



خلق پول، تورم و سود بانکی

تیمور رحمانی^۱

حسین محمدخانلو^۲

چکیده

در تحلیل شناخته شده از تورم ادعا می شود که تورم یک پدیده پولی است یا بدون خلق نقدینگی هیچ چیزی نمی تواند تورم ماندگاری به بار آورد. در نظریه مدرن اقتصاد کلان پذیرفته شده است که منشاء تورم سلطه مالی دولت است و لذا تورم یک پدیده مرتبط با سیاست مالی است. اما اینکه تورم یک پدیده مالی است منافاتی با این موضوع ندارد که سلطه مالی باید خود را به شکل رشد نقدینگی نمایان کند. درحالی که ادبیات متعارف اقتصاد کلان سلطه مالی و دلالت آن برای تورم را به خوبی تحلیل کرده است، در این مقاله تلاش شده است شکل گسترده تری از سلطه مالی مورد توجه قرار گیرد که تحت عنوان سلطه مالی عام به آن اشاره شده است. در سلطه مالی عام، هر گونه صدور دستور خرج دولت یا مجوز صدور دستور خرج که اذن و اجازه دولت ورای آن قرار داشته باشد و با خلق نقدینگی امکان پذیر شود، جزئی از سلطه مالی عام است و اسباب تورم است که با چارچوب نظری نظریه مالی تعیین قیمت هم سازگار است. از طرف دیگر، ذیل این سلطه مالی عام، در مقاله حاضر به این موضوع پرداخته شده است که تحت شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی، نرخ سود بالا می تواند تبدیل به عاملی برای مهار موقتی تورم و انباشت نیروی تورمی شود و نهایتاً تورم به بار آورد. از منظر تحلیل تورم، این دقیقاً مانند زمانی است که دولت سلطه مالی دارد و بانک مرکزی ناچار است نهایتاً به خلق پول برای تأمین آن و امکان پذیری بازپرداخت بدهی دولت منجر بپردازد. شواهدی نیز از تاریخ اقتصاد ایران ارائه شد که نشان داد چگونه نرخ سود بالا در دوره ای که بحران بانکی وجود داشته است، سبب بالا نگه داشتن رشد نقدینگی و با وقفه ای سبب شدت گرفتن تورم شده است. این تحلیل می تواند هشدار برای شرایط کنونی هم باشد که نرخ بهره بالا در شرایط ناترازی نظام بانکی به شدت بخشیدن به تورم بینجامد.

واژه های کلیدی: نرخ سود، خلق نقدینگی، بحران بانکی، تورم

JEL: E31, E51, E50

^۱ استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران. (نویسنده مسئول) trahmani@ut.ac.ir

^۲ فارغ التحصیل کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران. h.mohammadkhanlou@ut.ac.ir

مقدمه

در دنیای کنونی، نرخ سود هدف میانی سیاست‌گذاری پولی در هدف‌گذاری تورمی و نگه داشتن تورم حول مقدار هدف تعیین شده برای آن است. گرچه بانک‌های مرکزی صرفاً نرخ سود بازار بین بانکی را مدیریت می‌کنند تا به هدف تورمی خود دست یابند، اما تغییر نرخ سود بازار بین بانکی کم و بیش به سایر نرخ سودها و از جمله نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات بانکی سرایت می‌کند. هنگامی که بانک‌های مرکزی نگران افزایش و فاصله گرفتن نرخ تورم تحقق یافته از نرخ تورم هدف و مطلوب خود هستند، با افزایش نرخ سود بازار بین بانکی انتظار دارند نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات نیز افزایش یابد و انگیزه برای کاهش مخارج خانوار و بنگاه فراهم کنند و به این ترتیب تقاضای کل را کاهش داده و مانع فاصله گرفتن تورم از مقدار هدف شوند. از طرف دیگر، هنگامی که نرخ تورم از مقدار هدف و مطلوب بانک مرکزی کمتر می‌شود و نگرانی رکودی را فراهم می‌کند، بانک‌های مرکزی اقدام به کاهش نرخ سود بازار بین بانکی می‌کنند تا به تبع آن نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات نیز کاهش یافته و انگیزه برای افزایش مخارج خانوارها و بنگاه‌ها فراهم کنند و با افزایش تقاضای کل مانع رکود و یا تورم منفی شوند.

روی دیگر سکه دستکاری نرخ سود بازار بین بانکی و به تبع آن نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات، کنترل خلق پول توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری است. در شرایط معمول و هنگامی که بحران بانکی وجود ندارد و ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از سلامت برخوردار است و رفتار ریسک‌پذیری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از طریق اقدامات نظارتی پیشینی تحت کنترل است، افزایش نرخ سود و به طور مشخص نرخ سود تسهیلات سبب کاهش وام‌دهی و سرمایه‌گذاری بانک‌ها می‌شود. اما کاهش وام‌دهی بانک‌ها به معنی کاهش خلق پول توسط بانک‌ها است، زیرا به ازای هر ریال وام که اعطا می‌شود، معادل یک ریال حساب سپرده وام‌گیرنده بستانکار می‌شود و پول خلق می‌شود. لذا، در حالت معمول انتظار بر آن است که افزایش نرخ سود از طریق کاهش وام‌دهی و سرمایه‌گذاری بانک‌ها (که نوعی وام به زیرمجموعه‌های خود است) سبب کاهش جریان خلق پول شود. لذا، افزایش نرخ سود در اصل از طریق مهار جریان خلق پول به کاهش فشار تورمی می‌انجامد. عکس این برای حالت رکود برقرار است.

لذا، در شرایط سلامت ترازنامه‌ای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و کنترل رفتار ریسک‌پذیری آنها توسط نهاد ناظر، نرخ سود بانکی ابزار کنترل خلق پول بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و از آن طریق ابزار کنترل تورم و مقابله با رکود است. حال نکته این است که آیا این کارکرد متعارف می‌تواند تحت

شرایطی از کار بیفتد و آنچه اسباب کنترل خلق پول و کنترل تورم است، به نتیجه‌ای متضاد بینجامد و آیا بین کوتاه مدت و بلندمدت تفاوتی وجود دارد؟ از آنجا که داده‌های نرخ سود برای بخش بزرگی از تاریخ پولی ایران شکل مختل شده دارد (به این معنی که سرکوب مالی وجود داشته و بین نرخ سود ضمنی در مبادلات اشخاص و نرخ سود بانکی تفاوت قابل توجه وجود داشته است)، امکان بررسی با داده برای دوره طولانی وجود ندارد. اما داده‌های پس از دهه ۱۳۹۰ و بویژه از زمانی که بازار بین بانکی راه‌اندازی شده است و بازار ثانویه اوراق راه‌اندازی شده است، امکان بررسی رابطه نرخ سود بانکی، خلق پول و تورم را فراهم می‌کند. در عین حال، اقتصاد ایران به دلیل تجربه بحران بانکی در دهه ۱۳۹۰ که همچنان آثار آن باقی است، این امکان را به ما می‌دهد که تحت چنین شرایطی رابطه نرخ سود بانکی، خلق پول و تورم را بررسی کنیم. تحلیل نظری و بررسی داده‌ها به ما خواهد آموخت که چگونه رابطه نرخ سود بانکی، خلق پول و تورم می‌تواند پیچیده شود و ما را از نتیجه‌گیری‌های ساده انگارانه راجع به این موضوع بر حذر دارد.

نرخ سود بانکی و خلق پول

در ادبیات متعارف و سنتی پول و بانکداری و همچنین تحلیل‌های بخش مالی اقتصاد، بانک به عنوان یک واسطه مالی شناخته می‌شد که نقش آن شیوه‌ای متفاوت از بقیه نهادها و واسطه‌های مالی برای وساطت منابع مالی از یک دسته اشخاص (دارندگان منابع مالی مازاد) به دسته‌ای دیگر از اشخاص (اشخاص دچار کسری منابع مالی) بوده است (به عنوان نمونه، به میشکین (۲۰۲۲) مراجعه کنید). اما امروزه می‌دانیم که بانک یک واسطه مالی صرف نیست که فقط شیوه انتقال منابع مالی توسط آن متفاوت از بقیه نهادها و واسطه‌های مالی باشد، بلکه بانک یک واسطه مالی است که در کنار انجام وساطت مالی یک کارکرد بسیار متفاوت دارد و آن خلق پول است. البته در تحلیل‌های مرتبط با خلق پول و نقش آن در اقتصاد، بخشی از تحلیل‌ها بر اقتصاد سیاسی ورای خلق پول و نقش سیاسیون در تحول خلق پول و استفاده از خلق پول برای پیشبرد مقاصد سیاسی می‌پردازند و از همین زاویه هم پیامدهای زیانبار بحران بانکی و خلق پول را تحلیل می‌کنند (به عنوان نمونه به کالومیریس و هابر (۲۰۱۴) مراجعه کنید). اما در اینجا ضمن اینکه تحلیل‌های اقتصاد سیاسی را برای فهم پول و پیامدهای آن بسیار با اهمیت می‌دانیم، بر تحلیل تکنیکی نرخ سود بانکی و خلق پول متمرکز می‌شویم تا در قسمت بعدی دلالت آن برای تورم را بررسی کنیم.

وضعیتی را تصور کنید که پول فقط از نوع اسکناس باشد (چه اسکناس کاغذی باشد و چه دیجیتالی) و بانک‌ها از اشخاصی اسکناس را سپرده بگیرند و عیناً همان اسکناس سپرده شده را صرف وام دادن به اشخاصی دیگر کنند. واضح است که در این حالت باید بین سررسید سپرده‌ها و سررسید وام‌ها انطباق کامل وجود داشته باشد تا بانک قادر به ایفای تعهدات خود باشد. گویی در این حالت بانک نقش یک دلال (مانند بنگاه معاملات ملکی) را بازی می‌کند که قرض دهنده و قرض گیرنده را به مبادله منابع مالی بین آنها می‌رساند. واضح است که در این حالت بانک صرفاً یک واسطه مالی است و هیچ نقشی در خلق پول ندارد. اما واضح است که چنین وضعیتی به هیچ عنوان تصویری از واقعیت بانک و بانکداری انعکاس نمی‌دهد.

