سی‌وسومین همایش بانکداری اسلامی: علل ناترازی بانک‌ها و راه‌های برون‌رفت از آن- هدایت اعتباری و رشد بدون تورم
۷ و ۸ شهریور ماه ۱۴۰۲، صص. ۱۰۷-۱۳۰

معمای رشد نقدینگی و کمبود نقدینگی بنگاه‌ها در ایران

تیمور رحمانی[۱]
شیرکو سهرابی[۲]

چکیده

یکی از مباحث داغ سیاستگذاری در ایران همواره این بوده که محدودیت نقدینگی برای بنگاه‌ها از با اهمیت‌ترین مشکلات بخش تولید است و در نتیجه، همواره فشاری بر نظام بانکی وجود داشته که با گسترش تسهیلات و اعتبارات به‌رفع این تنگنا کمک کرده و اسباب رشد اقتصادی را فراهم سازد. این در حالی است که رشد اعتبارات و رشد نقدینگی در اقتصاد ایران بسیار بالا بوده و عامل اصلی در تورم بلندمدت ایران است. در این نوشتار تلاش شده تا به‌صورت تئوریک توضیح داده شود که مشکلی تحت عنوان کمبود نقدینگی بنگاه‌ها یک مشکل واقعی و صرفاً ناشی از اصطکاکات بخش مالی اقتصاد نیست، بلکه ناشی از اختلال قیمتی است که با پایین نگه‌داشتن قیمت تسهیلات یا نرخ سود ایجاد شده است. در عین حال، به ارایه شواهد غیرمستقیمی پرداخته شده که رشد اعتبارات و نیز رشد نقدینگی، نقشی در ایجاد رشد اقتصادی نداشته‌اند. در آن صورت، تلاش برای گسترش تسهیلات و در نتیجه رشد نقدینگی، نه تنها قادر به‌رفع به اصطلاح کمبود نقدینگی بنگاه‌ها نیست، بلکه با تشدید تورم و کاهش نرخ سود حقیقی و افزایش تقاضای تسهیلات، مشکل اشاره شده تشدید نیز خواهد شد.

واژه‌های کلیدی: رشد نقدینگی، کمبود نقدینگی، اختلال قیمتی

JEL: E43, E52, E41

---

[۱] هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران، (نویسنده مسئول)؛ trahmani@ut.ac.ir
[۲] کارشناس ارشد علوم اقتصادی

مقدمه

گزاره شناخته شده‌ای در ایران رایج است و مبنای فشار به نظام بانکی و سیاستگذار پولی است به‌این مضمون که: **یکی از معضلات اصلی فعالیت اقتصادی بنگاه‌ها، کمبود نقدینگی است و کمبود نقدینگی عامل رکود و فقدان رشد اقتصادی است.** این در حالی است که متوسط رشد نقدینگی در طول دوره ۱۴۰۱-۱۳۳۸ برابر با ۲۵.۳ درصد بوده است. با توجه به این‌که متوسط رشد نقدینگی حدود ۲۵ درصد (تقریباً به‌معنی متوسط رشد سمت چپ ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری) است و با توجه به این‌که سمت چپ و راست ترازنامه به یک اندازه رشد می‌کنند و قلم اصلی سمت راست ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری همان تسهیلات اعطایی نظام بانکی است (نباید فراموش کرد که حتی بخشی از سرمایه‌گذاری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از نظر ماهیت، تفاوتی با تسهیلات ندارد)، پس می‌توان رشد تسهیلات نظام بانکی را نیز در حدود همان ۲۵ درصد در نظر گرفت. آنگاه، بلافاصله این پرسش مطرح می‌شود که: چگونه اعتبارات نظام بانکی سالانه چنین رشد بالایی را تجربه می‌کند و با این حال، همواره بنگاه‌ها با کمبود منابع مالی و کمبود نقدینگی مواجهند؟ همچنین، بلافاصله پرسش بعدی مطرح می‌شود دال بر این‌که: رشد تسهیلات نظام بانکی چه مقدار باید باشد که بنگاه‌ها با کمبود نقدینگی مواجه نشوند؟ آیا تضمینی وجود دارد که اگر رشد تسهیلات تشدید شود، مشکل کمبود نقدینگی بنگاه‌ها رفع شود یا این‌که می‌تواند به تشدید مشکل مذکور ختم شود؟

تحلیلگری که به ابزارهای تحلیلی علم اقتصاد مجهز باشد، به‌محض این‌که صحبت از کمبود و به‌طور مشخص کمبود نقدینگی بنگاه‌ها شود، بلافاصله سراغ جعبه آچار تئوریک خود می‌رود و ریشه مشکل را به‌شکل زیر استخراج می‌کند. نخست این‌که، نه فقط در ایران، بلکه در کل جهان، تسهیلات یا اعتبارات بانکی دارای نوعی نظام جیره‌بندی است. به این معنی که همه متقاضیان اعتبارات بانکی قادر به گرفتن اعتبار نخواهند بود و یک دلیل این موضوع وجود اطلاعات نامتقارن است که بانک‌ها را از اعطای اعتبار به‌متقاضیان بازمی‌دارد، حتی اگر قیمت بالا هم بابت آن اعتبار بپردازند. چرا که ریسک نکول را نیز مورد توجه قرار می‌دهند. دوم این‌که، دلالت استاندارد کمبود در هر بازاری می‌تواند ناشی از پایین نگه‌داشتن دستوری و شبه دستوری قیمت در بازار مذکور باشد. اگر نرخ بهره را قیمت تسهیلات یا اعتبارات بانکی در نظر بگیریم، کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها دقیقاً می‌تواند به‌معنی پایین بودن نرخ بهره باشد و این‌که به طریقی مانع از کارکرد نظام قیمت برای حذف کمبود (به تعبیر اقتصاددانان، اضافه تقاضا) اعتبار شده‌ایم. در آن صورت، این تصور که بنگاه‌ها مشکل کمبود نقدینگی دارند، می‌تواند در اساس، زیر سؤال باشد. چرا که با اجازه دادن به‌نظام قیمت برای ایجاد تعادل بین عرضه و تقاضا،

این مشکل کمبود نقدینگی بنگاه‌ها نیز موضوعیت خود را از دست می‌دهد. در اصل، پایین نگه‌داشتن پیوسته نرخ بهره سبب شده بنگاه‌هایی شکل بگیرند که در غیاب پایین نگه‌داشتن نرخ بهره، شکل نمی‌گرفتند تا کمبود نقدینگی بنگاه‌ها موضوعیت داشته باشد.

گر چه کمبود نقدینگی بنگاه‌ها، آن هم نه در مقطعی کوتاه، بلکه طی دهه‌ها دارای همان تحلیلی است که به آن اشاره شد. اما نباید از یک احتمال تئوریک غافل بود و آن هم شوک‌های برون‌زای هزینه وارده به اقتصاد است (مانند آنچه به‌هنگام تحریم و جهش شدید نرخ ارز و هزینه‌های مرتبط با تجارت خارجی بروز می‌کند) که سبب می‌شود هزینه‌های بنگاه‌ها دچار جهش شود. و چون بنگاه‌ها هزینه‌ها را قبل از فروش و کسب درآمد متحمل می‌شوند، برای دوره گذار تعدیل قیمت در واکنش به شوک هزینه، با جهش نیاز سرمایه در گردش مواجه می‌شوند و در چنین حالتی به‌طور مقطعی تشدید نیاز به تسهیلات بروز می‌کند و می‌تواند به‌معنی کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها تفسیر شود.

در مقاله حاضر به تحلیل رشد بالای نقدینگی و کمبود نقدینگی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران می‌پردازیم و شواهدی غیرمستقیم ارایه می‌کنیم که نشان دهد کمبود نقدینگی عمدتاً ناشی از یک اختلال قیمتی است و در عین حال شواهدی ارایه می‌شود دال بر این‌که مسیر رشد اقتصادی اساساً از بالا یا پایین بودن رشد تسهیلات متأثر نیست، بلکه در ایران با رشد پایین بهره‌وری، رشد اقتصادی عمدتاً ناشی از رشد عواید منابع طبیعی است که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و از طریق انتقال تکنولوژی و امکان‌پذیری واردات تجهیزات سرمایه‌ای و همچنین مواد اولیه و واسط، سبب ایجاد رشد اقتصادی در ایران می‌شود. در قسمت بعدی، تحلیل تئوریک ورای رشد بالای نقدینگی و کمبود نقدینگی بنگاه‌ها را ارایه می‌کنیم. در قسمت سوم، به ارایه شواهدی از اقتصاد ایران می‌پردازیم که نشان دهیم رشد تسهیلات و اعتبارات، نقش با اهمیتی در رشد اقتصادی ایران بازی نمی‌کند. در قسمت چهارم به ارایه نتایج برخی مطالعات در ارتباط با اثر رشد تسهیلات و رشد نقدینگی بر رشد اقتصای ایران می‌پردازد. در بخش پنجم نیز به‌جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی می‌پردازیم.

