

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



چرخه‌های تجاری و اعتباری

فرهاد نیلی

امینه محمودزاده

MBRI-PP-93015

مقاله سیاستی

آبان ۹۳

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir

- دیدگاه و نظرات ارائه شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



چرخه‌های تجاری و اعتباری

فرهاد نیلی^۱

امینه محمودزاده^۲

چکیده

داده‌های کلان از هم‌زمانی دوران رشد اقتصادی سریع کشور با انبساط اعتباری (و به تبع آن تورم بالا) از یک سو و تقارن کندشدن رشد اقتصادی با تنگنای اعتباری حکایت می‌کنند. این هم‌زمانی بر اساس داده‌های خرد شرکت‌های بورسی نیز تأیید می‌شود. اثرپذیری بنگاه‌ها از وضعیت چرخه اعتباری همسان نیست، بنگاه‌های کوچک از انقباض اعتباری آسیب شدیدتری می‌بینند و بنگاه‌های بزرگ از رونق اعتباری بهره‌مندی بالاتری دارند. غفلت از تناظر بین متغیرهای بخش حقیقی و مالی در فراز و فرودهای این دو بخش برای توضیح تقاضای بنگاه‌ها برای منابع مالی و پاسخ بانک‌ها به این تقاضا، نگاه به مسأله خروج از رکود را دچار ارباب و کاستی می‌کند. تقارن چرخه‌های تجاری و اعتباری ریشه در این پدیده دارد که در فرایند تولید، اعتبارات بانکی نهاده مکمل سرمایه، کالاهای واسطه‌ای و مواد اولیه‌اند. در نتیجه تنگنای اعتباری موجب کندی رشد اقتصادی و رکود می‌شود، ولی انبساط اعتباری لزوماً به رونق نمی‌انجامد. به علاوه خروج از رکود در صورت استمرار تنگنای اعتبارات بسیار مشکل می‌نماید. بنابراین خروج غیرتورمی از رکود، مستلزم محدود کردن رشد پایه پولی (برای تضمین کنترل تورم) همراه با افزایش دسترسی به منابع (ملازم با بهبود استفاده از پول درونی و افزایش نقش بازار اولیه سرمایه) است.

۱- هیات علمی گروه پول و ارز، پژوهشکده پولی و بانکی

۲- پژوهشگر گروه پول و ارز، پژوهشکده پولی و بانکی



■ مقدمه

یادداشت حاضر هم‌حرکتی انبساط (انقباض) اعتباری با بهبود (افول) بخش واقعی در سطح کلان و ریشه‌یابی آن بر اساس رابطه بین بانک و بنگاه در سطح خرد را پیگیری می‌کند. از آنجا که این یادداشت با هدف توضیح فراز و فرود رشد اقتصادی کشور نگاشته نشده و جهت‌گیری اصلی آن توضیح مؤلفه مالی رشد با تکیه بر رفتار بنگاه‌های اقتصادی در سطح خرد است — مفهومی که از آن تحت عنوان توسعه مالی یاد می‌شود — داعیه بررسی عمیق آماری از جنس تجزیه نرخ رشد تولید ناخالص داخلی^۱ به اجزای مختلف را ندارد. با این حال غفلت از تناظر بین متغیرهای بخش حقیقی و مالی در فراز و فرودهای این دو بخش که در ادبیات اقتصادی به ترتیب ادوار تجاری و ادوار اعتباری نامیده می‌شوند، در توضیح تقاضای بنگاه‌ها برای منابع مالی و پاسخ بانک‌ها به این تقاضا، نگاه به مسأله خروج از رکود را دچار اریب و کاستی می‌کند.

این یادداشت با بررسی رابطه متغیرهای اصلی حوزه مالی و حقیقی در سال‌های اخیر، شواهدی از هم‌حرکتی میان آن‌ها ارائه می‌دهد، بر اساس شواهد بین‌المللی و همچنین داده‌های اقتصاد ایران رفتار چرخه‌ای متغیرهای مالی را بررسی می‌کند، شواهدی بر ناهمسان بودن رفتار بنگاه‌های بزرگ و کوچک در قبال چرخه‌های اعتباری ارائه می‌کند و در انتها به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌پردازد.

■ تحلیل سال‌های اخیر

بررسی جدول ۱ نشان می‌دهد، متوسط نرخ رشد تولید ناخالص حقیقی در ۶ سال گذشته به اندازه دو واحد درصد نسبت به رقم متناظر در دهه ۸۰ (متوسط نرخ رشد ۲ درصد) کاهش یافته است. به نظر می‌رسد، اقتصاد کلان طی سال‌ها با نوعی تغییر ساختار مواجه شده باشد.

مقایسه نرخ‌های رشد سالانه نشان می‌دهد غیر از دو سال ۱۳۹۱ و ۱۳۸۷ (به ترتیب با نرخ رشد‌های ۵٫۸- و ۰٫۸ درصد) نرخ رشد در سایر سال‌ها بیش از ۲ درصد بوده است. ملاحظه می‌شود متناظر با نرخ رشد تولید حقیقی در سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۹۱، نرخ رشد مانده تسهیلات حقیقی شده نیز کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته است. به عبارت دیگر در دورانی که نرخ رشد اعتبارات بانکی به قیمت ثابت منفی شده، نرخ رشد اقتصادی نیز کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته است. در مورد سال ۱۳۹۱ علاوه بر مانده تسهیلات (بدهی بخش غیردولتی)، تسهیلات اعطایی طی سال به قیمت‌های ثابت نیز به اندازه ۳۳ درصد کوچک شده است. بررسی همزمان این سال‌ها سبب

۱ - Growth Accounting



می‌شود علاوه بر تحریم به عنوان عامل اولیه کاهش رشد در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱، جستجو برای یافتن عوامل اشاعه و تشدید اثر تحریم دارای اهمیت گردد.