حال وضعیت واقعی بانک و بانکداری را در نظر بگیرید اما با فرض آنکه رشد اقتصادی و تورم هیچکدام وجود نداشته باشند. در این حالت، بانک‌ها از اشخاصی سپرده می‌گیرند و این سپرده می‌تواند به شکل اسکناس باشد یا شکل دفتری و دیجیتالی داشته باشد. به عنوان مثال، هنگامی که یک مغازه ۱۰۰ واحد اسکناس حاصل از فروش روزانه خود را نزد بانک می‌برد، سپرده در قالب اسکناس گرفته می‌شود. حال در نظر بگیرید که یک پیمانکار برای دولت کار کرده است و دولت ۱۰۰ واحد بابت کار او به حساب پیمانکار واریز کرده است. در این مورد، سپرده در قالب اسکناس گرفته نشده است بلکه در قالب بستانکار شدن حساب پیمانکار به صورت دفتری یا دیجیتالی گرفته شده است. امروزه برداشت و واریز پول اشخاص نزد بانک‌ها به‌طور غالب شکل دیجیتالی بدهکار و بستانکار کردن حساب اشخاص را دارد. در مثال پیمانکار گویی حساب دولت نزد بانک مرکزی بدهکار شده است (از حساب دولت کسر شده است) و به حساب دولت نزد بانک مربوط واریز شده است یا حساب دولت نزد بانک مربوطه بستانکار شده است. سپس، بانک حساب دولت را نزد خود بدهکار کرده است (از حساب دولت کسر شده است) و به حساب پیمانکار واریز کرده است یا حساب پیمانکار بستانکار شده است.

از آنجا که نه تورم وجود دارد و نه رشد اقتصادی، پول موجود برای انجام داد و ستدهای موجود کفایت می‌کند و نیازی به خلق پول توسط بانک مرکزی و بانک‌ها وجود ندارد. بانک‌ها بابت سپرده‌ای که نزد آنها گذاشته شده است، وام‌هایی داده‌اند و از یک طرف به سپرده‌گذاران سود پرداخت می‌کنند و از طرف دیگر از وام گیرندگان سود دریافت می‌کنند. گرچه سپرده‌ها نهایتاً ماهیت عندالمطالبه را دارند و در نتیجه سپرده‌گذار می‌تواند همواره درخواست برداشت کند در حالی که تسهیلات قبل از سررسید عملاً قابل بازپرداخت نیست، اما در حالت اشاره شده و با فرض آنکه رخداد غیرعادی سیاسی و اجتماعی رخ ندهد، مشکلی برای بانک‌ها در ایفای تعهد برداشت سپرده توسط سپرده‌گذاران بروز نمی‌کند. دلیل

آن است که اگر سپرده‌گذارانی در حال برداشت از حساب خود از بانک‌ها هستند، کم و بیش همزمان سپرده‌گذارانی هم در حال واریز به حساب‌های خود هستند و تحت فروض اشاره شده به طور معمول این جریان برداشت و واریز یکسان است و نوعی تعادل برقرار است که کل بانک‌ها را با مساله مواجه نمی‌کند. از طرف دیگر، اگر سپرده‌گذاران اقدام به انتقال سپرده‌های خود از یک بانک به بانک دیگر کنند، در کل نظام بانکی برداشتی اتفاق نیفتاده است بلکه فقط جابه‌جایی بین حساب‌ها در بانک‌ها اتفاق افتاده است. در این حالت، بانکی که سپرده از دست داده است و نمی‌تواند بلافاصله وام‌های خود را از وام‌گیرندگان پس بگیرد و با کسری روبه‌رو می‌شود (زیرا باید معادل سپرده منتقل شده از طریق حساب خود نزد بانک مرکزی به بانکی که سپرده به آنجا منتقل شده است، بپردازد)، می‌تواند در بازار بین بانکی از بانکی که ذخایر مازاد دارد قرض بگیرد و مشکل خود را حل کند. لذا، صرف جابه‌جایی سپرده بین بانک‌ها تا زمانی که شکل متعارف دارد و دچار تغییر شکل از نظر توزیع آماری نشده است، مساله‌ای ایجاد نمی‌کند.

در چنین تصویری از بانکداری که در آن فرض شده است تورم وجود ندارد و رشد اقتصادی هم وجود ندارد و نیازی به گسترش وام‌ها و خلق پول در اقتصاد وجود ندارد، آنچه اتفاق می‌افتد جریان پیوسته‌ای از سپرده‌گذاری، وام دادن و بازپرداخت وام همراه با اصل و سود است که مانع خلق پول جدید هم می‌شود. در این حالت موجودی سپرده‌ها و وام‌ها ثابت است و در نتیجه آنچه تعیین کننده است که پول جدید خلق شود یا برعکس بخشی از پول موجود هدم شود، جریان پرداخت سود سپرده، جریان هزینه‌های اداری بانک و جریان سود وام‌ها است. به طور معمول، در این شرایط پرداخت سود به سپرده‌ها به معنی بستانکار کردن حساب سپرده‌گذاران و لذا خلق پول است (زیرا به سپرده‌ها افزوده شده است). همچنین، پرداخت هزینه‌های اداری بانک (از جمله حقوق کارکنان و سود صاحبان سهام) به معنی بستانکار کردن حساب طرف هزینه و لذا خلق پول است (زیرا به سپرده آنها افزوده شده است). از طرف دیگر، دریافت سود وام‌ها از وام‌گیرندگان نوعی جریان هدم پول است زیرا از حساب سپرده وام‌گیرندگان کسر می‌شود یا حساب آنها بدهکار می‌شود. در حالت معمول، جریان دریافت سود وام‌ها باید به گونه‌ای باشد که با جریان سود پرداختی به سپرده‌گذاران و هزینه اداری بانک برابر باشد و در نتیجه جریان خلق و هدم پول بانک‌ها برابر بوده و موجودی پول اقتصاد ثابت می‌ماند یا به‌طور خالص پول خلق نمی‌شود. البته باید توجه داشت که پیوسته وام دادن و پرداخت اصل وام‌ها نیز در اقتصاد برقرار است. اگر ۱۰۰ واحد اصل وام بازپرداخت می‌شود، هم ۱۰۰ واحد از سمت راست ترازنامه بانک‌ها (وام به عنوان دارایی بانک‌ها) کاسته شده است و هم ۱۰۰ واحد از سمت چپ ترازنامه

بانک‌ها (سپرده به‌عنوان بدهی بانک‌ها) کاسته شده است زیرا وام از بدهکار کردن حساب سپرده وام گیرندگان بازپرداخت می‌شود. واضح است که اگر وام بازپرداخت شود و وام جدیدی داده نشود، چون هدم پول رخ داده است، موجودی پول اقتصاد کاهش می‌یابد. اما فرض کردیم که تورم و رشد اقتصادی وجود نداشته باشد و در نتیجه نیاز به پول مقدار ثابتی است و در آن صورت، بازپرداخت وام بدون اعطای وام جدید به معنی کاهش موجودی پول در اقتصاد و کمبود عرضه پول است که سبب کاهش سطح قیمت‌ها و در کوتاه‌مدت آثار رکودی می‌شود. اما می‌دانیم که در مقابل وام‌هایی که باز پرداخت می‌شود و سبب هدم پول می‌شود، وام‌های جدیدی اعطا می‌شود که به معنی خلق پول است و با فروض اشاره شده بازپرداخت وام‌های قبلی و اعطای وام‌های جدید جریان یکسانی از خلق و هدم پول را ایجاد می‌کنند و در نتیجه موجودی پول ثابت می‌ماند.

اما واقعیت اقتصاد وضعیتی نیست که در آن رشد اقتصادی و تورم وجود نداشته باشد و به طور معمول اقتصادهای امروز حتی اگر تورم هم نداشته باشند، به‌طور متوسط در حال رشد هستند و همین موضوع سبب می‌شود نیاز به پول بیشتر شود و بانک‌ها در تأمین این نیاز مشارکت دارند. در نظر بگیرید که اقتصاد بر اثر تحولات تکنولوژیک و نوآوری و ابداعات، فرصت‌های فعالیت اقتصادی جدیدی فراهم می‌کند که می‌تواند اسباب رشد اقتصاد باشد. بهره‌برداری از این فرصت جدید فعالیت اقتصادی مستلزم سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاری در غیاب خلق پول بانک‌ها نیازمند وجود پس‌انداز است. اما در این حالت برای آنکه سرمایه‌گذاری محقق شود ابتدا باید پس‌انداز انجام شود و از کانال بخش مالی اقتصاد در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد تا امکان سرمایه‌گذاری توسط آنها را فراهم کند. گرچه بخشی از سرمایه‌گذاری از این طریق انجام می‌شود اما نوعی تأخیر در بهره‌برداری از فرصت‌های فعالیت جدید اقتصادی و عدم بهره‌برداری کامل از آن فرصت‌های فعالیت جدید اقتصادی است. در ضمن، می‌دانیم اگر قرار باشد رشد اقتصادی رخ دهد، به پول بیشتری برای انجام داد و ستد نیاز خواهد بود. در چنین شرایطی است که خلق پول توسط بانک‌ها از طریق وام دادن بانک‌ها امکان بهره‌مندی کامل از فرصت فعالیت‌های جدید اقتصادی و رشد اقتصادی را فراهم می‌کند و نیاز به پول بیشتر مرتبط با رشد اقتصادی را نیز فراهم می‌کند (برای تحلیل تاریخی و رای تکامل خلق پول بانکی به رحمانی (۱۴۰۰) مراجعه کنید).

