



مرکز تحقیقات و بررسی های اقتصادی

اقتصاد به زبان ساده

(شماره ۲۱)

سرکوب مال

تهیه شده در:

معاونت اقتصادی

مرکز تحقیقات و بررسی های اقتصادی

۲۶ آذر ماه ۱۳۹۸

پیشگفتار

به منظور آشنایی هرچه بیشتر علاقمندان با مفاهیم اقتصادی و به‌کارگیری صحیح این موارد در تحلیل‌های اقتصادی، ایده تهیه و ارائه بروشورهایی با عنوان "اقتصاد به زبان ساده" در معاونت اقتصادی اتاق ایران طرح گردید و توسط مرکز تحقیقات و بررسی‌های اقتصادی به اجرا درآمد. نسخه پیش‌رو، چهل و یکمین خروجی این ایده می‌باشد. به‌منظور بهبود نسخه‌های بعدی، در انتها یک فرم ارزیابی تهیه و تنظیم گردیده است که خواهشمندیم فرم مذکور را تکمیل و از طریق دبیر کمیسیون خود یا آدرس ایمیل research-center@iccim.ir، مرکز تحقیقات را از نظرات ارزشمند خود آگاه سازید.

مفهوم سرکوب مالی^۱

مک‌کینون و شاو^۲ (۱۹۷۳) سرکوب مالی را مجموعه‌ای از قوانین، مقررات و سایر محدودیت‌های غیربازاری دولت تعریف کرده‌اند که مانع از عملکرد واسطه‌های مالی با حداکثر ظرفیت‌شان می‌شود.

در تعریفی دیگر سرکوب مالی به دو صورت ساده و کاربردی بیان شده است. در تعریف ساده، سرکوب مالی عبارت است از هرگونه اختلال در مکانیسم بازارهای مالی که به نوعی برهم زننده تعادل در روند عرضه و تقاضای این بازار باشد؛ به عبارت دیگر مجموعه‌ای از محدودیت‌های قانونی دولت که از فعالیت‌های واسطه‌های مالی اقتصاد در سطح ظرفیت کامل خودشان جلوگیری می‌کنند که عموماً بر فقدان عمق مالی و واسطه‌های مالی در کشورهای جهان سوم دلالت دارد.

¹ Financial Repression

² McKinnon & Show

سرکوب مالی در تعریف کاربردی، عبارت است از وجود انواع موانع بر سر راه فعالیت‌های مالی از قبیل سقف نرخ بهره، کاهش دستوری نرخ بهره، تخصیص اعتبارات به صورت گزینشی و اعمال سیاست‌های اجباری و ارشادی به بنگاه‌های واسطه‌ای وجوه برای تخصیص منابع فارغ از مکانیزم اعتبارسنجی موسوم، نرخ ذخایر قانونی بالا، دخالت و تصویب قوانین محدودکننده، اعمال فشار بر مدیران بنگاه‌های واسطه وجوه برای اجرای سیاست‌های مد نظر دولت و غیره. به طور خلاصه سرکوب مالی در تعریف رایج، به مجموعه مقررات و محدودیت‌های کمی و کیفی بر متغیرهای اقتصادی مانند نرخ بهره گفته می‌شود که به منظور تغییر تخصیص منابع از وضعیت بالقوه آن به سمت اهداف از پیش تعیین شده دولتی اعمال می‌شود.

به غیر از تعریف رایج و کلاسیک سرکوب مالی، تعریف دیگری هم وجود دارد که بر نوع فعالیت‌های اقتصادی متمرکز می‌شود. در این دیدگاه سرکوب مالی وقتی اتفاق می‌افتد که نرخ بهره (به عنوان یکی از متغیرهای اصلی در اعمال سرکوب مالی) از آنچه که بخش‌های مولد می‌توانند بپردازند، کمتر باشد. به عبارتی سرکوب نرخ بهره هنگامی اتفاق می‌افتد که دولت، نرخ بهره را به میزانی کمتر از نرخ بازدهی حقیقی سرمایه که سرمایه‌گذار حاضر به پذیرش آن است، کاهش دهد. نرخی که برآیند بازدهی بخش حقیقی اقتصاد است، در واقع همان بازدهی فعالیت‌های مولد می‌باشد. از این رو اگر سیاستگذار نرخ بهره را پایین‌تر از نرخ بازدهی در بخش مولد اقتصاد تعیین کند، درواقع سیاست سرکوب مالی را اعمال کرده است.

تاریخچه سرکوب مالی

در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ تئوری‌های توسعه اقتصادی، در کشورهای در حال توسعه، مبتنی بر نارسایی و شکست بازار در تخصیص بهینه منابع و ضرورت دخالت دولت در بازار به منظور تحقق رشد متوازن اقتصادی بود. بعلاوه به دلیل شرایط بحرانی جنگ جهانی دوم، دولت‌ها ناچار بودند تخصیص اعتبارات را بر عهده گیرند. از این رو در این دوره سیاست‌های کنترلی و هدایتی دولت‌ها بسیار رواج داشت. اما به تدریج، به دنبال اثرات محدودکنندگی سیاست‌های کنترلی در

قالب سرکوب مالی، مباحث تئوریکی پیرامون آزادسازی بازارهای مالی و نقش آزادسازی در تخصیص کارآمد سرمایه و رشد بیشتر اقتصادی مطرح گردید و به این ترتیب تاثیر زیادی بر مباحث آکادمیک در خصوص دخالت دولت در بازارهای مالی یا همان سرکوب مالی داشت. به این ترتیب همزمان با گسترش صنعتی شدن و افزایش شمار کشورهای در حال توسعه، با توجه به مبانی تئوریکی که آزادسازی بازارهای مالی را عاملی در جهت رشد اقتصادی، بهره‌وری و کاهش فقر می‌دانست، تعداد کشورهایی که از سیاست‌های آزادسازی مالی استفاده کرده و سیاست‌های سرکوب مالی را محدود نمودند، افزایش یافت.

