

باز آرایي سود بانكي براي مهار آشفته‌گي مالي

بانك مركزي مي‌كوشد ميان دو مطالبه متعارض تعادل بسازد: جذاب كردن سپرده‌گذاري براي مهار خروج منابع؛ بي‌آنكه هزينه پول، نفس توليد و سرمايه‌گذاري را به تنگنا ببرد



بازنگري در ساختار نرخ سود بانكي، در ظاهر يك تصميم فني در قلمرو سياست پولي است، اما در باطن به يكي از حساس‌ترين گره‌هاي اقتصاد ايران مربوط مي‌شود؛ گره‌ي كه يك سوي آن به تورم مزمن، افت بازدهي واقعي سپرده‌ها و کاهش انگيزه ماندگاري منابع در شبكه بانكي گره خورده و سوي ديگرش به هزينه تأمين مالي توليد، رفتار سرمايه‌گذاران و سمت‌وسوي نقدبنگي در بازارهاي موازي پيوند مي‌خورد. سال‌هاي اخير نشان داده هرگاه فاصله ميان نرخ سود اسمي و نرخ تورم عميق‌تر شده، سپرده‌گذاري به‌عنوان يكي از كم‌ريسك‌ترين شيوه‌هاي حفظ ارزش دارايي، بخشي از كار كرد سنتي خود را از دست داده و منابع به سوي بازارهايي چون ارز، طلا، مسكن و ديگر دارايي‌ها حركت كرده‌اند. همين جابه‌جايي، هم‌الگوي رفتار خانوارها و سرمايه‌گذاران را تغيير داده و هم كار سياست‌گذار پولي را براي مديريت نقدبنگي دشوارتر كرده است. اكنون بانك مركزي از اصلاحي سخن مي‌گويد كه قرار نيست صرفاً به افزايش يا کاهش عمومي نرخ‌ها تبخير شود، بلكه هدف آن بازتنظيم سازوكار نرخ‌گذاري بر پايه واقعيت‌هاي اقتصادي، ماهيت سپرده‌ها، نوع تأمين مالي و سطح ريسك است؛ تلاشي براي نزديك كردن نرخ سود به منطق اقتصاد، بي‌آنكه توازن ميان مهار تورم، ثبات مالي و حمايت از بخش مولد برهم بخورد.

فاصله سود و تورم

مسئله نرخ سود بانكي در اقتصاد ايران، سال‌هاست ديگر فقط يك بحث بانكي يا اداري نيست. اين متغير، به يكي از حساس‌ترين ابزارهاي سياست پولي بدل شده؛ ابزاري كه هر تغيير در آن مي‌تواند بر جهت حركت نقدبنگي، رفتار سپرده‌گذاران، هزينه تأمين مالي بنگاه‌ها و حتي انتظارات تورمي اثر بگذارد. هنگامي كه تورم با شتابي بيش از سود اسمي سپرده‌ها بالا مي‌رود، سپرده‌گذار عملاً با بازدهي واقعي منفي

روبه‌رو مي‌شود و طبيعي است كه در جست‌وجوي پناهگاه‌هاي تازه براي حفظ ارزش دارايي خود بraid. چنين وضعي، نه فقط جذابيت سپرده‌گذاري را کاهش مي‌دهد، بلكه مي‌تواند به تشديد تحرك در بازارهاي غيرمولد نيز بينجامد. بازار ارز، طلا، مسكن و ديگر دارايي‌ها، در چنين بزنگاه‌هايي معمولاً نخستين مقاصد نقدبنگي سرگردان هستند. پيامد اين جابه‌جايي نيز فراتر از يك تغيير ساده در سيددارايي خانوارهاست. افزايش حضور سرمايه‌هاي کوتاه‌مدت در بازارهاي موازي، نوسان را تشديد مي‌كند، ظرفيت سفته‌بازي را بالا مي‌برد و مهار نقدبنگي را براي سياست‌گذار دشوارتر مي‌سازد. همين واقعيت است كه بازنگري تازه بانك مركزي را معنادار مي‌كند. مسئله بر سر آن نيست كه نرخ‌ها صرفاً بالا بروند يا پايين بيايند؛ مسئله اصلي، بازتعريف نسبت ميان سود، تورم، ريسك و كار كرد سپرده‌گذاري در ساختار امروز اقتصاد است.