هنگامی که اقتصاد امکان رشد ۴ درصدی را دارد و اگر میزان وام‌ها برای محقق ساختن آن رشد اقتصادی ۴ درصد رشد کند، آنگاه، گویی جریان سرمایه‌گذاری متکی به پس‌اندازی که بر اثر رشد اقتصادی تحقق خواهد یافت، در حال حاضر از طریق اعطای وام جدید بانک‌ها صورت می‌گیرد و سبب محقق

شدن رشد اقتصادی بالقوه‌ای می‌شود که در غیاب چنین اعطای وامی به‌طور کامل محقق نمی‌شد. اما نکته قابل توجه آن است که اگر وام‌ها معادل ۴ درصد رشد کند یا ۴ درصد وام جدید داده شود، معادل ۴ درصد سپرده جدید هم ایجاد می‌شود که همان مفهوم خلق پول توسط بانک‌ها را دارد. این همان چیزی است که برخی نوعی خلق پول از هیچ می‌دانند، زیرا قبل از آنکه رشد و پس‌اندازی تحقق یابد، وام‌دهی بانک اسباب رشد سپرده‌ها و خلق پول شده است (به مک لی و همکاران (۲۰۱۴) مراجعه کنید). واضح است که در این شرایط حجم پول موجود در اقتصاد رشد کرده است و ثابت نمانده است و اگر کارآفرینان در شناسایی فرصت‌های فعالیت جدید اقتصادی کم و بیش تشخیص درست داشته‌اند و اگر بانک‌ها ارزیابی درستی از آن فرصت فعالیت اقتصادی و سودآوری آن داشته‌اند و بر اساس آن به کارآفرینان وام جدید داده‌اند، هم کسب و کار جدید کارآفرینان موفقیت آمیز شکل گرفته است و هم فعالیت وام‌دهی و خلق پول بانک‌ها سودآور بوده است، به این معنی که سود دریافتی از وام‌های جدید هم سود سپرده‌ها را پوشش می‌دهد و هم هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام بانک را پوشش می‌دهد. همچنین، از منظر اقتصاد کلان هم مشکلی رخ نمی‌دهد چرا که پول جدید خلق شده توسط وام‌دهی بانک‌ها و خلق سپرده‌های جدید از طریق آن، نیاز به پول بیشتر را در اقتصاد تأمین کرده است. به همین دلیل، در چنین شرایطی سرمایه‌گذاری و تولید کل اقتصاد در حال افزایش است و مشکل تورمی هم در اقتصاد مشاهده نمی‌شود. این تا حد زیادی منطبق بر وضعیت اقتصاد ایران در دهه ۱۳۴۰ است که در آن وام‌های بانکی و به تبع آن حجم نقدینگی کم و بیش متناسب با سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص داخلی در حال رشد بوده‌اند و سطح عمومی قیمت‌ها نیز باثبات بوده است یا تورم بسیار ناچیز بوده است. چنانچه جریان وام‌دهی و خلق پول فراتر از آنچه باشد که در اینجا اشاره شد، حتماً عوارضی از جمله تورم را به همراه دارد که در قسمت بعد به آن اشاره می‌شود. اما آیا می‌توان جریانی از سود بانکی تصور کرد که خود اسباب خلق پول باشد، حتی اگر به معنای دقیق کلمه وام جدیدی برای تحقق فعالیت اقتصادی جدیدی اعطا نشود؟ برای پی بردن به این موضوع، باید جریان اعطای وام جدید، پرداخت سود به سپرده‌گذاران و همچنین پرداخت هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام بانک‌ها را با جریان بازپرداخت اصل وام‌ها و سود حاصل از وام را مورد توجه قرار داد.

برای درک ساده این موضوع فرض کنید که بانک با نرخ سود ۱۵ درصد معادل ۱۰۰۰ واحد از شخص الف سپرده گرفته است و این ۱۰۰۰ واحد بخشی از حجم پول موجود (یا به تعریف دقیق‌تر حجم نقدینگی) در اقتصاد است. در نظر بگیرید که بانک معادل ۲۰۰ واحد از ۱۰۰۰ واحد مذکور را به

عنوان سپرده قانونی و دیداری نزد بانک مرکزی نگه می‌دارد و برای سادگی فرض کنید سودی بابت آن دریافت نمی‌کند. همچنین، در نظر بگیرید که بانک به ازای هر ۱۰۰۰ واحد سپرده در انتهای سال معادل ۵۰ واحد هزینه اداری و سود به صاحبان سهام پرداخت کند. در عین حال، فرض کنید که بانک معادل ۸۰۰ واحد با نرخ سود ۲۵ درصد به شخص «ب» وام بدهد. به محض اینکه ۸۰۰ واحد به شخص «ب» وام داده شود، حساب سپرده او بستانکار می‌شود و به این ترتیب ۸۰۰ واحد به سپرده‌ها و لذا حجم نقدینگی اضافه می‌شود. این کار متعارف خلق پول بانک‌ها از طریق وام دادن است که اعتبار شخص «ب» پشتوانه خلق آن بوده است. لذا، اکنون ۱۸۰۰ واحد سپرده راجع به سپرده‌گذاری و اعطای وام اشاره شده نزد بانک وجود دارد.

حال در نظر بگیرید که در انتهای سال شخص «ب» وام خود را بازپرداخت کند. در انتهای سال، شخص «ب» معادل ۸۰۰ واحد اصل وام و ۲۰۰ واحد سود آن (با نرخ ۲۵ درصد) به بانک بازپرداخت می‌کند و به این ترتیب ۱۰۰۰ واحد نقدینگی هدم می‌شود. اگر چنین باشد، بانک پس از بازپرداخت وام توسط شخص «ب»، می‌تواند ۸۰۰ واحد به شخص دیگری (مثلاً شخص «ج») وام بدهد و در نتیجه با اعطای وام جدید و خلق نقدینگی جدید، ۸۰۰ واحد هدم نقدینگی ناشی از بازپرداخت اصل وام با ۸۰۰ واحد اعطای وام جدید و خلق نقدینگی حاصل از آن خنثی می‌شود و صرفاً ۲۰۰ واحد از نقدینگی هدم می‌شود. در عین حال ۲۰۰ واحد سود وام که باز پرداخت شده است، صرف تأمین سود سپرده آقای «الف» و هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام می‌شود تا بانک دچار مشکل زیان‌دهی و ناترازی نشود. از طرف دیگر، چون پرداخت و واریز سود سپرده شخص «الف» و هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام به معنی ۲۰۰ واحد بستانکار کردن حساب آنها و لذا خلق نقدینگی جدید است، با ۲۰۰ واحد هدم نقدینگی ناشی از بازپرداخت سود وام خنثی می‌شود و به این ترتیب حجم نقدینگی در انتهای سال تغییر نمی‌کند.

حال سناریوی دیگری را در نظر بگیرید که در آن شخص «ب» قادر به بازپرداخت اصل و سود وام خود در انتهای سال نباشد و در خواست امهال بدهد و بانک با آن موافقت کند. در این حالت، بانک بر اساس اصول حسابداری گویی در یک لحظه در دفاتر ثبت می‌کند که ۱۰۰۰ واحد اصل و سود وام (۸۰۰ واحد اصل به علاوه ۲۰۰ واحد سود) بازپرداخت شده است و حساب وام گیرنده را بدهکار می‌کند و همان لحظه معادل ۱۰۰۰ واحد وام جدید به شخص «ب» می‌دهد. واضح است که در این حالت ۲۰۰ واحد نقدینگی جدید ایجاد می‌شود. دلیل ساده است. اگر وام بازپرداخت می‌شد و ۸۰۰ واحد آن صرف اعطای وام جدید می‌شد، همانند حالت قبل بود که در آن بازپرداخت اصل وام

شخص «ب» و اعطای وام جدید به شخص «ج» معادل ۸۰۰ واحد، به معنی هدم و خلق ۸۰۰ واحد نقدینگی بود که همدیگر را خنثی می‌کردند و از بابت آن به حجم نقدینگی چیزی اضافه نمی‌شد. از طرف دیگر، در حالت بازپرداخت، بازپرداخت سود وام سبب ۲۰۰ واحد هدم نقدینگی و پرداخت سود به سپرده گذار «الف» و هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام، سبب ۲۰۰ واحد خلق نقدینگی می‌شد و همدیگر را خنثی می‌کردند و از آن طریق هم چیزی به حجم نقدینگی اضافه نمی‌شد. اما اکنون گویی سود وام امهال شده در لحظه امهال سبب هدم ۲۰۰ واحد نقدینگی و همزمان سبب ۲۰۰ واحد خلق نقدینگی شده است و از ناحیه امهال چیزی به حجم نقدینگی اضافه نشده است. اما چون معادل ۱۵۰ واحد سود به سپرده‌گذار پرداخت می‌شود و به حساب او بستانکار می‌شود و ۵۰ واحد نیز هزینه اداری و سود صاحبان سهام به حساب اشخاص واریز می‌شود و حساب آنها بستانکار می‌شود، پس ۲۰۰ واحد به سپرده‌های موجود و به نقدینگی موجود اضافه می‌شود. به این ترتیب، در انتهای سال معادل ۲۰۰ واحد به حجم نقدینگی اضافه می‌شود.

همانطور که مثال فوق نشان می‌دهد، تفاوت بسیار چشمگیری در خلق نقدینگی بین حالتی که سپرده بازپرداخت می‌شود و حالتی که سپرده بازپرداخت نمی‌شود، وجود دارد. هنگامی که وام اعطا می‌شود و بازپرداخت صورت می‌گیرد، با وجود آنکه دوباره وام اعطا می‌شود، خلق نقدینگی جدیدی رخ نمی‌دهد. اما هنگامی که وام اعطا می‌شود و بازپرداخت نمی‌شود، نقدینگی جدید خلق می‌شود. البته اگر وام بازپرداخت نشود و امهال هم صورت نگیرد و سوخت شده منظور شود و بانک هم ورشکست شود و در نتیجه سپرده‌ها هم سوخت شود، نقدینگی هدم می‌شود. اما امهال وام در شرایطی که وام قابل بازپرداخت نیست، سبب خلق نقدینگی جدید می‌شود. همچنین، آشکار است که اگر نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات بالاتر باشد و بازپرداخت وام‌ها صورت نگیرد و امهال شود، خلق نقدینگی بیشتری صورت می‌گیرد.

لازم است توجه شود که هنگام امهال معادل ۲۰۰ واحد سود وام در دفاتر شناسایی شده است و با ۲۰۰ واحد مجموع سود سپرده و هزینه‌های اداری و سود صاحبان سهام برابر است و بانک در ظاهر فاقد زیان است و حتی بین صاحبان سهام سود توزیع کرده است. این وضعیت توصیف قابل قبولی از رفتار غالب بانک‌ها در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ و تعداد زیادی از بانک‌ها از شروع دهه ۱۳۹۰ به بعد در ایران است.