اگرچه توصیه به آزادسازی مالی در اواخر دهه ۱۹۸۰ بدنه اصلی سیاست‌های پولی و اعتباری بانک جهانی بود، به تدریج با بررسی نتایج سیاست آزادسازی در کشورهای در حال توسعه، به خصوص آمریکای لاتین، توصیه به آزادسازی مالی بی‌قید و شرط جای خود را به اعمال سیاست‌های کنترلی داد و ارجاع به آزادسازی فقط در شرایط خاص و به ویژه در صورت هماهنگی با سیاست‌های مالی صورت پذیرفت. بنابراین با توجه به تجربیات ادوار گذشته، سیاست‌گذاری‌های آستانه‌ای از سرکوب مالی شدید و آزادسازی گسترده جای خود را به سیاست‌های بینابین داد.

با این حال پس از بحران سال ۲۰۰۸، چندین کشور با ززمه حمایت از مصرف‌کنندگان، موضوع سیاست‌های کنترلی و محدودکننده مانند سرکوب نرخ بهره را دنبال کردند. به طوری که کشورهایی مانند السالوادور (۲۰۱۲)، جمهوری قرقیزستان (۲۰۱۳) و زامبیا (۲۰۱۳) بعد از بحران مالی، سقف‌های جدیدی برای نرخ بهره وام‌های خود تعیین کردند، در حالی که سایرین مانند ژاپن، محدودیت‌ها و سقف‌های بیشتری اعمال نمودند.

طبق گزارش بانک جهانی (۲۰۱۸)، در سال ۲۰۱۴، ۶۱ کشور از ۱۵۲ کشوری که در مناطق بانک جهانی هستند، سرکوب نرخ بهره را بر روی وام‌های خود اعمال کرده‌اند و به طور کلی تا سال ۲۰۱۴، ۷۶ کشور در کل جهان انواع مختلفی از سقف نرخ بهره را وضع کرده‌اند.

اهداف سرکوب مالی

سیاست سرکوب مالی به اهداف مختلفی می‌تواند اعمال شود:

- ✓ حمایت از یک صنعت یا بخش خاص اقتصادی، زمانی که شکست بازار وجود دارد و مکانیزم دست‌نمائی کارایی خود را از دست می‌دهد؛
 - ✓ کنترل و کاهش قیمت اعتبارات، هنگامی که بازار آزاد اعتبارات به صورت انحصاری و غیررقابتی، قیمت را به قدری بالا تعیین می‌کند که فعالان اقتصادی قادر به تامین اعتبار نباشند؛
 - ✓ کنترل موسسات مالی دارای قدرت بازاری بالا و محدود ساختن قیمت اعتبارات به منظور حمایت از مصرف‌کنندگان
 - ✓ هدایت منابع به بنگاه‌های منتخب و جلوگیری از تخصیص آزادانه منابع
 - ✓ اهداف خاص‌تر مانند حمایت از بخش‌های ضعیف، محافظت از مصرف‌کننده در مقابل نرخ‌های بالای بهره، ممانعت از وام‌دهی افراطی و تامین مالی وام‌گیرندگان کم‌درآمد
- نمونه برخی از روش‌های استفاده شده را می‌توان در کشورهای مختلف مشاهده کرد، مانند حمایت از بخش‌های ضعیف در کشورهای تایلند و پرتغال؛ محافظت از مصرف‌کننده در مقابل وام‌دهی چپاولگرانه و نرخ‌های بهره بالا در کشورهایی نظیر بلژیک، فرانسه، جمهوری قرقیزستان، هلند، جمهوری اسلواکی و انگلیس؛ کنترل وام‌دهی افراطی در استونی؛ در نهایت کاهش ریسک بالای وام‌دهی و هزینه بالای اعتبارات در زیمبابوه.

ابزارهای سرکوب مالی

دولت‌ها به منظور دخالت در بازارهای مالی و هدایت آن‌ها در جهت اهداف از پیش تعیین شده خود، ابزارهای متنوعی را به کار می‌گیرند. برخی از این ابزارها به شرح زیر می‌باشند:

۱- نسبت‌های بالای ذخایر قانونی و الزام سیستم بانکی به نگهداری پول و اوراق قرضه دولتی به منظور تامین کسری بودجه دولت با هزینه اندک یا نزدیک به صفر؛

۲- محدود کردن توسعه بازارهای اوراق قرضه خصوصی و سایر بازارهای خصوصی معادل، به منظور هدایت منابع به بازارهای اوراق قرضه دولتی و تامین مالی دولت؛

۳- تعیین سقف بر نرخ بهره سیستم بانکی؛ به طوری که متداول‌ترین ابزار سرکوب مالی، سرکوب نرخ بهره اعتبارات و وام‌ها می‌باشد.

بر اساس تحقیقی که در سال ۲۰۰۴ انجام شده^۱، حداقل ۷۶ کشور در جهان که بیش از ۸۰ درصد تولید ناخالص ملی و ۸۵ درصد از دارایی‌های بخش بانکی جهان را به خود اختصاص می‌دهند، نوعی از محدودیت را بر نرخ‌های وام‌دهی خود اعمال می‌کنند. برخی از کارشناسان اقتصادی هم مهمترین ابزار سرکوب مالی را نرخ بهره می‌داند و عنوان می‌کند کانال‌های مختلف سرکوب مالی مانند سقف اعتباری، قوانین نرخ بهره، تخصیص اجباری منابع، نرخ بالای ذخیره قانونی، نسبت‌های بالای نقدینگی به سپرده و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری مالی و مقررات خارجی مانند محرومیت، کنترل‌های مقداری و یا وضع تبعیض مالیاتی علیه نگه‌دارندگان دارایی‌های مالی خارجی، همه به هدف کنترل یا پایین آوردن نرخ‌های واقعی بهره آن است.

