‌های دولت در قیمت‌گذاری بنگاه‌های تولیدی و در نتیجه بالا بودن ریسک سرمایه‌گذاری در تولید، از جمله عواملی هستند که حملات سوداگران را به سوی بازارهای طلا، ارز، زمین و مسکن تشدید کرده‌اند. در چنین شرایطی، اگر نرخ ارز رسمی و بازار با یکدیگر متفاوت باشند، در صورت تشکیل انتظارات آحاد اقتصادی مبنی بر ناتوانی بانک مرکزی در کنترل نرخ ارز، انگیزه‌های سوداگری در این بازار موجب جذب منابع به بازار ارز شده و بنابراین نرخ ارز بازار نیز در مسیر افزایش قرار خواهد گرفت.

¹ Vegh (1992)

سوم- مالکیت دولت بر منابع ارزی حاصل از صادرات نفت، در کنار نقش تعریف شده دولت به شرحی که در بند ۱ گفته شد، نه تنها سبب وابستگی بانک مرکزی به دولت از نظر منابع شده، بلکه باعث شده است که دولت خود مستقیماً ابزار دخالت در بازار ارز را در اختیار داشته باشد. این امر در کنار وجود تورم، کاهش نرخ ارز حقیقی در بلندمدت را برخلاف سازوکارهای توضیح داده شده در اقتصادهای متعارف امکان‌پذیر کرده است و به خاطر وجود منابع ارزی حاصل از صادرات نفت، سازوکار تصحیح خطای اقتصادهای متعارف از طریق تراز بازرگانی، کار نمی‌کند. هنگامی که شرایط اقتصاد کلان، شرایط تورمی است و تورم داخلی از تورم کشورهای طرف تجاری بیشتر است، به دلیل افزایش قیمت کالاهای داخلی نسبت به کالاهای وارداتی، تقاضا برای واردات افزایش و میزان صادرات کاهش می‌یابد. این امر موجب افزایش تقاضای ارز شده و فشاری را در جهت افزایش نرخ ارز وارد می‌کند. بنابراین در یک اقتصاد تورمی، نرخ ارز تمایل به افزایش دارد. وجود منابع ارزی حاصل از صادرات نفت سبب شده است که دولت ابزار ثابت نگه داشتن نرخ ارز را در اختیار داشته باشد. در نتیجه، سیاستگذار می‌تواند نرخ ارز را ثابت نگه داشته و یا آن را کمتر از اختلاف تورم داخلی و خارجی افزایش دهد، این امر با کاهش نرخ ارز حقیقی موجب کاهش رقابت‌پذیری کالاهای داخلی نسبت به کالاهای وارداتی شده و سرانجام به تضعیف تولیدات داخلی و افزایش بیکاری منجر خواهد شد. نمودار شماره ۱، روند تغییرات نرخ ارز حقیقی را در اقتصاد ایران نشان می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، این متغیر، به‌ویژه در دو بازه زمانی که بازار نفت افزایش‌های چشمگیر قیمت را تجربه کرده (نیمه اول دهه پنجاه و نیمه دوم دهه هشتاد)، با کاهش زیاد روبه‌رو بوده است. براساس نمودار ارائه شده، به راحتی می‌توان نتیجه گرفت که رقابت‌پذیری اقتصاد ایران، طی دهه هشتاد، در مقایسه با نیمه اول دهه پنجاه، هم از نظر شدت و هم طول دوره زمانی، به میزان بیشتری کاهش پیدا کرده است. علت این تفاوت آن است که قیمت‌های جهانی همراه با قیمت‌های داخلی در شوک اول افزایش پیدا کرد، در حالی که پیشرفت علم اقتصاد، در دوره اخیر مانع از شدت گرفتن تورم در جهان شد. اتفاقی که متأسفانه در اقتصاد ایران رخ نداد. معنای این مقایسه آن است که بخش بزرگی از فعالیت‌های اقتصادی که در سال‌های اول دهه هشتاد، می‌توانست با کالاهای مشابه وارداتی رقابت کند، به تدریج جای خود را به کالاهای خارجی داده و ادامه تولید آن‌ها توجیه خود را از دست داده است.