در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ که بحران بانکی وضعیت وخیمی پیدا کرد و نرخ سود حقیقی به شدت متأثر از این موضوع افزایش یافت، اقتصاد طبق معیارهای رایج دچار رکود شدیدی بود اما با این حال رشد نقدینگی در سطح بالا و بالاتر از متوسط تاریخی قرار داشت. در جدول شماره (۱) نرخ رشد نقدینگی، نرخ تورم، نرخ رشد نرخ ارز، نرخ رشد شاخص کل بازار سهام، و نرخ رشد قیمت مسکن

برای دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ و همچنین دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ نشان داده شده است. در واقع، متوسط کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ و متوسط دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ نشان داده شده است. همانطور که از جدول هویدا است، متوسط نرخ تورم برای کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ برابر با ۲۳/۸ درصد و برای دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ برابر با ۱۱/۵ درصد بوده است. به همین ترتیب، متوسط رشد نرخ ارز برای کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ برابر با ۲۴/۲ درصد اما برای دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ برابر با ۷/۱ درصد بوده است، متوسط رشد شاخص کل برای کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ برابر با ۳۸/۸ درصد و برای دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ برابر با ۷/۱ درصد، و متوسط رشد قیمت مسکن برای کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ برابر با ۲۹/۶ درصد و برای دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ برابر با ۵/۲ درصد بوده است. لذا، همه قیمت‌ها طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ به طور محسوسی رشد بسیار پایین‌تری از کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ بوده‌اند که انعکاس رکود در همه بازارها بوده است. در عین حال، می‌دانیم که در این دوره بازپرداخت وام‌ها بسیار کاهش یافته است و امهال وام‌ها (از جمله برای زیرمجموعه خود بانک‌ها و اشخاص مرتبط) شکل شناسایی سود موهومی و حساب‌آرایی داشته است که طبق تحلیل ارائه شده در بالا سبب تداوم رشد بالای نقدینگی می‌شود. به همین دلیل، در حالی که در کل دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰ رشد نقدینگی ۲۸ درصد بوده است، در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ برابر با ۲۶/۷ درصد بوده است. به عبارت دیگر، با وجود رکود شدید بازارها و عدم اعطای قابل توجه وام جدید توسط بانک‌ها، امهال وام‌ها و شناسایی سود موهومی و پرداخت سود بالای سپرده سبب حفظ رشد بالای نقدینگی شده است، به گونه‌ای که متوسط رشد نقدینگی در این دوره فقط ۱/۳ درصد از کل دوره کمتر بوده است در حالی که برای قیمت‌ها این متوسط رشد‌ها بسیار پایین‌تر بوده است. این تأییدی بر این موضوع است که نرخ سود بالا تحت شرایطی خود تبدیل به عامل رشد بالای نقدینگی می‌شود، ضمن آنکه این رشد بالای نقدینگی با تحرک در فعالیتهای اقتصادی همراه نیست.

جدول شماره ۱: متوسط رشد نقدینگی و رشد قیمت‌ها

متغیر	دوره ۱۴۰۳-۱۳۷۰	دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳
متوسط رشد نقدینگی	۲۸ درصد	۲۶/۷ درصد
متوسط نرخ تورم	۲۳/۸ درصد	۱۱/۵ درصد
متوسط رشد نرخ ارز	۲۴/۲ درصد	۷/۱ درصد
متوسط رشد شاخص کل	۳۸/۸ درصد	۷/۱ درصد
متوسط رشد قیمت مسکن	۲۹/۶ درصد	۵/۲ درصد

به‌طور خلاصه، رشد نقدینگی در طول زمان و هنگامی که اقتصاد کشوری دچار کُزی در وضعیت اقتصاد کلان نباشد، عمدتاً ناشی از رشد تسهیلات و وام‌های بانکی برای همراهی با رشد اقتصادی است و به‌طور معمول، اولاً این رشد نقدینگی نمی‌تواند خیلی بالا باشد و ثانیاً این رشد نقدینگی آسیبی به اقتصاد (از جمله از طریق تورم) وارد نمی‌کند بلکه برای تحقق هموار رشد اقتصادی با ثبات است. اقتصاد ایران در کل تاریخ طولانی خود تنها در دهه ۱۳۴۰ مصداق چنین وضعیتی بوده است و پس از آن، رشد تسهیلات و وام‌ها بسیار بیش از آنچه بوده است که رشد اقتصادی ایجاد می‌کرده است و همین موضوع هم‌ورای تداوم تورم بالا در اقتصاد ایران بوده است. از طرف دیگر، از شروع دهه ۱۳۹۰ متأثر از بحران بانکی و آن هم متأثر از بیماری هلندی دهه ۱۳۸۰ سبب شده است که نرخ سودهای بالا تبدیل به عاملی برای تداوم رشد بالای نقدینگی شود و جای اعطای وام‌های جدید در رشد نقدینگی را که قبل از آن پر رنگ بوده است، گرفته است. به عبارت دیگر، در حالی که قبل از دهه ۱۳۹۰ رشد وام و تسهیلات جدید و نامتناسب با رشد اقتصادی نقش پررنگ را در رشد نقدینگی داشته است، از ابتدای دهه ۱۳۹۰ نرخ سود بالای سپرده‌ها در شرایط عدم بازپرداخت واقعی تسهیلات و امهال و شناسایی سود موهوم، تبدیل به عامل مهم در رشد نقدینگی شده است و این موضوع در سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۳ و همچنین از اواخر ۱۴۰۱ با اهمیت‌تر بوده است.

خلق پول مبتنی بر سود سپرده و تورم

اینکه تورم ناشی از چیست و چه توضیحی برای آن وجود دارد، با وجود آنکه در دنیا تا حد زیادی مورد اجماع است، در ایران همچنان مورد منازعه است. شاید دلیل این موضوع هم آن است که اقتصاد ایران برای بیش از پنج دهه دچار بی‌ثباتی قابل توجهی بوده است و انبوهی از شوک‌ها به اقتصاد ایران وارد شده است که شناسایی عوامل و دینامیک ایجاد تورم را حتی برای اهل فن دشوار کرده است. از اوایل دهه ۱۹۶۰ در تحلیل‌های اقتصاد کلان به تدریج این موضوع پذیرفته شد که رشد حجم پول عامل مسلط تغییرات تقاضای کل است (به عنوان نمونه می‌توان به مباحث داغ در اندو و مادیگیلانی (۱۹۶۵)، اندو و مادیگیلانی (۱۹۶۵)، دپرانو و میر (۱۹۶۵)، فریدمن و میزلمن (۱۹۶۵) اشاره کرد). در عین حال، تحلیل‌های اواخر دهه ۱۹۶۰ به این جمع‌بندی رسید که حداقل در بلندمدت تغییرات تقاضای کل ناشی از تغییرات حجم پول اثری بر متغیرهای حقیقی از قبیل تولید، مصرف، سرمایه‌گذاری، اشتغال و مواردی از این دست ندارد و عمدتاً به تغییر در سطح عمومی قیمت‌ها منجر می‌شود. اینگونه بود که نظریه پولی تورم که نظریه‌ای قدیمی با قدمت بیش از دو قرن بود، احیا شد.

احیاگر اصلی این نظریه میلتون فریدمن بود که با تحقیقات نظری و تجربی خود نشان داد که در همه زمان‌ها و همه مکان‌ها تورم یک پدیده پولی است، به این معنی که رشد حجم پول فراتر از رشد تولید حقیقی سبب تورم می‌شود و سایر عوامل قادر به ایجاد تورم ماندگار در اقتصاد نیستند. بر همین اساس هم قاعده معروف k درصدی خود برای کنترل تورم و حفظ ثبات اقتصاد کلان را پیشنهاد داد، قاعده‌ای که توصیه می‌کرد کافی است بانک مرکزی سالانه معادل متوسط رشد اقتصادی یک کشور حجم پول را افزایش دهد. گرچه حوادث دهه ۱۹۸۰ و مطالعات نظری و تجربی انبوه این دهه در مورد دینامیک تورم و سودمندی قاعده فریدمن تشکیک جدی ایجاد کرد، اما راجع به این نتیجه اساسی که در بلندمدت بدون رشد حجم پول امکان ایجاد و تداوم تورم وجود ندارد، شکی ایجاد نکرد. در عین حال، تحلیل‌های نظریه مالی تعیین قیمت (به عنوان نمونه به کاکرین (۲۰۲۳) مراجعه کنید)، تلاش کرد تا نشان دهد که گرچه ایجاد و تداوم تورم بالا با رشد حجم پول همراه است، اما اصل موضوع به سیاست مالی بر می‌گردد، به این ترتیب که اگر سیاست مالی دولت سبب شکل‌گیری کسری بودجه و بدهی دولت شود که با مالیات‌های آتی بازپرداخت نشود، حتماً منجر به تورم می‌شود، ضمن آنکه با رشد حجم پول هم همراه است. در واقع، رشد حجم پول و تورم برای آن است که بازپرداخت بدهی دولت از طریق مالیات تورمی انجام شود.

از آنجا که در کشورهای صنعتی نظام نظارتی به گونه‌ای است که غیر از موارد خاص مانند بحران ۲۰۰۸ بانک ناکارآمد و ناتراز را وارد فرایند گیر و ورشکستگی می‌کند و اجازه تداوم فعالیت طولانی به آن نمی‌دهد، به‌طور معمول جذب سپرده و خلق پول توسط بانک‌ها بویژه از طریق نرخ سودهای بالا ناشی از امهال ساختگی وام‌ها رخ نمی‌دهد و اگر هم در مقاطعی رخ دهد، از طریق رکود زیان خود را به جامعه تحمیل می‌کند. نمونه آن دهه از دست رفته (The Lost Decade) ژاپن است که دارایی‌های سمی بانک‌ها سبب کاهش خلق اعتبار آنها شد و رکود سنگینی را به اقتصاد ژاپن تحمیل کرد (به عنوان نمونه می‌توان به هیرواکاتا و همکاران (۲۰۱۶) مراجعه کنید). در واقع، مانند آن بود که بانک‌های ژاپنی متوجه شوند حال که وام‌ها و سرمایه‌گذاری‌هایشان باز نمی‌گردد، آن را سوخت کنند و از ترازنامه خارج کنند و همین موضوع امکان تداوم امهال و اعطای وام را از آنها گرفت و در نتیجه رکود شدیدی در فعالیت‌های اقتصادی ژاپن بروز کرد. لذا، پدیدار شدن دارایی‌های سمی و موهومی در ترازنامه بانک‌ها در یک اقتصاد صنعتی یا حتی اقتصاد در حال توسعه دارای نظارت قابل قبول بر بانک‌ها، سبب شکل‌گیری برنامه یا فرایند نجات از داخل (Bail In) یا نجات از خارج (Bail Out) می‌شود که در اولی سپرده‌گذاران و سهامداران هزینه این نجات بانک را متحمل می‌شوند و در دومی

منابع دولت و لذا مالیات تحمیل شده به آحاد جامعه. به همین دلیل، اقتصادهای صنعتی و توسعه یافته مانع از پیامد این بحران بانکی به شکل تورم بالا می‌شوند.