تحلیل نظری رشد بالای نقدینگی و کمبود نقدینگی بنگاه‌ها

اقتصاد را علم تخصیص بهینه منابع کمیاب نام نهاده‌اند. به این معنی که چون خواسته‌های انسان نامحدود است و منابع انسان در مقایسه با آن محدود، پس انسان تلاش دارد که در انتخاب میان برآورده کردن خواسته‌های خود با توجه به محدودیت منابع، به بهترین انتخاب ممکن از نظر خود دست یابد. این تعریف، هم به این اشاره دارد که به‌هنگام تحلیل پدیده‌های اقتصادی باید توجه داشت که

عاملان اقتصادی می‌کوشند در چهارچوب محدودیت منابع خود به‌نحو بهینه به تخصیص منابع بپردازند (بیشترین منفعت را کسب کنند) و هم دارای این دلالت هنجاری است که سیاست‌گذار در مداخله خود برای اثرگذاری بر تخصیص منابع باید به‌گونه‌ای رفتار کند که در چهارچوب محدودیت منابع به‌نحو بهینه به تخصیص منابع بپردازد. اما آیا عاملان اقتصادی، یک ریاضیدان و یک اَبَرکامپیوتر هستند که تشخیص دهند محدودیت منابع چه اندازه است و چه تخصیص منابعی را می‌توان تخصیص بهینه نامید؟ واضح است که چنین نیست. اما در عین حال، علم اقتصاد ادعا دارد که رفتار غالب و مسلط افراد جامعه –چه در قالب رفتار شخص حقیقی و چه در قالب رفتار شخص حقوقی– نوعی رفتار بهینه‌یابی است. اگر چنین است، چه چیزی در مورد خواسته‌های بشر در مقایسه با منابع در اختیار بشر به عاملان اقتصادی راهنما و علامت‌دهنده است. علم اقتصاد ادعا دارد که به‌طور رایج قیمت این کارکرد را به‌عهده دارد. هنگامی که بازار از نوع رقابتی است و آزادی فعالیت اقتصادی و آزادی ورود و خروج در بازار یک کالا برای تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان وجود دارد و به‌شرط آن‌که موارد شکست بازار وجود نداشته باشد، آنگاه قیمتی که در بازار شکل می‌گیرد، انعکاس خواسته‌ها و تمایل به پرداخت خریداران در مقایسه با امکانات تولید و عرضه کالای مورد نظر در بازار است. برای مثال، این‌که الماس قیمت بسیار بالایی دارد، انعکاس آن است که امکان عرضه آن در مقایسه با خواسته و میل به داشتن الماس بسیار اندک است. یا مثلاً، اگر در حال حاضر در ایران افرادی حاضر هستند ۵۰۰ میلیون ریال بابت یک گوشی پرداخت کنند که ممکن است چندان ضروری هم به‌نظر نرسد و در مقابل برای پرداخت ۱۰۰ هزار ریال بابت خرید یک بطری آب (که براساس آیات قران کریم حیات موجودات بر آن بنا شده است) غُر می‌زنند، انعکاس آن است که امکان عرضه اولی نسبت به خواسته و تمایل مصرف‌کنندگان در مقایسه با دومی بسیار کمتر است. بنابراین، در یک بازار رقابتی و بدون موارد شکست بازار، قیمت به عرضه‌کنندگان علامت می‌دهد که تمایل به پرداخت مصرف‌کنندگان چگونه است و آیا هزینه‌های تولید و تدارک کالا و سود مناسب را فراهم می‌کند یا خیر. در عین حال، قیمت به مصرف‌کنندگان علامت می‌دهد که آیا فایده و منفعتی که از کالا می‌برند، پرداخت بابت کالا و مصرف آن را توجیه می‌کند یا خیر. به‌همین دلیل است که در علم اقتصاد ادعا می‌شود قیمت شکل گرفته از تعادل عرضه و تقاضا، بالاترین رفاه اجتماعی را فراهم می‌کند. در آن صورت، هنگامی که تقاضا برای کالایی در مقایسه با عرضه آن کالا بسیار بالاست، مشکل اضافه تقاضا (به‌تعبیر عامیانه کمبود کالا) بروز می‌کند. در چنین وضعیتی، قیمت شروع به افزایش می‌کند تا کالا به کسانی برسد که کالا را ارزشمندتر تلقی می‌کنند. البته این‌که کالا به کسانی می‌رسد که آن را ارزشمندتر تلقی می‌کنند، تردیدناپذیر است، اما

الزاماً به‌معنی وجود عدالت در بهره‌مندی از کالاها نیست. به‌همین دلیل، هنگامی که دولت بخواهد در مسیر عدالت اقداماتی انجام دهد، ارجح آن است که کارکرد قیمت را مختل نکند. در چنین حالتی، کمبود پیوسته کالا در علم اقتصاد ناممکن است، زیرا قیمت نهایتاً عرضه و تقاضا را برابر خواهد کرد.

با توجه به آنچه در مورد کارکرد قیمت و مفهوم کمبود کالا در حالت کلی بیان شد، آیا می‌توان از تحلیل تئوریک مربوط، به فهم کمبود نقدینگی بنگاه‌ها با وجود رشد بالای نقدینگی هم رسید؟ در حالت کلی، جواب مثبت است و صرفاً نیازمند تبصره‌هایی برای تکمیل آن است.

نخست، به‌تحلیل تئوریک از علت رشدهای بالای حجم نقدینگی در اقتصاد ایران بپردازیم که بیش از پنج دهه است که ادامه دارد. (باید توجه داشت که بالاترین رشد حجم نقدینگی و پایه پولی، هر دو در میانه دهه ۱۳۵۰ اتفاق افتاد و رشدهای بالای نقدینگی از آن زمان تداوم داشته است.) پس از آن به این موضوع می‌پردازیم که چگونه در چنین وضعیتی موضوعی تحت عنوان کمبود نقدینگی بروز می‌کند.

گر چه در طول بیش از پنج دهه گذشته در جلوه بیرونی و منتفعین حاصل از مداخله دولت در اقتصاد، تغییرات قابل توجهی وجود داشته، اما یک اصل تئوریک عمومی بر کل مداخله‌گرایی دولت و دلالت آن برای رشد نقدینگی وجود داشته است. از اواخر دهه ۱۳۴۰ این توهم در تفکر سیاستگذاری اقتصادی در ایران پدیدار شد که دولت قادر است اقتصاد در حال توسعه ایران را (که اتفاقاً در دهه ۱۳۴۰ به‌خوبی در حال رشد بود و نقش بخش خصوصی در آن رشدِ بالا، بسیار چشمگیر بود)، به‌سرعت به اقتصادی توسعه یافته تبدیل کند و این توهم را ایجاد کند که توان نامحدود برای ایجاد رفاه دارد. بر همین اساس بود که ایران و کره جنوبی که تقریباً در دهه ۱۳۴۰ مشابه هم پیش می‌رفتند، در شروع دهه ۱۳۵۰، ایران چشم‌انداز خود را نه آینده کره جنوبی، بلکه وضع موجود ژاپن در آن زمان ترسیم می‌کرد. نتیجه این توهم آن بود که ایران از همان آخر دهه ۱۳۴۰ و ابتدای دهه ۱۳۵۰، **ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید** را آغاز کرد. و این توان خرج کردن، هم در بودجه دولت و انبساط شدید آن نمایان شد (برای اجرای طرح‌های بلند پروازانه عمرانی و رفاهی)، هم به‌شکل تفویض قدرت ایجاد خرج کردنِ خود به بخش غیردولتی از طریق توان خلق اعتبار نظام بانکی. اما از نظر تئوریک چگونه یک کشور می‌تواند توان خرج کردن فراتر از توان تولید خود را ایجاد کند؟ پاسخ ساده است. در حالت کلی، چون ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید به‌معنی ایجاد تقاضا برای مجموع کالاها و خدمات بیش از عرضه کالاها و خدمات تولید شده در اقتصاد است، سه راه وجود دارد که یک کشور

توان خرج کردن فراتر از توان تولید خود را ایجاد کند که البته در هر سه روش نیز خلق اعتبار نظام بانکی شرط لازم آن است.

راه نخست آن است که یک کشور نسبت به استقراض از خارج یا در حالت کلی‌تر به مقروض شدن به جهان خارج اقدام کند. اگر یک اقتصاد در غیاب مقروض شدن به جهانِ خارج معادل ۱۰۰۰ واحد پولی تولید می‌کند و در نتیجه نهایتاً معادل ۱۰۰۰ واحد پولی هم درآمد و توان خرج کردن ایجاد می‌کند، در صورت مقروض شدن به جهان خارج می‌تواند همچنان ۱۰۰۰ واحد تولید کند، اما معادل ۱۲۰۰ واحد پولی درآمد و توان خرج کردن ایجاد کند. اما در آن صورت، معادل ۲۰۰ واحد پولی، اضافه تقاضا برای کالاها و خدمات ایجاد می‌شود. چگونه این اضافه تقاضاها مرتفع می‌شود؟ پاسخ روشن است. مقروض شدن به جهان خارج این امکان را می‌دهد که این کشور در قبال ۲۰۰ واحد مقروض شدن به جهان خارج، معادل ۲۰۰ واحد کالاها و خدمات در قالب واردات انجام دهد و به این ترتیب تعادلی بین عرضه و تقاضای کالاها و خدمات ایجاد کند. اما واضح است که این روش فقط به‌صورت مقطعی امکان‌پذیر است و برای کشوری بدون ارز جهان روا امکان تداوم طولانی‌مدت ندارد و سررسید شدن بدهی خارجی نه تنها این امکان را از آن کشور سلب می‌کند، بلکه می‌تواند سبب بحران ارزی و پیامدهای ناگوار آن شود. تجربه بدهی خارجی کشورهای آمریکای لاتین و بحران‌های ارزی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان آن‌ها در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ از مصادیق بارز و مؤید این موضوع است. تجربه سررسید شدن بدهی خارجی ایران در ابتدای دهه ۱۳۷۰ (گر چه در مقایسه با آمریکای لاتین ابعاد بسیار کوچک‌تری داشت) و بحران ارزی نیز مصداق این موضوع است.