اثرات سرکوب مالی

سرکوب مالی می‌تواند هم دارای اثرات مثبت و هم اثرات منفی باشد. به عبارتی بر اساس این که دولت‌ها در چه شرایط مکانی و زمانی و با چه ابزار و اهدافی دست به سرکوب مالی بزنند، می‌توان نتایج متفاوتی را مشاهده کرد. تحلیل اثرات این سیاست نیازمند شناخت شرایط ویژه حاکم در هر اقتصاد است^۲. بنابراین نمی‌توان به سادگی رای به مثبت یا منفی بودن این سیاست داد. بلکه باید شرایط و فضای حاکم بر اقتصاد را نیز در نظر گرفت. به طور مثال براساس نتایج تحقیقی^۳ که در سال ۲۰۰۱ انجام شد، اعمال سقف بر بهره وام‌ها در جمهوری کره جنوبی بین

^۱ Ferrari, Masetti and Ren

^۲ رجوع کنید به: مراسلی و درویشی، ۱۳۸۷

^۳ Demitriades and Luintel

سال‌های ۱۹۴۴ تا ۱۹۵۶ موفق بوده است. در حالی که دسته‌ای دیگر از تحقیقات^۱، به بررسی ارتباط بین توسعه اقتصادی و سرکوب مالی پرداخته و رابطه منفی بین این دو متغیر را نتیجه گرفته‌اند.^۲

زمانی که سیاست سرکوب مالی با هدف کمک به بخش‌های تولیدی و رشد اقتصادی در دستور کار دولت‌ها قرار می‌گیرد، چنانچه سیاستگذار از قدرت کافی برای مدیریت بازار پول برخوردار نباشد، اتخاذ این سیاست می‌تواند با اثرات منفی همراه باشد. لذا سیاستگذار باید با در نظر گرفتن همه آثار مثبت و منفی این سیاست، دست به انتخاب بزند. در ذیل برخی از آثار منفی احتمالی اجرای سیاست سرکوب مالی برشمرده شده است:

۱. **کاهش توان تجهیز منابع بانکی:** از منظر تجهیز منابع، با سرکوب مالی، نرخ بهره پرداختی به پس‌اندازکنندگان بر اساس نرخ بهره دریافتی از تسهیلات‌گیرندگان تعیین می‌شود. بنابراین با کاهش نرخ سود تسهیلات، نرخ بهره سپرده‌ها هم کاهش می‌یابد که می‌تواند باعث کاهش سپرده‌گذاری در بانک‌ها شود.

۲. **کاهش ظرفیت وام‌دهی بانک‌ها:** کاهش دستوری نرخ بهره بانکی می‌تواند تقاضای کاذبی برای دریافت تسهیلات شکل دهد. در صورتی که نظارت کافی وجود نداشته باشد، پروژه‌هایی که در حالت معمول توان و توجیه کسب منابع را ندارند، تقاضای تامین مالی می‌دهند که از نظر تخصیص منابع، ممکن است بانک‌ها دچار انتخاب نامساعد^۳ شوند. بنابراین

^۱ بر اساس یافته‌های مطالعاتی نظیر تحقیقات گوپتا و زیرامتا (۲۰۱۰)، دمتریادس، جیمز و لی (۲۰۰۸)، گوپتا (۲۰۰۸)، ساین (۲۰۰۸)، بیا و همکاران (۱۹۹۹)، کو و هسلگ (۱۹۹۶) و مک‌کینون (۱۹۹۰) نشان می‌دهد در بسیاری از تحقیقات، رابطه معنی‌دار و مثبتی بین سرکوب مالی، یعنی دخالت دولت، با عدم توسعه‌یافتگی و عدم رشد اقتصادی کشورها وجود دارد.

^۲ رجوع کنید به: تقوی و شاهوردیانی، ۱۳۸۹

^۳ Adverse Selection

ضروری است که بانک‌ها از قدرت نظارت کافی برخوردار باشند و توان تشخیص برای انتخاب پروژه‌های مناسب را داشته باشند.

۳. **تاثیر بر تامین مالی بنگاه‌های کوچک:** به دلیل افزایش تقاضای سرمایه در شرایط سرکوب مالی، بانک‌ها ترجیح می‌دهند منابع خود را در اختیار بنگاه‌های بزرگ و شرکت‌های دولتی قرار دهند. در نتیجه بنگاه‌های کوچکتر ناچار به تامین مالی از سایر بازارها هستند. اعمال سقف بر نرخ بهره، می‌تواند باعث کاهش دسترسی به اعتبار شده و هزینه وام‌گیری را برای وام‌گیرندگان با درآمد پایین افزایش دهد.

سرکوب مالی (نرخ بهره) و بخش واقعی اقتصاد

در دوره کلاسیک‌ها پول ارتباط تنگاتنگی با کالا داشت و نرخ بهره به عنوان قیمت پول که در بازار پول تعیین می‌شود، مطرح نبود. در این نگاه فرض بر این بود که بازار در تعادل کامل است و هر آنچه پس‌انداز می‌شود، سرمایه‌گذاری می‌گردد. در چنین حالتی نرخ بهره انعکاس‌دهنده نرخ متوسط بازدهی فعالیت‌های حقیقی در اقتصاد بود و به صورت درونزا تعیین می‌شد. در نتیجه سرکوب مالی در این حالت موضوعیت چندانی نداشت؛ چرا که نرخ بهره تعادلی همان نرخ متوسط بازدهی سرمایه بود. لذا بالا بودن نرخ بهره به معنی بالا بودن نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری بود و بالعکس.

در دوره رکود عمیق دهه ۱۹۳۰ و وجود انواع عدم اطمینان‌ها، کارکرد ذخیره ارزش پول اهمیت بیشتری یافت و تقاضای سوداگرانه و کنز پول شکل گرفت. در چنین حالتی بازار پول به رسمیت شناخته شد و تعیین نرخ بهره و سرکوب مالی در بازار پول موضوعیت پیدا کرد. با به رسمیت شناخته شدن بازار پول، در اقتصادهایی که در شرایط ثبات نسبی بودند و بازارهای عمیق پولی داشتند، نرخ بهره با نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری همگرا بود. در چنین شرایطی چنانچه سرمایه‌گذاری چشم‌انداز مناسبی داشته باشد، سرکوب مالی و اعمال سقف بر روی نرخ بهره،

تقاضا و سوداگری در بازار پول را افزایش می‌دهد و پول در دسترس برای سرمایه‌گذاری را متاثر می‌سازد.