اما چرا و چگونه در یک اقتصاد در حال توسعه با ضعف نظام نظارتی بر بانک‌ها مانند آنچه در ایران بویژه از شروع دهه ۱۳۸۰ برقرار بوده است، شکل‌گیری بحران بانکی و پدیدار شدن دارایی‌های سمّی و موهومی در ترازنامه بانک‌ها نهایتاً اسباب شکل‌گیری تورم بالا را فراهم می‌کند که ماهیتاً از نظر پیامد همانند نجات از خارج (Bail Out) است چرا که هزینه آن را آحاد جامعه به شکل تورم بالا متحمل می‌شوند؟

آنچه در ایران می‌گذرد در بخش بزرگی از تاریخ پولی ایران از ابتدای دهه ۱۳۵۰ آن بوده است که ضعف نظام نظارتی سبب رفتار تهاجمی و همراه با ریسک‌پذیری بالا توسط بانک‌ها شده است، به این ترتیب که نگرانی جدی از بابت برخورد نظارتی مؤثر نداشته‌اند و به همین دلیل به رشد تسهیلات و وام‌ها پرداخته‌اند بدون آنکه نگرانی بابت بازپرداخت وام‌ها داشته باشند و همین موضوع هم رشد بالای نقدینگی را در ایران توضیح می‌دهد. علت عدم نگرانی هم آن بوده است که ترکیبی از وجود درآمدهای ارزی و رونق حاصل از تزریق آن به اقتصاد بویژه در فعالیت‌های تجاری و خدماتی به همراه تورم بالا، بازپرداخت وام‌ها را در حد متعارف نگه داشته است. به همین دلیل، بحران بانکی آنگونه که در بسیاری از کشورها رخ داده است، در ایران متداول نشده است. در بخش قابل توجهی از تاریخ ایران، رانت منابع نفتی سبب می‌شده است که رفتار تهاجمی و ریسک‌پذیری بانک‌ها در گسترش وام‌ها و تسهیلات آمیخته با رانت جویی و فساد، سبب پیدایش بحران بانکی نشود و البته به تدریج جامعه هم متأثر از تزریق این رانت و رفاه ناشی از آن، با متوسط تورم حدود ۱۵ تا ۲۰ درصد کنار آید. در دهه ۱۳۵۰ که بالاترین متوسط رشد نقدینگی در میان کل دهه‌های تاریخ ایران را داشته است، تزریق درآمدهای ارزی و رفاه ناشی از آن به همراه تورم بالا اما نه چندان غیرقابل تحمل سبب شد ترازنامه بانک‌ها دچار ناترازی جدی نشود و مشابه آن در بخشی از دهه ۱۳۸۰ هم وجود داشته است.

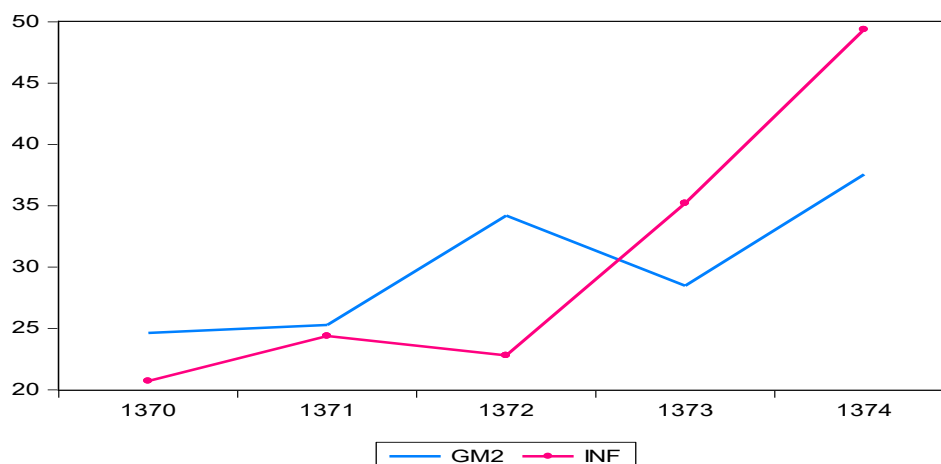
اما چگونه تداوم تورم بالا و استفاده از تزریق درآمدهای ارزی که فعالیت وام‌دهی بانک‌ها را حمایت می‌کرد، به تدریج امکان تداوم خود را از دست داد و اسباب شکل‌گیری ناترازی و بحران بانکی در دهه ۱۳۹۰ شد. توضیح آن است که اولاً به تدریج امکان استفاده از درآمدهای نفتی و رانت مستتر در آن برای پوشاندن پیامدهای گسترش تسهیلات بانکی و رشد نقدینگی کفایت نمی‌کرد و ثانیاً ابعاد بیماری هلندی دهه ۱۳۸۰ آنچنان گسترده بود که بدون تداوم درآمدهای نفتی فزاینده حتماً بحران بانکی را رقم می‌زد و این همان چیزی است که در عمل رخ داد.

آشکار است که رشد بالای تسهیلات و رشد بالای نقدینگی اسباب تورم بالا و بی‌ثباتی اقتصاد کلان می‌شود و رانت درآمدهای نفتی نمی‌تواند مدت طولانی مانع ناترازی بانک‌ها شود. دلیل آن است که توسل به رانت درآمدهای نفتی برای گسترش واردات و رونق برخی فعالیت‌های اقتصادی با سرکوب نرخ ارز رخ می‌دهد. اما سرکوب نرخ ارز به تدریج سازوکار تضعیف صادرات و تشدید واردات و همچنین خروج سرمایه را فراهم می‌کند و در نتیجه امکان توان حفظ رونق اقتصاد داخلی و تداوم کسب و کار روان بانک‌ها را از بین می‌برد. اما آنچه در شکل دادن بحران بانکی از شروع دهه ۱۳۹۰ با اهمیت تر بوده و نرخ سود بالا را در مقطعی تبدیل به وسیله‌ای برای تداوم رشد بالای نقدینگی و سپس شکل دادن نیروی تورمی کرده است، بیماری هلندی دهه ۱۳۸۰ بوده است. بر اثر تزریق درآمدهای نفتی به درون اقتصاد و از طرف دیگر توسل به واردات برای مهار تورم، بیماری هلندی گسترده‌ای در اقتصاد ایران شکل گرفت. این بیماری به شکل گسترش فعالیت‌های بخش غیرقابل مبادله از قبیل مسکن و مستغلات و تجارت و خدمات بود که تداوم سودآوری آنها مستلزم تداوم تزریق درآمدهای نفتی و حتی شدت گرفتن آن بود که اساساً ناممکن بود. نتیجه آنکه به محض ظاهر شدن اولین دور تحریم‌ها مشکلی که می‌توانست مدتی به تأخیر بیفتد، خود را نمایان کرد. بانک‌ها با وام‌ها و سرمایه‌گذاری‌هایی روبه‌رو شدند که عایدی برای آنها نداشت (در واقع، اصل و بهره وام‌ها بازپرداخت نمی‌شد) در حالی که تعهد سود سپرده آنها به قوت خود باقی بود و ماهیت عندالمطالبه هم داشت. نتیجه آنکه بانک‌ها برای قانع کردن سپرده‌گذاران به عدم جابه‌جایی سپرده‌های خود ناچار به افزایش نرخ سود شدند. اما می‌دانیم که افزایش نرخ سود سپرده‌ها در شرایطی که اصل و بهره وام‌ها بازپرداخت نمی‌شد، طبق تحلیل قسمت قبل تبدیل به عاملی برای تداوم رشد بالای نقدینگی شد، بدون آنکه رشد نقدینگی ناشی از اعطای وام و تسهیلات جدید و لذا رونق کسب و کار باشد. این‌گونه، ترازنامه بانک‌ها به تدریج ناترازتر شد و علاوه بر زیان‌دهی با نگرانی نقدینگی نیز روبه‌رو بودند.

اما نرخ سود بالا چه دلالتی برای تورم دارد؟ در یک اقتصاد فاقد بحران بانکی و هنگامی که نرخ تورم بالا است، بانک مرکزی اقدام به افزایش نرخ سود بازار بین بانکی می‌کند و به تبع آن، سایر نرخ‌های سود نیز افزایش می‌یابند و منجر به کاهش مخارج بخش خصوصی می‌شوند و در نتیجه با کاهش تقاضای کل، ترمزی بر نرخ تورم می‌گذارند. این منطق ورای افزایش نرخ بهره توسط بانک‌های مرکزی در دنیای کنونی برای مهار تورم و برگرداندن آن به مقدار هدف آن است. در واقع، در چنین شرایطی افزایش نرخ بهره توسط بانک مرکزی سبب ترمز بر رشد نقدینگی از طریق کاهش اعتباردهی بانک‌ها می‌شود.

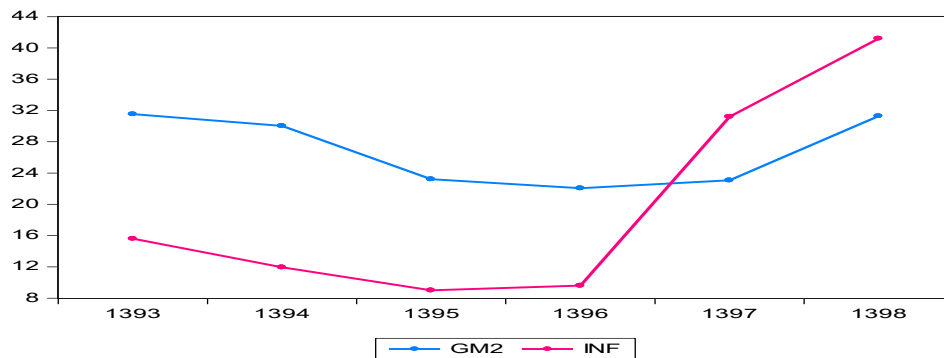
حال پرسش این است که آیا در شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی نیز افزایش نرخ سود می‌تواند سبب کاهش و مهار تورم شود؟ پاسخ به این سوال با قاطعیت نمی‌تواند مثبت باشد، اما لازم است بین مهار تورم و به تأخیر انداختن تورم در چنین شرایطی تمایز قایل شویم. بدون تردید، افزایش نرخ سود تحت هر شرایطی غیر از ابرتورم‌ها که به سرعت هر افزایش نرخ بهره اسمی را تبدیل به کاهش نرخ بهره حقیقی می‌کند، در کوتاه‌مدت و به صورت مقطعی به کاهش تورم می‌انجامد. دلیل ساده است. با افزایش نرخ سود اولاً تمایل به خرج کردن کاسته می‌شود تا سود تعلق گرفته به پس‌انداز امکان افزایش قابل توجه خرج کردن در آینده را فراهم کند، ثانیاً صاحبان منابع مالی نگهداری سپرده بانکی را به سایر دارایی‌ها ترجیح می‌دهند و به دلیل کاهش تمایل به نگهداری سایر دارایی‌ها از رشد قیمت آنها و انعکاس اثر آن بر تورم کالاها و خدمات جلوگیری می‌شود. هنگامی که بحران بانکی و ضعف نظارتی وجود دارد، همین موضوع برقرار است. اما آنچه این وضعیت را متمایز می‌کند، آن است که افزایش نرخ سود در این شرایط می‌تواند تورم را موقتاً مهار کند و آن را به تأخیر اندازد و در آینده آن تورم بروز کند، چرا که در شرایط ذکر شده افزایش نرخ سود به جای آنکه ترمزی بر رشد نقدینگی باشد، خود تبدیل به عاملی برای تداوم رشد بالای نقدینگی می‌شود بدون آنکه اثرات تورمی آن فعلاً ظاهر شود. لذا، هنگامی که بحران بانکی و ضعف نظارتی وجود داشته باشد و بانک‌ها دچار وضعیتی باشند که با نرخ سود بالا به سپرده‌ها سود بپردازند اما اصل و سود تسهیلات عملاً بازپرداخت نشود و امهال و حساب آرایی صورت گیرد و چاره‌ای برای این وضعیت اندیشیده نشود، با وجود آنکه نرخ سود بالا مانع محقق شدن اثر تورمی رشد بالای نقدینگی می‌شود، اما نیروی تورمی را از بین نمی‌برد بلکه فقط آن را به تأخیر می‌اندازد، زیرا نرخ سود بالا در صورتی می‌تواند نیروی تورمی را از کار بیندازد که به کاهش رشد نقدینگی منجر شود. این وضعیت در اقتصاد ایران طی سال‌های میانی دهه ۱۳۹۰ رخ داد و اگر تحریم‌ها و شوک‌های بیرونی در کار نبود طی دو سال گذشته هم پتانسیل رخ دادن داشت. برای پی بردن به این موضوع که رشد نقدینگی ناشی از بحران بانکی و نرخ سود بالا با تأخیر اثر خود را بر تورم ظاهر می‌کند در حالی که در غیاب بحران بانکی و نرخ سود بالا سریعتر اثر خود را بر تورم ظاهر می‌کند، در نمودار شماره (۱) نرخ رشد نقدینگی (رنگ آبی) و نرخ تورم (رنگ قرمز) برای دوره ۱۳۷۴-۱۳۷۰ نشان داده شده است. همانطور که از نمودار به خوبی هویدا است، افزایش نرخ رشد نقدینگی با افزایش همزمان نرخ تورم همراه شده است و شکاف چندانی بین نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم وجود نداشته است، گرچه جهش ارزی در سال ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ سبب شدت گرفتن تورم شده است. البته بخشی از این جهش ارزی هم معلول سیاست‌های انبساطی دوران بازسازی است.

نمودار شماره ۱: نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم، ۱۳۷۰-۱۳۷۴



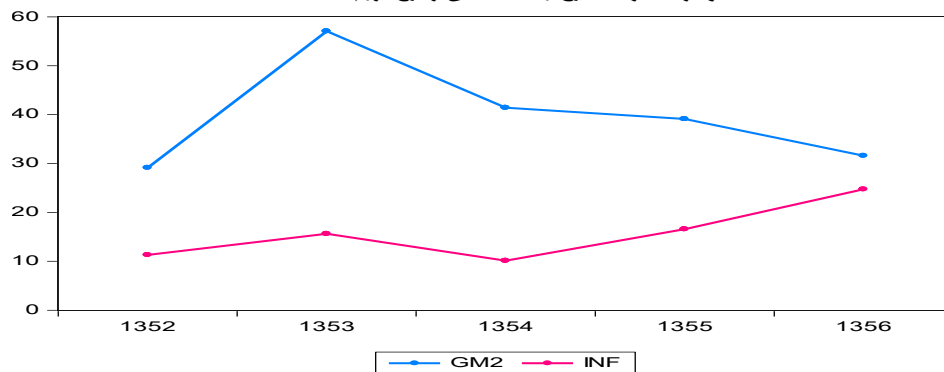
حال دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۶ را بررسی می‌کنیم که در آن رشد نقدینگی بالا بوده است اما نرخ سود بالای ناشی از بحران بانکی مانع تحقق نیروی تورمی آن شده است. در نمودار شماره (۲) نرخ رشد نقدینگی (رنگ آبی) و نرخ تورم (رنگ قرمز) برای دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۶ نشان داده شده است. برای آنکه نشان دهیم که اثر تورمی ناشی از رشدهای بالای نقدینگی در دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۶ حبس شده است و در دوره بعد از آن ظاهر شده است، سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ نیز در نمودار شماره (۲) نشان داده شده است. همانطور که در این نمودار ملاحظه می‌شود، رشد بالای نقدینگی کم و بیش مانند سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۷۴ وجود داشته است اما بین رشد نقدینگی و نرخ تورم فاصله بسیار قابل توجهی وجود دارد. این بدان معنی است که رشد بالای نقدینگی در این دوران منجر به تورم بالا نشده است. البته کاهش انتظارات تورمی و بهبود درآمدهای نفتی نیز در پایین نگه داشتن تورم مؤثر بوده است، اما نقش اصلی را نرخ سود اسمی و حقیقی بالا داشته است. دلیل آن است که اگر توسل به درآمدهای نفتی عامل اصلی مهار تورم بود، باید مسکن رونق نشان می‌داد درحالی‌که بخش مسکن یکی از عمیق‌ترین رکودهای تاریخ خود را در این دوران تجربه کرده است. از آنجا که نرخ سود بالا مانع تحقق اثر رشدهای بالای نقدینگی به طور موقتی شده است، در سال ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ که جهش نرخ تورم انتظاری ناشی از تحریم‌های ایالات متحده سبب کاهش نرخ سود حقیقی شده است، نرخ تورم دچار افزایش شدید شده است و گویی اثر تورمی به تأخیر افتاده شروع به محقق شدن کرده است. این شاهدی بر تورم‌زایی نرخ‌های بالای سود بانکی در شرایط بحران بانکی و ضعف نظام نظارتی است.

نمودار شماره ۳: نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم، ۱۳۹۳-۱۳۹۸



البته ممکن است به استدلال فوق این خدشه وارد شود که جهش تورمی سال ۱۳۹۷ به بعد ناشی از تحریم و جهش نرخ ارز بوده است و الزاماً ناشی از بالا بودن نرخ سود مرتبط با بحران بانکی نبوده است. به عبارت دیگر، این مشکل تشخیص وجود دارد که جهش تورم مربوط به عوامل دیگر مانند جهش نرخ ارز باشد و نسبت دادن آن به اثر با وقفه رشد نقدینگی قابل دفاع نباشد. برای پی بردن به اینکه آن استدلال تا حد زیادی قابل قبول است و جهش نرخ تورم نشانه‌هایی از اثر با وقفه رشد نقدینگی را در بردارد باید به شواهد تاریخی دیگری نیز متوسل شویم. برای این منظور سراغ دوره‌ای رفته‌ایم که جهش نرخ تورم به عواملی مانند تحریم یا جهش نرخ ارز نسبت داده نشود. بر همین اساس، نرخ رشد نقدینگی (رنگ آبی) و نرخ تورم (رنگ قرمز) طی سال‌های ۱۳۵۲-۱۳۵۶ در نمودار شماره (۴) نشان داده شده است.

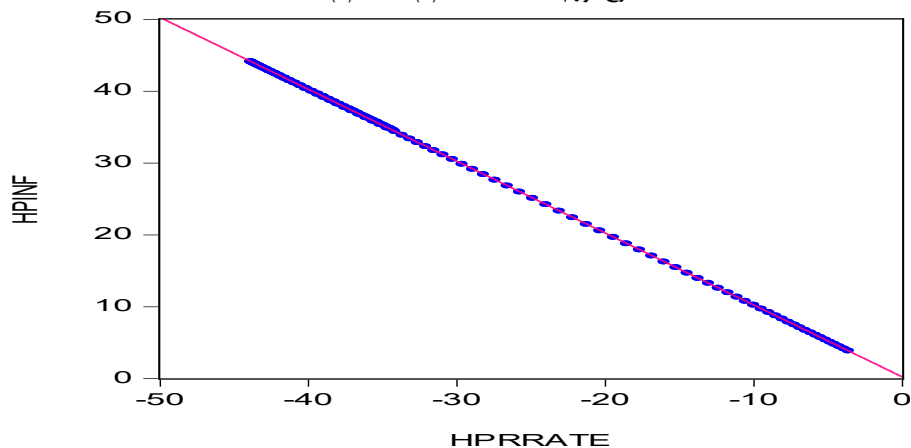
نمودار شماره ۴: نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم، ۱۳۵۲-۱۳۶۲



همانطور که در نمودار شماره (۴) به خوبی مشاهده می‌شود، طی سال‌های ۱۳۵۲ تا ۱۳۵۶ هیچ مشکل تحریم و جهش نرخ ارز و محدودیت واردات برای مهار تورم از طریق توسل به واردات وجود نداشته است، اما رشد بالای نقدینگی که همراه با نرخ سود بالا و بحران بانکی نبوده است، نرخ تورم را افزایش داده است و نرخ تورم در این فاصله زمانی از ۱۱ درصد به ۲۵ درصد رسیده است. در عین حال، مشاهده می‌شود که فاصله رشد نقدینگی و نرخ تورم که ابتدا به دلیل جهش درآمدهای ارزی و توسل به آن برای مهار تورم افزایش یافته است، به سرعت شروع به کاهش کرده است و رشدهای بالای نقدینگی اثر تورمی خود را به سرعت ظاهر کرده است. این نیز شاهدهی است بر اینکه در غیاب بحران بانکی و نرخ سود بالای ناشی از آن، اثر تورمی رشد بالای نقدینگی چندان به تأخیر نمی‌افتد اما با وجود بحران بانکی و نرخ سود بالای ناشی از آن، اثر تورمی رشد بالای نقدینگی می‌تواند برای مدتی به تأخیر افتد اما نهایتاً ظاهر شود.

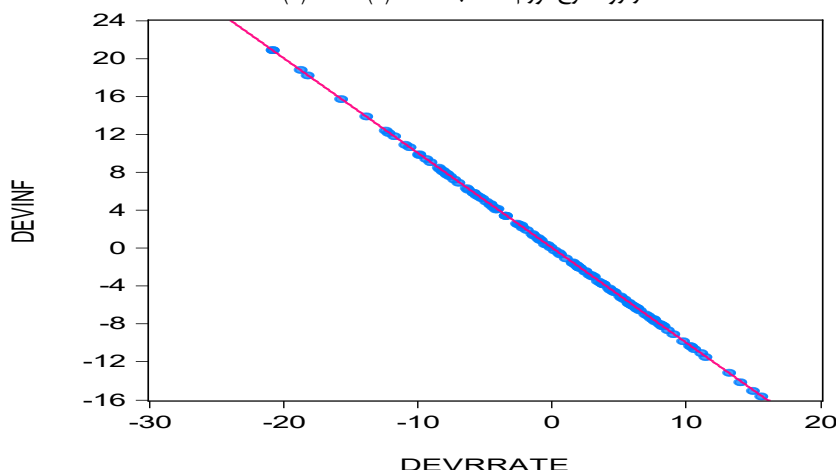
از آنجا که داده فاقد اختلال نرخ سود بانکی برای دوره‌ای طولانی در دسترس نیست، تحلیل اثر نرخ سود بر نرخ تورم را به دوره (۵) ۱۴۰۴- (۸) ۱۳۹۴ محدود می‌کنیم. دلیل آن است که برای این دوره نرخ بازده اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه موجود است و کم اختلال‌ترین نرخ سود موجود در اقتصاد همین نرخ است. در عین حال، نرخ سودهای مؤثر سپرده و تسهیلات نظام بانکی که در عمل رخ می‌دهند، به خوبی با نرخ بازده اوراق دولت در بازار ثانویه هم حرکتی دارند. همانطور که اشاره شد، نرخ سود بالا در شرایط بحران بانکی و ضعف نظام نظارتی سبب می‌شود رشد نقدینگی بالا بماند اما اثر تورمی آن به تأخیر بیفتد. دوره مورد بررسی با استفاده از نرخ بازده اوراق دولت دارای این ویژگی است که تا مقطعی نرخ سودهای حقیقی خیلی بالا بوده است اما از مقطعی به بعد نرخ سودهای حقیقی دچار تنزل شده است. لذا، این امکان را به ما می‌دهد که رابطه بین نرخ سود و تورم را بررسی کنیم. در نمودار شماره (۵) رابطه بین روند یا فیلتر شده نرخ بازده حقیقی اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه روی محور افقی و روند یا فیلتر شده نرخ تورم نقطه به نقطه برای داده‌های ماهانه برای دوره (۵) ۱۴۰۴- (۸) ۱۳۹۴ نشان داده شده است (در واقع، نمودار رابطه روند دو متغیر را نمایش می‌دهد). همانطور که از نمودار به خوبی قابل رویت است، بین دو متغیر مورد نظر رابطه عکس بارزی وجود دارد، به این معنی که نرخ سود حقیقی بالاتر سبب کاهش نرخ تورم می‌شود.

نمودار شماره ۵: رابطه فیلتر شده نرخ بازده حقیقی اوراق دولت در بازار ثانویه و فیلتر شده نرخ تورم نقطه به نقطه، (۵) ۱۴۰۴- (۸) ۱۳۹۴



برای آنکه نشان داده شود که در کوتاه‌مدت انحرافات نرخ سود حقیقی به انحرافات نرخ تورم از روند آن می‌شود، در نمودار شماره (۶) رابطه بین انحراف نرخ بازده حقیقی اوراق دولت در بازار ثانویه از مقدار روند آن بر روی محور افقی و انحراف نرخ تورم نقطه به نقطه از روند آن بر روی محور عمودی نشان داده شده است. همانطور که در این نمودار نیز مشاهده می‌شود، بین دو متغیر مورد نظر ارتباط بسیار تنگاتنگی وجود دارد. این رابطه تنگاتنگ نشان می‌دهد که اگر نرخ بازده حقیقی اوراق دولت از روند آن فراتر رود (نرخ سود حقیقی از مقدار روند آن بیشتر شود)، نرخ تورم نقطه به نقطه از روند آن پایین‌تر قرار می‌گیرد (نرخ تورم از مقدار روند آن کمتر می‌شود). لذا، داده‌های اقتصاد ایران نشان دهنده آن است که نرخ سود بالا (به‌طور مشخص اگر به معنی نرخ سود حقیقی بالا باشد) می‌تواند حداقل به صورت کوتاه‌مدت به کاهش نرخ تورم بینجامد. این نتیجه با آنچه در ادبیات تجربی دنیا و منطق سیاست‌گذاری پولی مطرح است، ناسازگاری ندارد. به عبارت دیگر، در هر صورت و به هر دلیلی نرخ سود حقیقی افزایش یابد، می‌تواند در کوتاه‌مدت با کاهش مخارج خانوارها و بنگاه‌ها و با ایجاد رکود در بازار دارایی‌ها سبب کاهش تورم شود. اگر نرخ سود بالا همراه با کاهش تسهیلات‌دهی بانک‌ها و کاهش رشد نقدینگی باشد که نیروی تورمی را مهار کرده است. اما اگر نرخ سود بالا ناشی از بحران بانکی و تداوم رشد بالای نقدینگی باشد، نیروی تورمی را انباشت می‌کند و به تأخیر می‌اندازد.

نمودار شماره ۶: رابطه بین انحراف از روند نرخ بازده حقیقی اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه و انحراف از روند نرخ تورم نقطه به نقطه، (۱۴۰۴(۵) - ۱۳۹۴(۸))



آنچه در اینجا بررسی شد، شواهدی تجربی از این موضوع است که وجود نرخ سودهای بالا تحت شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی می‌تواند عاملی برای رشد بالای نقدینگی باشد و با تأخیر عاملی برای افزایش نرخ تورم باشد. این بدان معنی نیست که خلق پول بانک‌ها در شرایط معمول نقشی در ایجاد تورم ندارد، بلکه صرفاً تأکید روی این موضوع است که در شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی، نرخ سود بالای سپرده‌ها خود تبدیل به عاملی برای رشد نقدینگی می‌شود و ضمن آنکه برای مدتی این نرخ سود بالا مانع بروز تورم می‌شود، اما نیروی تورمی را انباشت کرده و با تأخیر آن را ظاهر می‌سازد و تورمی شدیدتر از نرخ رشد نقدینگی به بار می‌آورد.

خلق پول بانک‌ها و مفهوم کسری بودجه دولت

در اقتصاد کلان مدرن و به دنبال تحقیقات سارجنت و والاس در دهه ۱۹۸۰ (به سارجنت و والاس (۱۹۸۱) مراجعه کنید) میلادی و پس از آن طرح نظریه مالی سطح قیمت‌ها توسط کاکرین و وودفورد، این موضوع مقبولیت یافته است که تورم یک پدیده مرتبط با سیاست مالی و بدهی دولت است. در این نظریه تأکید می‌شود که این نیاز مالی دولت در قالب تأمین مالی کسری بودجه و توان بازپرداخت بدهی خود است که شکل دهنده نرخ تورم است. درحالی‌که این نظریه از منظر همراه بودن رشد متغیرهای پولی با تورم ابهامی ایجاد نمی‌کند، اولاً ریشه این ارتباط را به کسری بودجه و بدهی دولت

نسبت می‌دهد و ثانیاً نشان می‌دهد که سیاست پولی انقباضی برای کنترل تورم می‌تواند نتیجه متضاد به بار آورد، اگر کسری بودجه و بدهی دولت همچنان سطله مالی را حفظ کند.

در اقتصاد ایران، نظریه مالی توصیف درستی از تورم و خلق پول بانکی است اما به شرطی که به جای تعریف متداول سطله مالی، تعریف گسترده و کاملی متناسب با وضع اقتصاد ایران به کار رود. سطله مالی در تعریف متداول آن بدان معنی است که دولت مخارج و مالیات‌های خود را تصمیم می‌گیرد و مازاد ارزش فعلی مخارج بر مالیات‌ها را در بلندمدت از طریق انتشار پول یا حق‌الضرب به دست می‌آورد. لذا، در این حالت سیاست پولی نقش انفعالی داشته و انتشار پول بانک مرکزی در اصل تأمین کننده توازن بودجه دولت با لحاظ حق‌الضرب به عنوان نوعی درآمد مالیاتی برای دولت است. در این تعریف متداول از سطله مالی، فرض می‌شود مخارج دولت شامل پرداخت‌هایی است که در سند بودجه دولت ثبت شده است و دستور خرج دولت در چارچوب اعداد و ارقام جدول بودجه منعکس می‌شود. این وضعیت برای اقتصادهای پیشرفته و حتی بخش زیادی از اقتصادهای در حال توسعه برقرار است.

اما آیا این تعریف از سطله مالی برای وضعیت اقتصاد ایران قابل قبول است؟ واضح است که اگر مبنای سطله مالی را سند بودجه و ارقام درآمدها و مخارج دولت در نظر بگیریم، فقط بخشی از دستور خرج منجر به خلق پول و نقدینگی را شامل می‌شود. باید توجه شود که در صورت کسری بودجه عمومی دولت و عدم کفایت درآمدهای مالیاتی و نفتی برای تأمین مخارج دولت، چه کسری بودجه از بانک‌ها تأمین شود و چه از بانک مرکزی تأمین شود، منجر به خلق نقدینگی می‌شود. تفاوت در آن است که اگر از بانک مرکزی تأمین شود در کوتاه‌مدت اسباب کاهش نرخ سود می‌شود، درحالی‌که اگر از بانک‌ها تأمین شود، سبب افزایش نرخ سود می‌شود. حتی هنگامی که کسری بودجه دولت از طریق فروش اوراق به اشخاص و نهادهای مالی غیربانکی تأمین مالی می‌شود، فشار بر نرخ سود سبب می‌شود که بانک مرکزی ناچار به مداخله شود و از طریق ریپو و تسهیلات قاعده‌مند ذیل عملیات بازار باز، فشار بر نرخ سود را کاهش دهد. اما این بدان معنی است که کسری بودجه دولت نهایتاً خلق پول را به بانک مرکزی تحمیل می‌کند و این مصداق سطله مالی است. این موضوع چندان متفاوت از بقیه کشورها (حتی کشورهای پیشرفته) نیست، چرا که در کشورهای پیشرفته نیز تأمین کسری بودجه از طریق فروش اوراق و افزایش نرخ بهره، به‌طور معمول بانک مرکزی را ناچار به خرید اوراق قرضه دولت در عملیات بازار باز می‌کند. اما از آنجا که کسری بودجه و بدهی دولت تحت کنترل است، اسباب رشد شدید نقدینگی و تورم نمی‌شود.