نمودار شماره ۱: نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران



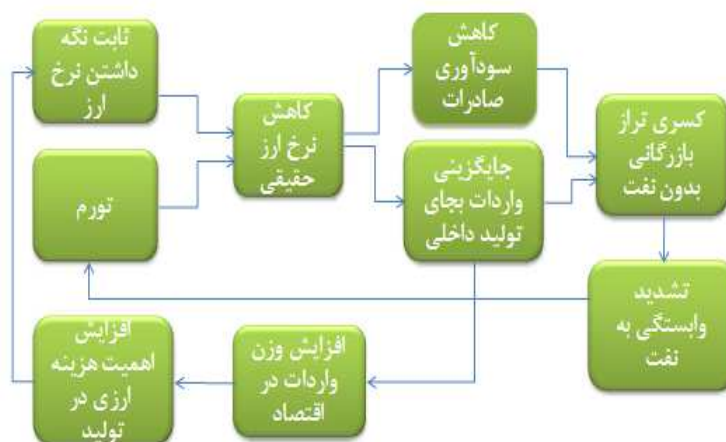
در مقابل سازوکار تصحیح خطای ذکر شده در اقتصادهای متعارف، تجربه تاریخی نشان می‌دهد که سه سازوکار جایگزین اصلاحی در اقتصاد ایران برقرار است. اول: کسری بودجه دولت؛ با توجه به نقش پررنگ درآمدهای حاصل از صادرات نفت خام در بودجه عمومی و افزایش اجتناب‌ناپذیر هزینه‌های دولت در تناسب با تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها، پایین نگه داشتن نرخ ارز، دولت را در انجام وظایف اصلی ناتوان می‌سازد و این، عاملی مؤثر در ممانعت از پایین نگه داشتن مصنوعی نرخ ارز برای مدت طولانی بوده است. دوم: فاصله بین نرخ ارز رسمی و نرخ آزاد؛ بروز شکاف درخور توجه میان دو نرخ آزاد و رسمی، فشاری را در جهت تصحیح ایجاد می‌کند و سرانجام عامل سوم، کاهش قیمت نفت (و یا کاهش منابع ارزی در دسترس) و ایجاد جهش در نرخ آزاد و افزایش نرخ رسمی به دنبال آن است. نکته اصلی مرتبط با سازوکارهای یاد شده آن است که همگی به صورت منفعل و پس از اعمال آثار نامطلوب پایین نگه داشتن نرخ ارز برای یک دوره طولانی، صورت می‌گیرند. علاوه بر این، توجه به این نکته حائز اهمیت بسیار است که در سه سازوکار توضیح داده شده، نقطه آغازین، کاهش درآمدهای ارزی دولت است.

اول- نبود بازار اوراق قرضه باعث شده است که بانک مرکزی نتواند مانند کشورهای دیگر سیاستگذاری پولی (تعیین حجم پول یا نرخ بهره) اعمال کند و در نتیجه حجم پول بیشتر توسط عملیات مالی دولت و تحت تأثیر تغییرات پایه پولی تعیین شود که این امر تورم‌زایی پول را افزایش می‌دهد. در واقع بانک مرکزی در اقتصاد ایران، نقشی "انفعالی" در تعیین حجم پول دارد. دوم- نرخ ارز به‌عنوان متغیری که مشخص می‌کند چند واحد از پول کشور با یک واحد پول کشوری دیگر قابل معاوضه است، در ذهن سیاستگذاران ما، طی سالیان متمادی به شاخصی از

درجه حیثیت و اعتبار ملی شناخته شده است. این تلقی از نرخ ارز، که آن را از چارچوب نقش واقعی که این متغیر در تنظیم تجارت خارجی کشورها ایفا می‌کند، جدا کرده و در چارچوبی متفاوت در فضای سیاسی- فرهنگی قرار داده، باعث شده است که همواره تلاش شود تا این متغیر در سطحی پایین - به معنای پرقدرت‌تر بودن پول ملی- تنظیم و حمایت شود. این تلقی از نرخ ارز، شاید یکی از اصلی‌ترین عواملی بوده است که مانع از آن شده تا وابستگی اقتصاد به نفت کاهش یابد.

سوم- با ثابت فرض کردن آنچه که در بند ۱ این بخش گفته شد، سیاستگذاران اقتصادی، دو واکنش به تورمی بودن اقتصاد نشان می‌دهند: ثابت نگه داشتن نرخ ارز و پایین نگه داشتن نرخ سود بانکی. اگر چه سیاستگذاران اقتصادی با هدف کاهش تورم اقدام به ثابت نگه داشتن نرخ ارز می‌کنند، لیکن همان‌طور که در شکل شماره ۱ نشان داده شده است، این اقدام خود باعث استمرار تورم و شدت بخشیدن به هزینه‌های افزایش نرخ ارز در آینده می‌شود.