رابطه فوق، در سطح خرد نیز قابل مشاهده است. در سال ۸۷ مانده تسهیلات حقیقی شده شرکت‌های بورسی ۲۳ درصد و ارزش حقیقی تسهیلاتی که طی سال ۱۳۸۷ به این بنگاه‌ها اعطا شده ۲۸ درصد کاهش یافته است. کاهش مانده تسهیلات شرکت‌های بورسی به میزان ۲۳ درصد با کاهش مانده کل تسهیلات به میزان ۱۶ درصد قابل مقایسه است.^۱ اثر کاهش در مانده و جریان تسهیلات روی متغیرهای تولیدی بنگاه‌ها قابل ردیابی است؛ به نحوی که در سال مزبور ارزش فروش حقیقی این شرکت‌ها ۱۳ درصد و ارزش حقیقی شده دارایی آنها ۱۰ درصد کاهش یافت. در سال ۱۳۹۱ نیز مانده تسهیلات شرکت‌های بورسی ۶ درصد و تسهیلات اعطایی به این شرکت‌ها ۱۴ درصد به صورت حقیقی کوچک شده‌اند. بنابراین بر اساس اطلاعات خرد نیز به نظر می‌رسد تنها عامل کاهش رشد اقتصادی در سال‌های اخیر، تحریم نباشد. به علاوه می‌توان مشاهده کرد سیاست‌های اعتباری و تصمیمات مدیران بانکی به علت بانک - محور بودن بخش مالی می‌تواند اثر زیادی بر نوسانات اقتصادی و فاصله گرفتن اقتصاد از مسیر بالقوه‌اش شود.

جدول ۱- نرخ رشد برخی از متغیرهای حوزه مالی و حقیقی، داده‌های خرد و کلان

سال	خرد (شرکت‌های بورسی)							کلان (سیستم بانکی)					
	مانده تسهیلات (ده میلیارد ریال)		نرخ رشد حقیقی شده (درصد)			سهم از فروش	مانده تسهیلات	ده هزار میلیارد ریال		نرخ رشد حقیقی		تولید ناخالص داخلی	
	تسهیلات	مانده تسهیلات	تسهیلات	مانده تسهیلات	دارایی			تسهیلات	مانده تسهیلات	تسهیلات	مانده تسهیلات		
۱۳۸۶	۳۷	۴۱					۵.۴		۱۲۸		۳۵	۵	
۱۳۸۷	۳۶	۴۲	-۲۸	-۲۳	-۱۰	-۱۳	۵.۰		۱۵۲		-۱۶	۱	
۱۳۸۸	۴۸	۵۲	۲۴	۱۳	-۴	-۱۵	۵.۵		۱۷۴		۴	۳	
۱۳۸۹	۷۳	۷۰	۴۰	۲۱	۷	۵	۵.۳		۲۴۱		۲۶	۶	
۱۳۹۰	۸۳	۷۷	-۸	-۱۱	-۱	۷	۷.۳	۴.۵	۲۰۱	۳۰۹		۷	۳
۱۳۹۱	۹۷	۹۶	-۱۴	-۶	-۴	-۱۸	۹.۰	۴.۸	۱۹۶	۲۶۰	-۳۳	-۱۴	-۶
متوسط			۳	-۱	-۲	-۷	۸	۵			-۳۳	۷	۲

توضیح: نرخ رشد حقیقی مانده تسهیلات: نرخ رشد مانده تسهیلات بخش غیردولتی به سیستم بانکی منهای نرخ تورم CPI
منبع: داده‌های بانک مرکزی و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنل متوازن ۲۰۸ شرکت، محاسبات تحقیق

رویدادهای بخش حقیقی در سال‌های اخیر را می‌توان بر اساس تحلیل شاخص تولید صنعتی^۲ نیز ردیابی کرد. این شاخص که با توجه به اطلاعات تولید و فروش بنگاه‌های بورسی ساخته می‌شود هم‌حرکتی مناسبی با شاخص کارگاه‌های بزرگ صنعتی بانک مرکزی

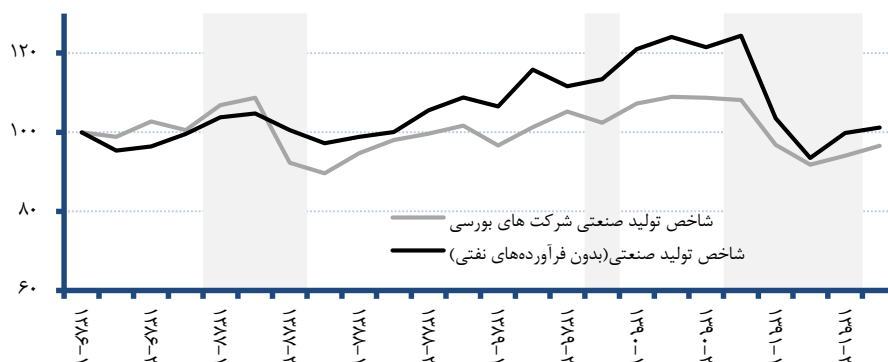
۱- سؤال قابل پرسش که در این تحقیق بدان پاسخ داده نمی‌شود آن است که چرا در سال ۸۷ شرکت‌های بورسی بیش از کل اقتصاد آسیب دیده‌اند.

۲ - Activity Index



دارد.^۱ نمودار ۱ کاهش شاخص تولید صنعتی را در سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ و نمودار ۲ رشد فصلی مانده تسهیلات حقیقی شده را نشان می‌دهند. بررسی توأم، همزمانی کاهش رشد شاخص تولید صنعتی در سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ را با کاهش رشد مانده حقیقی شده تسهیلات در سطح خرد نشان می‌دهد. کاهش رشد اسمی مانده بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و همچنین رشد فزاینده شاخص قیمت، مانده حقیقی بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها را کاهش داده است. با فرض ثابت بودن نسبت دسترسی بخش صنعت به منابع بانکی، اگر مخارج تولید متناسب با شاخص قیمت رشد کرده و اعتبارات بانک‌ها به بخش غیردولتی به آن میزان رشد نکرده باشد، بنگاه‌ها برای تأمین مالی تولید با مشکل مواجه شده‌اند. البته افت شاخص در این دوره به سایر شوک‌ها و سیاست‌های دیگر نیز قابل انتساب است.