روش دومی که یک کشور می‌تواند توان خرج کردن فراتر از توان تولید خود ایجاد کند، بهره‌برداری و تهی‌سازی منابع طبیعی و ثروت‌های خدادادی است که آن کشور بیش از سایر کشورها دارد. باز هم فرض کنید که در غیاب بهره‌مند بودن از ثروت طبیعی و همچنین با فرض این‌که کشور به جهان خارج مقروض نشود، معادل ۱۰۰۰ واحد پولی تولید کند و در نتیجه معادل ۱۰۰۰ واحد پولی نیز درآمد و توان خرج کردن ایجاد کند. در آن صورت، عرضه و تقاضای مجموع کالاها و خدمات در این کشور برابر بوده و مشکلی در آن کشور بروز نمی‌کند. حال، در نظر بگیرید که این کشور از وفور ثروت طبیعی بهره‌مند باشد که امکان این را فراهم می‌کند همچنان ۱۰۰۰ واحد پولی تولید کند، اما معادل ۱۲۰۰ واحد پولی درآمد و توان خرج کردن ایجاد کند. باید توجه داشت که ثروت طبیعی و خدادادی بخشی از تولید آن کشور نیست و حاصل تلاش و فعالیت تولیدی آن کشور به‌حساب نمی‌آید. (همین موضوع، علت عدم محاسبه رانت منابع طبیعی در تولید ناخالص داخلی یک کشور است.) اما اگر این

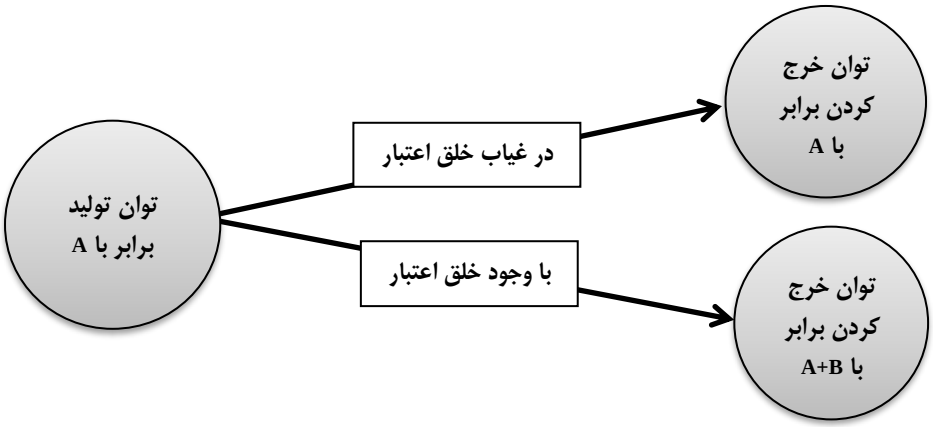
کشور ۱۰۰۰ واحد پولی کالا و خدمات تولید کند و ۱۲۰۰ واحد پولی توان خرج کردن ایجاد کند، اضافه تقاضا برای کالاها و خدمات بروز می‌کند. چگونه این اضافه تقاضا مرتفع می‌شود؟ پاسخ روشن است. این کشور می‌تواند معادل ۲۰۰ واحد ثروت خدادادی را به خارجیان بفروشد و در عوض از آن‌ها کالا و خدمات خریداری کرده و واردات داشته باشد و به این ترتیب اضافه تقاضا را مرتفع سازد. این کار نیز گرچه امکان‌پذیر است، اما برای مدت طولانی قابل دوام نیست. دلیل آن است که اولاً، ثروت خدادادی بی‌نهایت نیست. ثانیاً، آنچه تحت عنوان اثر آزمندی (Voracity Effect) مشهور است، سبب می‌شود در کشوری با افزایش عواید منابع طبیعی، تمایل به ایجاد توان خرج کردن، شدیدتر از رشد درآمد حاصل از ثروت خدادادی رشد کند. (Tornell and Lane: 1999) و ثالثاً، توسل به‌درآمد حاصل از فروشِ ثروت خدادادی سبب می‌شود ارزش پول آن کشور در مقابل پول‌های خارجی به‌طور تصنعی بالا نگه داشته شود و توان رقابتی کشور و توان تولید کشور را تحلیل ببرد که به‌بیماری هلندی مشهور است. (The economist: 1977) و آنگاه به‌مرور، شکاف تقاضا و تولید کشور را عمیق‌تر کرده و تداوم اتکا به فروش ثروت خدادادی برای پُر کردن شکاف عرضه و تقاضا را ناممکن می‌سازد. این دقیقاً انعکاس وضعیت اقتصاد ایران در دهه ۱۳۵۰ و دهه ۱۳۸۰ است که توسل به فروش ثروت خدادادی نفت برای امکان‌پذیر کردن ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید، نتوانست مدت زیادی ادامه یابد و فشار اضافه‌تقاضا، اسباب افزایش قیمت‌ها را فراهم ساخت.

راه سوم که یک کشور می‌تواند توان خرج کردن فراتر از توان تولید خود ایجاد کند، توسل به توان خلق اعتبار و خلق نقدینگی توسط نظام بانکی (بانک مرکزی، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری) و ایجاد تورم و در نتیجه، کسب مالیات تورمی است. فرض کنید در غیاب مقروض شدن به جهان خارج و در غیاب فروش ثروت خدادادی، یک کشور معادل ۱۰۰۰ واحد پولی کالا و خدمات تولید کند و معادل ۱۰۰۰ واحد پولی درآمد و توان خرج کردن ایجاد کند. واضح است در چنین وضعیتی در مجموع عرضه و تقاضای کالاها و خدمات برابر هستند و مشکلی وجود نخواهد داشت. اما حال، در نظر بگیرید که این کشور همان معادل ۱۰۰۰ واحد پولی کالا و خدمات تولید کند، اما معادل ۱۲۰۰ واحد پولی درآمد و ایجاد توان خرج کردن ایجاد کند و در عین حال، فرض کنید که اگر مقروض شدن به‌جهان خارج و فروش ثروت خدادادی برای این کشور وجود نداشته باشد، چگونه چنین چیزی ممکن است؟ اگر یک کشور معادل ۱۰۰۰ واحد پولی کالا و خدمات تولید می‌کند، معادل ۱۰۰۰ واحد پولی نیز درآمد بین عوامل تولید درگیر در تولید آن کالاها و خدمات ایجاد شده است. اما در این کشور این امکان وجود دارد که مثلاً دولت حقوق کارکنان خود را معادل ۲۰۰ واحد پولی افزایش دهد

یا معادل ۲۰۰ واحد پولی صرف ایجاد ساختمان‌های جدید برای تشکیلات اداری در حال گسترش خود کند و درآمدی هم برای تأمین آن نداشته باشد، بلکه با توسل به‌خلق پول، این ۲۰۰ واحد پولی را تأمین کند. به‌همین ترتیب، این امکان وجود دارد که دولت به بانک‌ها تکلیف کند که معادل ۲۰۰ واحد پولی به برخی بنگاه‌های مورد حمایت دولت وام داده شود و به این ترتیب، معادل ۲۰۰ واحد پولی، پول جدید خلق شود. به‌همین ترتیب، این امکان وجود دارد که دولت قدرت خلق پول خود را به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تفویض کند و نظارت چندانی هم بر آن‌ها نداشته باشد و در نتیجه آن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معادل ۲۰۰ واحد پولی به بنگاه‌های وابسته به خود وام و اعتبار دهند و معادل ۲۰۰ واحد پول جدید خلق کنند –می‌توان راه‌های متعدد خلق پول توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را برشمرد. این‌گونه است که امکان ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید در اقتصاد وجود دارد. (در واقع، در مثال ما از ۱۲۰۰ واحد پولی ایجاد درآمد و توان خرج کردن، معادل ۱۰۰۰ واحد پولی آن ناشی از تولید کالا و خدمات بوده و ۲۰۰ واحد پولی نیز ناشی از توان خلق پول نظام بانکی بوده است).

این راه سوم چه وجه اشتراک و چه تفاوتی با دو روش قبلی دارد؟ وجه اشتراک این روش با دو روش قبلی آن است که در هر سه روش این توان خرج کردن بیش از توان تولید می‌تواند و در عمل چنین است که با خلق اعتبار و پول توسط نظام بانکی همراه است. در شکل شماره (۱)، چگونگی ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید از طریق خلق اعتبار در مقایسه با فقدان خلق اعتبار نشان داده شده است. در غیاب خلق اعتبار، دقیقاً معادل ارزش تولیدی که رخ داده، توان خرج کردن ایجاد می‌شود. اما با وجود خلق اعتبار این امکان وجود دارد که بیش از ارزش تولیدی که رخ داده، توان خرج کردن ایجاد شود. تفاوت روش سوم با دو روش قبلی در آن است که در روش سوم چون امکانی برای پُر کردن شکاف عرضه و تقاضا در این اقتصاد وجود ندارد، افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و بروز تورم اجتناب‌ناپذیر است. به‌همین دلیل است که در اقتصاد ایران به‌هنگام پایین بودن درآمد حاصل از فروش ثروت خدادادی نفت و در غیاب امکان استقراض از جهان خارج، خلق اعتبار و رشد نقدینگی تقریباً به رشد مشابهی در قیمت‌ها انجامیده و میزان تورم و رشد نقدینگی بسیار به‌هم نزدیک بوده‌اند. اما وقوع تورم بدان معنی است که اگر دولت ورای ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید در اقتصاد قرار داشته، گویی با گرفتن مالیات تورمی، آن ایجاد توان خرج کردن را از طریق توان خلق اعتبار و پول نظام بانکی، از جیب آحاد جامعه تأمین کرده و توازن دخل و خرج و توازن عرضه و تقاضا در اقتصاد اعاده شده است.