اما چنانچه رفتارهای سوداگرانه در بازار پول رواج داشته باشد و عایدی قابل توجهی را نصیب سوداگران کند؛ بطوریکه سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصاد را تحت تاثیر قرار دهد، سرکوب مالی می‌تواند کارکرد مثبت پیدا کند. زیرا بازدهی سوداگری و سرمایه‌گذاری مالی ممکن است بسیار بالاتر از بخش واقعی اقتصاد باشد. در چنین حالتی سیاستگذار اقتصادی می‌تواند از سیاست سرکوب مالی به منظور عدم تغییر ترکیب سرمایه‌گذاران حقیقی به نفع سوداگران بهره‌گیرد.

با پیچیده‌تر شدن اقتصادها و گسترش فعالیت بخش‌های غیرمولد و سوداگری در بازارهای پولی و مالی به ویژه در کشورهای در حال توسعه با ساختارهای اقتصادی معیوب، بحث مداخله دولت در تعیین نرخ بهره جهت جلوگیری از تسلط بخش‌های غیرمولد به مولد مطرح گردید. در چنین نگاهی اگر نرخ تعیین شده توسط سیاستگذار نسبت به نرخ بازدهی واقعی بخش غیرمولد، پایین‌تر و نسبت به نرخ بازدهی بخش مولد اقتصاد بالاتر باشد، نمی‌توان گفت سرکوب مالی صورت گرفته است. **نرخ بهره باید با میانگین نرخ بازدهی بخش حقیقی هماهنگی داشته باشد.** به عبارتی در شرایطی که بخش‌های سوداگرانه، رقیب بخش حقیقی اقتصاد می‌شوند، **سرکوب مالی زمانی اتفاق می‌افتد که نرخ تعیین شده از نرخ بازدهی بخش‌های حقیقی پایین‌تر باشد.** در این شرایط بخش واقعی اقتصاد قادر به پرداخت نرخ‌های بالاتری نسبت به نرخ تعیین شده است. ولی چنانچه سرکوب نسبت به نرخ رایج بازار آزاد که به دلیل حضور گسترده فعالان بخش‌های نامولد غالباً نرخ بالایی است، صورت گیرد، سرکوب مالی به معنی واقعی اعمال نشده و همچنان هزینه تامین مالی برای بخش‌های مولد بالا است. در واقع در چنین حالتی با وجود کاهش نرخ بهره، همچنان هزینه تامین مالی برای بخش‌های حقیقی اقتصاد بالاتر از نرخ بازدهی این نوع از فعالیت‌ها است. با توجه به اینکه کاهش دستوری نرخ بهره در این حالت، تقاضا برای وام را برای متقاضیان به ویژه سوداگران افزایش خواهد داد، تخصیص

مناسب منابع، نیازمند نظارت و مدیریت صحیح و کارآمد منابع است تا بخش‌های مولد از این سیاست منتفع گردند.

امروزه در کشورهای پیشرفته با بازارهای عمیق پولی و مالی به دلیل تفاوت بازدهی‌ها و ریسک‌های موجود، سقف نرخ بهره وضع می‌شود. بانک‌ها از وضعیت ریسک عدم بازپرداخت وام‌های پرداختی در مورد مشتریان خود اطلاعات کامل ندارند. اما می‌دانند که مشتریان دارای ریسک‌های متفاوت هستند و مشتریان با ریسک‌های بالاتر حاضر به پرداخت نرخ‌های بالاتر هستند. همچنین می‌دانند که معمولاً فعالیت‌هایی با ریسک‌های پایین‌تر، فعالیت‌های مولد هستند و مشتریان با ریسک‌های بالا در فعالیت‌های غیرمولد مشغولند. سیاستگذار با آگاهی از اینکه با بالا رفتن نرخ بهره، ترکیب وام‌گیرندگان به نفع غیرمولدها تغییر می‌کند و اگر این نرخ از یک حدی بالاتر رود، این ترکیب نگران‌کننده می‌شود، لذا اقدام به تعیین سقف نرخ بهره می‌کند تا ترکیب بهینه توسط بانک انتخاب شود. همانطور که توضیح داده شد این سقف نرخ بهره به معنی سرکوب مالی نیست، چون در این حالت فعالان در بخش‌های غیرمولد و نه مولد خواهان پرداخت نرخ بالاتر برای دریافت مبالغ بیشتر هستند.

تجربه کشوری سرکوب مالی

کنیا

در سپتامبر ۲۰۱۶، به دنبال سودآوری بالای نظام بانکی کنیا، از نرخ‌های بالای بهره و افزایش هزینه تامین سرمایه، سرکوب مالی از طریق اعمال سقف بر نرخ بهره، اجرا شد. قبل از سرکوب مالی، طی سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶، اقتصاد کنیا دچار رکود بود. دلایل این کساد عبارت بود از: بحران بانکی اوایل سال ۲۰۱۶، کاهش در رشد وام‌ها و افزایش تقاضا به دلیل شرایط خشکسالی شدید و نااطمینانی سیاسی مربوط به انتخابات عمومی سال ۲۰۱۷. قبل از اعمال سقف بر نرخ بهره، تلاش‌های بسیاری توسط دولت و قانونگذاران بخش مالی به منظور شرکت

بخش بانکی به ارائه و اجرای یک راه حل مبتنی بر بازار که توسط خود این بخش طراحی شده باشد، صورت گرفت. مثلاً در سال ۲۰۱۲ وزارت خزانه‌داری، کمیته‌ای را درباره هزینه وام و اعتبارات مالی بخش خصوصی به منظور تعیین سیاست‌های اصلاحی که بتواند هزینه بالای اعتبار در کشور را بررسی کند، تشکیل داد. اما به دلیل این که راهکارهای پیشنهادی اجرایی نشد و همچنان هزینه تامین مالی در کنیا بالا بود، سیاست سرکوب مالی در قالب اعمال سقف بر نرخ بهره، تصویب شد.

با اعمال سقف بر نرخ بهره، اقتصاد کنیا از چند بُعد دستخوش تغییرات شد. بانک‌ها به خصوص بانک‌های تجاری از اعطای وام به قرض‌گیرندگان کوچک و ریسکی، به نفع وام‌گیرندگان بزرگ و دولتی اجتناب کردند. در نتیجه بیشترین تاثیر اعمال سقف بر نرخ بهره، متوجه بنگاه‌های کوچک و متوسط شد. بر اساس اعلام "فاینسس سروی"^۱ ۲۳,۴ درصد از وام‌های بانک‌های تجاری در سال ۲۰۱۵، به بنگاه‌های متوسط و کوچک اعطا شده بود. در حالی که طبق تحقیق دیگری^۲ که در سال ۲۰۱۶ انجام شد، متوسط سهم وام‌ها به بنگاه‌های متوسط و کوچک به ۱۷ درصد کاهش یافت. همچنین بعد از فوریه ۲۰۱۶ مقدار کل وام‌دهی در کنیا کاهش یافت، اقتصاد این کشور هم یک کاهش ۳,۱ درصدی در نتیجه وضعیت رکودی تا قبل از فوریه ۲۰۱۶ و یک کاهش ۲,۷ درصدی در نتیجه اعمال سقف بهره بین فوریه ۲۰۱۶ تا سپتامبر ۲۰۱۷ را تجربه کرد، وام‌های معوق هم به میزان ۵۳ درصد در دوره رکود تا بعد از فوریه ۲۰۱۶ و به میزان ۸ درصد هم بعد از اعمال سقف بر نرخ بهره افزایش یافت. در تحقیقی در سال ۲۰۱۸ صورت گرفت^۳، ۵۴ درصد از پاسخ‌دهندگان معتقد بودند اعمال سقف بر نرخ بهره، به طور منفی بر وام‌گیری بنگاه‌های کوچک و متوسط اثر داشته است.

¹ Finaccess Survey

² Safavian and Zia, 2018

کره جنوبی

کره از اوایل دهه ۱۹۶۰ از لحاظ رشد اقتصادی و تغییرات ساختاری عملکرد چشم‌گیری داشته است. رشد متوسط درآمد سرانه و GNP در آن کشور بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۶ حدود ۶٫۷ درصد بود در حالی که در کل کشورهای در حال توسعه، به ۲٫۹ درصد می‌رسید. دولت کره در سه دهه گذشته چند دسته از صنایع را به عنوان بخش‌های برگزیده انتخاب کرد و از آن‌ها به شدت حمایت کرد. اکثر صنایع اصلی کره در برخی مراحل توسعه به عنوان صنایع ارجح تعیین شده و با ترکیبی از حمایت همه جانبه و نظارت شدید دولت، رشد کرده‌اند. در کنار همه حمایت‌هایی که دولت توسعه‌گرای کره برای تقویت صنایع خاص و ارجح اعمال کرد، از ابزار سرکوب مالی مانند وام‌های ترجیحی و معافیت‌های مالیاتی هم استفاده کرد.

هسته توسعه کره، تمرکز همه منابع در دسترس بخش‌های پیشران بود که سیاست تخصیص پول یا همان "وام‌های سیاستی" با ایجاد دسترسی نسبتاً نامحدودی به اعتبار برای برخی بخش‌ها نقش کلیدی در آن ایفا کرد.

سلسله‌ای از اصلاحات سیاستی در سال ۱۹۶۵ صورت گرفت که یکی از مهمترین این سیاست‌ها، افزایش چشم‌گیر در نرخ‌های بهره بود. تحقیقات گسترده‌تر نشان می‌دهد نرخ‌های بالای بهره چندان دوام نیاورد و نرخ‌های بهره حقیقی تا دهه ۱۹۸۰ به علت زیاد بودن نرخ تورم همچنان منفی بود. با این حال روند رشد پس‌اندازها در قیاس با GNP صعودی بود و از ۱۰ درصد در دهه ۱۹۵۰ و اوایل دهه ۱۹۶۰ به بیش از ۳۰ درصد در اواخر دهه ۱۹۸۰ رسید. به عبارتی در آن دوره، در کره جنوبی، نرخ‌های بهره چندان در میزان پس‌انداز اثرگذار نبود. در مجموع تجربه کره نشان می‌دهد که برای بسیج پس‌اندازها به کمک سیاست‌های مالی، نیازی به مثبت بودن نرخ بهره حقیقی وجود نداشت و تا وقتی اندازه مطلق نرخ‌های بهره حقیقی منفی، خیلی بزرگ نشود، نرخ بهره حقیقی چندان مهم نیست.

بنابراین دولت با اعمال محدودیت‌های مختلف ارزی و نرخ بهره، سعی در هدایت منابع مالی به سمت صنایع سنگین و شیمیایی کرد که به عنوان صنایع منتخب دولت کره بودند. محدودیت‌های مقداری و قیمتی مختلف دولت کره در دوره رشد سریع اقتصادی آن جای هیچ‌گونه شبهه‌ای برای اعمال سرکوب مالی بر جای نمی‌گذارد. چرا که بنگاه‌ها از حداقل آزادی در تصمیم‌گیری درباره ماهیت و چگونگی تولید خود و قیمت‌گذاری برای محصولات برخوردار بودند.

یکی از سیاست‌های سرکوب مالی که کره اعمال کرد، علاوه بر عرضه اعتبار به بخش‌های صنایع سنگین و شیمیایی، اعطای وام با نرخ ترجیحی (۶ درصد کمتر از نرخ بهره وام اعطایی به سایر بخش‌ها) بود. طبیعی است که به دلیل کنترل نرخ بهره توسط دولت و به ویژه وجود نرخ‌های ترجیحی، تقاضای وام و اعتبار دارای مازاد بود. در این شرایط (مازاد تقاضای اعتبار) به شیوه غیربازاری (غیرقیمتی) صورت می‌گرفت که قاعده‌گذاری‌های دولتی در متن آن قرار داشت. دولت کره تصمیم می‌گرفت که سرمایه‌گذاری در کجا و به چه میزان انجام شده و روش تامین مالی آن چگونه باشد (یو، ۲۰۰۸). در مجموع مکانیزم انگیزشی طراحی شده توسط دولت به نحوی بود که صنایع بزرگ مقیاس نوزاد در بخش HCI¹ و بخش‌های صادراتی، از اولویت در دسترسی به اعتبار آن هم با نرخ ترجیحی برخوردار بودند.