نمودار ۱- شاخص تولید صنعتی و رشد فصلی مانده تسهیلات حقیقی شده (فصلی‌زدایی شده)



توضیح: مناطق هاشور خورده، بازه‌های زمانی هستند که اتفاقی سطح کلان اقتصاد را تحت تاثیر قرار داده است. لطفاً برای توضیح بیشتر به متن مراجعه کنید.

منبع: ابراهیمی، ۱۳۹۲، پژوهشکده پولی و بانکی، بر اساس داده‌های تولید و فروش بنگاه‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران^۲

اثر اولیه اجرای قانون هدفمندی یارانه‌ها در آذر ماه ۱۳۸۹ برای بخش تولید، افزایش هزینه از مجرای افزایش هزینه انرژی و حمل و نقل بود. طبیعی است که اثر کوتاه‌مدت چنین تکانه‌ای به دلیل عدم امکان جانشینی سایر نهاده‌ها به جای انرژی، کاهش در تولید باشد. شاخص تولید صنعتی محاسبه شده در نیمه دوم سال ۱۳۸۹ رشد کمتری نسبت به نیمه اول سال ۱۳۸۹ و حتی نیمه اول سال ۱۳۹۰ داشته است. البته همان‌طور که در نمودار ۱ مشخص است، اثر انقباضی اجرای این سیاست از نظر مقداری و زمانی محدود بوده و فقط در بازه کوتاهی رشد تولید صنعتی را کند کرده است.

۱- شاخص مزبور که به صورت فصلی در پژوهشکده پولی و بانکی تولید می‌شود، جهت‌گیری و فراز و فرود تولید صنعتی در کشور را با فاصله اندکی از وقوع نشان می‌دهد. برای اطلاعات بیشتر رجوع شود به ابراهیمی، ۱۳۹۲، پژوهشکده پولی و بانکی.

۲- نیلی فرهاد، ابراهیمی سجاد (۱۳۹۲) بررسی وضعیت تولید صنعتی در کشور با استفاده از اطلاعات بورسی، مجموعه مقالات بیست و سومین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، جلد دوم صفحه ۴۹۹-۴۷۹.



تشدید تحریم‌ها در نیمه دوم سال ۱۳۹۰ وقفه‌ای در تزریق ارز به بازار را به وجود آورد، که جهش ناگهانی نرخ ارز را به دنبال داشت. به دنبال آن، تنگ‌شدن محدودیت‌های عرضه ارز از یک سو و حملات سوداگرانه به بازار، همراه با سردرگمی مدیران و عدم آمادگی ذهنی برای درک صحیح سازوکارها، موجب تلاطم در بازار ارز و تخلیه فشار ناشی از شکاف بین تورم انباشته و پایین نگه داشتن اجباری نرخ به اتکای درآمدهای ارزی سال‌های پیش از آن شد. یکی از نتایج این شوک، بالا رفتن هزینه تمام‌شده و از دست دادن برخی بازارهای صادراتی در بنگاه‌های تولیدی بود. هر چند افزایش نرخ ارز می‌توانست از طریق افزایش درآمد صادراتی بنگاه‌های تولیدی صادرکننده اثر مثبتی در این دوره داشته باشد، ولی نوسانات زیاد نرخ، نااطمینانی نسبت به آینده و بلا تکلیفی بانک‌ها در مواجهه با شرایط تحریم موجب شد صادرکنندگان انتفاع چندانی از افزایش نرخ ارز در این دوره نبرند. بنابراین کشور از فصل چهارم سال ۱۳۹۰ وارد محیط اقتصادی متفاوتی شد که در افت روند تولید صنعتی این دوره در نمودار ۱ نمایان است. در نمودار مزبور، تحریم‌های بین‌المللی در انتهای سال ۱۳۹۰ و طی سال ۱۳۹۱ باعث کاهش در تولید صنعتی در کشور شده است.

■ بررسی رفتار چرخه‌ای منابع مالی

نوسان در متغیرهای کلان اقتصادی (به خصوص تولید) پدیده شایعی در همه اقتصادهاست. افزایش‌های تکرارشونده، موقت و برگشت‌پذیر در تولید را «بهبود»^۱ و افت‌های با ویژگی‌های مشابه را «افول»^۲ می‌گویند. بنابراین اقتصاد طی هر چرخه تجاری دوره رونق (حزب تا اوج) و افول (اوج تا حزبیض) را تجربه می‌کند.^۳ تغییر علامت چرخه از بهبود به افول (یا برعکس) یک تغییر وضعیت کلان است که می‌تواند بر تصمیم‌های آحاد اقتصادی سیاست‌گذار اثر بگذارد و از آنها تأثیر بپذیرد.

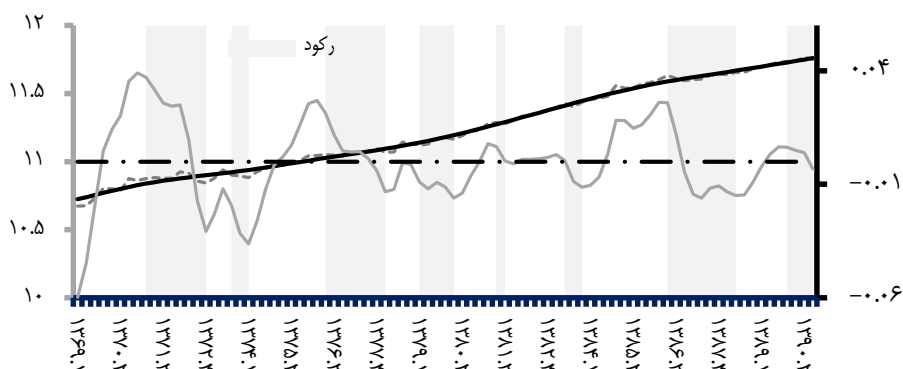
نمودار ۲ تولید ناخالص داخلی ایران و تفکیک آن به اجزای روند و چرخه را نشان می‌دهد. افزایش (کاهش) تولید ناخالص داخلی روی روند برخلاف چرخه ماندگار، برگشت‌ناپذیر و بدون تکرار است. بنابراین عوامل ایجاد روند بنا به سرشت با عوامل ایجاد چرخه متفاوت‌اند. عامل مهم در این تفکیک، افق زمانی تحلیلگر است. مؤلفه‌های روندی در چارچوب بلندمدت و مؤلفه‌های چرخه‌ای در چارچوب کوتاه و میان‌مدت ارزیابی می‌شوند.