شکل شماره ۱



در طول دوره ۱۴۰۱-۱۳۵۰ که متوسط رشد نقدینگی در ایران به‌طور قابل‌توجهی بالا بوده، این ایجاد توان خرج کردن به‌طور محسوس فراتر از توان تولید، کم‌وبیش تداوم یافته، گر چه در مقاطعی اندکی تشدید شده یا تخفیف یافته است. (این‌که در این دوران، متوسط ساده رشد نقدینگی ۲۷.۵ درصد و متوسط ساده رشد تولید ناخالص داخلی ۲.۶ درصد بوده، به‌خوبی گویای ایجاد توان خرج کردن بسیار فراتر از توان تولید اقتصاد ایران بوده است.) اگر سال‌های دوران جنگ تحمیلی را کنار بگذاریم که دولت ناچار بوده عمدتاً برای تأمین مخارج جنگ به ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید اقتصاد و در نتیجه، ایجاد تورم و نیز کسب مالیات تورمی از توان خلق اعتبار و پول نظام بانکی استفاده کند، در بقیه دوره طولانی ۵ دهه گذشته نوعی توزیع رانت، ورای این ایجاد توان خرج کردن فراتر از توان تولید، متکی به خلق پول و نقدینگی بوده است. در دهه ۱۳۵۰ با انبساط خیره‌کننده مخارج دولت، نوعی رانت به‌شکل حقوق و مزایای کارکنان و به‌طور چشمگیرتر به‌شکل پرداختی به پیمانکاران دولت توزیع شد و همچنین، به‌شکل بهره‌مندی کسب‌وکارهایی که از وام‌ها و اعتبارات بانکی بهره‌مند شدند. پس از جنگ نیز همان داستان‌های دهه ۱۳۵۰ تداوم یافت با این تفاوت که بانکداری، دولتی بود و نقش توزیع رانتِ خودِ دولت، چشمگیر بود. با ورود به دهه ۱۳۸۰، علاوه بر توزیع رانت، مشابه دهه ۱۳۵۰، به‌دلیل تضعیف نظام نظارتی، نقش توزیع رانتِ ناشی از توان خلق اعتبار نظام بانکی مجدداً به‌طور چشمگیری افزایش یافت که خود را در افزایش قابل‌توجه ضریب فزاینده خلق نقدینگی نشان داد. در دهه ۱۳۹۰، علاوه بر تداوم توزیع رانت در اشکال قبلی، توزیع رانت حتی به‌شکل رفع ناترازی نظام بانکی در قالب

خلق نقدینگی برای تأمین نرخ سودهای بالای سپرده‌ها نیز سرایت کرد. بنابراین، خلاصه تحلیل تئوریک ورای رشد بالای نقدینگی در اقتصاد ایران طی دوره ۱۴۰۱-۱۳۵۰ آن است که دولت، یا خود یا با تفویض قدرت خلق پول خود به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، این امکان را فراهم کرده که اقتصاد ایران توان خرج کردن فراتر از توان تولید خود را داشته باشد. و این به‌معنی توزیع توان خرج کردن بین افراد جامعه نامبتنی بر نقش آن‌ها در تولید کالا و خدمات است که چیزی جز مفهوم توزیع رانت ندارد. این‌که چرا چنین توزیع رانتی برای دهه‌ها ادامه داشته، نیازمند تحلیلی جداگانه از بازی تخصیص منابع در اقتصاد ایران است که خارج از قلمرو نوشتار کنونی است و به آن پرداخته نمی‌شود.

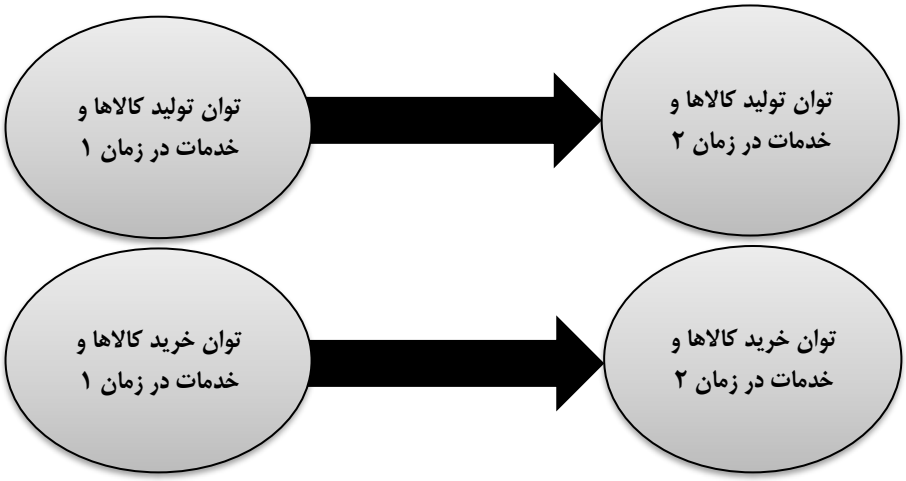
اما اکنون به‌موضوع بعدی می‌پردازیم و آن این‌که چرا با وجود این رشد بالای نقدینگی، از مسئله‌ای تحت عنوان کمبود نقدینگی بنگاه‌ها نام برده می‌شود. برای فهم این موضوع، سه حالت فقدان رشد اقتصادی و در عین حال فقدان خلق پول و اعتبار جدید، وجود رشد اقتصادی و رشد متناسب خلق اعتبار نظام بانکی و وجود رشد اقتصادی و رشد بیش از حد خلق اعتبار نظام بانکی را در نظر می‌گیریم.

حالت اول که رشد اقتصادی وجود ندارد، مصداق وضعیتی است که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد رخ ندهد و در نتیجه توان تولید کالاها و خدمات اقتصاد ثابت بماند. در چنین حالی، حجم مبادلات موجود در اقتصاد ثابت مانده و نیاز به خلق اعتبار و پول جدید نیز وجود نخواهد داشت و پول موجود برای مبادلات اقتصاد کافی است. در این حالت، منابع مالی موجود در اقتصاد با وساطت نهادهای مالی از اشخاصی که مازاد منابع مالی دارند به اشخاصی که با کسری منابع مالی مواجهند (به‌ویژه بنگاه‌ها) با قیمت یا نرخ بهره‌ای که عرضه و تقاضا تعیین می‌کند، منتقل شده و کسب‌وکار اقتصاد در سطح موجود ادامه می‌یابد.

حالت دوم، مصداق وضعیت کشورهای زیادی در سطح جهان است که رشد اقتصادی دارند و در عین حال فاقد تورم هستند. در چنین کشورهایی، سالانه بخشی از درآمد ایجاد شده بر اثر تولید کالاها و خدمات، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود و در نتیجه، توان تولید کالاها و خدمات در چنین اقتصادی در حال افزایش است. از آنجا که توان تولید کالاها و خدمات در حال افزایش است، حجم مبادلاتِ درون اقتصاد نیز در حال افزایش است و در نتیجه، به پول بیشتر برای انجام دادن دادوستدها نیاز است. در عین حال، با توجه به این‌که افزایش توان تولید کالاها و خدمات، محصول تحقق توان کارآفرینی موجود در اقتصاد است که در طول زمان در حال افزایش است و بخشی از این توان کارآفرینی در غیاب نهادهای مالی و به‌ویژه بانک، برای تقبل بخشی از ریسک فعالیت اقتصادی بالقوه قادر به تجهیز منابع مالی برای تحقق توان کارآفرینی نیست، به خلق اعتبار توسط نظام بانکی نیاز دارد. اگر

توان کارآفرینی به‌صورت بالقوه امکان (x) درصد افزایش توان تولید کالاها و خدمات را فراهم می‌کند که نهایتاً با پس‌انداز اشخاص تأمین مالی خواهد شد و خلق اعتبار نظام بانکی نقش کاتالیزوری را در این زمینه بازی می‌کند، آنگاه (x) درصد رشد اعتبار و پول در اقتصاد، دقیقاً متناسب با رشد اقتصادی است. در این حالت، حجم مبادلات در اقتصاد و حجم نقدینگی در اقتصاد که رشد متناسب دارند، سبب دشواری در اقتصاد نمی‌شود، زیرا توان خرج کردن متناسب با توان تولید کالاها و خدمات رشد کرده است. در چنین حالتی، بنگاه‌ها نیز مشکلی تحت عنوان کمبود نقدینگی نخواهند داشت و نرخ بهره به‌گونه‌ای شکل می‌گیرد که سبب می‌شود آن بنگاه‌هایی که پروژه‌های دارای توجیه اقتصادی دارند، منابع مالی را در اختیار بگیرند. بنابراین، در این حالت، رشد اقتصادی اتفاق می‌افتد و تورم نیز بروز نمی‌کند و کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها موضوعیت نخواهد داشت. به‌صورت شماتیک می‌توان این وضعیت را با شکل شماره (۲) نمایش داد.

شکل شماره ۲: رشد اعتبار و نقدینگی متناسب با رشد توان کارآفرینی و رشد اقتصادی

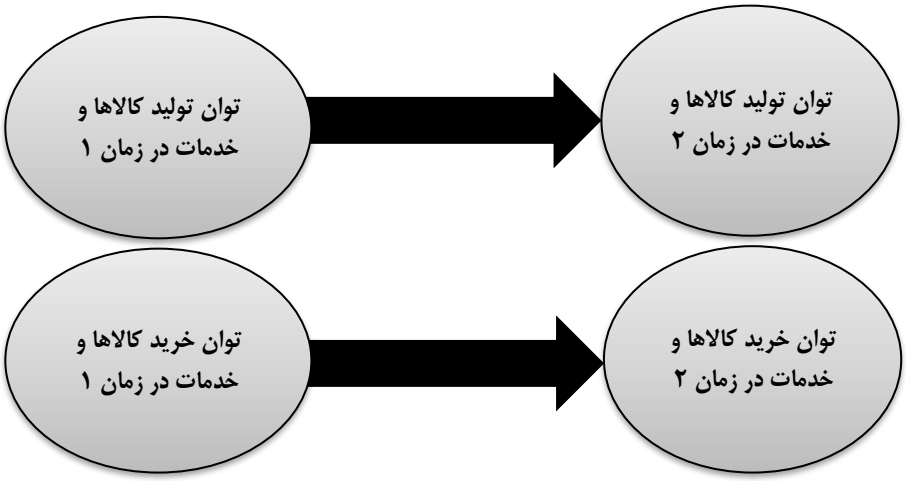


در شکل شماره (۲) با گذشت زمان از ۱ به ۲، اقتصاد به‌دلیل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، رشد می‌کند و توان تولید کالاها و خدمات آن افزایش می‌یابد و در عین حال، توان خرید کالاها و خدمات نیز به‌همان نسبت رشد می‌کند و خلق اعتبار متناسب با رشد اقتصادی سبب می‌شود مقدار نقدینگی موجود در اقتصاد نیز به‌همان نسبت افزایش یابد تا از گسترش حجم مبادلات اقتصادی حمایت کند و در عین

حال، امکان تحقق کارآفرینی موجود در اقتصاد را فراهم سازد. در این حالت و به‌طور معمول، مشکلی تحت عنوان تورم بروز نمی‌کند و نرخ بهره نیز نهایتاً به‌گونه‌ای تعیین می‌شود که بنگاه‌های قادر به پرداخت آن، از منابع مالی و از خلق اعتبار اقتصاد بهره‌مند شوند و سایر بنگاه‌ها نیز انگیزه‌ای برای گسترش سایز فعالیت خود ندارند که موضوعی تحت عنوان کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها ایجاد شود.