اگر استقراض از بانک مرکزی، بانک‌ها و فروش اوراق به نهادهای مالی غیربانکی و اشخاص که نهایتاً به خلق نقدینگی منجر می‌شود، نوعی سلطه مالی است، دلیل آن است که دولت دستور خرجی می‌دهد که این دستور خرج با خلق نقدینگی تأمین می‌شود و تورم حاصله در واقع معلول دستور خرج دولت یا سلطه مالی است. طبیعی است، هرچه شدت سلطه مالی یا شدت دستور خرج بیشتر باشد، خلق نقدینگی حاصل از آن هم شدیدتر بوده و به تبع آن تورم هم بیشتر خواهد بود. اما آنچه در ایران برقرار است، نوعی از سلطه مالی است که ما از آن با عنوان سلطه مالی عام (Generalized Fiscal Dominance) از آن نام می‌بریم. علاوه بر دستور خرج دولت در قالب بودجه عمومی، هرگونه مجوز و تفویض دستور خرجی که منجر به خلق نقدینگی شود و دولت با آن کنار آید، بخشی از این سلطه مالی عام است. به عنوان نمونه، در نظر بگیرید که یک شرکت تسهیلاتی گرفته است و عملاً قادر به بازپرداخت اصل و سود آن نیست و در عین حال به دلیل ارتباط مدیریتی یا ملاحظه اجتماعی، دولت به‌طور صریح یا ضمنی بانک‌ها را وادار می‌کند که تسهیلات را برای آن شرکت امهال کنند. همانطور که در قسمت قبل توضیح داده شد، این شیوه امهال سبب از کار افتادن جریان هدم نقدینگی می‌شود و بانک‌ها بدون آنکه تسهیلات جدیدی اعطا کنند در حال خلق نقدینگی هستند. اما اگر به خوبی توجه شود، آشکار است که این ماهیتاً با سلطه مالی که قبلاً اشاره شد، تفاوتی ندارد. آن شرکت دارد خرج می‌کند و خرج خود را از طریق امهال تسهیلات امکان‌پذیر می‌کند. پس گویی دولت دستور خرجی را تفویض کرده است که با خلق نقدینگی امکان‌پذیر شده است. در آن صورت، ماهیتاً این تفاوتی با کسری بودجه دولت و دلالت آن برای خلق نقدینگی ندارد. به عنوان نمونه دیگر، تصور کنید که دولت و نمایندگان مجلس در هنگام تصویب لایحه بودجه تکالیفی را به بانک‌ها برای اعطای وام خرید مسکن اقشار کم درآمد تحمیل کنند. اگر تکلیف دولت و مجلس در کار نباشد، بانک‌ها تمایلی به دادن چنین تسهیلاتی ندارند. اما هنگامی که بر اثر تکلیف چنین تسهیلاتی اعطا می‌شود، در واقع نقدینگی خلق می‌شود. باز هم اگر دقت شود، این نیز با سلطه مالی مرتبط با قرض کردن خود دولت هیچ تفاوتی از منظر پولی ندارد. در واقع، گویی دولت دستور خرج کردن (خرید مسکن) صادر کرده است، گرچه مسکن برای خود دولت نیست و این دستور خرج با خلق نقدینگی امکان‌پذیر شده است. به عنوان مثالی دیگر، در نظر بگیرید که طبق اصول حسابداری و همچنین مقررات قانون تجارت یک بانک بر اثر زیان انباشته باید منحل شود و اصطلاحاً وارد فرایند گزیر شود، اما دولت بنا به ملاحظات اجازة وارد شدن بانک مذکور در فرایند گزیر را نمی‌دهد. واضح است که تداوم فعالیت این بانک به معنی وقوع هزینه‌هایی است (چه هزینه بهره سپرده‌ها و چه هزینه‌های اداری بانک) که از محل درآمدهای بانک تأمین نمی‌شود. در

آن صورت، بانک مذکور از طریق استقراض در بازار بین بانکی یا از طریق اضافه برداشت مشکل خود را به تأخیر می‌اندازد. اما اگر دقت شود، در اینجا نیز دستور خرجی رخ می‌دهد که تفویض دولت ورای آن قرار دارد. لذا، باز هم از منظر پولی هیچ تفاوتی با کسری بودجه آشکار خود دولت ندارد. بنابراین، اینکه بانک‌ها نقدینگی خلق می‌کنند و اسباب تورم می‌شوند، چیزی متفاوت از کسری بودجه دولت و سلطه مالی دولت نیست. هرگاه دولت اجازه دهد دستور خرجی تحقق پیدا کند که با خلق نقدینگی توسط بانک‌ها امکان‌پذیر می‌شود، گویی خود دولت خرج کرده است و برای تأمین مالی آن خرج، به خلق نقدینگی متوسل شده است. در آن صورت، سلطه مالی عام در واقع تعمیم مفهوم سلطه مالی برای وضعیتی کشوری مانند ایران است (این بدان معنی نیست که در هیچ جای دنیا چنین چیزی رخ نداده است چرا که بسیاری از کشورهای آمریکای لاتین در مقاطعی با این وضعیت رو به رو بوده‌اند). در این مفهوم از سلطه مالی، هرگونه دستور خرجی که با اذن دولت صورت می‌گیرد یا دولت مجوز خلق نقدینگی برای انجام آن را صادر کرده است، عامل خلق نقدینگی و به تبع آن تورم است. لذا، خلق نقدینگی ناشی از سود بانکی در شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی هم موضوعی خارج از نظریه شناخته شده امروزه تحت عنوان نظریه مالی تعیین سطح قیمت در ارتباط با تورم نیست.

خلاصه و نتیجه‌گیری

در مقاله حاضر به تحلیل چند پدیده مرتبط با هم پرداخته شد. ابتدا به تحلیل و تشریح رابطه بین نرخ سود و خلق پول یا خلق نقدینگی و چگونگی اعطای تسهیلات و خلق سپرده ناشی از اعطای تسهیلات توسط بانک‌ها پرداخته شد. در کنار شکل متداول خلق نقدینگی ناشی از اعطای تسهیلات به چگونگی خلق نقدینگی ناشی از نرخ سود در شرایط عدم بازپرداخت تسهیلات و امهال آنها پرداخته شد. در این تحلیل نشان داده شد که اگر بحران بانکی و ضعف نظارت سبب شود که تسهیلات بازپرداخت نشود و با حساب آرای و شناسایی سود موهومی امهال شوند، آن گاه نیروی خلق نقدینگی ناشی از پرداخت سود سپرده‌ها برقرار است اما نیروی هدم نقدینگی ناشی از پرداخت سود تسهیلات از کار می‌افتد. لذا، در چنین شرایطی با وجود آنکه تسهیلات جدیدی اعطا نمی‌شود، رشد نقدینگی بالا خواهد بود و نرخ سود بالا تبدیل به سازوکاری برای رشد بالای نقدینگی می‌شود. در واقع، رشد تسهیلات و نقدینگی فراتر از رشد اقتصادی در هر صورت پیامد تورمی دارد اما اگر رشد نقدینگی ناشی از امهال تسهیلات غیرقابل بازپرداخت باشد و در عین حال نرخ سود به دلیل جنگ قیمت

بانک‌ها بالا باشد، آنگاه به جای آنکه رشد نقدینگی به سرعت آثار تورمی خود را ظاهر کند، این اثر با تأخیر ظاهر می‌شود.

در قسمت بعدی به تحلیل اثر خلق نقدینگی بانک‌ها در شکل دادن تورم پرداخته شد. در این تحلیل به آنچه در ادبیات اقتصاد کلان نظریه پولی معروف است پرداخته شد و روشن شد که هر گاه خلق نقدینگی ناشی از اعطای تسهیلات فراتر از آنچه باشد که نیاز حقیقی اقتصاد ایجاد می‌کند، به‌طور طبیعی تورم بروز خواهد کرد. در عین حال، به این موضوع پرداخته شد که چگونه در شرایط بحران بانکی و ضعف نظارتی بالا بودن نرخ سود با وجود آنکه رشد بالای نقدینگی را به همراه دارد، به‌طور موقتی نیروی تورمی ناشی از رشد نقدینگی بروز نمی‌کند و انباشته می‌شود تا با تأخیر رخ دهد. برای پی بردن به نقش نرخ سودهای بالا در شرایط بحران بانکی در انباشت نیروی تورمی و بروز آن با تأخیر، شواهدی از اقتصاد ایران ارائه شد. داده‌ها حکایت از آن دارد که در شرایط نرخ سود بالای مرتبط با بحران بانکی، تورم ناشی از رشد نقدینگی با تأخیر رخ می‌دهد، درحالی‌که در شرایط معمول این تأخیر چندان قابل توجه نخواهد بود.

در قسمت آخر به تحلیل نظریه مالی تعیین سطح قیمت‌ها و بسط تحلیل سلطه مالی پرداخته شد تا اولاً روشن شود که در اقتصاد ایران نیز نظریه مالی تعیین قیمت و ریشه داشتن تورم در سلطه مالی تأیید شود و ثانیاً روشن شود که در اقتصاد ایران مفهوم سلطه مالی گسترده‌تر از آنچه است که در ادبیات مطرح شده است. با گسترش مفهوم سلطه مالی برای اقتصاد ایران، روشن شد که خلق پول و نقدینگی بانک‌ها در شرایط بحران بانکی و نرخ سود بالا نیز در اصل نوعی تفویض دستور خرج توسط دولت است و همانند دستور خرج منجر به کسری بودجه دولت پیامد تورمی دارد.

منابع و مأخذ

- ۱- رحمانی، تیمور. (۱۴۰۰). «پول: یک کتاب درسی پول و بانکداری»، نشر نور علم.
- 1- Ando, A. and Modigliani, F. (1965). The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier, *The American Economic Review*, 55(4), 693-728.
- 2- Ando, A. and Modigliani, F. (1965). Reply to Ando and Modigliani and to DePrano and Mayer: Rejoinder, *The American Economic Review*, 55(4), 786-790.
- 3- Calomiris, C. W. and Haber, S. H. (2014). Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit, *Princeton University Press*.

- 4- Cochrane, J. H. (2023). The Fiscal Theory of the Price Level, **Princeton University Press**.
- 5- DePrano, M. and Mayer, T. (1965). Tests of the Relative Importance of Autonomous Expenditures and Money, **The American Economic Review**, 55(4), 729-752.
- 6- Friedman, M. and Meiselman, D. (1965). Replay to Ando and Modigliani and to DePrano and Mayer, **The American Economic Review**, 55(4), 753-785.
- 7- Hirakata, N., Sudo, N., Takei, I. and Uedo, K. (2016). Japan's Financial Crises and Lost Decade, **Japan and the World Economy**, Vol. 40, December, 31-46.
- 8- McLeay, M., Radia, A and Thomas, R. (2014). Money Creation in the Modern Economy, **Bank of England, Quarterly Review**, 14-27.
- 9- Mishkin, F. S. (2022). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Thirteenth Edition, **Pearson Education Limited**.
- 10- Sargent, T. J. and Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, Quarterly Review, **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, Vol. 5, Fall.
- 11- Walsh, C. E. (2017). Monetary Theory and Policy, **Fourth Edition, The MIT Press**.
- 12- Woodford, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability, **Journal of Money, Credit, and Banking**, 33(3), 669-728.