شکل شماره ۱: سازوکارهای ارتباط متقابل بین نرخ ارز و تورم در اقتصاد ایران



پایین نگه‌داشتن سود سپرده‌های بانکی نیز از طریق سازوکار زیر باعث استمرار تورم خواهد شد:

شکل شماره ۲: سازوکارهای ارتباط متقابل بین نرخ‌های بانکی و تورم در اقتصاد ایران



در اقتصاد ایران، دوره‌های متفاوتی از نظر چگونگی تنظیم نرخ ارز و نظام نرخ برابری وجود داشته است. این دوره‌ها را می‌توان به هفت بازه زمانی متفاوت تقسیم کرد. دوره اول مربوط به سال‌های پیش از پیروزی انقلاب اسلامی است که یک نظام تک‌نرخ در بازار ارز وجود داشته است؛ بی‌گمان با وفور درآمدهای ارزی از اوائل دهه پنجاه، نرخ ارز حقیقی کاهش یافت. دوره دوم مربوط به سال‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۶۸ است که بازار ارز در این سال‌ها، چند نرخ بوده است. در دوره سوم که فاصله سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۲ را تشکیل می‌دهد، تلاش‌هایی در راستای تک‌نرخ کردن بازار ارز صورت گرفت و حتی برای مدت کوتاهی در سال ۱۳۷۲ نظام تک‌نرخ در این بازار مستقر شد. دوره چهارم مربوط به سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۸ است که به دلیل بروز بحران بدهی‌های خارجی در سال ۱۳۷۳ نظام تک‌نرخ جای خود را به نظام چندنرخ داد که در این دوره، حداقل سه نرخ در مبادلات ارزی قابل شناسایی است. در دوره پنجم که مربوط به فاصله سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۱ است، سیاستگذاران اقتصادی در جهت ایجاد نظام تک‌نرخ حرکت کردند و با تحت کنترل قرار دادن نرخ رشد نقدینگی از یک‌سو و کاهش تدریجی تنوع نرخ‌ها، زمینه را برای استقرار نظام تک‌نرخ فراهم کردند و سرانجام در سال ۱۳۸۱، نظام نرخ ارز، تک‌نرخ شد. دوره ششم فاصله سال‌های ۱۳۸۱ تا اواخر ۱۳۸۹ را شامل می‌شود که نظام تک‌نرخ به‌رغم شدت گرفتن رشد نقدینگی، با بهره‌گیری از درآمدهای سرشار نفتی در بازار ارز استمرار پیدا کرد و سرانجام دوره اخیر که دوباره، نرخ ارز بازار از نرخ رسمی فاصله گرفته است.

یکی از مواردی که همواره سیاستگذاران اقتصادی کشور در دفاع از ثابت نگه داشتن و یا حتی کاهش نرخ ارز مطرح می‌کرده‌اند، این بوده که نرخ ارز اسمی، لنگر تورم است و کاهش نرخ ارز برای مبارزه با تورم را ضروری می‌دانسته‌اند. در ادبیات اقتصاد کلان، پایین آوردن نرخ ارز فقط برای اقتصادهای غیرمتعارفی که با پدیده ابرتورم^۱ روبه‌رو هستند، به‌عنوان لنگر تورم به‌کار می‌رود. در واقع کشورهایی که با تورم‌های بسیار زیاد روبه‌رو هستند، تصمیم می‌گیرند که سیاست‌های پولی انقباضی را دستور کار خود قرار دهند و پس از آن، از کاهش نرخ ارز اسمی برای کنترل انتظارات تورمی استفاده می‌کنند. در این شرایط گفته می‌شود که نرخ ارز نقش لنگر تورم را داراست. بنابراین اگر سیاست پولی انقباضی در دستور کار بانک مرکزی قرار نداشته باشد، به‌کارگیری لنگر تورم بی‌معنا خواهد بود. در کشور ما حجم نقدینگی همه ساله با شدت زیادی افزایش پیدا می‌کند و همین امر موجب بروز تورم نه از نوع ابر تورم، بلکه از نوع تورم مزمن می‌شود و فشاری را در جهت افزایش نرخ ارز وارد می‌کند. در این شرایط، کاهش نرخ ارز به‌عنوان لنگر تورم بی‌معنا و با شرایط اقتصاد کلان ناسازگار است. ثابت نگه داشتن و یا کاهش نرخ ارز در یک اقتصاد تورمی باعث کاهش نرخ ارز حقیقی شده و این کار فقط از طریق تزریق مداوم ارز به بازار میسر خواهد بود. کاهش مداوم نرخ ارز حقیقی به‌معنای کاهش ذخایر ارزی بانک مرکزی است و در طولانی مدت اگر بانک مرکزی نتواند میزان ارز کافی به بازار تزریق کند، نرخ ارز جهش خواهد کرد. جهش نرخ ارز برخلاف افزایش تدریجی آن، نمی‌تواند آثار مثبتی بر روی تولید و صادرات داشته باشد؛ زیرا تولیدکنندگان و سرمایه‌گذاران می‌دانند که افزایش نرخ ارز به‌رغم میل سیاستگذاران صورت پذیرفته و در واقع سیاستگذاران هر زمان که ذخایر ارزی بانک مرکزی اجازه دهد، اقدام به کاهش نرخ ارز خواهند کرد. همین امر موجب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری شده است. بنابراین جهش نرخ ارز نمی‌تواند آثار مثبت مورد انتظار را بر تولید و صادرات داشته باشد. در واقع اثر تغییرات نرخ ارز حقیقی بر تولید و صادرات، غیرمقارن است. کاهش نرخ ارز حقیقی موجب کاهش تولید و افزایش بیکاری شده است، لیکن افزایش به‌همان میزان در خلاف جهت نخواهد بود.