حالت سوم، مصداق کشورهایی مانند ایران است که در آن رشد اعتبار و نقدینگی بسیار بیش از رشد اقتصادی است و در نتیجه، هم تورم بروز می‌کند و هم موضوعی تحت عنوان کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها بروز می‌کند. فرض کنیم که توان کارآفرینی اقتصاد و در نتیجه، توان تولید کالاها و خدمات متأثر از پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، سالانه (x) درصد رشد کند. این بدان‌معنی است که این اقتصاد به (x) درصد رشد اعتبار و نقدینگی نیاز دارد. حال، فرض کنید متأثر از سیاست دولت، نرخ بهره یا قیمت منابع مالی پایین‌تر از آنچه بازار ایجاب می‌کند، تعیین شود. (به‌طور معمول، توجیه این است که قصد تشویق تولید و اشتغال وجود دارد.) به‌محض این‌که نرخ بهره یا قیمت منابع مالی پایین‌تر از آنچه عرضه و تقاضا ایجاب می‌کند، تعیین شود، از کارکرد قیمت به‌عنوان علامتی برای کمیابی منابع جلوگیری شده و آن کارکرد مختل شده است. نتیجه چیست؟ به‌طور طبیعی، نتیجه آن است که تقاضای اعتبار بیش از آن چیزی است که پس‌انداز بالفعل و بالقوه اقتصاد حکم می‌کند و مازاد تقاضای اعتبار شکل می‌گیرد. نتیجه آن است که اعتباری اعطا می‌شود بیش از آنچه جریان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری حقیقی و رشد اقتصادی یا توان تولید کالاها و خدمات حکم می‌کند. و الزاماً اعتبار به‌آن بنگاه‌هایی که به‌شدت نیازمند منابع مالی هستند و حاضرند قیمت یا نرخ بهره بازار را هم بپردازند، تعلق نمی‌گیرد. در عین حال، چون تقاضای اعتبارِ بالایی به‌دلیل پایین نگه داشتن نرخ بهره وجود دارد، قطعاً جیره‌بندی اعتبار وجود دارد و همین سبب می‌شود که بخشی از بنگاه‌ها از کمبود نقدینگی گله‌مند باشند. نکته با اهمیت دیگر آن است که پایین نگه داشتن نرخ بهره یا قیمت اعتبار سبب شده پروژه‌ها و بنگاه‌هایی شکل بگیرند که فقط با این نرخ بهره‌های پایین، فعالیت آن‌ها توجیه دارد. اما این بدان‌معنی است که توان تولید کالاها و خدمات بسیار کمتر از اعتبار و نقدینگی رشد می‌کند و در نتیجه، اضافه تقاضا برای کالاها و خدمات بروز می‌کند که پیامد آن افزایش قیمت‌ها و ایجاد تورم است. وقوع تورم، خود سبب کاهش بیشتر نرخ بهره حقیقی و سبب تشدید تقاضای اعتبار می‌شود و مشکل اشاره شده بالا را تشدید می‌کند. این حالت در شکل شماره (۳) نشان داده شده است.

شکل شماره ۳: رشد اعتبار و نقدینگی فراتر از رشد توان کارآفرینی و رشد اقتصادی



شکل شماره (۳) نشان می‌دهد که با رفتن از زمان ۱ به زمان ۲ بر اثر رشد اعتبار و نقدینگی فراتر از رشد توان کارآفرینی و توان تولید کالاها و خدمات، توان خرید کالاها و خدمات بزرگ‌تر از توان تولید کالاها و خدمات است و در نتیجه، اضافه تقاضا برای کالاها و خدمات بروز می‌کند و نتیجه طبیعی آن، افزایش قیمت کالاها و خدمات و در نتیجه بروز تورم است.

بنابراین، به‌طور خلاصه و از منظر تئوریک، دلیل مطرح شدن موضوعی تحت عنوان کمبود نقدینگی بنگاه‌ها آن است که قیمت تسهیلات و منابع بانکی مختل شده و همین موضوع سبب پدیدار شدن اضافه تقاضا برای منابع بانکی شده است که بیان دیگری است از آنچه کمبود نقدینگی نامیده می‌شود. در عین حال، رشد بالای نقدینگی و خلق اعتبار عمدتاً انعکاس نوعی تزریق رانت به درون اقتصاد است که پیامد آن رشد بالای نقدینگی و میزان تورم بالاست. خودِ میزان تورم بالا سبب کاهش نرخ بهره حقیقی یا قیمت حقیقی منابع بانکی شده و اضافه تقاضا برای منابع بانکی را تشدید می‌کند و در نتیجه، احساس کمبود نقدینگی برای بنگاه‌ها و به‌ویژه بنگاه‌های شکل گرفته و متکی به رانتِ منابع ارزان قیمت بانکی را تشدید می‌کند. اگر چنین به موضوع نگاه کنیم، کمبود نقدینگی یک موضوع اقتصاد خُرد از منظر بنگاه‌هاست، در حالی که از منظر اقتصاد کلان، مشکلی تحت عنوان کمبود نقدینگی موضوعیت ندارد. تلاش برای رفع آنچه به ظاهر مشکل کمبود نقدینگی نامیده می‌شود، خود منشأ تداوم رشد بالای نقدینگی و در نتیجه، تورم بالا در اقتصاد ایران محسوب می‌شود.

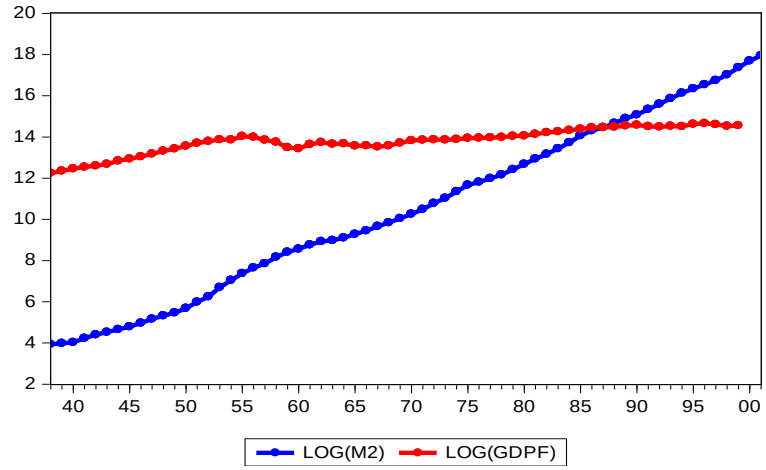
شواهد اقتصاد کلان از رشد اعتبارات، رشد نقدینگی و رشد اقتصادی در ایران

همان‌طور که در قسمت‌های قبل اشاره شد، این تصور در میان دستگاه سیاستگذاری و به‌ویژه در میان کسانی که درکی از تحلیل اقتصاد کلان ندارند، وجود دارد دال بر آن‌که بنگاه‌ها با کمبود نقدینگی مواجهند و این کمبود نقدینگی اسباب کاهش رشد اقتصادی و کاهش اشتغال است. در آن صورت، نخستین درمانی که به ذهن می‌رسد آن است که اعتبارات بانکی باید گسترش یابد و تنگنای فراروی بنگاه‌ها را برطرف کند. این موضوع، هم در وزارتخانه‌ها و به‌ویژه وزارتخانه‌های مرتبط با تولید کالا و خدمات مانند وزارت صمت و کشاورزی، و هم در میان نمایندگان مجلس، حامیان جدی دارد و در عمل نیز مبنای بخش بزرگی از اعطای تسهیلات نظام بانکی کشور بوده است. گر چه استدلال ورای مشکل کمبود نقدینگی، استدلالی ساده و عامه‌پسند است و در غیاب درک اقتصاد کلانِ موضوع، امری بدیهی به‌نظر می‌رسد، اما تحلیلگر مسلط به علم اقتصاد کلان، علاوه بر آن‌که از نظر تئوریک به نقص آن واقف است، با اتکا به داده‌ها نیز می‌تواند باطل بودن استدلال ورای مشکل کمبود نقدینگی و لزوم گسترش تسهیلات برای رفع آن را نشان دهد. همان‌طور که اشاره شد، هنگامی که قیمت تسهیلات پایین‌تر از قیمت تعادلی باشد، به‌طور طبیعی اضافه تقاضا برای تسهیلات وجود دارد و در نتیجه، برخی از بنگاه‌ها قادر به دریافت تسهیلات نخواهند بود –در حدی که متقاضی هستند– و در نتیجه، خیلی ساده می‌توان از منظر اقتصاد خُرد ادعا کرد که کمبود نقدینگی وجود دارد. آنگاه، خیلی ساده ممکن است نتیجه‌گیری شود که باید تسهیلات گسترش یابد تا کمبود نقدینگی را رفع کند و اگر چنین نشود، رشد اقتصادی کاهش می‌یابد. اما همان‌طور که اشاره شد، تحلیلگر مجهز به اقتصاد کلان به‌خوبی آگاه است که کمبود نقدینگی صرفاً موضوعی ناشی از پایین نگه‌داشتن نرخ بهره و قیمت تسهیلات است و تلاش برای گسترش تسهیلات نیز به تشدید این مشکل می‌انجامد و کمکی به رشد اقتصادی نمی‌کند. اما برای آن‌که با تکیه بر داده‌های اقتصاد ایران نشان دهیم که کمبود نقدینگی موضوعیت ندارد و تلاش برای رفع آن هم کمکی به‌رشد اقتصادی نمی‌کند، می‌توان به داده‌های تاریخی اقتصاد ایران مراجعه کرد.