پس می‌توان دولت توسعه‌گرای کره را یک نمونه موفق از سرکوب مالی از طریق منفی شدن نرخ بهره حقیقی، محدودیت‌های مقداری و قیمتی بر صنایع مختلف و هدایت منابع به سمت صنایع از پیش تعیین شده دانست. البته با تحقق اهداف از پیش تعیین شده، این قوانین در سال‌های بعد به تدریج تعدیل و برخی ملغی شدند.

¹ Heavy Chemical and Industries

سرکوب مالی در ایران

در ایران به بحث سرکوب مالی بسیار پرداخته شده و بر اساس عدم تناسب این نرخ با نرخ تورم طبق قاعده فیشر، بسیاری معتقدند که سرکوب مالی در اغلب سال‌ها اتفاق افتاده است. طبق قاعده فیشر^۱ (۱۹۴۷-۱۸۶۷)، نرخ بهره واقعی، از تفاضل نرخ بهره اسمی و نرخ تورم به دست می‌آید که منفی بودن این نرخ به طور دستوری، می‌تواند نشانه‌ای از سرکوب مالی باشد. لذا اینگونه استدلال می‌شود که در سال‌هایی که نرخ بهره کمتر از نرخ تورم باشد، سیاست سرکوب مالی اتخاذ شده است.

در جدول شماره ۱ دیده می‌شود که نرخ بهره بانکی در برخی از سال‌ها مانند سال‌های ۹۱ و ۹۲ کمتر از نرخ تورم بوده است. این روند در سال‌های بعد، یعنی طی سال‌های ۹۳، ۹۴، ۹۵ و ۹۶ رفع و نرخ بهره اسمی، به میزانی بیشتر از نرخ تورم تعیین شده است. ولی در سال ۹۷، در کنار روند رو به رشد تورم، برای سپرده‌های کوتاه‌مدت، نرخ سود علی‌الحساب ۱۰ درصد و برای سپرده‌های بلندمدت، این نرخ ۱۵ درصد تعیین شد؛ در حالیکه نرخ تورم سال ۱۳۹۷، ۲۶٫۹ درصد اعلام شده که بیشتر از نرخ بهره اسمی است.

سوالی که مطرح می‌شود آن است که بر اساس سیاست‌های دستوری تعیین نرخ بهره به عنوان رایج‌ترین ابزار سرکوب مالی، آیا به راستی سرکوب نرخ بهره در اقتصاد ایران اعمال شده است؟ مسأله‌ای که نتیجه‌گیری را پیچیده می‌کند، وجود یک بخش غیرمولد گسترده در اقتصاد ایران است. فعالیت‌های غیرمولد به فعالیت‌هایی اطلاق می‌شوند که اگر از اقتصاد حذف شوند، بهبود در اقتصاد را به دنبال خواهد داشت و فضا برای فعالیت بخش حقیقی هموار می‌گردد. متأسفانه یکی از ویژگی‌های بخش‌های غیرمولد، بازدهی‌های بالا و جذابیت آنها در برابر فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد است.

¹ Fisher

جدول ۱- نرخ سود علی الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار (درصد)

نرخ تورم	نرخ سود علی الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار				سال
	بیشتر از یک سال	یک ساله	کوتاه مدت ویژه (۶ ماهه)	کوتاه مدت	
۲۹,۵	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری در دامنه ۷-۲۰ درصد				۱۳۹۱
۳۲,۸	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری در دامنه ۷-۲۰ درصد				۱۳۹۲
۱۴,۶	-	۲۲	۱۴-۱۸	۱۰	۱۳۹۳
۱۱,۱	-	۲۰	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری		۱۳۹۴
	-	۱۸	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری	حداکثر ۱۰	
۶,۹	-	۱۵	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری		۱۳۹۵
۸,۲	-	۱۵	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری ^۱	حداکثر ۱۰	۱۳۹۶
۲۶,۹	-	۱۵	در اختیار بانک‌ها و موسسات اعتباری	حداکثر ۱۰	۱۳۹۷

 *منبع: مرکز آمار ایران^۲

با توجه به وجود گسترده بخش غیرمولد در اقتصاد ایران، نرخ بهره باید به گونه‌ای تعیین گردد که در توان بخش‌های مولد اقتصاد نیز باشد. همانطور که اشاره شد سرکوب مالی واقعی در صورتی رخ می‌دهد که بخش حقیقی اقتصاد و سرمایه‌گذاران بخش مولد، قادر به پرداخت نرخ بهره بالاتری باشند، ولی دولت بر اساس مصالحی، این نرخ را سرکوب کند. لذا جواب به سوال

^۱ بر اساس بخشنامه شماره ۹۶/۲۹۰۱۸۶ مورخ ۱۳/۰۹/۱۳۹۶ افتتاح و تمدید سپرده‌های کوتاه مدت ویژه تا پایان سال ۱۳۹۶ ممنوع گردید.

^۲ https://www.amar.org.ir/Portals/0/News/1398/1_shghmk-03-98.pdf

طرح شده منوط به بررسی میانگین بازدهی بخش حقیقی اقتصاد است. چنانچه نرخى که به صورت دستوری تعیین شده است، از میانگین نرخ بازدهی بخش حقیقی کمتر باشد، می‌توان به اعمال سیاست سرکوب مالی رأی داد و در غیر اینصورت نمی‌توان گفت که سرکوب مالی صورت گرفته است. به طور مثال در سال ۹۷، با وجود هزینه‌های بالای تولید، به طوری که بر اساس اعلام مرکز آمار ایران، درصد افزایش شاخص تورم تولیدکننده ۴۷٫۵ درصد بود، آیا وجود نرخ بهره ۱۵٪ می‌تواند نشان از سرکوب مالی باشد؟ در صورتی این امر اتفاق افتاده است که نرخ بازدهی حقیقی اقتصاد که به صورت درونزا و در نتیجه برهم‌کنش نیروهای حقیقی اقتصاد ایجاد می‌شود، بالاتر از ۱۵٪ باشد.