۱ – Recovery
۲ – Recession

۳- فراز و فرود ادوار تجاری در ایران (و بسیاری از اقتصادهای دیگر) نامتقارن‌اند.



نمودار ۲- روند و چرخه‌های تولید ناخالص داخلی حقیقی و بدون نفت



توضیح: در محور سمت چپ نمودار لگاریتم تولید ناخالص داخلی حقیقی بدون نفت بعد از حذف آثار فصلی (نقطه‌چین) به همراه روند بلندمدت (خط مشکی) این متغیر و در محور سمت چپ چرخه‌های تولید ناخالص داخلی حقیقی بدون نفت (خط طوسی) نشان داده شده‌اند.

منبع: عینیان و برکچیان، ۱۳۹۱

اقتصاددانان کلاسیک معتقدند چرخه‌های تجاری بدون رجوع به ناکاملی‌های^۲ موجود در اقتصاد کلان و در چارچوب اقتصاد رقابتی قابل توجیه‌اند. مطابق این دیدگاه شوک‌های تکنولوژی (از حیث ایجاد تغییر در سطح تولید ناخالص داخلی) و شوک‌های مخارج دولت (از حیث تغییر در ترکیب تولید ناخالص داخلی) علل اصلی ایجاد چرخه‌های تجاری‌اند. این گروه فرض می‌کنند قیمت‌ها کاملاً منعطف‌اند، بازارها مستمراً تسویه می‌شوند و آحاد اقتصادی بهینه اول^۳ را در تصمیم‌گیری خود انتخاب می‌کنند. لذا شوک‌های اسمی، صرفاً از طریق تغییر قیمت‌ها تخلیه می‌شوند و تنها محرک‌های واقعی می‌توانند نوسانات واقعی ایجاد کنند. گروهی دیگر معتقدند چرخه‌های تجاری اساساً مقوله‌ای کوتاه‌مدت‌اند. در این افق زمانی، قیمت‌ها چسبنده‌اند و بازارها لزوماً تسویه نمی‌شوند. لذا محرک‌های اسمی هم می‌توانند اثر واقعی داشته باشند. به طور خاص شوک‌های پولی — اعتباری و مالی می‌توانند موجد ایجاد، تشدید یا تضعیف چرخه‌های تجاری شوند.

۱- شناسایی و تاریخ‌گذاری چرخه‌های تجاری اقتصاد ایران، عینیان و برکچیان، ۱۳۹۱.

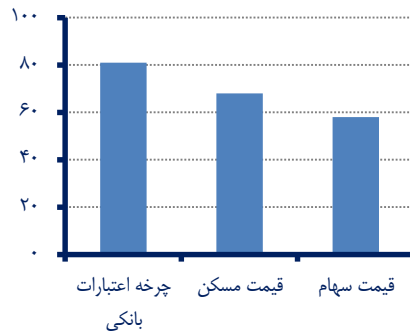
۲ - Imperfection

3 - First Best

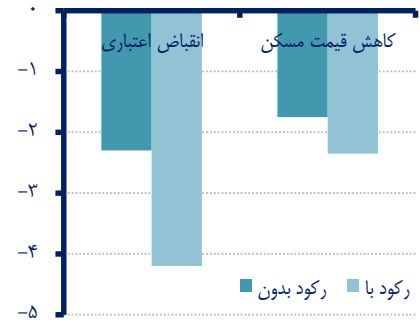


نمودار ۳- ارتباط متقابل چرخه‌های تجاری و مالی در سطح جهان

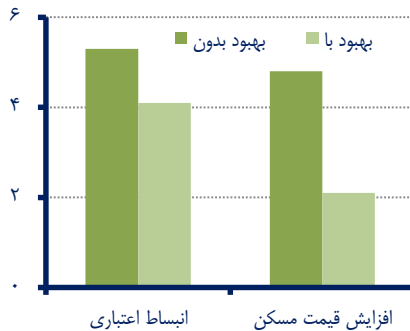
هم‌حرکتی با چرخه‌های مالی (میزان تطابق، درصد)



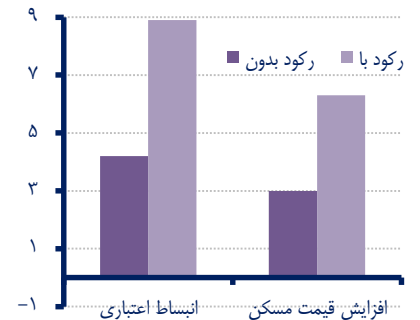
شدت افت تولید در دوره‌های رکود مالی (درصد)



زمان رسیدن به قله قبلی تولید در دوره‌های رکود مالی (فصل)



شدت بهبود تولید در دوره‌های رونق مالی (درصد)