منتقدان افزایش نرخ ارز عنوان می‌کنند که افزایش نرخ ارز باعث افزایش قیمت نهاده‌های وارداتی بنگاه‌ها شده و از این طریق موجب افزایش هزینه تولید و افزایش تورم می‌شود. در پاسخ باید گفت که اگرچه افزایش نرخ ارز باعث افزایش هزینه تولید بنگاه‌های موجود می‌شود،

¹ Hyperinflation

لیکن همین امر موجب می‌شود که بنگاه‌هایی که در اثر کاهش نرخ ارز حقیقی و از بین رفتن قدرت رقابت در مقابل کالاهای وارداتی، از چرخه تولید خارج شده بودند، دوباره وارد چرخه تولید شوند که این امر باعث افزایش تولید و نیز فشار در جهت کاهش سطح قیمت‌ها خواهد شد. همچنین افزایش نرخ ارز باعث افزایش درآمدهای دولت می‌شود که این امر از طریق کاهش کسری بودجه، تورم را کاهش خواهد داد.

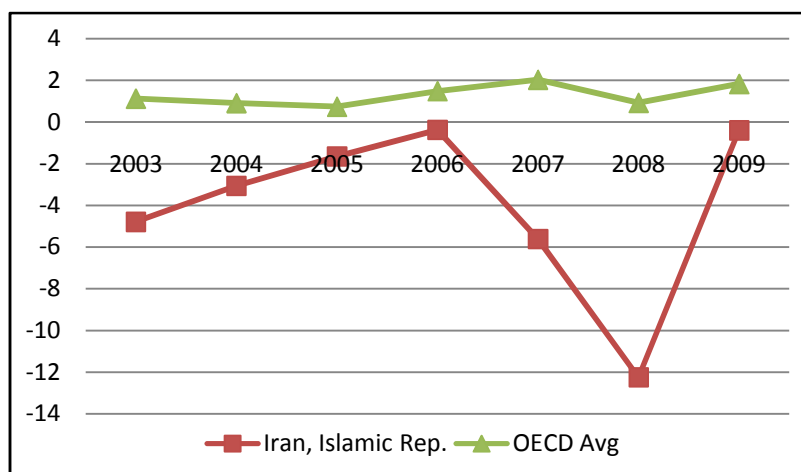
بازار پول در اقتصاد ایران نیز همانند بازار ارز، ویژگی‌هایی دارد که موجب تفاوت سیاستگذاری در ایران با تجربه جهانی در این خصوص شده است. در زیر به برخی از این ویژگی‌ها پرداخته می‌شود. نبود اوراق قرضه در اقتصاد ایران باعث می‌شود که یک نرخ بهره واحد، که موجب هماهنگی بازارهای سرمایه شود، وجود نداشته باشد. همچنین بانک مرکزی نمی‌تواند از طریق عملیات بازار باز، نرخ بهره را در اقتصاد تغییر دهد تا بتواند در دوران مختلف اقتصادی، نقش ثبات‌سازی را در اقتصاد ایفا کند.

بانک مرکزی در اقتصادهای مختلف دنیا، مسئول تنظیم سیاست‌های پولی و نیز تنظیم منصفانه بازار میان بانک‌های تجاری است. تنظیم سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی در اقتصاد ایران، به دو دلیل امکان‌پذیر نیست. دلیل اول، عدم استقلال بانک مرکزی از دولت است که این امر موجب خارج شدن سیاست پولی از اختیار بانک مرکزی و رشد پایه پولی شده است. دلیل دوم، نبود بازار اوراق قرضه است که به‌همین دلیل بانک مرکزی نمی‌تواند نرخ بهره را در اقتصاد کنترل کند.

وظیفه دوم بانک مرکزی، ایجاد رقابت منصفانه میان بانک‌های تجاری است. ایجاد رقابت منصفانه میان بانک‌ها باعث می‌شود که بانک‌ها برای جذب منابع بیشتر، با یکدیگر رقابت کنند و بنابراین بهره‌وری آن‌ها افزایش یابد. افزایش بهره‌وری بانک‌ها موجب کاهش نرخ سود خواهد شد. شایان ذکر است که هم‌اکنون رقابت میان بانک‌های دولتی و بانک‌های خصوصی، یک رقابت منصفانه نیست؛ بانک‌های دولتی از رانتهایی بهره می‌برند که بانک‌های خصوصی از آن‌ها بی‌بهره هستند. به‌عنوان مثال، کلیه دستگاه‌های دولتی موظفند منابع پولی خود را نزد بانک‌های دولتی سپرده‌گذاری کنند که همین امر با توجه به حجم بالای گردش مالی دولت، به‌معنای یکسان نبودن شرایط کسب و کار میان بانک‌های دولتی و خصوصی است. بنابراین با وجود اینکه اوراق قرضه در اقتصاد ایران وجود ندارد، بانک مرکزی می‌تواند از طریق ایجاد رقابت منصفانه میان بانک‌ها، نرخ سود بانکی را کاهش دهد.