در شکل شماره (۴)، حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی در مقیاس لگاریتمی برای دوره ۱۴۰۱–۱۳۳۸ نشان داده شده است. دلیل استفاده از این نمودار آن است که اولاً، شیب منحنی لگاریتم، حجم نقدینگی میزان رشد نقدینگی را نشان می‌دهد و شیب منحنی لگاریتم تولید ناخالص داخلی نیز میزان رشد اقتصادی را نشان می‌دهد. و ثانیاً، رشد نقدینگی روی دیگر سکه رشد تسهیلات است، زیرا هرگونه اعطای تسهیلات به‌طور خودکار به‌معنی ایجاد و خلق نقدینگی است. در آن صورت،

ترسیم حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی در مقیاس لگاریتمی در کنار هم می‌تواند رابطه بین رشد این دو متغیر را آشکار سازد و به‌طور مشخص نشان دهد که آیا تلاش برای رشد تسهیلات و در نتیجه، رشد نقدینگی از طریق رفع کمبود نقدینگی بنگاه‌ها، کمکی به رشد اقتصادی کرده است یا خیر.

شکل شماره ٤: لگاریتم حجم نقدینگی و لگاریتم تولید ناخالص داخلی (۱۴۰۱–۱۳۳۸)

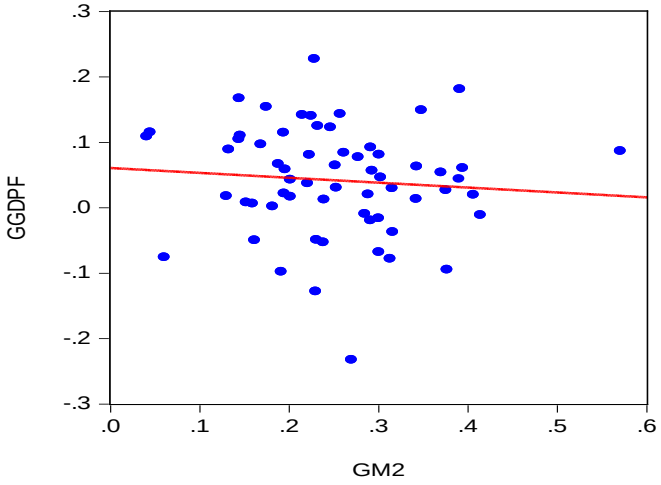


همان‌طور که از شکل شماره (۴) به‌خوبی مشاهده می‌شود، با وجود آن‌که حجم نقدینگی (و در نتیجه حجم تسهیلات) با نرخ بالایی به‌ویژه از دهه ۱۳۵۰ در حال افزایش بوده، تولید ناخالص داخلی با درصد بسیار اندکی در حال افزایش بوده و حتی در مقاطعی با وجود تداوم رشد بالای نقدینگی، تولید ناخالص داخلی دچار کاهش شده است. در واقع، آنچه شکل شماره (۴) به وضوح آشکار می‌سازد آن است که براساس تجربه تاریخی برای یک دوره خیلی طولانی، تلاش برای گسترش تسهیلات تقریباً نقشی در رشد اقتصادی کشور نداشته که به‌معنی رد این ادعاست که کمبود نقدینگی از مشکلات اساسی بنگاه‌ها و از مشکلات اساسی بخش تولید است.

در شکل شماره (۵)، بر روی محور افقی میزان رشد نقدینگی و بر روی محور عمودی میزان رشد تولید ناخالص داخلی برای دوره ۱۴۰۱–۱۳۳۸ نشان داده شده و در نتیجه، نمودار رسم شده رابطه این دو متغیر را برای اقتصاد ایران به نمایش می‌گذارد. همان نتیجه‌ای که از شکل شماره (۴) حاصل می‌شود، از شکل شماره (۵) نیز به‌خوبی قابل استنتاج است. براساس آنچه در شکل شماره (۵) دیده می‌شود، برای یک دوره خیلی طولانی، داده‌های اقتصاد ایران رابطه‌ای بین میزان رشد نقدینگی و

میزان رشد اقتصادی نشان نمی‌دهد و حتی رابطه منفی خفیفی وجود دارد. این بدان معنی است که تشدید رشد تسهیلات (که خود را در تشدید رشد نقدینگی نمایان می‌کند) اثری در رشد اقتصادی به‌جا نگذاشته است. بنابر آنچه در شکل‌های شماره (۴) و (۵) مشاهده می‌شود، وجود کمبود نقدینگی به‌عنوان عاملی برای محدود کردن رشد اقتصادی در ایران مورد تأیید تجربی قرار نمی‌گیرد. همان‌طور که اشاره شد، تصور کمبود نقدینگی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران انعکاس این موضوع است که قیمت تسهیلات کمتر از مقدار تعادلی آن است و تلاش برای رفع این کمبود نقدینگی تصوری، از طریق گسترش تسهیلات، کمکی به رشد اقتصادی نکرده، بلکه از طریق ایجاد بی‌ثباتی، حتی اثر منفی بر رشد اقتصادی داشته است.

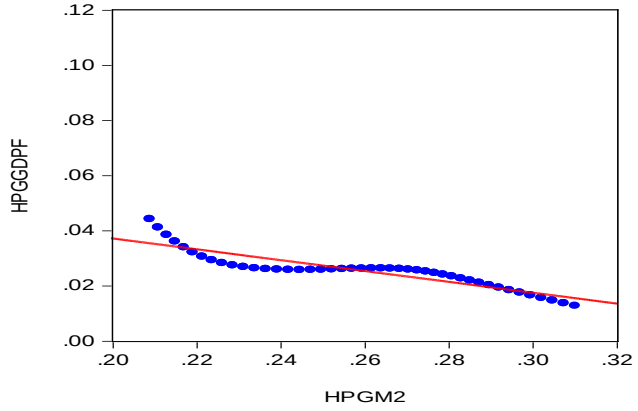
شکل شماره ۵: رابطه میزان رشد نقدینگی و میزان رشد اقتصادی ایران (۱۴۰۱–۱۳۳۸)



از آنجا که ممکن است تصور شود نبود رابطه بین رشد نقدینگی و رشد تولید ناخالص داخلی به‌دلیل آن است که ترسیم مقدار رشد این متغیرها به‌دلیل رخدادهایی در کوتاه‌مدت، خود را در رابطه کوتاه‌مدت موجود در داده هر دوره منعکس نکند، در شکل شماره (۶)، رابطه بین مقدار روند رشد حجم نقدینگی و روند رشد تولید ناخالص داخلی برای دوره ۱۴۰۱–۱۳۳۸ نشان داده شده است. محور افقی بیان‌کننده روند رشد نقدینگی (HPGM2) و محور عمودی بیان‌کننده روند رشد تولید ناخالص داخلی (HPGGDPF) است. مقادیر روند با استفاده از فیلتر هادریک– پرسکات استخراج شده است. همان‌طور که شکل

شماره (۶) آشکار می‌سازد، رابطه بین روند رشد نقدینگی و روند رشد تولید ناخالص داخلی، یک رابطه عکسِ ضعیف است. این می‌تواند دلالت بر اثر منفی تشدید رشد نقدینگی و در نتیجه تشدید تورم در ایجاد بی‌ثباتی داشته باشد که بر رشد بلندمدت اقتصاد اثر منفی دارد. بنابراین، شکل شماره (۶) نیز حمایتی از این ایده فراهم نمی‌کند که کمبود نقدینگی بنگاه‌ها مانعی برای رشد اقتصادی است. در واقع، آنچه شکل شماره (۶) روشن می‌کند آن است که تلاش برای گسترش تسهیلات و در نتیجه، گسترش حجم نقدینگی، سبب اثر منفی ملایمی بر رشد بلندمدت اقتصادی می‌شود. همان‌طور که اشاره شد، تفسیر این اثر منفی سازگار با آن چیزی است که در ادبیات اقتصاد کلان به آن اشاره شد. به این معنی که رشد بالاتر حجم نقدینگی سبب افزایش تورم و بی‌ثباتی اقتصاد کلان می‌شود که انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت را کاهش داده و در نتیجه به رشد پایین‌تر اقتصادی می‌انجامد.

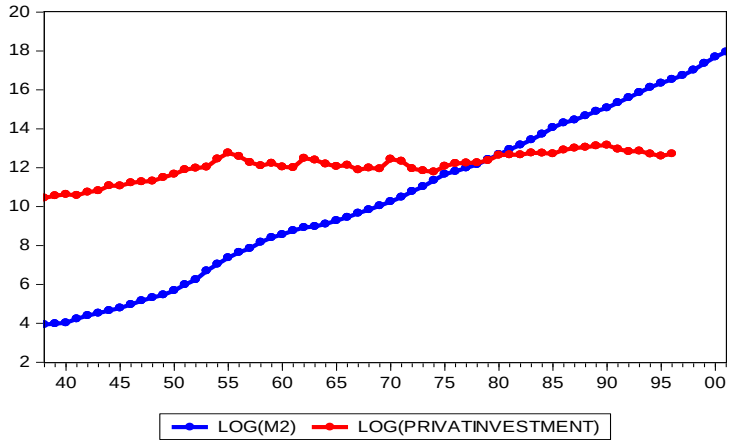
شکل شماره ٦: رابطه بین روند رشد نقدینگی و روند رشد تولید ناخالص داخلی ایران (۱۴۰۱–۱۳۳۸)



در شکل شماره (۷)، حجم نقدینگی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مقیاس لگاریتمی برای دوره زمانی ۱۴۰۱–۱۳۳۸ نشان داده شده است. به‌طور طبیعی، یکی از استدلال‌های ورای گسترش تسهیلات آن بوده که اسباب تحریک سرمایه‌گذاری می‌شود و از آن طریق به رشد اقتصادی منجر می‌شود. به‌همین دلیل، در شکل شماره (۷)، رابطه حجم نقدینگی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مقیاس لگاریتمی نشان داده شده تا مشخص کند آیا تلاش برای گسترش تسهیلات (و در نتیجه رشد نقدینگی) قادر به‌افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی هست یا خیر. همان‌طور که شکل شماره (۷) به‌خوبی نمایان می‌کند، با وجود رشد بالای تسهیلات و نقدینگی در این دوره تاریخی طولانی، سرمایه‌گذاری