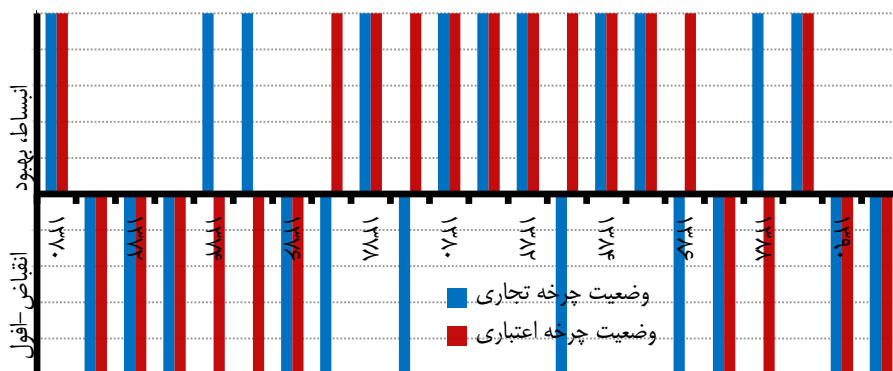
منبع: کلاسن و همکاران، صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۲، بررسی ۲۰۰ چرخه تجاری و ۷۰۰ چرخه مالی

در سرتاسر جهان هم‌حرکتی زیادی میان چرخه‌های مالی و حقیقی دیده می‌شود. کلاسن و همکاران (۲۰۱۲)، ۲۰۰ چرخه تجاری و ۷۰۰ چرخه مالی را بررسی کرده و نشان داده‌اند هم‌حرکتی چرخه‌های تجاری و مالی، فارغ از محل (۴۴ کشور توسعه‌یافته و نوظهور) و زمان وقوع (۱۹۶۰-۲۰۰۷) یک نظم انکارناپذیر اقتصادی است. این مطالعه نشان می‌دهد چرخه‌های تجاری و مالی متناظر هم‌حرکت‌اند. رکودهای همراه با انقباض بخش مالی، عمیق‌ترند. اگر خروج از رکود با رونق مالی همراه باشد، دوره بهبود کوتاه‌تر خواهد بود و اگر خروج از رکود با رونق مالی همراه باشد، بهبود با شدت بیشتری رخ خواهد داد (نمودار ۳). بررسی تجربی داده‌ها نشان می‌دهد، همزمانی رکود اقتصادی و انقباض اعتباری سبب می‌شود رکود عمیق‌تر و خروج از آن طولانی‌تر باشد. از آنجا که مشابه این تجربه در ایران هم اتفاق افتاده، هدف این زیربخش بررسی رفتارهای کوتاه‌مدت تولید و اعتبار است.



در این مطالعه برای استخراج چرخه‌های اعتباری، سری زمانی مانده حقیقی^۱ بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و متوسط نرخ رشد آن طی دوره مورد بررسی (۱۳۷۵-۱۳۹۱) مقایسه شده‌اند. دوره‌هایی که نرخ رشد مانده حقیقی از متوسط رشد این متغیر بیشتر (کمتر) بوده به عنوان دوره‌های انبساط (انقباض) اعتباری در نظر گرفته شده‌اند.

نمودار ۴- وضعیت چرخه‌های تجاری و اعتباری



منبع: عینیان و برکچیان، ۱۳۹۱، محاسبات تحقیق

جدول ۲- همزمانی رکود و رونق تجاری با انقباض و انبساط اعتباری

	بخش واقعی			
	بهبود	افول		
۱۱	۳	۸	انقباض	بخش بانکی
۱۱	۷	۴	انبساط	
۲۲	۱۰	۱۲		

منبع: محاسبات تحقیق

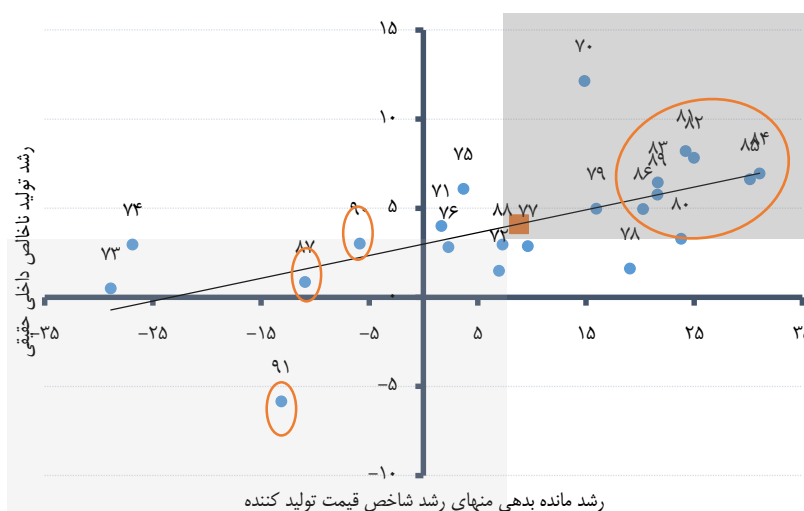
نمودار ۴ وضعیت اقتصاد کلان را از دو بعد چرخه‌های اعتباری و تجاری برای سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۱ نشان می‌دهد. طبق این مقایسه، بخش بانکی ۱۱ دوره انقباض و ۱۱ دوره انبساط و بخش واقعی ۱۰ دوره افول و ۱۲ دوره بهبود داشته است. در اکثر سال‌ها (۱۵ سال از ۲۲ سال) بخش واقعی و مالی در وضعیت یکسانی بوده‌اند (۸ دوره افول — انقباض و ۷ دوره بهبود — انبساط). خلاصه این تناظر وضعیت در اقتصاد کلان در جدول ۲ آورده شده است.

۱- اثر افزایش قیمت با استفاد از شاخص PPI خارج شده تا قدرت خرید تولیدکننده از دریافت تسهیلات را ارزیابی کند.



بنابراین به نظر می‌رسد اقتصاد ایران یا دوران رشد اقتصادی با تورم بالا (انبساط اعتباری) یا رکود با تورم ملایم را تجربه کرده است. نمودار ۵ از ابتدای دهه ۷۰ ترکیب‌های متناظر رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی و مانده بدهی حقیقی را نشان می‌دهد. مستطیل تیره (روشن)، فضایی را نشان می‌دهد که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی و نرخ رشد مانده بدهی حقیقی از مقدار متوسط بیشتر (کمتر) بوده است. بیشتر سال‌های دهه ۸۰ در منطقه تیره قرار گرفته‌اند. سال‌های ۸۷، ۹۰ و ۹۱ که اقتصاد با کاهش نرخ رشد تولید و انقباض اعتباری مواجه بوده در منطقه روشن قرار دارند. بنابراین به نظر می‌رسد دسترسی به رشد پایدار غیرتورمی که دولت یازدهم هدف‌گذاری کرده، در سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۴ با چالش مواجه باشد، زیرا ساختار نهادی کشور تاکنون چنین وضعیتی را تجربه نکرده و برای آن آمادگی ندارد.