با توجه به مشکلات عدیده‌ای که بخش‌های واقعی اقتصاد به ویژه طی چند سال اخیر با آن دست به گریبان بوده‌اند، نمی‌توان به راحتی ادعا کرد که میانگین نرخ بازدهی بخش‌های حقیقی اقتصاد نرخى بیش از نرخ بهره بانكى است. نرخ بازده فعالیت‌های حقیقی بر اساس بنیه و تجهیزات، دانش و فناوری تولید، زیرساخت‌های تولید و چارچوب‌های قانونی و حقوقی تعیین می‌شود. این نرخ درونزا بوده و به سرعت دستخوش تغییر نخواهد شد. لذا ضعف در ساختارهای تولیدی و تکنولوژیکی یکی از موانع اصلی بر سر راه نرخ بازدهی فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد به شمار می‌رود. در اقتصادی که دلالتی و سوداگری، کسب درآمد از دارایی‌هایی مثل زمین و مسکن و فعالیت‌های نامولد و غیررسمی محوریت دارد، نرخ بهره بیشتر انعکاس بازدهی فعالیت‌های نامولد است و نه بخش حقیقی اقتصاد. بازدهی‌های غیرمعارف بخش‌های سوداگری و دلالتی در مقایسه با بخش حقیقی اقتصاد، باعث شده که این بخش‌ها تمایل به افزایش نرخ بهره داشته باشند تا به این طریق سایر بخش‌ها را از گردونه رقابت خارج و دسترسی به منابع را محدود نمایند. اما بازدهی محدود بخش‌های حقیقی اقتصاد با چنین نرخ‌هایی سازگاری ندارد، به ویژه در شرایط نامساعد اقتصادی که تولیدکنندگان با انواع هزینه‌های غیرمعارف مواجه هستند. لذا لحاظ صرفه و توان بخش‌های مولد اقتضا می‌کند که نرخ‌های بهره متناسب با نرخ بازدهی این بخش‌ها تعدیل گردد.

مشکل تامین مالی بخش‌های مولد و تولیدی گواهی بر این مدعا است که منابع مالی بانک‌ها بیش از آنکه در خدمت تامین مالی آنها باشد، صرف تامین مالی بخش‌هایی می‌گردد که توان بازپرداخت بهره بانکی را دارند. این بخش‌ها در کشور ما با محیط کسب و کار و بسترهای نامساعد، بیشتر مربوط به فعالیت‌های سوداگرانه با بازدهی‌های بالا می‌باشد. دشواری تامین مالی از بانک‌ها از جمله مشکلات همیشگی فعالان اقتصادی کشور بوده که همواره در آمارهای ملی و بین‌المللی دیده شده است.

در گزارش‌های پایش محیط کسب‌وکار نیز این معضل همواره در بین سه مؤلفه اول نامساعد محیط کسب‌وکار توسط فعالان اقتصادی مشارکت‌کننده در طرح، ارزیابی شده است. این مؤلفه گرچه در ابتدا در فصول بهار و تابستان سال ۱۳۹۶ بدترین مؤلفه در بین مؤلفه‌های محیط کسب‌وکار معرفی شده است، ولی به نظر می‌رسد همراه با تشدید تحریم‌ها از اهمیت نسبی آن نزد بخش خصوصی کاسته شده، به طوری که در پاییز و زمستان سال ۹۶ و بهار سال ۹۷ جایگاه دوم و سوم بدترین مؤلفه‌های محیط کسب‌وکار قرار گرفت و در فصول باقی‌مانده سال ۹۷ در جایگاه سوم موانع کسب و کار، توسط فعالین بخش خصوصی تعیین شده است. به عبارتی به دلیل عدم تناسب بازدهی بخش‌های مولد با نرخ بهره و بازدهی بخش‌های غیرمولد، همچنان بخش‌های تولیدی، با معضل تامین مالی روبرو هستند.

در خصوص ارتباط بین نرخ تورم و نرخ بهره و عدم تعدیل نرخ بهره با تورم‌های فزاینده، باید اشاره داشت که تغییر یا اصلاح متغیرهای اسمی در شرایط اقتصادی مختلف، متفاوت است. اگر اقتصادی از ثبات لازم برخوردار باشد، می‌توان با اصلاح متغیر اسمی و تعدیل آن با تورم، به نتیجه مطلوب رسید. اما چنانچه اقتصادی دارای بی‌ثباتی‌های اساسی در متغیرهای کلیدی باشد، نمی‌توان بدون ایجاد بسترهای لازم، صرفاً با تعدیل قیمت‌های نسبی با تورم، به نتایج مورد انتظار دست یافت، بلکه باید در نظر داشت که آیا بخش واقعی اقتصاد قادر به پرداخت نرخ‌هایی متناسب با نرخ تورمی حول و حوش ۴۰ درصد، می‌باشد.

معمولا در اقتصادهای بی‌ثبات به جای دستکاری‌های قیمتی، مناسب‌تر است که تورم با روش‌های اصولی مهار شود. چنانچه نرخ بهره اسمی متناسب با تورم‌های بالایی که در کشور وجود دارد افزایش یابد، ترکیب مشتریان بانک‌ها به نفع فعالیت‌های غیرمولد با بازدهی‌های بالا تغییر می‌کند و فعالیت‌های بخش حقیقی محدود می‌شود. بنابراین نمی‌توان با این استدلال که نرخ بهره باید متناسب با تورم بالا رود تا از سرکوب مالی جلوگیری گردد، ترکیب مشتریان بانک‌ها را به نفع غیرمولدها تغییر داد و مسئولیتی در قبال تامین مالی بخش مولد اقتصاد وجود نداشته باشد. لذا اتخاذ سیاست‌های مالی و پولی مناسب برای کنترل تورم و انجام اصلاحات ساختاری برای کاهش بی‌ثباتی‌های اقتصادی، بهترین راهکار برای ایجاد تعادل بین نرخ بهره و نرخ تورم است.