سياست‌گذاري ميان دو ضرورت

بانك مركزي در بيان رسمي خود كوشيده است اين پيام را روشن كند كه در تعيين نرخ سود، با رويكردي يك‌سويه مواجهه نيست. وحيد ماجد، معاون سياست‌گذاري پولي اين نهاد، تأكيد كرده است كه هيچ تصميم اقتصادي را نمي‌توان بدون سنجش همزمان منافع و هزينه‌هاي آن اتخاذ كرد. به بيان ديگر، سياست‌گذار بايد ميان دو ضرورت همزمان حركت كند: از يك سو مهار تورم، تقويت جذابيت نگهداري منابع در شبكه بانكي و بازگرداندن بخشي از نقدبنگي به مسيرهاي قابل مديريت؛ و از سوي ديگر، جلوكيري از آنكه هزينه پول به‌قدري بالا برود كه توليد، سرمايه‌گذاري و رشد اقتصادي زير فشار مضاعف قرار گيرد.

همين ملاحظه، بحث نرخ سود را به يكي از پيچيده‌ترين تصميم‌هاي سياست پولي تبديل كرده است. گروه‌ي از كارشناسان بر اين باورند

كه پايين نگه داشتن نرخ سود در فضايي تورمي، انگيزه سپرده‌گذاري را تضعيف و منابع را به سمت فعاليت‌هاي غيرمولد سوق مي‌دهد. در برابر، گروه‌ي ديگر هشدار مي‌دهند كه افزايش افراطي نرخ‌ها، مي‌تواند بهاي تأمين مالي را براي بنگاه‌ها سنگين‌تر كند و سرعت اجراي طرح‌هاي توسعه‌اي را بكاهد. واقعيت آن است كه هر دو نگراني، ريشه در وضعيت واقعي اقتصاد دارد. به همين دليل، مسير اصلاح نيز نه در سر كوب نرخ سود خلاصه مي‌شود و نه در تجويز يك افزايش فراگير و شتاب‌زده. مسئله، يافتن نقطه تعادل است؛ نقطه‌اي كه در آن منافع ملي بر هزينه‌ها غلبه كند.

معماري تازه نرخ‌ها

نكته مهم در بازنگري جديد آن است كه بانك مركزي از اصلاح ساختار نرخ سود سخن مي‌گويد، نه از يك افزايش پيكاچه يا کاهش عمومي. مطابق توضيحات ارائه‌شده، اين بازبنی قرار است طيفي از حوزه‌ها را دربر بگيرد: نرخ‌هاي کوتاه‌مدت و بلندمدت، شيوه‌هاي تأمين مالي مستقيم و غيرمستقيم، بازار بين‌بانكي و ديگر اجزاي نظام مالي. معنای این رویکرد آن است كه سياست‌گذار مي‌خواهد از الگوي ساده‌انگارانه «يك نرخ براي همه» فاصله بگيرد و به سمت مدلي حركت كند كه تفاوت‌هاي موجود در ريسك، مدت، ماهيت فعاليت اقتصادي و نوع ابزار مالي را به رسميت بشناسد.

اهميت اين تغيير از آنجا آشكار مي‌شود كه در يك اقتصاد پيچيده، سپرده جاري، سپرده کوتاه‌مدت، سپرده بلندمدت، گواهي سپرده و ابزارهاي پروژه‌محور، همه كار كرده‌ي يكسان ندارند. كسي كه منابع خود را براي مدتي طولاني در اختيار شبكه بانكي مي‌گذارد يا در قالب گواهي سپرده مشخص در تأمين مالي يك پروژه مشاركت مي‌كند، منطقي است كه بازدهي متفاوتي نسبت به فردي دريافت كند كه منابع خود را به سرعت ميان بازارهاي گوناگون

جابه‌جا مي‌كند. بازتاب دادن اين تفاوت‌ها در نظام نرخ‌گذاري مي‌تواند هم ماندگاري منابع را در بانك‌ها افزايش دهد و هم از شدت رفتارهاي کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه بكاهد. اين همان منطق «نرخ سود چندلايه و منعطف» است كه اكنون در مركز توجه قرار گرفته است.

حمايت هدفمند از توليد

يكي از ابعاد مهم اين بازنگري، پيوند آن با تأمين مالي بخش‌هاي مولد و پروژه‌هاي اقتصادي است. بر پايه اظهارات معاون بانك مركزي، افرداي كه منابع خود را در طرح‌هاي سرمايه‌گذاري يا پروژه‌هاي مشخص به كار مي‌گيرند، بايد متناسب با سطح ريسك و بازده آن فعاليت‌ها، از سود بيشتري برخوردار شوند. چنين رويكردي، اگر با طراحي دقيق همراه باشد، مي‌تواند به تجهيز منابع براي پروژه‌هاي داراي اولويت و نيز تقويت پيوند ميان بازار پول و بخش واقعي اقتصاد كمك كند.