بخش خصوصی دارای رشد نسبتاً پایینی بوده است. به‌طور مشخص، در مقاطعی با وجود تداوم رشد بالای تسهیلات و نقدینگی، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نه تنها رشد نکرده، بلکه دچار کاهش نیز شده است. این موضوع نشان می‌دهد که کمبود نقدینگی، آن‌طور که در میان اقتصاد نخوانده‌ها تصور می‌شود، عامل محدودکننده رشد سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی نیست. بنابراین، تلاش برای گسترش تسهیلات، کمکی به افزایش سرمایه‌گذاری نمی‌کند، زیرا اساساً مشکل پایین بودن میزان سرمایه‌گذاری، کمبود نقدینگی نیست. نه تنها رشد تسهیلات، کمکی به بهبود سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نکرده، بلکه با ایجاد بی‌ثباتی، اقتصاد کلان به مهم‌ترین مانع فراروی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تبدیل شده است. این نتیجه با آنچه در مورد رشد اقتصادی هم گفته شد، کاملاً سازگار است. اگر گسترش تسهیلات قادر به افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی بود، آنگاه قادر به افزایش میزان رشد اقتصادی نیز بود. بنابراین، روند تاریخی دو متغیر حقیقیِ با اهمیت اقتصاد کلان (تولید ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی)، نشانه‌ای از درست بودن تصور کمبود نقدینگی بنگاه‌ها به‌عنوان مانع رشد اقتصادی به‌دست نمی‌دهد و در نتیجه، تلاش برای گسترش تسهیلات با نیت بهبود سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را توجیه نمی‌کند.

شکل شماره ۷: حجم نقدینگی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مقیاس لگاریتمی (۱۴۰۱-۱۳۳۸)



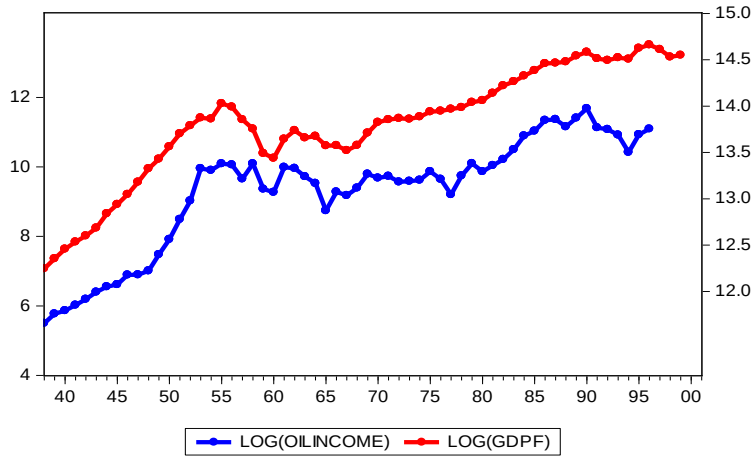
اما چرا گسترش تسهیلات و در نتیجه رشد نقدینگی نقشی در سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ایران نداشته است؟ دلایل آن ساده است. دلیل نخست آنکه، رشد اقتصادی نمی‌تواند عدد قابل‌توجهی باشد

و در نتیجه تلاش برای گسترش تسهیلات، فراتر از آنچه پتانسیل رشد اقتصادی حکم می‌کند، نه تنها کمکی به رشد اقتصادی نمی‌کند، بلکه با ایجاد تورم و بی‌ثباتی، اسباب کاهش رشد اقتصادی را نیز فراهم می‌کند. دلیل دوم آن‌که، اگر دهه ۱۳۴۰ را کنار بگذاریم، در بقیه دوره طولانی تاریخ ایران، رشد اقتصادی چندان به رشد بهره‌وری متکی نبوده و به‌شدت منابع‌محور بوده (به این معنی که رشد اقتصادی با تهی‌سازی منابع طبیعی و با اتکا به درآمد منابع طبیعی برای واردات کالاهای سرمایه‌ای، مواد اولیه و واسط از یک طرف و امکان‌پذیر کردن پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از طرف دیگر وابسته بوده است) و در نتیجه، صعود و فرود درآمد حاصل از منابع طبیعی، تعیین‌کننده صعود و فرود رشد اقتصادی ایران بوده است. همین موضوع سبب می‌شده گسترش تسهیلات و رشد نقدینگی نقشی در تعیین رشد سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی نداشته باشد.

برای پی بردن به‌صحت این موضوع که رشد اقتصادی ایران منابع‌محور بوده و در نتیجه، تلاش برای رفع مشکل تصوریِ کمبود نقدینگی، کمکی به رشد اقتصادی ایران نکرده، در شکل شماره (۸)، داده‌های موجود تولید ناخالص داخلی و درآمدهای نفتی در مقیاس لگاریتمی برای دوره زمانی ۱۳۹۶–۱۳۳۸، نشان داده شده است. همان‌طور که از شکل شماره (۸) به‌خوبی مشاهده می‌شود، بین تغییرات درآمدهای نفتی و تغییرات تولید ناخالص داخلی، رابطه بسیار تنگاتنگی وجود داشته دال بر این‌که عامل محرک و تضعیف‌کننده رشد اقتصادی ایران در یک دوره زمانی نسبتاً طولانی، درآمدهای نفتی بوده است. این تأیید ادعای منابع‌محور بودن سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ایران است و به‌نوعی نقض این ادعاست که کمبود نقدینگی بنگاه‌ها عاملی تعیین‌کننده برای سطح فعالیت اقتصادی و رشد اقتصادی ایران است.

براساس شواهد غیرمستقیم ارایه شده، داده‌های اقتصاد ایران حمایتی از موضوع کمبود نقدینگی به‌عنوان مانعی بر سر راهِ فعالیت اقتصادی در سطح اقتصاد کلان به‌دست نمی‌دهد، گرچه از منظر اقتصاد خُرد و از منظر بنگاه، مشکل کمبود نقدینگیِ متأثر از پایین بودن قیمت حقیقی تسهیلات بانکی وجود داشته است.

شکل شماره ۸: تولید ناخالص داخلی و درآمدهای نفتی در مقیاس لگاریتمی (۱۳۹۶-۱۳۳۸)



مروری بر مطالعات تجربی در اقتصاد ایران

- تیمور رحمانی و سامان فلاحی (۱۳۹۶) در تحلیل شناسایی عوامل بروز کمبود نقدینگی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران به این نتیجه رسیدند که توزیع تسهیلات بین بخش‌های مختلف اقتصادی و توزیع تسهیلات بین بنگاه‌های موجود در هر بخش، بسیار نامتناسب است که خود یکی از دلایل اصلی تنگنای مالی و گلایه کمبود نقدینگی بنگاه‌هاست. از طرفی، به‌دلیل قیمت پایین تسهیلات (نرخ بهره پایین)، تقاضای بنگاه‌ها برای این منابع به‌شدت بالاتر از سطح استاندارد کشورهای با توسعه مالی پیشرفته است که خودِ این مازاد تقاضا باعث پدیده صف برای تسهیلات شده و در نتیجه، به همه بنگاه‌ها تسهیلات نمی‌رسد و عملاً بنگاه‌های باقیمانده دچار گلایه کمبود نقدینگی می‌شوند.
- جواد طاهرپور، تیمور محمدی و رضا فردی (۱۳۹۷) با بررسی نقش توزیع تسهیلات اعطایی بانک‌ها در رشد اقتصادی ایران با تخمین اقتصادسنجی به روش (ARDL) به این نتیجه رسیدند که بین توسعه مالی و به‌عبارتی تسهیلات اعطایی بانک‌ها و رشد اقتصادی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در ادامه این تحقیق نشان داده شده که ضریب لگاریتم شاخصِ مانده تسهیلات تولیدی به غیرتولیدی در کوتاه و بلندمدت، مثبت و معنادار بوده است. به بیان دیگر، هر چقدر تسهیلات بانک‌ها به‌سمت بخش‌های تولیدی برود، اثر مثبت تسهیلات بر رشد اقتصادی تشدید می‌شود. این تحقیق، تأکید دارد که سهولت دسترسی بخش‌های واسطه‌گری (دلالی) و خدماتی به تسهیلات، بسیار بهتر از بخش‌های صنعتی، تولیدی و کشاورزی است که خود، تأییدی بر این موضوع است که پایین

نگه‌داشتن قیمت تسهیلات الزاماً به‌معنی اعطای تسهیلات به فعالیت‌های بخش تولیدی اقتصاد نیست و به‌همین دلیل با وجود رشد بالای تسهیلات، امکان بروز کمبود نقدینگی برای بخشی از بنگاه‌ها وجود دارد.