نتیجه‌گیری

سرکوب مالی یکی از سیاست‌هایی است که در جهت اهدافی نظیر حمایت از بخش‌ها و صنایع خاص، حمایت از اقشار ضعیف، مهار بازارهای مالی و مواردی از این دست در دستور کار دولت‌ها قرار می‌گیرد. ابزارهایی نظیر نسبت‌های بالای ذخایر قانونی و تعیین سقف برای نرخ بهره برخی از ابزارهای رایج در این خصوص است.

یکی از مسائل چالشی در خصوص سرکوب مالی به تعیین سقف نرخ بهره مربوط می‌شود. در این بروشور تلاش شد این مساله باز شود که هر تعیین سقفی برای نرخ بهره به معنای سرکوب مالی نیست و سرکوب نرخ بهره زمانی اتفاق می‌افتد که نرخ تعیین شده از نرخ بازدهی بخش حقیقی اقتصاد هم پایین‌تر باشد. اما چنانچه بخش حقیقی اقتصاد بازدهی پایین‌تری نسبت به نرخ دستوری بهره داشته باشد، نمی‌توان حکم به سرکوب مالی داد.

در انتها باید به این نکته تاکید کرد که سرکوب مالی در اقتصاد، بدون توجه به نقش نظارتی قوی دولت بر نحوه توزیع منابع، می‌تواند منابع مردمی را با قیمت‌های نازل در اختیار گروهی

خاص قرار دهد و دستاورد توسعه‌ای آن محقق نگردد. لذا اعمال چنین سیاستی نیازمند همراهی همه ارکان نظام تصمیم‌گیری برای هدایت درست منابع و جلوگیری از رفتارهای فسادآلود است. بر اساس تجربه دولت‌های توسعه‌گرا و موفق در این زمینه، می‌توان نتیجه گرفت که چنانچه سیاست سرکوب مالی، به درستی اجرا شود، می‌تواند با ثمرات مثبتی همراه باشد.

در خصوص ایران نیز تعیین سقف بر نرخ بهره و عدم تناسب آن با نرخ‌های فزاینده تورم، این شبهه را ایجاد کرده که سرکوب مالی اتفاق افتاده است، درحالی‌که باید به این پرسش پاسخ داد که در شرایط نابسامان اقتصادی کشور که انواع نامالییات و چالش‌ها به بخش حقیقی تحمیل گشته است، آیا این بخش قادر به بازپرداخت نرخ بهره تعدیل شده با نرخ تورم خواهد بود و آیا بازدهی بخش حقیقی اقتصاد توان بازپرداخت نرخ بهره متناسب با تورم حدود ۴۰ درصد را دارد. شایان ذکر است که عدم تناسب نرخ بهره و تورم، مشکلاتی را برای سیستم بانکی و توزیع منابع به همراه دارد، اما راهکار اصولی برای حل و فصل مشکلات ناشی از این عدم تناسب را باید در مهار تورم از طریق سیاست‌های مناسب پولی و مالی جستجو کرد. متأسفانه سیاست‌های تورم‌زای دولت‌ها طی دهه‌های اخیر، تعادل در بازار پول را بر هم زده است. لذا الزامیست در گام نخست برنامه‌ای جهت مهار تورم‌های لجام گسیخته طراحی و اجرایی شود و ثبات به فضای کلان اقتصادی بازگردد. همچنین نظارت نهاد پولی بر نحوه توزیع منابع در چنین شرایطی از ضروریات انکارناپذیر است.

منابع فارسی

۱. پایش محیط کسب و کار، مرکز آمار و اطلاعات اقتصادی اتاق ایران
۲. تقوی، مهدی؛ شاهوردیانی، شادی (۱۳۸۹). سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی، مجله مهندسی و مدیریت پرتفوی، شماره چهارم
۳. شاکری، عباس (۱۳۹۵). مقدمه‌ای بر اقتصاد ایران، تهران: انتشارات رافع
۴. مراسلی، عزیز؛ درویشی، باقر (۱۳۸۷). سرکوب مالی و رشد اقتصادی (شواهد تجربی از اقتصاد ایران)، پژوهش‌های اقتصادی

منابع لاتین

1. Basu, S. (2007). The Role of Banks in the Context of Economic Development with Reference to South Korea and India. Chapter 18 in a Handbook of Alternative Monetary Economics. Edward Elgar Publishing
2. Ferrari, A.; Masetti, O.; Ren, J. (2018). Interest Rate Cap, The Theory and The Practice, policy research working paper 8398
3. Kenya National Bureau of Statistics (2016). Micro, Small and Medium Establishments, Basic Report 2016
4. Maimbo, S. M.; Gallegos C. A. H. (2014). Interest Rate Caps around the World: Still popular, but Blunt Instrument, policy research working paper 7070
5. McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development, (Washington: The Brookings Institution)
6. Safavian, M.; Zia. B. (2018). The Impact of Interest Rate Caps on the Financial Sector. Evidence from Commercial Banks in Kenya. Policy research working paper 8393. World Bank Group



7. Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development, (New York: Oxford University Press).
8. The Impact of Interest Rate Capping on the Kenya Economy (2018). Central Bank of Kenya
9. Yoo, I. (2008). Korea's Economic Development: Lessons and Suggestions for Developing Countries

فرم ارزیابی بروشور

۱- مفاهیم ارائه شده در بروشور اقتصاد به زبان ساده را تا چه میزان مفید ارزیابی می‌کنید؟

□ عالی □ خوب □ متوسط □ ضعیف

۲- آیا با تهیه نسخه‌های بعدی بروشور موافقت می‌کنید؟

□ بلی □ خیر

۳- پیشنهادات شما برای بهبود نسخه‌های بعدی بروشور چیست؟

.....

.....

.....

۴- از نظر شما در نسخه‌های بعدی بروشور، بایستی به معرفی چه متغیرها یا مفاهیم اقتصادی پرداخته

شود؟

.....

.....

.....

۵- برگزاری چه دوره‌های آموزشی را برای به‌روزرسانی دانش هیئت نمایندگان محترم پیشنهاد می‌

نمایید؟

.....

.....

.....

لطفاً این فرم را پس از تکمیل جدا نموده و به دفتر مرکز تحقیقات و بررسی‌های اقتصادی اتاق ایران تحویل فرمایید.