با اين حال، سياست‌گذار به‌دسترسي بر يك نكته حساس نيز دست گذاشته است: حمايت از برخي بخش‌ها نبايد به ايجاد رانت يا تبعيض منجر شود و در حوزه تأمين مالي خرد خانوارها نيز نبايد فشار اضافي شكل گيرد. اين ملاحظه، اهميت زيادي دارد، زيرا هرگونه اصلاح در ساختار نرخ سود اگر بدون حساسيت نسبت به عدالت دسترسي به منابع و هزينه تأمين مالي انجام شود، ممكن است به جاي اصلاح، به بازتوليد نابرابري بينجامد. بدین ترتیب، بانك مركزي ناگزير است ميان چند هدف به‌طور همزمان تعادل برقرار كند: حفظ جذابيت سپرده‌گذاري، جلوكيري از خروج منابع، پشتيباني از توليد و صنايعت از دسترسي معقول خانوارها و بنگاه‌ها به اعتبار.

تعادل دشوار، اما ضروري

با همه اينها، اصلاح ساختار نرخ سود به‌تنهائي نسخه نهايي حل مسئله نيست. بخشي از كارشناسان اقتصادي بر اين باورند كه اگر اين بازنگري با مهار كسري بودجه، كنترل رشد نقدبنگي و کاهش انتظارات تورمي همراه نشود، تأثير آن بر رفتار سپرده‌گذاران محدود خواهد ماند. دليل اين نگاه نيز روشن است: آنچه براي سپرده‌گذار اهميت اساسي دارد، بازدهي واقعي است، نه صرفاً افزايش اسمي نرخ سود. اگر تورم همچنان با سرعتي بيشتر پيش برود، حتي نرخ‌هاي بالاتر نيز لزوماً به بازگشت پايدار منابع به بانك‌ها منجر نمي‌شود.

بانك مركزي، ظاهراً با آگاهي از همين ملاحظات، در پي طراحي مدلي است كه در آن نرخ‌ها بر پايه زمان، ريسك و نوع فعاليت اقتصادي تنظيم شوند. چنين مدلي اگر درست اجرا شود، مي‌تواند جايگزين سازوڪاري شود كه سال‌ها تفاوت‌هاي واقعي ميان سپرده‌ها و ابزارهاي مالي را ناديدده مي‌گرفت. اكنون چالش اصلي آن است كه اين معماری تازه، بتواند هم ثبات مالي را تقويت كند، هم در مسير كنترل تورم حركت كند و هم بار اضافه‌اي بر دوش توليد نگذارد. اقتصاد ايران بيش از هر زمان ديگري به سياست‌هاي دقيق، متعادل و واقع‌بينانه نياز دارد؛ سياست‌هايي كه نه شيفته نسخه‌هاي ساده باشند و نه اسير مصلحت‌هاي کوتاه‌مدت. بازنگري در نرخ سود بانكي، اگر بر همين منطق استوار بماند، مي‌تواند آغاز اصلاحي مهم در نسبت ميان پول، توليد و اعتماد عمومي باشد.

يادداشت
O P I N I O N



مهدی حاجی‌وند

كارشناس بازار سرمايه

چرا بورس از سود مي‌ترسد

اظهارات اخير وزير اقتصاد درباره احتمال افزايش نرخ سود بانكي، بار ديگر يكي از قديمي‌ترين مباحث سياست‌گذاري پولي را به كانون توجه بازگردانده است؛ بحثي كه هم به هدف‌هاي مهار تورم و كنترل نقدبنگي مربوط مي‌شود و هم به واكنش سريع بازار سرمايه. هرگاه سخن از افزايش نرخ سود به ميان مي‌آيد، اين پرسش نيز پرنگ مي‌شود كه چنين تصميمي در چه شرايطي اتخاذ مي‌شود، چه هدف‌ي را دنبال مي‌كند و چرا بورس معمولاً آن را با نگراني دنبال مي‌كند. اهميت اين موضوع در آن است كه نرخ سود بانكي فقط يك متغير عددي در شبكه بانكي نيست، بلكه پيامي روشن در باره هزينه پول، جهت سياست‌گذاري و افق سرمايه‌گذاري در كل اقتصاد به شمار مي‌رود. نرخ سود بانكي در همه اقتصادهاي جهان يكي از مهم‌ترين ابزارهاي سياست پولي است. اقتصادها زماني به سمت افزايش نرخ بهره حركت مي‌كنند كه بخواهند فشارهايي مانند تورم بالا، رشد تشديد نقدبنگي، کاهش ارزش پول ملي يا شكل‌گيري حباب در برخي بازارها را كنترل كنند. ماهيت اين تصميم اقتباضي است و هدف اصلي آن کاهش تقاضاي مازاد و كند كردن سرعت گردش پول در اقتصاد است. تجربه اقتصادهاي بزرگ نيز همين واقعيت را تأييد مي‌كند. بانك‌هاي مركزي آمريكا، اروپا و انگليس در سال‌هاي اخير، پس از جهش تورمي ناشي از بحران‌هاي جهاني، افزايش قيمت انترزي و اختلال در زنجيره تأمين، نرخ‌هاي بهره را بالا بردند تا از شدت فشارهاي تورمي بكاهند، حتي اگر بخشي از رشد اقتصادي کوتاه‌مدت در اين مسير قرباني شود. اقتصادهاي در حال توسعه نيز در موقعيت‌هاي مشابه از همين ابزار استفاده مي‌كنند. هنگامي كه تورم بالا مي‌رود، فشار بر بازار ارز بيشتر مي‌شود يا خروج سرمايه شدت مي‌گيرد، سياست‌گذار ممكن است براي افزايش جذابيت دارايي‌هاي ريالي و مهار تقاضاي سفته‌بازانه، نرخ سود را افزايش دهد. با اين حال، اين سياست بي‌هزينه نيست. نرخ سود بالاتر به معنای گران‌تر شدن تأمين مالي در اقتصاد است. بانك‌ها تسهيلات را با نرخ بالاتر عرضه مي‌كنند، هزينه سرمايه‌براي شركت‌ها افزايش مي‌يابد و چه‌بسا سرمايه‌گذاري جديد کاهش پيدا كند. سرمايه‌گذاران و خانوارها نيز در چنين شرايطي، بازده بدون ريسك سپرده‌ها و اوراق را با بازارهايي مانند سهام، مسكن و طلا مقايسه مي‌كنند و ممكن است بخشي از منابع خود را به سمت گزينه‌هاي كم‌ريسك‌تر ببرند.