نمودار ۵- همزمانی انبساط (انقباض) اعتباری با بهبود (افول) تجاری



منبع: داده‌های بانک مرکزی، محاسبات تحقیق

این مشاهده سطح کلان با داده‌های خرد نیز سازگار است. با استفاده از داده‌های شرکت‌های بورسی نسبت تسهیلات بانکی دریافتی به قیمت تمام‌شده کالای فروش رفته - که در این گزارش شدت تسهیلات نامیده می‌شود - برای هر بنگاه محاسبه و متوسط این نسبت برای وضعیت‌های مختلف اقتصاد کلان در جدول ۳ ارائه شده است. بنگاه‌های بورسی به صورت متوسط ۴۰ درصد از قیمت تمام‌شده کالای فروش‌رفته را از محل تسهیلات بانکی تأمین مالی می‌کنند. به نظر می‌رسد با وجودی که وضعیت چرخه تجاری (بهبود یا افول) تغییر قابل ملاحظه‌ای در این نسبت ایجاد نمی‌کند، انقباض (انبساط) اعتباری دسترسی بنگاه به منابع بانکی را کاهش (افزایش) می‌دهد. این پدیده می‌تواند ناشی از مازاد تقاضا در بازار اعتبار باشد. بازاری که تعیین‌کننده نهایی میزان بهره‌مندی عرضه‌کننده است.



تغییر میزان تقاضا (که در این مورد با تغییر وضعیت چرخه تجاری قابل نمایش است) اثر چندانی بر بهره‌مندی نخواهد داشت. بنابراین مشاهده می‌شود در دورانی که سیستم بانکی در حالت انقباض است، فعالیت آحاد اقتصادی با مشکل مواجه می‌شود.

جدول ۳- نسبت تسهیلات دریافتی بانکی به قیمت تمام شده در شرکت‌های بورسی (درصد)

		تقاضای بخش واقعی برای اعتبار		
		افول اقتصادی	بهبود اقتصادی	کل
عرضه اعتبار	انقباض	۳۵	۳۶	۳۵
	انبساط	۴۴	۴۱	۴۲
	کل	۳۹	۴۱	۴۰

منبع: داده‌های شرکت‌های بورسی، سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۹۱، ۵۷۲۶ بنگاه - سال

بر اساس این مشاهدات می‌توان حاصل رابطه بانک و بنگاه در شرایط افول اقتصادی را تصویر کرد (جدول ۴). اگر افت تولید منشأ کوتاه‌مدت داشته و گذرا باشد، در صورتی که اعتبارات بانکی وضعیت انقباضی بگیرند، رکود بخش حقیقی تشدید می‌شود. در حالی که اگر بانک‌ها با توجه به شایستگی بنگاه‌ها در کسب اعتبار به اعطای اعتبارات ادامه دهند، بنگاه‌های کوچک و متوسط که معمولاً بیشترین آسیب را در دوران انقباض اعتباری می‌بینند، امکان استمرار فعالیت پیدا می‌کنند.

جدول ۴- بررسی حالات ممکن رابطه بانک و بنگاه در شرایط افول اقتصادی

سیاست اعتباری	افت تولید	
	ماندگار شوک منفی عرضه	گذرا چرخه تجاری
استمرار اعطای وام	مطالبات معوق	ممانعت از مرگ بنگاه های کوچک و متوسط
منقبض کردن اعتبار بانکی	بهداشت اعتباری	تشدید رکود

با این حال اگر افت تولید ناشی از شوک‌های کوتاه‌مدت نباشد و پدیده‌ای ماندگار حاصل از شوک نامطلوب عرضه باشد، استمرار اعطای وام به بنگاه‌ها با همان شتاب قبلی، ریسک سیستم بانکی را افزایش می‌دهد. در چنین حالتی از آنجا که بنگاه‌ها توان بازپرداخت تسهیلات را ندارند، مطالبات غیرگردشی بانک‌ها افزایش می‌یابد. در این حالت منقبض کردن اعتبار به بهداشت اعتباری و ثبات سیستم مالی منجر می‌گردد. بنابراین لازم است سیاست‌گذار هنگام تدوین برنامه خروج از رکود، به گذرا یا ماندگار بودن افت تولید توجه داشته باشد.



■ اثرپذیری متفاوت بنگاه‌های بزرگ و کوچک و متوسط از چرخه‌های اعتباری

برای بررسی اثر وضعیت اعتباری بر نرخ رشد بنگاه‌ها، فروش حقیقی^۱ دهک‌های اندازه‌ای در حالت‌های انقباض و انبساط اعتباری مقایسه شده‌اند (جدول ۵). متوسط نرخ رشد فروش حقیقی بنگاه‌های بورسی طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۱ در حدود ۸ درصد بوده است که به متوسط نرخ رشد ستانده حقیقی^۲ کارگاه‌های صنعتی مرکز آمار طی سال‌های ۸۰ تا ۹۱ که در حدود ۸٫۷ درصد بوده، نزدیک است. هر چند رشد شرکت‌های بورسی از کل اقتصاد بیشتر است، ولی حتی این شرکت‌ها نیز در دوران انقباض اعتباری از متوسط رشد اقتصاد کندتر رشد کرده‌اند.