- حسین عباسی‌نژاد و حمید یاری (۱۳۸۶) با بررسی اثرگذاری نرخ سود تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی با روش خودتوضیحی با وقفه‌های گسترده به تخمین مدل پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه کاملاً منفی بین نرخ سود بانکی و سرمایه‌گذاری در کشور وجود دارد. نکته مرتبط به تحقیق فعلی این است که در این مقاله، نتیجه تخمین مدل این است که افزایش در تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی، تأثیر معکوس بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی داشته که مبین این مطلب است که عملکرد بانک‌ها در راستای توزیع اعتبار به‌سمت فعالیت‌های مولد نبوده و بیشتر این منابع در سرمایه‌گذاری‌های زودبازده و خدماتی توزیع شده است. به‌بیان دیگر، نتیجه تحقیق آن است که تلاش برای گسترش تسهیلات از طریق پایین نگه‌داشتن قیمت تسهیلات با این نیت که سبب رشد سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی شود، عملاً در جهت عکس عمل کرده است.
- اثنی‌عشری و همکاران (۱۳۹۸) با تأکید بر رابطه بین حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی در سیاستگذاری بخش تولید، با استفاده از مدل رگرسیونی با پارامتر متغیر در زمان و رهیافت فیلتر کالمن به بررسی واکنش تولید ناخالص داخلی در طول زمان نسبت به متغیرهای تأثیرگذار مانند سرمایه، نیروی کار و خصوصاً حجم نقدینگی در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۵۷ پرداختند. آن‌ها نتیجه می‌گیرند که ضرایب متغیرهای توضیحی در طول زمان ثابت نبوده و متأثر از تحولات سیاسی و اقتصادی، دچار تغییر شده است. در عین حال، این مطالعه نشان داد که روند تغییرات حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی تناسبی با هم نداشته و در نتیجه، سیاست پولی در تغییر تولید ناخالص داخلی کارایی نداشته است.
- حسینی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در اقتصاد ایران طی دوره ۲۰۰۷-۱۹۶۷ پرداخته‌اند. آن‌ها نشان داده‌اند که در بلندمدت رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، منفی است که در واقع می‌تواند انعکاس افزایش تسهیلات و حجم نقدینگی در ایجاد بی‌ثباتی تلقی شود که اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد. در عین حال، در کوتاه‌مدت و براساس آزمون علیت گرنجری، توسعه مالی یا اعتبارات اعطایی نظام بانکی، علت رشد اقتصادی نیست.
- اکبر کمیجانی و حمیدرضا طباطبایی زواره (۱۳۹۱) با بررسی عوامل تعیین‌کننده نقدینگی در سطح بنگاه‌های تولیدی- یک رویکرد تقاضای پول، کوشیده‌اند مهم‌ترین متغیرهای تابع تقاضای پول

برآورد شود که برای این منظور از اطلاعات ۱۶۱ شرکت پذیرفته در بورس تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۷۹ استفاده شده است. مهم‌ترین متغیرهای تابع تقاضا طبق این تحقیق صرفه‌های ناشی از مقیاس، هزینه دستمزد، شاخص دسترسی به منابع بانکی (به‌جای خبرگی مالی) و نرخ بهره بانکی است. مرتبط‌ترین و جالب توجه‌ترین قسمت این تحقیق، نتیجه تخمین ارتباط بین دسترسی به منابع بانکی و تقاضای پول و در نتیجه، میزان نقدینگی بنگاه است که نتیجه تخمین مدل نشان می‌دهد ضریب شاخص دسترسی به منابع بانکی، منفی ۰/۸۲ درصد است. به این معنی که هر چقدر دسترسی بنگاه به منابع بانکی بیشتر باشد، تقاضای حقیقی بنگاه برای نگهداری نقدینگی کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، دسترسی بیشتر بنگاه به منابع ارزان بانکی (با توجه به‌نرخ حقیقی سود بانکی) به تقاضای کمتر برای پول نقد برای تسهیل مبادلات بنگاه منجر خواهد شد. ضریب مذکور در سطح بنگاه‌ها، بیان‌کننده افزایش کارایی مالی بنگاه‌ها، به‌ویژه بنگاه‌هایی است که دسترسی بیشتری به‌منابع ارزان قیمت بانکی دارند. اما از منظر سیاستگذار پولی، وابسته‌تر شدن بنگاه‌ها به منابع بانکی، به‌معنای فشار بر منابع محدود بانکی و کاهش انگیزه بنگاه‌ها برای اخذ اعتبار از سایر مراکز اعتباردهی (از قبیل مشتریان بنگاه و سایرین) است. از این‌رو، وابستگی بیشتر بنگاه‌ها به منابع ارزان قیمت بانک‌ها، به‌طور احتمال ناشی از بالا بودن نرخ‌های سود در بازار غیررسمی است که در یک دور باطل و به‌ویژه در وضعیت اعمال سیاست سرکوب مالی، فشار بر منابع بانکی را تشدید می‌کند. به بیان دیگر، پایین بودن نرخ سود منابع بانکی که با نیت رفع کمبود نقدینگی بنگاه‌ها صورت می‌گیرد، سبب می‌شود حتی بنگاه‌های دارای دسترسی به منابع بانکی ارزان قیمت به‌دنبال استفاده دیگری از آن باشند و کمکی به رفع نیاز حقیقی اقتصاد نکند.

براساس مرور برخی مطالعات تجربی در ایران این نتیجه حاصل می‌شود که رشد اعتبارات یا تسهیلات و همچنین رشد نقدینگی که روی دیگر سکه رشد اعتبارات است، اثر قابل اعتنایی در تحریک سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ایران نداشته، بلکه تا حدی نیز اسباب کاهش رشد اقتصادی بوده است. و این تأیید تحلیل اقتصاد کلان است که تشدید رشد اعتبارات و نقدینگی با ایجاد بی‌ثباتی، سبب کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری و در نتیجه، کاهش رشد بلندمدت اقتصادی می‌شود.

خلاصه و نتیجه‌گیری

هدف اصلی مطالعه حاضر، روشن ساختن آن چیزی است که تحت عنوان معمای رشد بالای نقدینگی و کمبود نقدینگی بنگاه‌ها از آن یاد می‌شود. براساس داده‌ها، اقتصاد ایران در طول پنج دهه گذشته،

دارای متوسط رشد نقدینگی بیش از ۲۷ درصد بوده است. در عین حال، مطالعات میدانی حکایت از آن دارد که کمبود اعتبار یا کمبود نقدینگی یکی از مشکلات اساسی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران است. وجود چنین وضعیتی به یک تحلیل تئوریک نیاز دارد که در این مقاله به زبانی ساده به‌شرح آن پرداخته شده است.

تحلیل تئوریک مقاله نخست به توضیح مختصری از این موضوع پرداخته که چرا رشد نقدینگی در اقتصاد ایران برای بیش از پنج دهه بالا بوده است. تحلیل تئوریک ورای این رشد بالای نقدینگی آن است که در اقتصاد ایران متأثر از اثر آزمندی و رانت‌جویی برای بیش از پنج دهه توان خرج کردن فراتر از توان تولید ایجاد شده و این توان خرج کردن از طریق توسل به خلق اعتبار نظام بانکی امکان‌پذیر شده است –چه این خلق اعتبار برای دولت باشد، چه به دستور دولت برای بخش خصوصی باشد و چه به‌دلیل مدارای مقرراتی توسط بانک‌ها برای بخش خصوصی ایجاد شده باشد. در حالتی که توان خرج کردن فراتر از توان تولید در اقتصاد ایجاد می‌شود، قیمت اعتبار یا نرخ بهره، پایین‌تر از نرخ تعادلی بازار نگه‌داشته می‌شود و به‌همین دلیل، برای اعتبار صف ایجاد می‌شود و موضوعی تحت عنوان کمبود نقدینگی مطرح می‌شود. در واقع، پدیده کمبود نقدینگی بنگاه‌ها نشانه اختلال قیمتی است که در بازار تسهیلات و اعتبارات ایجاد شده، نه مشکل واقعی ناشی از اصطکاکات بخش مالی، زیرا اصطکاکات بخش مالی به‌مرور زمان تشدید نشده است.

همان‌طور که اشاره شد، شواهد غیرمستقیمی وجود دارد دال بر این‌که تلاش برای گسترش اعتبار (و در نتیجه گسترش نقدینگی) با این نیت که از طریق رفع کمبود نقدینگی بنگاه‌ها، سبب تحریک رشد اقتصادی شود، اثری بر رشد اقتصادی ندارد، بلکه از طریق تشدید تورم و در نتیجه کاهش بیشتر نرخ سود حقیقی، سبب تشدید مشکل کمبود اعتبار یا کمبود نقدینگی بنگاه‌ها می‌شود. در آن صورت، توصیه سیاستی نوشتار کنونی آن است که سیاستگذاری پولی مبتنی بر یک تصور اشتباه تحت عنوان کمبود نقدینگی بنگاه‌ها طراحی نشود که نه تنها کمکی به رشد اقتصادی نمی‌کند، بلکه اسباب تشدید تورم را نیز فراهم می‌سازد.

منابع و مآخذ

۱- اثنی‌عشری امیری، ابوالقاسم؛ ابولحسنی هستیانی، اصغر؛ و دیگران. «اثر حجم نقدینگی بر رشد اقتصادی در ایران (با رویکرد مدل پارامتر زمان متغیر)»، ***مجله پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی***، سال نهم، شماره ۳۵، ۱۳۹۸، صص. ۳۴-۱۵.

۲- حسینی، سیدمهدی؛ اشرفی، یکتا؛ صیامی عراقی، ابراهیم. «بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران با معرفی متغیرهای جدید»، ***فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی***، سال نوزدهم، شماره ۶۰، ۱۳۹۰، صص. ۳۴-۱۹.

۳- رحمانی، تیمور؛ فلاحی، سامان. «شناسایی عوامل بروز کمبود نقدینگی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران»، ***فصلنامه تحقیقات مالی و اقتصادی***، ۱۳۹۶؛ صص. ۳۲-۷.

۴- طاهرپور، جواد و آقایان. «نقش توزیع تسهیلات اعطایی بانک‌ها در رشد اقتصادی ایران»، ***فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی***، تابستان ۱۳۹۷، صص. ۱۶۲-۱۳۳.

۵- عباسی‌نژاد، حسین؛ یاری، حمید. «بررسی اثرگذاری نرخ سود تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در افق بلندمدت ایران»، ***مجله تحقیقات اقتصادی***، شماره ۸۱، صص. ۲۰-۱.

۶- کمیجانی، اکبر؛ طباطبایی زواره، حمید. «عوامل تعیین‌کننده نقدینگی در سطح بنگاه‌های تولیدی- یک رویکرد تقاضای پول»، ***فصلنامه پژوهشی برنامه و بودجه***، ۱۳۹۱، شماره ۳، صص. ۲۴-۳.

1- Bayraktar, N.; Sakellaris, P.; Vermeulen, P. (2005) "Real Versus Financial Frictions to Capital Investment", ***European Central Bank*** Working Paper Series No. 566.

2- Kaboski, J.P. (2021) Financial Frictions, Financial Market ***Development, and Macroeconomic Development***, STEG Pathfinding Paper, PP. 05.

3- Tornell, A.; Lane, P.R. (1999) The Voracity Effect, ***American Economic Review***,89(1), pp. 22-46.