بازار سرمايه به افزايش نرخ سود از چند مسير واكنش نشان مي‌دهد. نخست، بالا رفتن نرخ تنزيل، ارزش فعلي سودهاي آينده شركت‌ها را کاهش مي‌دهد. دوم، سهام در مقايسه با سپرده‌هاي بانكي و اوراق با درآمد ثابت، جذابيت كمتر پيدا مي‌كند. سوم، هزينه مالي شركت‌ها، به‌ويژه در صنايع سرمايه‌بر، افزايش مي‌يابد و سودوري آنها تحت فشار قرار مي‌گيرد. بنا بر اين بورس اين تغيير را فقط يك عدد تازه نمي‌بيند، بلكه نشانه‌اي از تغيير جهت سياست پولي مي‌داند. البته اگر اين سياست به مهار تورم و ثبات اقتصادي بينجامد، در بلندمدت مي‌تواند مفيد باشد.

گره‌ارزي كارخانه‌ها باز مي‌شود

كار گروه مشترك صمت و بانك مركزي، به دنبال مدلي است كه ارز را از مانع توليد به پشتوانه پايدار كارخانه‌ها بدل كند

همسويي سياست و توليد

رضانصاري، معاون صنايع عمومي وزارت صمت، از تشكيل كارگروه مشترك شش نفره ميان اين وزارتخانه و بانك مركزي خبر داده؛ كار گروه‌ي كه مأموريت آن هماهنگ‌سازي سياست‌هاي ارزي با الزامات صنعتي و تجاري كشور است. اهميت اين اقدام از آنجا ناشي مي‌شود كه طي سال‌هاي گذشته، فاصله ميان تصميمات ارزي و نيازهاي واقعي صنعت به يكي از گلايه‌هاي اصلي توليدكنندگان تبديل شده و پيامدهايي مانند كندى تأمين مواد اوليه، اختلال در سفارش‌گذاري و کاهش قدرت برنامه‌ريزي بنگاه‌ها را به همراه داشته است. انصاري همچنين تأكيد كرده سياست‌هاي ارزي موجود پشتيبان موثري براي رشد صنعت نبوده‌اند و بايد همه روش‌هاي تأمين ارز، از جمله سياست بدون انتقال ارز، براي تسهيل فعاليت توليدكنندگان فعال شود.

گشايش مسيرهاي تأمين

معاون صنايع عمومي وزارت صمت تأكيد كرده كه بدون اصلاح سياست ارزي، توسعه صنعت با دشواري جدی روبه‌رو مي‌شود. بر همين اساس، تأمين ارز يكي از الزامات اصلي رشد توليد دانسته شده و وزارت صمت با همكاري بانك مركزي و وزارت اقتصاد، تسهيل اين مسير را در دستور كار قرار داده است. كارشناسان نيز معتقدند وابستگي بخشي از مواد اوليه و كالاهاي واسطه‌اي به واردات، دسترسي پايدار و سريع به ارز را براي تداوم توليد ضروري كرده است. انصاري همچنين بر موضوع فعال سازي همه روش‌هاي تأمين ارز تأكيد دارد و حمل‌ونقل دريائي را به دليل هزينه كمتر، عاملی مهم در کاهش هزينه‌هاي توليد مي‌داند.