در دوران انقباض اعتباری، نرخ رشد متوسط ۸ درصد بنگاه‌های بورسی به ۳ درصد کاهش می‌یابد و در انبساط اعتباری متوسط نرخ رشد فروش حدود ۱۱ درصد است. بنابراین به نظر می‌رسد عرضه اعتبارات و نرخ رشد با یکدیگر در ارتباط هستند. با این حال باید توجه داشت عرضه اعتبارات اثر همسانی روی بنگاه‌های کوچک (دهک‌های ۱ تا ۴ اندازه‌ای)، متوسط (دهک‌های ۵ تا ۸ اندازه‌ای) و بزرگ (دهک‌های ۹ و ۱۰ اندازه‌ای) ندارد. متوسط نرخ رشد سالانه فروش بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ به ترتیب ۴، ۱۰ و ۱۴ درصد بوده است. شرکت‌های بزرگ با بهره‌وری کم، بسیار سریع‌تر از سایرین رشد کرده‌اند. مشاهده‌ای که در مورد نرخ رشد دارایی نیز قابل مشاهده است. در شرایط انقباض اعتباری، بنگاه‌های کوچک که به طور متوسط ۴ واحد درصد زیر متوسط رشد می‌کردند، سالانه ۲ درصد کوچک می‌شوند. در بنگاه‌های متوسط و بزرگ نرخ رشد دوران انقباض اعتباری به ترتیب ۸ و ۴ درصد است. بنابراین بنگاه‌های کوچک از انقباض اعتباری آسیب بیشتری می‌بینند؛ بهره‌مندی شرکت‌ها از رونق اعتباری نیز یکسان نیست و بزرگ‌ترها به میزان بیشتری بهره‌مند می‌شوند.

جدول ۵- متوسط رشد فروش حقیقی سالانه شرکت‌های بورسی ۱۳۷۵-۱۳۹۱ در حالت‌های مختلف چرخه اعتباری

وضعیت اعتباری	وضعیت اعتباری		انرژی بنگاه
	انبساط	انقباض	
متوسط			
کوچک	۷	-۲	کوچک
متوسط	۱۲	۸	متوسط
بزرگ	۱۹	۴	بزرگ
کل	۱۱	۳	کل

منبع: داده‌های شرکت‌های بورسی، سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۹۱، ۵۷۲۶ بنگاه - سال

۱- اثر افزایش قیمت در فروش بنگاه‌های هر صنعت با استفاده از شاخص قیمت PPI همان صنعت خارج شده است.
۲- فروش، شاخص خوبی برای ستانده است. در حساب‌های ملی نیز نسبت ستانده به ارزش افزوده تقریباً برابر ۱٫۵ است. بنابراین بررسی نرخ رشد فروش درک خوبی از وضعیت بخش حقیقی در اختیار می‌گذارد.



بررسی سهم شرکت‌های بورسی از مجموع تسهیلات پرداختی نیز نکته جالبی را نشان می‌دهد (جدول ۱). در حالی که کیک تسهیلات در سال ۱۳۹۱، ۳۳ درصد کوچک شده، سهم شرکت‌های بورسی از این کیک (با افزایش سهم از ۷,۳ درصد در سال ۹۰ به ۹ درصد در سال ۹۱) در حال افزایش است. لذا به نظر می‌رسد انقباض اعتباری، همه بنگاه‌ها را به یک نسبت تحت تأثیر قرار نداده و شدت کاهش اعتبارات برای بنگاه‌های بورسی که تعداد قابل ملاحظه‌ای از آنها با بیش از ۱۰۰ نفر کارکن جزو بنگاه‌های اقتصادی بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند، از سایر بخش‌ها کمتر است.

بر مبنای این مشاهدات درباره تحرک اندک بنگاه‌ها این سؤال مطرح می‌شود که آیا می‌توان نظام مالی را به عنوان یکی از موانع رشد شرکت‌های کوچک و متوسط در نظر گرفت. آیا تمرکز در دسترسی به تسهیلات اثری بر جابه‌جایی اندک بنگاه‌ها داشته است؟

■ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

داده‌های کلان از هم‌زمانی دوران رشد اقتصادی سریع کشور با انبساط اعتباری (و به تبع آن تورم بالا) از یک‌سو و تقارن کندشدن رشد اقتصادی با تنگنای اعتباری حکایت می‌کنند. داده‌های خرد شرکت‌های بورسی هم این هم‌زمانی را تأیید می‌کنند. تقارن چرخه‌های تجاری و اعتباری ریشه در این پدیده دارد که در فرآیند تولید بنگاه، اعتبارات بانکی نهاده مکمل سرمایه، کالاهای واسطه‌ای و مواد اولیه‌اند. بر اساس این فرضیه، زمانی که بنگاه به دلیل سیاست‌های انقباضی پولی و اعتباری یا افزایش ریسک اعتباری، در تنگنای اعتباری قرار می‌گیرد، طرح‌های سرمایه‌گذاری بنگاه یا تأمین مواد اولیه در مضیقه مالی قرار گرفته و محدود می‌شوند.

از سوی دیگر، نظام بانکی بخش یارانه‌ای نظام مالی کشور است. هزینه تجهیز سرمایه (اعم از سرمایه‌گذاری جدید یا سرمایه در گردش) از تسهیلات بانکی (طی سال‌های گذشته در اکثر موارد) از گزینه‌های رقیب (بازار اولیه سرمایه یا سرمایه‌گذاری خارجی) ارزان‌تر بوده است. لذا طرح‌هایی که از توجیه اقتصادی کافی برخوردار نیستند یا خطوط تولید فاقد بهره‌وری لازم با تأمین مالی یارانه‌ای از شبکه بانکی می‌توانند موجه بمانند، هر چند از توجیه مالی - اقتصادی لازم برای تأمین مالی از گزینه‌های دیگر برخوردار نیستند.