نرخ سود بانکی در یک اقتصاد براساس تعادل عرضه و تقاضای منابع مالی تعیین می‌شود. در مقابل، در کشور ما، نرخ سود بانکی به صورت غیرتعادلی توسط دولت به صورت دستوری و معمولاً پایین‌تر از نرخ سود تعادلی قرار می‌گیرد. شاهد این امر نیز آن است که در کشور ما برای منابع مالی، همواره صف وجود داشته است و در واقع عده زیادی متقاضی منابع مالی هستند، در حالی که این منابع به آن‌ها نمی‌رسد. همچنین نرخ سود حقیقی در کشور ما در سال‌های متوالی منفی بوده است که این امر کمتر در دنیا مشاهده شده است:

نمودار شماره ۲: مقایسه نرخ سود حقیقی سپرده‌ها در ایران با کشورهای عضو OECD



مأخذ: بانک جهانی

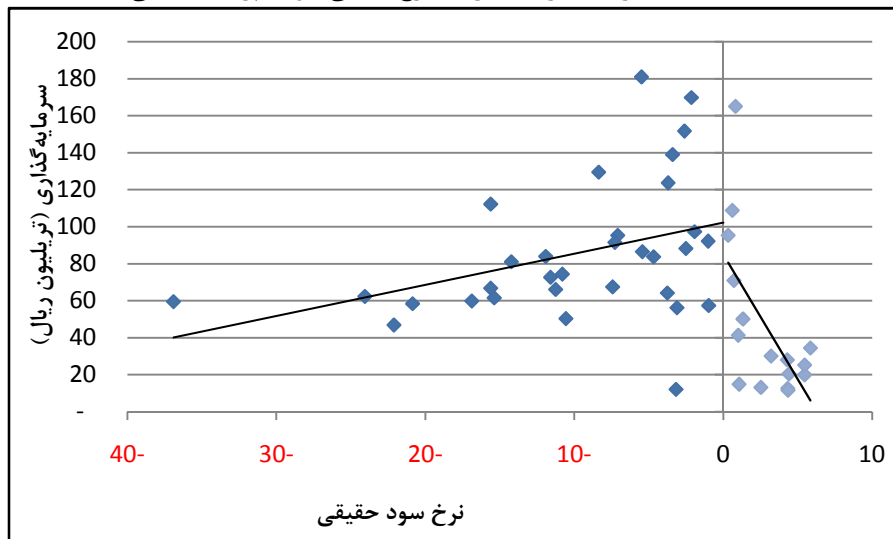
تفاوت دخالت بانک مرکزی در بازار ارز در مقایسه با بازار پول در اقتصاد ایران این است که بانک مرکزی در مواقع وفور درآمدهای ارزی، به دلیل در اختیار داشتن ذخایر کافی ارزی، می‌تواند به صورت تعادلی در بازار ارز دخالت کند، لیکن به دلیل نبود بازار اوراق قرضه در اقتصاد ایران، بانک مرکزی نمی‌تواند به صورت تعادلی نرخ سود بانکی را در اقتصاد تغییر دهد و همواره به صورت دستوری به اینکار اقدام کرده است.

با توجه به اینکه نرخ سود بانکی در کشور ما به صورت غیرتعادلی تعیین می‌شود، منتقدان افزایش نرخ سود، مطرح می‌کنند که افزایش این نرخ، منجر به افزایش هزینه تولید و در نتیجه بروز تورم می‌شود. در پاسخ باید گفت که مجرای گفته شده، تنها یکی از مجراهای اثرگذاری

نرخ سود بانکی بر سطح قیمت‌هاست و در این تحلیل، بسیاری از مجراهای دیگر اثرگذاری نرخ سود بر سطح عمومی قیمت‌ها مغفول مانده است. در زیر به برخی از این مجراها اشاره خواهد شد. از آنجا که نرخ سود بانکی در ایران پایین‌تر از نرخ سود تعادلی تعیین شده و نیز با توجه به منفی بودن نرخ سود حقیقی، تقاضای منابع مالی از عرضه این منابع بیشتر است. همین امر سبب می‌شود که بنگاه‌ها در دسترسی به منابع مالی، هزینه‌هایی را متحمل شوند. با افزایش نرخ سود بانکی، فاصله میان عرضه و تقاضای منابع مالی کاهش یافته و بنابراین هزینه دسترسی به منابع مالی، کاهش خواهد یافت. همین امر موجب کاهش هزینه تولید و در نتیجه کاهش قیمت‌ها خواهد شد.

افزایش نرخ سود بانکی، از طریق ترغیب به پس‌انداز بیشتر، تجهیز منابع را در اقتصاد افزایش خواهد داد. این امر سبب می‌شود بنگاه‌هایی که تاکنون به دلیل عدم دسترسی به منابع مالی، توان تولید نداشته‌اند، وارد چرخه اقتصاد شده و میزان سرمایه‌گذاری و در نتیجه میزان تولید اقتصاد را افزایش دهند. با افزایش میزان تولید، سطح عمومی قیمت‌ها کاهش خواهد یافت. در نمودار شماره ۳ تغییرات سرمایه‌گذاری در مقابل تغییرات نرخ سود حقیقی در اقتصاد ایران ترسیم شده است:

نمودار شماره ۳: ارتباط سرمایه‌گذاری با نرخ حقیقی سود سپرده‌های بانکی

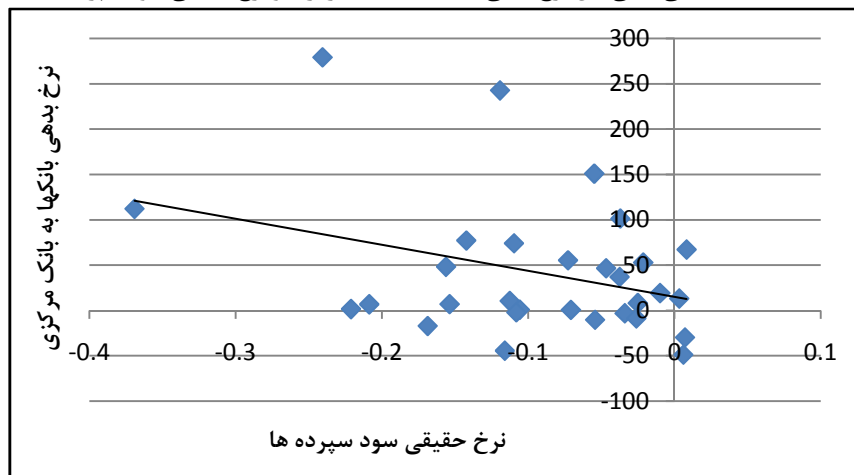


مأخذ: بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی

همان‌گونه که گفته شد، غیرتعادلی بودن نرخ سود بانکی و تعیین دستوری آن موجب بروز مازاد تقاضای منابع مالی می‌شود. مازاد تقاضای منابع مالی موجب می‌شود که منابع مالی به‌جای آنکه براساس میزان بهره‌وری سرمایه‌گذاری تخصیص یابد، براساس رانت تخصیص پیدا کند و همین امر بهینگی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. بنابراین در این شرایط با افزایش نرخ سود بانکی، بهره‌وری تولید و سرمایه‌گذاری افزایش یافته و این امر موجب افزایش تولید در نتیجه کاهش سطح قیمت‌ها خواهد شد.

هر چه فاصله نرخ سود تعیین شده توسط دولت با نرخ سود تعادلی بیشتر باشد، نرخ سود حقیقی کمتر خواهد بود. با افزایش این فاصله و در واقع با کاهش نرخ سود حقیقی، میزان مازاد تقاضای منابع مالی بیشتر خواهد شد و بانک‌ها کمتر می‌توانند پاسخگوی تقاضاکنندگان منابع مالی باشند. در این شرایط، بانک مرکزی منابع مالی در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهد تا آن‌ها بتوانند پاسخگوی مازاد تقاضای به‌وجود آمده باشند. این امر موجب افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی می‌شود و در نتیجه پایه پولی افزایش یافته و همین امر باعث افزایش تورم خواهد شد. افزایش نرخ سود بانکی در این شرایط، باعث کاهش مازاد تقاضای منابع مالی و در نتیجه کاهش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی می‌شود و بنابراین تورم از این طریق کنترل خواهد شد. نمودار شماره ۴، رابطه میان تغییرات نرخ سود حقیقی و نرخ تغییرات بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی را نشان می‌دهد:

نمودار شماره ۴: همبستگی منفی بین نرخ بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و نرخ حقیقی سود سپرده‌های بانکی



مأخذ: بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی

علاوه بر تولید و سطح عمومی قیمت‌ها، نرخ بیکاری و بهره‌وری بازارهای مالی نیز از افزایش نرخ بهره متأثر خواهند شد. مطالعات انجام شده برای اقتصاد ایران نشان می‌دهد که نیروی کار و سرمایه در صنعت کشور جانشین یکدیگر هستند.^۱ افزایش نرخ سود بانکی به معنای افزایش هزینه اجاره سرمایه است و بنابراین موجب می‌شود که در صنایع مختلف، نیروی کار، جانشین سرمایه شده و از این طریق نرخ بیکاری کاهش یابد. همچنین منفی بودن نرخ سود حقیقی باعث می‌شود که بازارهای مالی اقدامی در جهت افزایش کارایی خود انجام ندهند؛ زیرا بسیاری از منابع مالی بانک‌ها و بازارهای مالی توسط بانک مرکزی تجهیز شده و بنابراین بهره‌وری بانک‌ها در این تخصیص منابع نقشی نخواهد داشت. افزایش نرخ سود بانکی (و بنابراین نرخ سود حقیقی) با افزایش عرضه منابع مالی توسط مردم، بازارهای مالی را برای جذب این منابع به تکاپو خواهد انداخت و همین امر موجب افزایش بهره‌وری آن خواهد شد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این مقاله چگونگی کارکرد بازارهای ارز و پول و ایفای نقش بانک مرکزی در تعیین دو متغیر مهم اقتصاد کلان، یعنی نرخ ارز و نرخ بهره در اقتصادهای متعارف مورد بررسی قرار گرفت و نشان داده شد که هر دوی این متغیرها برای دولت‌ها حایز اهمیت بوده و بر این اساس، بازارهای ارز و پول همواره با دخالت‌های دولت‌ها روبه‌رو بوده‌اند. در مورد نرخ ارز، سه عامل به‌عنوان وجوه اهمیت نرخ ارز برای سیاستگذاران ذکر شد. اهمیت نرخ ارز حقیقی از نظر اثر آن بر تراز بازرگانی، اهمیت نرخ ارز اسمی به‌عنوان یک متغیر محض اقتصاد کلان از نظر نقش اطلاع‌رسانی آن در مورد ابعاد شوک‌هایی که به اقتصاد وارد شده، و سرانجام اهمیت نرخ ارز به‌عنوان یک جایگزین پول داخلی و اینکه پول خارجی می‌تواند در معرض حملات سوداگران قرار گیرد، به‌عنوان وجوه سه‌گانه اهمیت بازار ارز از نظر سیاستگذار مطرح شدند. در این مقاله همچنین توضیح داده شد که با تحقق نرخ‌های تورم زیر پنج درصد، وجه اهمیت اول به میزان درخور توجهی کاهش پیدا کرده و با گسترش بازارهای سرمایه و افزایش شناخت اطلاعاتی میان دولت و بازار نیز وجه سوم اهمیت بسیار کاهش یافته و از این‌رو عمدتاً محور دوم اهمیت، به‌عنوان عامل توجه دولت‌ها به نرخ ارز، حفظ شده است. دخالت بانک‌های مرکزی در بازار ارز از دو ویژگی "تعادلی و بازار محور" و "متقارن" بودن برخوردار است و ذخایر بانک مرکزی، کنترل‌کننده شدت مداخله است.

^۱ رجوع کنید به فصل دوم نیلی و همکاران (۱۳۸۹)

نرخ بهره به‌عنوان دیگر متغیر مهم اقتصاد کلان که به‌طور معمول مورد توجه سیاستگذاران قرار دارد، متغیر دیگری است که در این مقاله به آن پرداخته شد. مهم‌ترین عامل توجه به نرخ بهره در اقتصادهای متعارف، نقش آن در چرخه‌های تجاری است؛ به این صورت که در هنگام رکود کاهش این متغیر و در هنگام تورم افزایش آن مورد نظر قرار می‌گیرد. همان‌گونه که اشاره شد، شیوه اعمال تغییرات در نرخ بهره نیز بازار محور و تعادلی است و از آنجا که نرخ بهره در بازار اوراق قرضه تعیین می‌شود، عملیات بانک مرکزی با بهره‌گیری از ذخایر اوراق قرضه خود، عاملی است که می‌تواند نرخ بهره تعادلی را تحت تأثیر قرار دهد. سایر نرخ‌های مرتبط در اقتصاد، از جمله نرخ‌های بانکی، در چارچوب شرایط رقابتی، که به‌طور مستمر تحت مراقبت بانک‌های مرکزی قرار دارد، در فضای به‌هم پیوسته بازارهای مالی و تحت سازوکار آربیتراژ تعیین می‌شوند. بازارهای اوراق قرضه و سهام در مقیاسی بزرگ، رفتارهای سوداگرانه را به خود جذب می‌کنند و در نتیجه بازار محصول و حتی بازار ارز، در اقتصادهای متعارف که نرخ‌های تورم زیر پنج درصد دارند، از ثبات نسبی برخوردارند؛ هر چند نرخ ارز ممکن است در بازه‌های کوتاه‌مدت نوسان‌هایی تحت تأثیر شوک‌های وارده بر اقتصاد داشته باشد که همان‌گونه که گفته شد به‌عنوان مزیت اطلاعاتی این متغیر تلقی می‌شود.

تفاوت‌های عمده اقتصاد ایران با اقتصادهای متعارف را با ویژگی‌های تورم مزمن دو رقمی به‌دلیل کسری بودجه پایدار دولت‌ها، برخورداری دولت‌ها از درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت خام و در نتیجه داشتن قدرت برای مداخله مستقیم در بازار ارز، نبود بازار اوراق قرضه و حجم بسیار کوچک بازار سهام و بازار محصول همراه با آشفتگی‌های بزرگ قیمتی و ساختار بازار غیررقابتی بیان کردیم.

نبود بازار اوراق قرضه، وجود متغیری واحد به نام نرخ بهره را در اقتصاد ایران بی‌معنی ساخته و بازار سهام کوچک نیز نقش حاشیه‌ای در تجهیز پس‌اندازها دارد. از این‌رو دولت ابزاری برای تحریک تعادلی سرمایه‌گذاری و یا کنترل تقاضا در بازار محصول را ندارد و به‌صورت دستوری، به دخالت غیرتعادلی می‌پردازد. از سوی دیگر، در نبود بازار اوراق قرضه و ضعف بازار سهام، بازارهای ارز و طلا و زمین و مسکن به‌عنوان عرصه فعالیت‌های سوداگرانه با بی‌ثباتی رو به‌رو می‌شوند. وجود درآمدهای نفتی باعث شده است که دولت بتواند به‌طور مستقیم در بازار ارز دخالت کند و به‌دلیل وجود همین درآمدها، نرخ ارز حقیقی می‌تواند برای دوره‌ای طولانی کاهش یابد. به‌دلیل وجود تورم دو رقمی و مزمن، دولت‌ها در اقتصاد ایران همواره سعی کرده‌اند که نرخ ارز و نرخ سود بانک‌ها را در سطحی پایین تنظیم کنند تا از این طریق مانع افزایش سطح قیمت‌ها

شوند. در واقع این رویکرد مبتنی بر پیش فرضی بوده که منشأ تورم، افزایش مستمر هزینه‌هاست و با کاهش آن می‌توان بر تورم چیره شد. برخورداری از درآمدهای نفتی باعث شده است که در هنگام وفور درآمدها، مانند ده سال گذشته، دولت بتواند به‌صورت تعادلی اقدام به کاهش نرخ ارز حقیقی کند. از این‌رو در زمان وفور درآمدهای ارزی، هزینه پایین نگاه داشتن نرخ ارز، کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد و افزایش بیکاری و افزایش وابستگی به درآمدهای نفتی بوده است. لیکن دخالت دولت در پائین نگه داشتن نرخ‌های بانکی، به‌دلیل نبود بازار اوراق قرضه، به ناچار غیرتعادلی و دستوری و خلاف مسیر طی شده در اقتصادهای متعارف، یعنی کاهش نرخ بهره در شرایط تورمی، بوده است. این نوع مداخله، به‌دلیل برهم زدن تعادل منابع و مصارف نظام بانکی، از یک‌سو هزینه دسترسی به منابع مالی را برای بنگاه‌ها افزایش می‌دهد و از سوی دیگر وابستگی مالی بانک‌ها به بانک مرکزی را افزایش می‌دهد که تورمی‌تر شدن اقتصاد را در پی خواهد داشت. نبود بازار اوراق قرضه و ضعف بازار سرمایه نیز در کنار افزایش سایر ریسک‌ها (غیراقتصادی)، بازار طلا و ارز را در معرض رفتار سوداگرانه قرار داده است.

کتاب‌نامه

الف- فارسی

نیلی و همکاران: *ارزیابی پیامدهای اصلاح نظام یارانه انرژی*، نشر نگاهان اندیشه، ۱۳۸۹.

ب- انگلیسی

Blanchard, O. J. and Watson, M. W: *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, NBER Working Papers 945, National Bureau of Economic Research, 1982.

Fischer, S: Central-Bank Independence Revisited, *The American Economic Review*, 85(2): 201-206, 1995.

Frenkel, R. and Ross, J: *Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America*, World Development, 34(4): 631-646, 2006.

International Monetary Fund: *World Economic Outlook : A Survey by the Staff of the International Monetary Fund*, 2010.

Kaminsky, G., Lizondo, S. and Reinhart, C. M: *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Staff Papers, 45(1), 1998.

Mishkin, F: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 2007.

Rogoff, K: *The Purchasing Power Parity Puzzle*, Journal of Economic Literature, 34(2): 647-668, 1996.

Sachs, J., Tornell, A. and Velasco, A: *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*, NBER Working Paper 5576, National Bureau of Economic Research, 1996.

Sargent, T: *Macroeconomic Theory*, Academic Press, Inc, 1987.

Turnovsky, S. J: *Methods of Macroeconomic Dynamics*. MIT Press, 1995.

Vegh, C. A: *Stopping High Inflation: An Analytical Overview*, IMF Staff Papers, 39(3), 1992.