طبق تحلیل فوق، تنگنای اعتباری موجب کندی رشد اقتصادی و رکود می‌شود، ولی انبساط اعتباری لزوماً به رونق نمی‌انجامد. به علاوه خروج از رکود در صورت استمرار تنگنای اعتبارات بسیار مشکل می‌نماید. بنابراین خروج غیرتورمی از رکود، مستلزم محدود کردن رشد پایه پولی (برای تضمین کنترل تورم) همراه با افزایش دسترسی به منابع است، با راهکاری که مستلزم توسعه مالی و افزایش رقابت بین بانک‌ها برای بهبود کارایی استفاده از پول درونی از یک سو، افزایش مستمر سهم بازار اولیه سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ و نیز تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری از سوی دیگر و جذب سرمایه خارجی است.



فهرست گزارش‌های پژوهشی

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
گزارش‌های پژوهشی در سال ۱۳۹۳		
ارتباط پول و قیمت؛ با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده	MBRI-PP-93014	رامین مجاب
ارزیابی پویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری	MBRI-PN-93013	اعظم احمدیان
هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی	MBRI-PN-93012	ایلناز ابراهیمی
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-PP-93011	مریم همتی
کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر	MBRI-WP-93010	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی	MBRI-PN-93009	وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی
ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی	MBRI-PN-93008	زهرا خوشنود و مرضیه اسفندیاری
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرفی	MBRI-WP-93007	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود	MBRI-PN-93006	مجید عینیان
ارزیابی وضعیت مطالبات غیرجاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها؛ با مروری بر تجارب سایر کشورهای اسلامی	MBRI-PN-93005	لیلا محرابی
معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف	MBRI-PN-93004	لیلا محرابی
سیر سرمایه مخالف چرخه: سندی از جمله اسناد توافق‌نامه سرمایه‌بال سه	MBRI-PP-93003	زهرا خوشنود
آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی	MBRI-PP-93002	رسول خوانساری
اثر پسماند جانشینی پول در ایران	MBRI-RR-93001	سامان قادری
گزارش‌های پژوهشی در سال ۱۳۹۲		
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-9228	مریم همتی
استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی	MBRI-9227	مریم همتی
تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیرجاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی	MBRI-9226	حامد عادل نیک
اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۳۹۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی	MBRI-9225	احمدعلی رضایی
ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سبد دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲	MBRI-9224	اعظم احمدیان
تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9223	اعظم احمدیان
ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9222	اعظم احمدیان
تجربه بانک‌های توسعه‌ای در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی	MBRI-9221	لیلا محرابی
وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)	MBRI-9220	وهاب قلیچ، لیلا محرابی
پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران	MBRI-9219	حجت تقی‌لو
مالیات تورمی در ترازوی عدالت	MBRI-9217	دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ
مدیریت ثروت اسلامی	MBRI-9216	رسول خوانساری، رضا یارمحمدی
بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول	MBRI-9215	فرشته ملاکریمی
تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	MBRI-9214	ماندانا طاهری، فرهاد نیلی
صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9213	رسول خوانساری، حسین میسمی، لیلا محرابی
جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران	MBRI-9212	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا	MBRI-9211	حسین میسمی
ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)	MBRI-9210	اعظم احمدیان
نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک	MBRI-9209	حمید قنبری
تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید	MBRI-9208	اعظم احمدیان
بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)	MBRI-9207	مصعب عبدالهی آرائی
حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9206	حسین میسمی
استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9205	وهاب قلیچ



عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌های اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9204	لیلا محرابی
مدیریت ریسک در بانک‌های اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9203	رسول خوانساری
اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9202	فرشته ملاکریمی
تورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9201	حسین میسمی
گزارش‌های پژوهشی در سال ۱۳۹۱		
پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9111	حسین میسمی
مجموعه روایات ربا(بخش اول)	MBRI-9110	فرشته ملاکریمی
بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی	MBRI-9109	فرشته ملاکریمی
عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی	MBRI-9108	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران	MBRI-9107	زهره خوشنود
ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی	MBRI-9106	لیلا محرابی
مفهوم‌شناسی ربا و بهره	MBRI-9105	حسین میسمی
تورق چیست؟	MBRI-9104	وهاب قلیچ
چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی	MBRI-9103	لیلا محرابی
وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA	MBRI-9102	لیلا محرابی
بحران یورو؛ ریشه‌های پیدایش و سناریوهای آینده	MBRI-9101	ایلناز ابراهیمی
گزارش‌های پژوهشی در سال ۱۳۹۰		
عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9008	حسین قضاوی، حسین بازمحمدی
کتاب‌شناسی اقتصاد ریاضی(پاییز ۱۳۹۰)	MBRI-9007	فرهاد نیلی
برآورد قدرت بازاری در شبکه بانک‌های دولتی ایران(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9006	سید صفدر حسینی
جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی؛ تجربه ونزوئلا(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9005	ابوالفضل اکرمی، پیمان قربانی
اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9004	حسین معصومی، محمد روشن‌دل
ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9003	زهره سلطانی ، زهره خوشنود ، طاهره اکبری آلاشتی
بانکداری اخلاقی در جهان(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9002	وهاب قلیچ
مالیات تورمی دلار(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9001	حسین قضاوی
گزارش‌های پژوهشی در سال ۱۳۸۹		
بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب	MBRI-8911	علی حسن‌زاده ، اعظم احمدیان
قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه	MBRI-8910	امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی
سیاست‌های پولی و قیمت نفت	MBRI-8909	مهدی منجمی
مدیریت نقدینگی وجوه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار	MBRI-8908	هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش
مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی	MBRI-8907	لیلا محرابی
بررسی برنامه پنجم توسعه کشور	MBRI-8906	مهشید شاهچرا
آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی	MBRI-8905	طاهره اکبری آلاشتی
اثر خارجی بحران های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان	MBRI-8904	ترانگ بوی، تامیم بایومی، مترجم: سوفی بیگلری
نقش یوان در موفقیت تجاری چین	MBRI-8903	پرستو شجری
ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر	MBRI-8902	مجید صامتی، سعید دائی کریم زاده، لیلا نیلفروشان
امکان سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی	MBRI-8901	حسین میسمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی‌اصل



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir