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. ۱۶۷-۱۹۱

مبانی نظری سیاست‌های اعتباری و برنامه‌های هدایت اعتبار

کامران ندری[۱]

چکیده

در این مقاله، تأثیر سیاست‌های اعتباری بر اقتصاد در مباحث نظری اقتصاددانان و برنامه‌های سیاستی بانک‌های مرکزی، به‌صورت تاریخی مرور می‌شود. برنامه‌های هدایت اعتبار پس از جنگ جهانی دوم در بازسازی اقتصاد کشورهای توسعه یافته و در برنامه‌های توسعه اقتصادی اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه نقش پُررنگی داشته است. از دهه ۱۹۸۰ میلادی، هم‌زمان با تجربه یک دوره طولانی از تورم رکودی در اکثر کشورهای جهان، نگرش نئولیبرالیزم بر دیدگاه‌های مرکانتلیستی و حمایت‌گر غلبه می‌کند و در چرخشی بنیادین به‌سمت بازار، برنامه‌های هدایت اعتبار به محاق می‌رود. با این همه، نیروهای نامرئی بازار بیشتر از آن‌که جریان اعتبار را به‌سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد در اقتصاد هدایت کنند، هدایت‌گر تأمین مالی در بازار دارایی‌ها می‌شوند. در واقع، چرخش به‌سمت بازار، اسباب جابه‌جایی و تغییر مسیر بدهی از تولید به‌سوی سوداگری در بازار دارایی‌ها می‌شود و بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ را می‌آفریند. بحران مالی جهانی بارِ دیگر شکست بازار را در تخصیص بهینه اعتبار به مسأله اصلی مباحث نظری در قلمرو اقتصاد پولی تبدیل می‌کند و ضرورت توجه بیشتر به کنترل‌های اعتباری را گوشزد می‌کند. در حال حاضر، پیگیری برنامه‌های هدایت اعتبار، نه به‌صورت مستقیم، بلکه از طریق ابزار سیاست‌های احتیاطی کلان را می‌توان به‌عنوان راهبرد غالب در مواجهه با نقصان‌های درونی بازارِ اعتبار در نظر گرفت.

واژه‌های کلیدی: اعتبار، سیاست اعتباری، هدایت اعتبار، سیاست احتیاطی کلان، سیاست پولی
JEL: E44, E51, E58

---

[۱] دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، nad@isu.ac.ir

مقدمه

این‌که بانک‌های مرکزی در فرایند تخصیص اعتبار، اصلا باید دخالت بکنند یا نکنند و اگر باید دخالت بکنند، حد و اندازه این دخالت چیست، چگونه و با چه مکانیزم و ابزاری باید دخالت کنند، سؤالاتی هستند که در اقتصاد ایران مدت‌ها در محافل آکادمیک و حوزه سیاستگذاری پولی و بانکی مطرح است.

هدف این مقاله، مروری بر مبانی نظری و تاریخچه مداخلات دولت‌ها در فرایند تخصیص اعتبار است. در این نوشتار سعی می‌شود تعریفی اجمالی از فرایند هدایت اعتبار، ابزارهای هدایت اعتبار، تفاوت سیاست‌های اعتباری با سیاست پولی و سیاست‌های احتیاطی کلان ارایه شود. همچنین، تلاش می‌شود مبانی نظری موافقان برنامه‌های هدایت اعتبار و استدلال‌های مخالفان این برنامه‌ها به اختصار مرور شود. و در آخر، رویکرد جدید بانک‌های مرکزی در برنامه‌های هدایت اعتبار تبیین می‌شود.

آغاز، افول و ظهور مجدد برنامه‌های هدایت اعتبار

پیش از جنگ جهانی دوم و پیش از شکل‌گیری دولتِ رفاه، بانک‌های مرکزی در نظام پولی پایه طلا از ابزارهای مبتنی بر بازار برای اعمال سیاست‌های پولی استفاده می‌کردند. هدف اصلی سیاست پولی حمایت از نرخ ارز و حفظ ارزش برابری پول و خنثی کردن جریان ورود یا خروج طلا بود. بنابراین، برنامه‌ای برای مداخله در فرایند تخصیص اعتبار و جهت‌دهی اعتبار به بخش‌های مختلف تولیدی در اقتصاد وجود نداشت. (Epstein: 2006)

پس از جنگ جهانی دوم و در فاصله زمانی بین سال‌های ۱۹۴۵ تا دهه ۱۹۸۰ میلادی، در دوران موسوم به «سرمایه‌داری هدایت شده[1]» سیاست‌های اعتباری به جعبه ابزار بانک‌های مرکزی اضافه شد. در این دوران، از منظر سیاست‌گذاری، هم در کشورهای پیشرفته و هم در کشورهای نوظهور، انواع متعددی از کنترل‌های اعتباری یا سیاست‌های تخصیص اعتبار با هدف حمایت از بخش‌های اولویت‌دار مانند بخش صنعت و صادرات رایج شد و معمولاً اعطای اعتبار به بخش‌های با اولویت کمتر سرکوب می‌شد. از منظر نهادی نیز، این دوران مصادف است با ظهور بانک‌های سرمایه‌گذاری دولتی و بانک‌های توسعه‌ای که نقش مهمی در جهت‌دهی اعتبار به بخش‌های اولویت‌دار و پیشبرد برنامه‌های اعتباری داشتند.

سیاست‌های اعتباری در کشورهای مختلف بسته به اهداف ملی، معماری نهادی و ساختار نظام مالی متفاوت است که در واقع، تفاوت‌های ساختاری در دنیای سرمایه‌داری را انعکاس می‌دهد. انواع سرمایه‌داری

[1] Coordinated Capitalism

در این دوران را می‌توان تحت عناوینی شامل «سرمایه‌داری بازاری[۱]» در کشورهایی نظیر انگلستان و آمریکا، «سرمایه‌داری مدیریت شده[۲]» در کشورهایی مانند آلمان و هلند و «سرمایه‌داری دولتی[۳]» در کشورهایی مانند ایتالیا، فرانسه، بلژیک، ژاپن و کره جنوبی طبقه‌بندی کرد. (Hall and Soskice: 2011)

در مجموع، در این بازه زمانی، بانک‌های مرکزی، نظام مالی ملی را سازماندهی کردند، بازارهای مالی را در کنار بانک‌ها به‌وجود آوردند و فعالانه بر روی قیمت و تخصیص سرمایه منطبق با اهداف ملی اثر گذاشتند. بخش‌های مورد توجه عمدتاً صادرات، کشاورزی و صنعت و بخش‌های سرکوب شده، واردات، بخش خدمات، مصرف خانوار و وام‌های رهنی بود. ورود بانک‌های تجاری به بخش مسکن محدودیت داشت و تنها بانک‌های تخصصی با مقررات سختگیرانه می‌توانستند در این حوزه فعالیت کنند. سیاست‌های اعتباری در این دوران با عناوین و تعابیر مختلفی نظیر «هدایت اعتبار[۴]»، «کنترل‌های اعتباری[۵]»، «سقف‌های اعتباری[۶]»، «اعتبار جهت‌دار[۷]»، «هدایت پنجره‌ای[۸]» و «ترغیب اخلاقی[۹]» در اغلب کشورها رایج بود و در کل، در مقایسه با نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، این نوع سیاست‌ها رویکرد مؤثرتری در دنبال کردن اهداف توسعه‌ای محسوب می‌شد.

بانک‌های توسعه‌ای دولتی مهم‌ترین ماشین اعمال کنترل‌های اعتباری بوده‌اند. این بانک‌ها نقش مهمی در توسعه کشاورزی، شهرسازی و حمل‌ونقل داشته‌اند. همچنین، این بانک‌ها پس از بحران رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم، با تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، به بازسازی اقتصاد بسیاری از کشورها کمک کرده‌اند. براساس گزارش بانک جهانی، بانک‌های توسعه‌ای دولتی در معجزه توسعه اقتصادی شرق آسیا نقش محوری داشته‌اند. در دهه ۱۹۷۰، ۵۰ درصد دارایی‌های بانک‌های بزرگ در کشورهای صنعتی و ۷۰ درصد دارایی‌های بانک‌های بزرگ در کشورهای در حال توسعه متعلق به دولت بوده که به دولت‌ها این امکان را داده تا برنامه‌های هدایت اعتبار خود را به‌نحو مؤثرتری دنبال کنند. (Levy-Yeyati et al.: 2004)

---

[1] Market Capitalism
[2] Managed Capitalism
[3] State Capitalism
[4] Credit Guidance
[5] Credit Controls
[6] Credit Ceilings
[7] Directed Credit
[8] Window Guidance
[9] Moral Suasion

بنابراین، سیاست‌های اعتباری در مقطعی از تاریخ، به‌ویژه در دوران بازسازی پس از جنگ جهانی دوم در کشورهای توسعه یافته یا به‌منظور همگرایی و کاهش شکاف توسعه یافتگی در کشورهای در حال توسعه، (شاید) به‌عنوان اصلی‌ترین رویکرد سیاستگذاری در بخش پولی و بانکی مورد توجه برنامه‌ریزان دولتی بوده است. منطق حمایت از سیاست‌های اعتباری در این دوران روشن بود: تنها اعتباری که به سرمایه‌گذاری مولد ختم شود، قادر است ظرفیت تولید در اقتصاد را افزایش دهد. سرمایه‌گذاری مولد برای قرض‌گیرنده منابع کافی برای تأدیه بدهی فراهم می‌کند و بدین‌ترتیب، چرخه اعتبار و تولید می‌تواند ادامه‌دار باشد. اختلال در این چرخه به بی‌ثباتی در اقتصاد کلان منجر می‌شود. بی‌ثباتی در اقتصاد وقتی ایجاد می‌شود که نسبت وام‌های نامولد و سفته‌بازانه به وام‌های مولد افزایش یابد. اگر اعتبار به‌سمت فعالیت‌های مولد هدایت نشود، دیر یا زود، نظام اعتباری با مشکل مواجه می‌شود. نظام اعتباری بدون هدایت اعتبار یعنی افزایش بدون پشتوانه بدهی‌ها در سطح کلان که نمی‌تواند تدوام داشته باشد. وام‌های نامولد نمی‌تواند جریان درآمدی کافی برای بازپرداخت بدهی‌ها در اقتصاد را فراهم کند. بنابراین، اتخاذ سیاست‌های اعتباری نه فقط از جهت کمک به فرایند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی، که از جهت حفظ سلامت بانکی و اطمینان از عدم ایجاد بدهی و افزایش آن، بدون آن‌که درآمد کافی برای بازپرداخت آن وجود داشته باشد نیز ضروری است.

در میانه دهه ۱۹۷۰، با اوج‌گیری تورم‌های دورقمی هم‌زمان با افزایش میزان بیکاری، دیدگاه‌های کینزی پس از جنگ جهانی دوم با محدودیت‌های سیاسی مواجه شد. بسته شدن پنجره طلا فدرال رزرو و فروپاشی رژیم نرخ ارز ثابت برتن‌وودز، سیاست‌های ملی کشورها را به‌سمت سرمایه‌داری بازارمحور در اقتصاد سوق داد و تقریباً از دهه ۱۹۸۰، سیاست‌های اعتباری در کشورهای پیشرفته به‌طور گسترده کنار گذاشته شد. عدول از سیاست‌های اعتباری با آزادسازی مالی و استقرار نظام نرخ ارز شناور همراه بود. (Rajan and Zingale: 2003) در این دوران، این نظر رایج شد که سیاست‌های اعتباری و هدایت مستقیم اعتبار –خارج از سازوکار بازار– موجب انحراف منابع و تخصیص ناکارای سرمایه می‌شود که بخش بانکی را در عرصه رقابت داخلی و خارجی تضعیف می‌کند و در نهایت، موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری مولد در اقتصاد می‌شود. بدین‌ترتیب، در دهه ۱۹۸۰، نظام اعتباری با یک تغییر رویکرد اساسی مواجه شد که به آن اصطلاحاً «چرخش به‌سمت بازار[1]» در پیکربندی نظام سرمایه‌گذاری گفته می‌شود. (Offer: 2017) تفکر نئولیبرال بر نظام بانکی غالب می‌شود. دستور کار دولت‌ها از ملاحظات دولتِ رفاه به لیبرالیزم بازاری تغییر جهت می‌دهد و تقاضا برای خصوصی‌سازی خدمات دولتی اوج

[1] Market Turn

می‌گیرد. بدین‌ترتیب، برنامه‌های دولت از دخالت مستقیم در تخصیص منابع فاصله می‌گیرد و در جهت تقویت رقابت در بازار سازماندهی می‌شود. بازارهای مالی مقررات‌زدایی می‌شوند و مداخله دولت‌ها تنها در جهت توسعه و گسترش بازارها توجیه پیدا می‌کند. در بخش بانکی، محور اصلی پروژه نئولیبرالیزم، حرکت به‌سمت مالکیت مسکن است. از این‌رو، فرایند وام‌دهی به‌سمت و سوی وام‌های رهنی میل می‌کند و نسبت وام مسکن به (GDP) از نسبت وام‌های تولیدی به (GDP) پیشی می‌گیرد. به بیان دیگر، ماهیت بدهی‌ها در اقتصاد از بدهی ناشی از وام‌های تولیدی به بدهی ناشی از اعتبارات اعطایی به خانوارها تغییر مسیر داد که به آن اصطلاحاً «استحاله بدهی[1]» گفته می‌شود. (Bezemer and Samarina: 2019; Bezemer et al.: 2023) نکته آخر این‌که این دوران با رشد سریع بازار مشتقات مالی، بازارمحور شدن مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌ها و جهانی شدن نظام مالی همراه است.

پس از بحران مالی ۲۰۰۸، رویکرد «چرخش به‌سمت بازار» و آزادسازی مالی مورد نقد قرار گرفت و توسط نهادهای بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی زیر سؤال رفت. به‌نظر می‌رسد که پس از بحران مالی، سیاست‌های صنعتی مجدداً مورد اقبال قرار گرفته‌اند و ایده «شکل‌دهی به بازارها[2]» دوباره احیا شده است. شاید دلیل آن این است که آزادسازی بازار اعتبار بیشتر از این‌که به تخصیص بهینه منابع مالی منجر شود، به پدیده «مالی‌سازی[3]» ختم شده است. (Ambale et al.: 2019) پدیده‌ای که به کاهش سرمایه‌گذاری و رشد تولید منجر شده و به افزایش سطح بدهی و گسترش نابرابری انجامیده است. گروهی از اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که مالی‌سازی، تناوب و عمق بحران‌های مالی را افزایش داده که اوج آن در بحران ۲۰۰۸ نمایان شد. بنابراین، در سال‌های اخیر توجه به سیاست‌های اعتباری و نقش اعتبارات بانکی در حمایت از بخش‌های مولد اقتصاد برجسته شده است. (Bezemer: 2014) اما مطالعه جامع و روشمندی که درجه فراگیری و اثربخشی بازخیزش این رویکرد پس از بحران ۲۰۰۸ را نشان دهد، هنوز وجود ندارد.

سیاست‌های اعتباری و رابطه آن با سیاست‌های پولی و سیاست‌های احتیاطی اقتصادکلان

تبیین دقیق مفهوم سیاست اعتباری آسان نیست. در عمل، تعاریف از کشوری به کشور دیگر و حتی در طول زمان، متفاوت بوده است. به‌طور کلی می‌توان گفت: «هر نوع تصمیم و اقدام دولت یا

[1] Debt Shift
[2] Shaping Markets
[3] Financialization

بانک مرکزی که بر روی تخصیص اعتبار تأثیر بگذارد»، سیاست اعتباری نامیده می‌شود. (Monnet: 2014) از منظر اهداف، ابزارهای سیاست اعتباری برای دامنه وسیعی از اهداف مورد استفاده قرار گرفته‌اند. غالباً هدف دولت یا بانک مرکزی از مداخله در تخصیص اعتبار ممکن است حمایت از تولید و اشتغال یا کنترل تورم یا جلوگیری از بحران بانکی باشد. علاوه بر این، ممکن است اهداف دیگری نیز دنبال شود که جنبه اجتماعی یا سیاسی دارد مانند کاهش نابرابری‌های درآمدی یا ترغیب به برخی برنامه‌های خاص (مانند تشویق به ازدواج یا انجام دادن آیین‌های مذهبی) از طریق سیاست‌های اعتباری.

ابزارهای سیاست‌های اعتباری شامل اقداماتی است که یا بر روی عرضه اعتبار تأثیر می‌گذارد یا میزان تقاضا برای اعتبار و درخواست وام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تعیین سقف (مانده یا مقدار) وام اعطایی به بخش‌های تولیدی یا تعیین سهمیه‌های اعتباری برای بعضی فعالیت‌های خاص یا ممنوعیت‌های اعتباری که اعطای تسهیلات به برخی از فعالیت‌ها را ممنوع می‌کند، از سیاست‌هایی هستند که به‌طور مستقیم عرضه اعتبار را محدود می‌کند. تعیین سقف برای نرخ‌های بهره را نیز می‌توان در همین گروه دسته‌بندی کرد. علاوه بر این، سیاست‌گذار به‌صورت غیرمستقیم نیز می‌تواند از طریق الزامات سرمایه‌ای، نسبت ذخیره قانونی و نرخ تنزیل ترجیحی، سمت و سوی فرایند تخصیص اعتبار را جهت‌دهی کند. در سمت تقاضا، تعیین نسبت وام به ارزش دارایی، نسبت بدهی (متقاضی وام) به درآمد، نسبت وام به درآمد، سررسید وام و اختصاص یارانه برای پرداخت بخشی از بهره وام در فعالیت‌های مختلف مانند کشاورزی، صادرات، کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و ...، برخی از سیاست‌های اعتباری هستند که می‌تواند بر روی تقاضا برای وام تأثیر بگذارد.

ابزارهای سیاست اعتباری با سیاست پولی هم‌پوشانی دارند اما با آن‌ها یکسان نیستند. هر دو، اقدامات مداخله‌گرایانه در فرایند تخصیص اعتبار هستند و می‌توانند به‌عنوان ابزار کنترل حجم پول و تورم مورد استفاده قرار گیرند. تا دهه ۱۹۷۰، سیاست پولی (بیشتر از نرخ‌های بهره) بر روی عرضه اعتبار متمرکز بود. تفاوت سیاست پولی با سیاست اعتباری این است که سیاست پولی با مدیریت سطح قیمت‌ها و تورم سروکار دارد، در حالی که سیاست اعتباری بیشتر بر روی تخصیص اعتبار با هدف توسعه صنعتی و رشد اقتصادی متمرکز است. از این نظرگاه، سیاست پولی و سیاست اعتباری اهداف متفاوتی دارند که می‌تواند در کنار هم نیز دنبال شود. به‌همین دلیل، برخی از اقتصاددانان سیاست اعتباری را مشخصاً نوعی از سیاست پولی می‌دانند.

سیاست‌های اعتباری با سیاست‌های احتیاطی اقتصاد کلان نیز هم‌پوشانی دارد. دایره مفهومی سیاست اعتباری از سیاست‌های احتیاطی اقتصاد کلان گسترده‌تر است. هدف سیاست‌های احتیاطی کاهش

ریسک سیستمی در نظام مالی از طریق محدود کردن رشد اعتبار در بخش‌ها و فعالیت‌های خاص، مهار کردن رشد اعتبار در سطح کلان و تضمین وجود سپر سرمایه‌ای کافی در مؤسسات مالی است. به بیان دیگر، دایره تأثیر سیاست‌های احتیاطی اقتصاد کلان به بخش مالی اقتصاد محدود می‌شود و هدف غایی، سلامت نظام مالی است. در مقابل، سیاست‌های اعتباری در رابطه با بخش واقعی اقتصاد تعریف می‌شود و هدف نهاییِ رشد اقتصادی است.

در عمل، تمایز میان سیاست اعتباری، سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان سخت است. برای مثال، نسبت ذخیره قانونی، هم برای کاهش رشد پول و هم برای ترغیب بانک‌ها به وام‌دهی به بخش‌های خاص صنعتی می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. به‌همین ترتیب، از سقف‌های نرخ بهره می‌توان برای حمایت از بخش‌های مولد یا برای کاهش ریسک سیستمی در شبکه بانکی استفاده کرد.

مبانی نظری هدایت اعتبار

می‌توان مدعی شد که طیف گسترده‌ای از ادبیات موجود در رابطه با تخصیص اعتبار و تأثیر آن بر عملکرد اقتصاد کلان، مبانی نظری مباحث خود را به شومپیتر ارجاع می‌دهند. از نگاه شومپیتر، اعتبار، عامل تولید نیست، اما پیش‌شرط تولید است. بانک‌ها با فراهم آوردن اعتبار برای کارآفرینان امکان دسترسی آن‌ها را به منابع تولید موجود در اقتصاد تسهیل می‌کنند. در صورت نبود بانک‌ها و بدون دسترسی به اعتبارات بانکی، تأمین این منابع برای کارآفرینان ممکن نیست. از این حیث، عمل تولید بدون اعتبار محقق نمی‌شود. چرا که اغلب کارآفرینان بدون استفاده از اعتبار نمی‌توانند عوامل تولید مورد نیاز خود را تأمین کنند. البته، شومپیتر این نکته را نیز مورد تأکید قرار می‌دهد که اعتبار می‌تواند در جهت سوداگری و اهداف نامولد مورد استفاده قرار گیرد که آن را «موج دوم اعتبار» می‌نامد و به عقیده وی، معمولاً به‌دنبال «موج مولد اول» ایجاد می‌شود. اگر موج دوم اعتبار کنترل نشود، به‌درماندگی مالی می‌انجامد و نهایتاً به بحران مالی و عدم امکان بازپرداخت بدهی‌ها در سطح کلان منجر می‌شود که پیامد آن رکود اقتصادی است.

این نظر با دیدگاه ویکسل، کینز و ایروینگ فیشر نیز سازگار است. کینز بحث می‌کند که نظام‌های سرمایه‌داری عمدتاً اقتصادهای مبتنی بر «تولید پولی» هستند که در معرض خطر وقوع «ادوار اعتباری سوداگرانه» قرار می‌گیرند. بر این اساس، کارکرد اعتبار بستگی دارد به این‌که اعتبار چگونه مورد استفاده قرار بگیرد. اگر اعتبار وارد فعالیت‌های مولد شود، نتیجه رشد تولید است، اما چنانچه اعتبار وارد فعالیت‌های سوداگرانه شود، نتیجه افزایش لجام‌گسیخته میزان بدهی است بدون این‌که امکان تصفیه و بازپرداخت

آن‌ها در سطح کلان وجود داشته باشد. بنابراین، تجسد خارجی اعتبار چیزی است که اعتبار برای آن مصروف می‌شود. به این معنا که اگر اعتبار صرف فعالیت‌های مولد بخش واقعی اقتصاد شود، نمود آن تولید و رونق اقتصادی است. اما اگر اعتبار صرف سوداگری و خرید و فروش دارایی‌های موجود شود، نمود آن انباشت بدهی، درماندگی مالی و در نهایت، فروپاشی اقتصادی است. بنابراین، مصارف و کاربست‌های اعتبار، آثار آن بر اقتصاد کلان را تعیین می‌کند. (Ang: 2008)

هایمن مینسکی، شاگرد شومپیتر، دیدگاه استاد خود را در رابطه با اعتبار به نظریه «سیستم دو قیمتی در سرمایه‌داری» تبدیل می‌کند. (Minsky:1975, 1982, 1986) نظام قیمت‌ها در سرمایه‌داری به دو بخش کلی «قیمت دارایی‌ها» و «قیمت تولیدات» تقسیم می‌شود که هر یک پویایی‌های متفاوتی دارند. قیمت دارایی‌ها شامل قیمت دارایی‌های مالی و دارایی‌های فیزیکی است و قیمت تولیدات شامل قیمت کالاها و خدماتی است که تولیدات جاری اقتصاد هستند و تورم قیمت مصرف‌کننده را تعیین می‌کند. قیمت دارایی‌ها به‌شدت تحت تأثیر انتظارات است و به سرعت می‌تواند تغییر کند. اگر بازارهای مالی در اقتصاد آزاد به‌خود رها شود و تنظیم‌گر نداشته باشد، خوش‌بینی بیش از اندازه سرمایه‌گذاران، تحولات نظام مالی را به‌دنبال خود می‌کشد و خلق اعتبار در نظام بانکی از انتظارات حاکم بر بازار دارایی‌ها تبعیت می‌کند. به‌بیان دیگر، قیمت دارایی‌ها بر امواج انتظارات سوار می‌شود و عامل تشدید بی‌ثباتی در اقتصاد کلان می‌شود. این بی‌ثباتی تنها در ریسک ایجاد تورم خلاصه نمی‌شود، بلکه تمایلات خود ساخته سرمایه‌گذاران به خرید دارایی، به رشد بیش از اندازه بدهی و خطر فروپاشی نظام مالی نیز منتهی می‌شود. در این فرایند، نظام اعتباری با فراهم آوردن امکان اهرم‌سازی، نقش محوری دارد. اعتبار بیشتر به بازار دارایی، به‌جای تولید، قیمت دارایی‌ها را نسبت به قیمت تولیدات افزایش می‌دهد و آتش بی‌ثباتی قیمتی و بی‌ثباتی مالی را در نظام سرمایه‌داری شعله‌ور می‌کند. بدین‌ترتیب، منابع مالی از سرمایه‌گذاری و نوآوری در بخش واقعی انحراف پیدا می‌کند و به‌سمت بازار دارایی و سفته‌بازی می‌رود. جریان اعتبار از قرار گرفتن در فرایند رشد تولید فاصله می‌گیرد و به‌سمت عایدی سرمایه‌ای روانه می‌شود –که دوقطبی افزایش اسمی ثروت و کاهش درآمد واقعی را ایجاد می‌کند. در نتیجه، اقتصاد از مسیر رشد با ثبات و قابل اتکا دور می‌شود و به‌سوی چرخه‌های شکننده رونق–کسادی و بحران‌های پُرتناوب سیر می‌کند. این پدیده به یک بخش یا یک بانک منحصر نمی‌شود و می‌تواند به همه بخش‌های اقتصاد و همه بانک‌ها به‌سادگی سرایت کند.

با این همه، این بی‌ثباتی ذاتی به‌دلیل وجود «سازوکار بی‌اثرسازی[1]» به‌ندرت به بحران مستقیم و کامل می‌انجامد. در نظام سرمایه‌داری در طول زمان و در مواجهه با بحران‌های متعدد اقتصادی، زیرساخت‌های نهادی به‌گونه‌ای تکامل یافته‌اند که بدهی و کسری در این نظام از سقف معینی تجاوز نمی‌کند. (Ferri and Minsky: 1992) بنابراین، درست است که نظام سرمایه‌داری به‌طور ماهوی در معرض بی‌ثباتی فزاینده قرار دارد، اما این بی‌ثباتی تحت تأثیر سیاست‌ها، نهادها و سنت‌های موجود در این نظام تا حدی فروکش می‌کند. این به‌معنای مصونیت کامل از بحران نیست. شوک‌های ناگهانی، دگرگونی‌های سیاسی و اجتماعی و تحولاتی که در عرصه سازمان‌ها، سیاست‌گذاری و روش‌های تأمین مالی اتفاق می‌افتد، می‌تواند در طول زمان موجب فرسایش «سازوکار بی‌اثرسازی» شود و مرحله‌ای را ایجاد کند که آن را «اَبَرچرخه‌های نهادی[2]» می‌نامد. در واقع، فرایندهای نهادی، سیاسی و تأمین مالی کلان، به‌طور پوینده‌ای در تعامل با یکدیگر متکامل می‌شوند. سازوکارهای بی‌اثرسازی، ساختارهای نهادی‌ای هستند که با هدف ایجاد ثبات در نظام تأمین مالی کلان ایجاد می‌شوند. اما در نتیجه نوآوری‌های سودطلبانه و فرایندهای بی‌ثبات‌ساز بلندمدت، این سازوکارها به‌تدریج اثربخشی خود را از دست می‌دهند و در واکنش به این کنش‌های اقتصادی و اجتماعی، ساختارهای نهادی جدیدی شکل می‌گیرند. ساختارهای جدید از منازعات و تعارضات ایدئولوژیک و سیاسی تأثیر می‌پذیرند و در نهایت به یک اَبَر الگوی چرخه‌ای پذیرفته شده در سرمایه‌داری مبدل می‌شوند که چرخه‌های قابل مدیریت کوتاه‌مدت در درون آن قرار می‌گیرد. (Dafermos et al.: 2023) بنابراین، این ظرفیت در نظام اعتباری وجود دارد که اولاً، از مسیر فعالیت‌های مولد به مسیر فعالیت‌های ریسکی و نامولد منحرف شود و ثانیاً، ترتیبات نهادی در تبعیت از نوآوری‌های مالی و فشارهای سیاسی و اجتماعی، ظرفیت‌های ثبات‌ساز خود را از دست بدهد.

ریچارد وِرنر در تلاش برای توضیح ناهنجاری‌ها و بی‌قاعدگی‌های نظام تأمین مالی در ساختار سرمایه‌داری (با تمرکز بر اقتصاد ژاپن)، معتقد است که سنت استفاده از حجم پول در تبیین نظریه مقداری مسأله‌ساز است. نظریه مقداری، پول را مستقیماً به درآمد یا تولید اسمی و در نتیجه، قیمت‌ها مرتبط می‌کند. در حالی که «قدرت خرید» است که در معاملات مورد استفاده قرار می‌گیرد و با درآمد اسمی و قیمت‌ها ارتباط دارد، نه پول. بنابراین، آن بخش از پول را که «قدرت خرید مؤثر» است باید در نظریه مقداری مدنظر قرار داد. سنجه‌های سنتی پول مانند (M1) یا (M2) نمی‌توانند قدرت خرید

[1] Thwarting Mechanism
[2] Institutional Supercycles

مؤثر را نشان بدهند. سپرده‌های بانکی که در محاسبه کمیت‌های پولی نقش محوری دارند، در واقع نشانه خرج کردن و قدرت خرید نیستند. برعکس، پس‌انداز کردن را نمایندگی می‌کنند.

در نظریه مقداری، فقط خرج کردن است که انتظار می‌رود بر روی (GDP) اثر بگذارد. سپرده‌ها زمانی به‌قدرت خرید تبدیل می‌شوند که از حساب‌ها بیرون کشیده شوند و مادامی که در حساب‌ها ته‌نشین شده‌اند، پس‌انداز هستند. بدین‌ترتیب، وِرنر پیشنهاد می‌کند که در تبیین نظریه مقداری، میزان «خلق اعتبار» جایگزین حجم پول شود. زیرا اعتبار (وام) همیشه قدرت خرید مؤثر را نشان می‌دهد و هیچ‌کس بدون برنامه‌ریزی برای خرج کردن وام نمی‌گیرد. علاوه بر این، اعتبار (بدهی بخش خصوصی به شبکه بانکی) نه فقط میزان قدرت خرید مؤثر را در اقتصاد نشان می‌دهد، که با بررسی آن، جهت حرکت قدرت خرید در اقتصاد را نیز می‌توان فهمید –اطلاعاتی که از بررسی سپرده‌ها به‌دست نمی‌آید. قدرت خرید مؤثر ممکن است صرف معاملات مالی‌ای شود که بر روی قیمت دارایی‌ها، در مقایسه با رشد (GDP)، تأثیر بیشتری دارد.

از سوی دیگر، اعتبار (قدرت خرید مؤثر) می‌تواند وارد چرخه صنعت و تولید شود و رشد اقتصادی به‌وجود آورد. در دنیایی که در آن اطلاعات نامتقارن و بازارهای مالی ناکامل هستند، قیمت‌ها بازار را تسویه نمی‌کند و اعتباردهندگان تمایل دارند ریسک نکول را از طریق وثیقه‌گیری کاهش دهند. بنابراین، از دارایی‌های موجود به‌عنوان وثیقه و برای کاهش مشکلات ناشی از عدم‌تقارن اطلاعات استفاده می‌شود و به‌طور طبیعی، تمایل بانک‌ها به اعطای وام‌هایی که صرف تقاضا برای خرید دارایی‌های موجود می‌شود، زیاد است که در نهایت به حباب قیمت دارایی‌ها منجر می‌شود. سرمایه‌گذاری‌های مولد پرریسک‌تر، با وجود این‌که می‌تواند بازده بالاتری ایجاد کند، موفق به تأمین اعتبار نمی‌شود. اعتبار از بخش غیرمالی خارج می‌شود و بدهی در بخش مالی افزایش می‌یابد. هر چه رشد بدهی در بخش مالی اقتصاد بیشتر باشد، رشد فعالیت‌ها در بخش واقعی اقتصاد کمتر می‌شود. (Werner: 1997, 2005) علاوه بر این، حباب اعتباری، میزان تنش را در بازارهای مالی افزایش می‌دهد. بازار پُرنوسان می‌شود، درجه نقدپذیری دارایی‌ها کاهش می‌یابد و بازار از وضعیت «نبود فرصت مبادله[1]» فاصله می‌گیرد. بازار، تحت فشار قرار می‌گیرد و بدهی‌ها، از بدهی‌هایی با پشتوانه بخش غیرمالی به بدهی مبتنی بر دارایی‌های مالی تغییر ماهیت می‌دهد. «جابه‌جایی در (ماهیت) بدهی» به انحراف در بخش مالی منجر می‌شود و نقش این بخش در پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را تضعیف می‌کند.

[1] No Arbitrage Condition

بدین‌ترتیب، این تصویر سنتی که نظام بانکی نقش اساسی در فراهم آوردن اعتبار و تأمین مالی سرمایه‌گذاری و تدارک سرمایه فیزیکی محسوس به‌عنوان ابزار تولید را برعهده دارد، فرضیه بسیار قوی‌ای است که باید کنار گذاشته شود. در واقع، بانک‌ها عمدتاً خرید اموال و دارایی‌های مالی‌ای را که قبلاً ایجاد شده، را تأمین مالی می‌کنند. اقتصاد در بانکداریِ بازارمحور نوین به نوعی از اعطای اعتبار روی آورده که بیشتر به تورم قیمت مستغلات و دارایی‌های مالی می‌انجامد و قرض‌گیرندگان را به‌جای کسب درآمد از سرمایه‌گذاری و تولید، به کسب درآمد از طریق تفاوت قیمت‌ها در طول زمان و عایدی سرمایه متمایل می‌کند. سوداگری بر پایه اعتبار شتاب می‌گیرد و میزان بدهی‌ها تقریباً با سرعتی همپای ارزش اسمی دارایی‌ها افزایش می‌یابد و «پشته‌ای هرمی از بدهی‌ها» ایجاد می‌شود که در فرایند انتقال حق مالکیت به کسی که حاضر است بدهی بیشتری قبول کند، به تورم بازار دارایی‌ها منجر می‌شود. بنابراین اقتصاد دو شقه می‌شود: اقتصاد واقعی که در آن، کالاها و خدمات تولید و منتقل می‌شود. انباشت سرمایه محسوس شکل می‌گیرد. نیروی کار استخدام می‌شود. بهره‌وری و مولد بودن اساس اقتصاد قرار می‌گیرد و درآمد حاصل از این مولد بودن، دستمزد و سود است. در سوی دیگر، یک شبکه رانتی از اوراق و ادعاهای مالی وجود دارد که خاستگاه بهره و رانت اقتصادی است و در آن، بی‌مهابا بدهی ایجاد می‌شود. بخش تخیلی داستان اینجاست که تصور می‌شود تمام این بدهی‌ها برای سرمایه‌گذاری در ابزار تولید لازم است. در حالی که کار بانک این است که بدهی‌ها و تعهدات مالی را، پولی و آن را به جریان درآمدی حاصل از ابزار تولید متصل می‌کند. این کار به‌دلیل ناقص بودن بازارهای مالی، بر پایه ارزش دارایی‌های موجود انجام می‌گیرد و هر چه ارزش دارایی‌های موجود بیشتر باشد، اعتبارِ بیشتر و در آخر، بدهی بیشتر خلق می‌شود. در این فرایند، بانک‌ها کالا و خدمات و ثروت خلق نمی‌کنند، بلکه ادعای حقوقی نسبت به کالاها و خدمات و ثروت ایجاد می‌شود که به آن، «ثروت مجازی[1]» یا «ثروت مالی‌سازی شده[2]» گفته می‌شود. (Bezemer and Hudson: 2016)

نتیجه امر این‌که، در صورت حمایت پولی از بانک‌ها توسط پول پُرقدرتِ بانک‌های مرکزی، چیزی جز رکود تورمی نیست. هر چه حمایت پولی از بخش بانکی قوی‌تر باشد، ابعاد تورمی این پدیده همراه با آثار تباه‌کننده بلندمدت آن در اقتصاد، بیشتر است و چنانچه حمایت پولی وجود نداشته باشد، بحران بانکی و تبعات شدید رکودی آن در میان‌مدت اجتناب‌ناپذیر است. به دومی (قبول فروپاشی بانکی و تبعات شدید رکودی در میان‌مدت) در ادبیات اقتصادی، به تبعیت از ایروینگ فیشر، «ریزش (قیمت)

[1] Virtual Wealth
[2] Financialized Wealth

ناشی از بدهی[1]» گفته می‌شود (Fisher: 1933) که مسیر اجتناب‌ناپذیر خروج از بحران است. اما به‌دلیل پیامدهای اجتماعی و سیاسی غیرقابل کنترل آن در کشورهای در حال توسعه –که با ضعف‌های نهادی شدید در مقابله با عواقب اجتماعی ناشی از بحران‌های اقتصادی مواجهند– این کشورها نوعاً به‌لحاظ سیاسی به گزینه رکود تورمی می‌رسند که رشد اقتصادی در بلندمدت را به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهد. حتی در کشورهایی که زیرساخت‌های نهادی مستحکم دارند و نظارت نهادی احتمال بروز بحران بانکی را تقلیل می‌دهد، احتمال وقوع «رکود ترازنامه‌ای[2]» محتمل است. چرا که پس از دوره وفور اعتبار (حباب اعتباری)، بخش عمده پس‌انداز خانوارها در دوره‌های بعد به‌جای هزینه کردن برای سرمایه‌گذاری، صرف بازپرداخت بدهی‌ها و محو پول خلق شده از طریق اعتبارات می‌شود، در نتیجه باعث می‌شود رشد اقتصادی کُند شود یا کاهش یابد. (Koo: 2011)

تخصیص اعتبار به خرید زمین و مستغلات و دارایی‌های مالی، علاوه بر این‌که سلامت نهادهای مالی و رشد اقتصادی را به‌صورت منفی تحت تأثیر قرار می‌دهد، بر روی نابرابری ثروت و توزیع درآمد هم اثر نامطلوب می‌گذارد. در مقابل، جهت‌دهی اعتبار به کسب‌وکارهای غیرمالی، نابرابری درآمدی را کاهش می‌دهد. وقتی اعتبار به‌سمت خرید زمین و خانه‌های موجود یا دارایی‌های مالی می‌رود، قیمت زمین و مسکن و سایر دارایی‌ها متورم می‌شود. در این وضعیت، عمده درآمدها از عایدی سرمایه، یعنی افزایش قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی، به‌دست می‌آید و سهم بازده سرمایه و همچنین دستمزدها در دایره درآمدها کاهش می‌یابد. مطالعات زیادی نشان می‌دهد که تغییر در درآمدهای سرمایه‌ای –نه درآمدهای دستمزدی– به نابرابری‌های درآمدی منجر می‌شود. (Frassdorf et al: 2011) وام مستغلات، مهم‌ترین عامل افزایش قیمت مسکن است که شاخص دسترسی مسکن را تنزل می‌دهد –یعنی دوره انتظار برای خانه‌دار شدن– افزایش می‌یابد. بدین‌ترتیب، شکاف قابل‌توجه و رو به رشدی بین درآمد خانه‌دارها و سایرین ایجاد می‌شود. (Piketty: 2015)

مجموعه مباحث بالا نشان می‌دهد که ناقص بودن بازار اعتبار و انحراف اعتبار از بخش مولد به‌سمت بخش‌های مالی نامولد، می‌تواند موجب کُندی رشد اقتصادی، بی‌ثباتی و نوسانات شدید در تولید و سطح عمومی قیمت‌ها، درماندگی نهادهای مالی و بی‌ثباتی مالی و نابرابری در توزیع ثروت شود. به‌همین دلیل، مداخلات سیاستگذار در قالب برنامه‌های هدایت اعتبار به‌لحاظ نظری موجه و از نظر سیاست‌گذاری قابل‌درک است. بر این اساس، نه تنها مقدار اعتبار که ترکیب اعتبار در اقتصاد باید کنترل شود. مقدار

[1] Debt Deflation
[2] Balance Sheet Recession

کلان اعتبار نباید بیشتر از رشد منابع واقعی در اقتصاد باشد. ترکیب اعتبار باید به‌سمت تأمین مالی فعالیت‌های تولیدی جهت‌دهی شود و از جریان اعتبار به‌سمت دارایی‌های نامولد و فعالیت‌های سوداگرانه ممانعت شود. با این همه، ادبیات نظری گسترده‌ای نیز در نقد سیاست‌های اعتباری و مداخله مستقیم سیاستگذار در فرایند تخصیص اعتبار وجود دارد.

نقد برنامه‌های هدایت اعتبار

در دهه ۱۹۸۰، دوره افول سیاست‌های اعتباری آغاز شد. انتقاد از برنامه‌های هدایت اعتبار به‌دنبال یک دوره طولانی از تورم رکودی مزمن آغاز شد و ریشه در ادبیات سرکوب مالی داشت. بر پایه ادبیات سرکوب مالی، سیاست‌های اعتباری از این حیث که موجب انحراف منابع مالی و تخصیص غیربهینه اعتبار می‌شوند، مورد انتقاد هستند. تخصیص ناکارای منابعِ اعتباری و فساد و توزیع گسترده رانت در برنامه‌های هدایت اعتبار سبب شد تا صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی ضمن رد سیاست‌های اعتباری، آزادسازی مالی و خصوصی‌سازی بانک‌های توسعه‌ای را در صدر توصیه‌های کارشناسی خود به کشورهای جهان قرار دهند. (World bank: 1989)

بحث اصلی این بود که سیاست‌های اعتباری و بانک‌های توسعه‌ایِ دولتی باعث قیمت‌گذاری نادرست سرمایه و ایجاد انحراف در تخصیص کارای منابع می‌شوند و در نهایت، سبب می‌شوند که سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار در پایین‌ترین سطح مولد بودن اتفاق بیفتد. در این میان، از فساد نهفته در تخصیص‌های ناکارای دولتی و توزیع گسترده رانت در برنامه‌های اعتباری، به‌خصوص در ساختارهای معیوب سیاسی نباید غافل شد. دخالت‌هایی که در بازار اعتبار در راستای کاهش نرخ بهره به سطح پایین‌تری از نرخ‌های تعادلی بازار می‌انجامد، اعتبار را به‌عنوان یک منبع کمیاب به‌سمت بخش‌های نامولد و بنگاه‌های ناکارا هدایت می‌کند. وقتی به نرخ‌های بهره اجازه داده نشود که ایفاگر نقش طبیعی خود در تسویه بازار پول و اعتبار باشند –به‌گونه‌ای که سرکوب مالی اتفاق بیفتد– پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در سطوح پایین‌تری از سطح مطلوب و بهینه، محدود و سرکوب می‌شوند. در مقابل، بازارهای مالی رقابتی و به دور از کنترل‌های اعتباری –که در آن‌ها قیمتِ سرمایه براساس کمیابی سرمایه تعیین می‌شود– قادرند اعتبار را به‌سمت بهترین طرح‌ها با بیشترین بازده (متناسب با ریسک) هدایت کنند. طرح‌هایی که در آن، منابع با حداکثر کارایی و مولد بودن در تولید مورد استفاده قرار می‌گیرد. (McKinnon: 1973; Shaw: 1973)

در واقع، بر پایه دیدگاه مک‌کینِن و شاو که در سال ۱۹۷۳ انتشار یافت، کشورهای کمتر توسعه یافته (LDCs) برای رشد اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که باید از طریق پس‌انداز

کافی پشتیبانی شود. سیاست‌های دولتی برای بالا بردن سطح سرمایه‌گذاری از طریق کاهش دستوری نرخ‌های بهره وام –و در نتیجه نرخ‌های بهره سپرده– مانع انباشت کافی پس‌اندازها به‌شکل سپرده در بانک‌ها می‌شود. این اثر منفیِ سرکوب مالی را باید از طریق سیاست‌های آزادسازی مالی کاهش داد که اجازه می‌دهد نرخ‌های بهره سپرده، آزادانه حرکت کند تا به سطح تعادلی خود در بازار برسد. به‌دلیل نقصان ناشی از عدم‌تقارن اطلاعات در بازار اعتبار، نرخ‌های بهره به‌طور طبیعی از چسبندگی ذاتی برخوردارند که به تنگنای مالی و سهمیه‌بندی درون‌زای اعتبار منجر می‌شود. سرکوب برون‌زای نرخ‌های بهره، تنگنای مالی را در بازار اعتبار تشدید می‌کند و اقتصاد به مرحله‌ای می‌رسد که اعتبار در آن با سرعت بالا تولید می‌شود، اما به جهت تخصیص نادرست، به سرمایه‌گذاری و رشد تولید منجر نمی‌شود. از این‌رو، فقط از مسیر آزادسازی اقتصادی است که رشد اقتصادی واقعی و مهار تورم، هر دو، توأمان و هم‌زمان با هم اتفاق می‌افتد. (Loizos: 2018)

دکترین آزادسازی، محصول رکود تورمی دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ میلادی است. این پدیده باعث شد که سیاست‌های مداخله‌گرایانه دولت‌ها در دهه‌های قبل در بوته نقد تند قرار بگیرد. بدین‌ترتیب، ابزارهای به‌کار گرفته شده در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ برای ارتقای سطح توسعه اقتصادی، شامل سقف‌های نرخ بهره و جهت‌دهی دستوری اعتباری به پروژه‌های سرمایه‌گذاری منتخب، مورد سؤال قرار گرفت. در کشورهای کمتر توسعه یافته، به‌دلیل ماهیت توسعه نیافتگی بازار سرمایه، بانک‌های تجاری نقش مسلط و تعیین‌کننده‌ای در تأمین مالی خارجی پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارند. سپرده‌هایی که در بانک‌ها نگهداری می‌شود، پل ارتباطی میان عرضه وجوه و تقاضای وجوه برای اهداف سرمایه‌گذاری است. در اینجا، رفتار عموم مردم بسیار اثرگذار است. پرسش کلیدی این است که عموم مردم چگونه پس‌اندازهای خود را میان سپرده‌گذاری در بانک‌ها و آنچه در ادبیات اقتصادی به آن «دارایی‌های نامولد» گفته می‌شود، تقسیم می‌کنند؟ منظور از دارایی‌های نامولد این است که خانوارها تصمیم بگیرند پس‌اندازهای خود را به‌شکل پول (اسکناس و مسکوک و سپرده‌های دیداری یا همان وجوه کاملاً نقد)، طلا یا مسکوکات طلا، ارز یا دارایی‌های واقعی بادوام مانند زمین نگهداری کنند. منظور از «نامولد» این است که پس‌اندازها در این شکل قادر نیستند در مسیر تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های داخلی قرار بگیرند. آنچه سپرده‌گذاری در بانک‌ها را نسبت به سایر «دارایی‌های نامولد» جذاب می‌کند، نرخ بهره سپرده است. سقف‌های نرخ بهره که باعث می‌شود این «قیمت‌های پایه» پایین‌تر و دورتر از سطوح تعادلی خود قرار بگیرد، پس‌اندازها را از سپرده‌گذاری‌های مولد دور و به‌سمت دارایی‌های نامولد هدایت می‌کند. بنابراین، عرضه وجوه برای سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. به‌بیان دیگر، اقتصاد دچار تنگنای اعتباری می‌شود. اعتبار ایجاد

می‌شود، اما به‌جای ماندن در بانک‌ها در قالب سپرده‌های بلندمدت، به‌سمت دارایی‌های نامولد روانه می‌شود. از یک‌سو، خلق اعتبار با سرعت بالا انجام می‌شود و از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری به‌دلیل تنگنای اعتباری، پایین‌تر از سطح تعادلی خود قرار می‌گیرد. مسئله در اینجا فقط کمیت سرمایه‌گذاری نیست که کاهش می‌یابد، بلکه کیفیت سرمایه‌گذاری نیز به‌دلیل پایین بودن تصنعی نرخ‌های بهره، تنزل می‌یابد. نرخ‌های بهره واقعیِ پایین‌تر از سطح تعادل، سرمایه‌گذاری‌هایی را که سودآور نیستند، سودآور نشان می‌دهد. بدین‌ترتیب، سیاست‌های سرکوب مالی، به کارایی سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصاد لطمه می‌زند. علاوه بر این، پایین بودن نرخ‌های بهره به این معناست که در اقتصادهایی که با محدودیت عرضه اعتبار مواجهند، مازاد تقاضا به‌وجود آید. در نتیجه، یا خودِ بانک‌ها یا دولت مجبور به سهمیه‌بندی اعتبار می‌شوند. سهمیه‌بندی اعتبار، اثر بلافصل سرکوب مالی است. سهمیه‌بندی اعتبار، خود دلیل مضاعف برای کاهش کیفیت سرمایه‌گذاری است. چرا که سرمایه‌گذاری‌ها بر پایه معیارهای غیرقیمتی (و احتمالاً در چهارچوب فرایندهای رانت‌طلبانه) انتخاب می‌شوند.

آسیب‌های تعیین دستوری نرخ‌های بهره در سطحی پایین‌تر از سطوح تعادلی را می‌توان به‌صورت زیر جمع‌بندی کرد:

الف- نرخ‌های بهره پایینِ غیرتعادلی سبب می‌شود سطح مصرف جاری نسبت به مصرف آتی بیشتر و در نتیجه، نرخ پس‌انداز جاری کاهش یابد.

ب- کارایی سرمایه‌گذاری‌ها افت می‌کند. هم به این دلیل که سرمایه‌گذاری‌های با بازده پایین، صرفه اقتصادی پیدا می‌کنند و هم به این دلیل که سهمیه‌بندی اعتباری بر پایه معیارهایی غیر از معیارهای قیمتی موجب انحراف منابع به‌سمت سرمایه‌گذاری‌های بی‌کیفیت می‌شود.

پ- اگر سقف‌های نرخ بهره فقط بر روی نرخ‌های بهره سپرده اعمال شود و نرخ‌های بهره وام آزاد باشد، در این صورت، سپرده (فاصله میان نرخ‌های بهره وام و سپرده) بیشتر از زمانی است که نرخ‌های بهره سپرده براساس اوضاع تعادلی بازار تعیین می‌شود. نرخ‌های بهره بالا برای وام ممکن است قرض‌گیرندگانی را جذب کند که پروژه‌هایی با ریسک بالا دارند و قرض‌گیرندگان با ریسک متوسط و پروژه‌های سودآور را از گردونه دریافت وام خارج کند. بدین‌ترتیب، بانک‌ها وارد سهمیه‌بندی اعتباری می‌شوند که با کژگزینی مرتبط است.

ت- اگر سقف‌ها علاوه بر نرخ‌های بهره سپرده، بر روی نرخ بهره وام نیز اعمال شود، وضعیت بهتری حاصل نخواهد شد. زیرا بانک‌ها نمی‌توانند صرفه ریسک را در تعیین نرخ بهره لحاظ کنند. بنابراین، نه

تنها منابع به سرمایه‌گذاری‌ها ناکارا تخصیص می‌یابد، بلکه بانک‌ها با مشکل شکنندگی و ناتوانی در ایفای تعهدات مواجه می‌شوند. و

ث- شکنندگی و آسیب‌پذیری بانک‌ها براساس مداخلات دولت بیشتر می‌شود. وام‌گیرندگانی که براساس برنامه‌های دولت، وام دریافت می‌کنند -نه شایستگی‌های اعتباری خود- ممکن است تمایل یا توانایی بازپرداخت بدهی‌های خود را نداشته باشند و این می‌تواند وضعیت مالی بانک را به‌شدت شکننده و آسیب‌پذیرتر کند. (Fry: 1995)

راه‌حال پیشنهادی مک‌کینِن- شاو این است که در کوتاه‌مدت باید تلاش کرد نرخ‌های بهره واقعی از طریق افزایش نرخ‌های بهره اسمی یا از طریق کاهش نرخ تورم، افزایش یابد. این سیاست سبب می‌شود تا در میان‌مدت، به‌دلیل افزایش سطح پس‌انداز و بهبود کمی و کیفی در سرمایه‌گذاری‌ها، نرخ‌های بهره واقعی کاهش یابد. با این همه، آزادسازی مالی نیازمند تمهیدات نهادی‌ای است که باید قبل از آزادسازی پیگیری شود: نخست لازم است (قبل یا هم‌زمان با آزادسازی) بودجه دولت متوازن شود تا نیاز دولت به مالیات تورمی کاهش یابد و ثبات قیمتی پایدار برقرار شود. در مرحله بعد باید موانع جابه‌جایی سرمایه مرتفع شود تا اقتصاد داخلی بتواند از مواهب منابع بین‌المللی برخوردار شود. آزادسازی بازار ارز نیز باید پس از فرایند آزادسازی بازارهای داخلی انجام شود. به‌بیان دیگر، آزادسازی مالی در محیط ناپایدار و بی‌ثباتِ اقتصاد کلان و در نبود نظارت بانکی مؤثر ممکن است نتیجه‌بخش نباشد یا حتی آثار نامطلوبی در پی داشته باشد. از این منظر، مسأله این نیست که آزادسازی مالی انجام شود یا خیر. مسأله این است که آزادسازی مالی چگونه و طی چه فرایندی باید انجام شود؟ از سوی دیگر، شواهدی هم وجود دارد که با استناد به فرایند موفق صنعتی شدن و رشد اقتصادی در کشورهایی مانند ژاپن، کره جنوبی و تایوان و حتی پیش از این کشورها در بریتانیا و ایالات متحده آمریکا، نگاه انتقادی مطلق و بی‌قید در مورد سرکوب مالی و سیاست‌های اعتباری را به چالش می‌کشد. (Chang: 2002) با این همه، اکثر این تحقیقات تأکید می‌کنند که در این کشورها از یک طرف، بستر قوی اجتماعی و نهادی نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در موفقیت نسبی سیاست‌های اعتباری داشته‌اند و از سوی دیگر، تمام این کشورها به مرور زمان راهبرد «چرخش به‌سمت بازار» را برگزیده‌اند. (Schrank and Kurtz: 2005; Offer: 2017)

موج جدید دفاع از برنامه‌های هدایت اعتبار

پس از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷، تحت تأثیر اوضاع به‌وجود آمده از بحران، موج انتقادات از برنامه‌های آزادسازی مالی شدت گرفت و طرفداران و حامیان برنامه‌های هدایت اعتبار، مجال یافتند

تا دیدگاه‌ها و نظرهای خود را در دفاع از سیاست‌های اعتباری با قوت بیشتری مطرح کنند. عده‌ای این نظر را مطرح کردند که قضاوت در مورد سیاست‌های اعتباری از منظر کارایی در نظام بانکی، قضاوت درستی نیست. چرا که اساساً هدف از سیاست‌های اعتباری، رسیدن به یک نظام بانکی کاراتر، سودآورتر و با تسهیلات غیرجاری کمتر نیست، بلکه هدف از سیاست‌های اعتباری این است که اعتبار به بنگاه‌های کوچک و متوسط برسد یا وام‌های مصرفی و وام‌هایی که صرف سفته‌بازی در بازار دارایی‌ها می‌شود، کاهش یابد یا بخش‌های اولویت‌دار در اقتصاد رشد بیشتری داشته باشند. فعالیت‌های مولد، ماهیتاً در کسب‌وکارهای پُرخطر، مشکل و با سطح بالایی از نااطمینانی همراه است و احتمالاً آثار منفی کوتاه‌مدتی بر کارایی نظام بانکی دارد، به‌خصوص ممکن است به افزایش تسهیلات غیرجاری منجر شود. این‌ها هزینه‌های سیاست‌های اعتباری است، اما می‌تواند از طریق نوآوری، افزایش بهره‌وری و ایجاد مشاغل جدید و افزایش سطح درآمد، در آینده جبران شود. بنابراین، سیاست‌های اعتباری را باید از منظر اثربخشی مورد ارزیابی قرار داد، نه از منظر کارایی. هدف آن‌ها ترغیب نوآوری و تأمین مالی فعالیت‌هایی است که از نظر اجتماعی و اقتصادی مطلوبند. این سیاست‌ها جزیی جدایی‌ناپذیر از برنامه‌های توسعه صنعتی دولت‌ها هستند و آثار مفید آن بر سایر بخش‌های اقتصاد سرریز می‌شود. بنابراین، آثار بلندمدت آن بر میزان تولید، اشتغال و صادرات بسیار زیاد است و اگر درست مدیریت شود، می‌توان آثار منفی آن را بر کارایی و سلامت نظام بانکی از طریق تمهیدات احتیاطی کاهش داد. (Muzzocato and Penna: 2016)

با این همه، همچنان تأکید می‌شود که موفقیت سیاست‌های اعتباری در گرو کیفیت نهادها و حکمرانی مناسب است و اثربخشی مثبت برنامه‌های هدایت اعتبار از طریق بانک‌های دولتی، فقط در زمینه اجتماعی و سیاسی مناسب اتفاق می‌افتد. سیاست‌های اعتباری و مالکیت عمومی بانک‌ها در کشورهایی که سطح توسعه‌یافتگی مالی در آن‌ها پایین است و نهادهای سیاسی و اجتماعی، کیفیت نازلی دارند، آسیب‌زاست. با توسعه مالی و ارتقا کیفی نظامات سیاسی و اجتماعی از آثار منفی برنامه‌های هدایت اعتبار کاسته می‌شود. اما دفاع مطلق از برنامه‌های هدایت اعتبار با استناد به نمونه‌های موفق در برخی از کشورها و بدون در نظر گرفتن تفاوت‌ها و ناهمگنی‌های نهادی، گمراه‌کننده است. (Korner and Schnabel: 2011)

آزادسازی مالی و چرخش بی‌مهابا به‌سمت بازار از منظر تئوریک نیز با کاستی‌ها و نواقصی مواجه است. مهم‌ترین ایراد این است که بر فرض وجود تعادلِ رقابتی در بازار متکی است –یعنی فرض می‌کند که بازار اعتبار، رقابتی و کامل است. در حالی که بازارهای اعتبار اغلب، تحت سلطه چند بانک بزرگ هستند. همچنین، ایراد دیگر که شاید مبنایی‌تر باشد، تحلیلی است که استیگلیتز و ویس درخصوص

بازارهای اعتبار مطرح می‌کنند، مبنی بر این‌که بانک‌ها به‌دلیل مسائل ناشی از عدم‌تقارن اطلاعات، نه به‌صورت اتفاقی که به‌صورت مزمن، حتی در وضعیت رقابتی نیز اعتبار را سهمیه‌بندی می‌کنند. به‌بیان دیگر، در بازار اعتبار، قیمت بازار را تسویه نمی‌کند، بلکه بازارهای اعتبار، «بازارهای مبتنی بر مقدار[1]» هستند که برای آن‌ها نمی‌توان تعادل قیمتی تعیین کرد. در این بازارها، مقدار اعتبار در هر سطحی از نرخ بهره توسط بانک و در سمت عرضه بازار تعیین می‌شود. (Stiglitz and Weiss: 1981) دانش اقتصاد خرد، به‌طور سنتی، برای این قبیل «بازارهای سهمیه‌بندی‌شده[2]»، به‌عنوان بهینه دوم، توصیه به مداخله دولت دارد. بنابراین، به‌لحاظ نظری، سیاست‌های اعتباری –در صورت وجود زیرساخت‌های مناسب– این قابلیت را دارد که عملکرد بازار را بهبود ببخشد.

جدای از مسأله رقابت و سهمیه‌بندی اعتبار، بازار اعتبار از یک بُعد مهم دیگر نیز با سایر بازارها متفاوت است و آن این است که اعتبار، کالا نیست. در بازار کالا، در سمت عرضه، کمیابی عوامل تولید بسیار تعیین‌کننده است. کمیابی عوامل تولید باعث افزایش قیمت می‌شود تا جایی که میزان تقاضا در سطح متناسبی با کمیابی منابع تثبیت شود. اما در بازار اعتبار، عامل تولیدی وجود ندارد تا کمیابی آن بر روی عرضه و قیمت اعتبار تأثیر بگذارد. بانک‌ها تقریباً می‌توانند از هیچ، برای مشتریان خود اعتبار خلق کنند. خلق پول از هیچ به این معنا نیست که پول ایجاد شده در فرایند اعتباردهی بدون پشتوانه است، بلکه بدین‌معناست که برای خلق آن، عامل تولید لازم نیست. بنابراین، از آنجایی که اعتبار برای خلق شدن نیازی به عامل تولید ندارد، افزایش یا کاهش قیمت آن متأثر از فراوانی یا کمیابی عوامل تولید نیست. از سوی دیگر، در بازار کالا، آنچه در سمت تقاضا مانع گسترش بازار می‌شود، سیری و اشباع شدن تقاضاکننده از مصرف کالا و خدمت است. این ویژگی را نمی‌توان در بازار اعتبار برای پولی عنوان کرد که در فرایند اعتباردهی ایجاد می‌شود. به‌نظر نمی‌رسد که پول به‌عنوان قدرت خریدِ کالاها و خدمات –موجود یا آتی– با محدودیتی به‌نام اشباع یا سیری مواجه باشد. اشتهای افراد جامعه برای دریافت اعتبار یا پول سیری‌ناپذیر است. از این‌رو، «بازار اعتبارِ مقررات‌زدایی شده» از این حیث نیز با محدودیت‌های ماهویِ درون بازار کالا مواجه نیست و به‌همین دلیل، میزان اعتبار می‌تواند بیش از حدِ مطلوب در اقتصاد رشد کند. از این منظر، پول و اعتبار به‌صورت درون‌زا ایجاد می‌شوند و محرک رشد آن‌ها از سمت تقاضاست. (Ryan-Collins et al.: 2011)

[1] Quantity-Based Markets
[2] Rationed Markets

بر پایه نظریه درون‌زایی باسیل موره، اگر پیشران رشد اعتبار، تقاضا باشد –چنانچه اعتبار برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری ایجاد شود– آنگاه مقوله اشباع و سیری بازار دوباره احیا می‌شود. نه از این جهت که تقاضای مشتریان اشباع می‌شود، بلکه از این جهت که فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود و پایان‌پذیر است. بنابراین، از آنجایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مولد، بی‌شمار نیست، رشد اعتباری ناشی از تقاضا برای این قبیل سرمایه‌گذاری‌های مولد نیز محدود است. و این محدودیت، اجازه نمی‌دهد اعتبار بیش از حد لازم در اقتصاد، تقاضا و خلق شود. در واقع، باسیل موره دیدگاه عمودی‌نگرانه‌ی پول‌گرایان را –دایر بر این‌که بانک‌های مرکزی این قدرت را دارند که به‌صورت برون‌زا حجم پول را تغییر دهند– زیر سؤال قرار می‌دهد. در نگاه «عمودی‌نگر[1]» به فرایند خلق پول، نطفه تغییرات پولی از تغییر در پایه پُرقدرت پول منشأ می‌گیرد که تحت کنترل بانک مرکزی است و از مسیر ضریب فزاینده پول در شبکه بانکی به‌زایشِ دیگر کل‌های پولی در اقتصاد منتهی می‌شود. در مقابل، موره بر این باور است که عرضه پولِ اعتباری درون‌زاست و در واکنش به تقاضا برای اعتبارات بانکی تغییر می‌کند. این نگاه «افقی‌نگر[2]» معتقد است که بانک مرکزی تنها به‌صورت برون‌زا می‌تواند قیمت عرضه پول را تعیین کند. یعنی نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در بازار پول، کنترلی بر مقدار پول اعتباری ندارد. (Moore: 1988)

پیش‌فرض نظریه افقی‌نگر این است که اعتبار تنها برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های مولد مورد استفاده قرار می‌گیرد. و تقاضا برای سرمایه‌گذاری به نرخ بهره اعتبار بستگی دارد. از این‌رو، نرخ بهره می‌تواند تقاضا برای اعتبار را محدود کند. با این همه، این خطر همواره وجود دارد که دامنه کاربرد اعتبار در جامعه از تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری مولد فراتر رود و به تأمین مالی دارایی‌های مالی و املاک و مستغلات کشیده شود. در این حالت، نرخ بهره و تأثیر آن بر تقاضا برای سرمایه‌گذاری نمی‌تواند تقاضای سیری‌ناپذیر برای خلق اعتبار را کنترل کند. چرا که چرخه بی‌پایان اعتبار و قیمت دارایی‌ها مانع اشباع تقاضا می‌شود. ایجاد اعتبار باعث افزایش قیمت دارایی و افزایش قیمت دارایی باعث خلق اعتبار بیشتر می‌شود. این دورِ خلق اعتبار و افزایش قیمت دارایی تا فروپاشی نهایی اقتصاد ادامه می‌یابد. به‌بیان دیگر، اعتباری که خرید دارایی‌ها را تأمین مالی می‌کند و از این طریق، موجب افزایش قیمت آن‌ها می‌شود، به‌جای این‌که با سیری تقاضا مواجه شود، اشتهای بیشتری برای دریافت تقاضا را هم‌زمان با افزایش قیمت‌ها تجربه می‌کند. (Ryan-Collins: 2018) بنابراین، بدون یاری

[1] Verticalist
[2] Horizontalist

جستن از ابزارهای سیاست اعتباری و صرفاً با تکیه بر هدایت نرخ بهره نمی‌توان مانع وام‌دهی بیش از حد و بی‌ثباتی در اقتصاد شد.

و کلام آخر این‌که، مخالفان سرکوب مالی و سیاست‌های اعتباری، بنای مباحث خود را بر این پایه قرار داده‌اند که نقش بانک‌ها در اقتصاد واسطه‌گری مالی از مسیر تجهیز منابع و تخصیص آن به فعالیت مولد است و استدلال می‌کنند که در این فرایند هر نوع مداخله مستقیم، چه از مسیر تعیین سقف برای نرخ‌های بهره و چه از مسیر کنترل و جهت‌دهی مقداری اعتبار، به انحراف منابع و ناکارایی منجر می‌شود. اما واقعیت این است که بانک‌ها امروزه، دست‌کم در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته صنعتی، از این نقش سنتی خود فاصله گرفته‌اند و بانکداری در این کشورها، چه در سمت تجهیز منابع و چه در سمت تخصیص منابع، «بازارمحور[1]» شده است. بانک‌ها منابع خود را نه فقط از طریق سپرده‌گیری، که از طریق فروش اوراق بدهی یا اوراق توافق بازخرید (ریپو) در بازار جذب می‌کنند. در سمت تخصیص منابع نیز بانک‌ها در حال حاضر، وام‌های اعطایی خود و دارایی‌های مشتق از آن‌ها را می‌توانند در بازارهای مالی مبادله کنند. بدین‌ترتیب، درآمد کارمزدی و درآمد حاصل از اوراق بهادار و فروش دارایی‌های مالی جایگزین درآمدهای بهره‌ای ناشی از تفاوت نرخ بهره وام و سپرده شده است. بنابراین، تصمیم‌گیری‌های وام‌دهی در نظام بانکداری اغلب کشورهای توسعه‌یافته بر این اساس نیست که بازده وام در کجا بیشتر است، بلکه بر این اساس است که از مابه‌التفاوت درآمد حاصل از فروش دارایی‌ها و هزینه‌های ناشی از تجهیز منابع در بازار چقدر سودآوری برای بانک حاصل می‌شود. بانکداری بازارمحور نتیجه آزادسازی مالی در کشورهای توسعه‌یافته است. بنابراین، آزادسازی مالی بیش از سیاست‌های اعتباری مداخله‌گر می‌تواند به انحراف منابع، ناکارایی و بی‌ثباتی منجر شود. (Hardie and Howarth: 2013)

آیا سیاست‌های اعتباری بازگشته‌اند؟

در دوران ابتلای اقتصاد جهانی به پدیده تورم رکودی، جریان اصلی اقتصاد با عقبگرد از تفکر کینزی، به راهکارهای بازاری نئولیبرایستی گرایش بیشتری نشان داد و برنامه‌های هدایت اعتبار در این دوران به‌تدریج کمرنگ شدند. در سال ۱۹۸۹، تغییر رویکرد سیاستی تحت عنوان «اجماع واشنگتن»، سرلوحه برنامه‌های اقتصادی قرار گرفت. اجماع واشنگتن، مجموعه‌ای مشخص از راهبردهای اقتصادی را به دولت‌ها پیشنهاد می‌کرد که در آن سیاست‌های اعتباری جایگاهی نداشت. راهبردهای سیاستی اجماع واشنگتن عبارت بود از:

[1] Market-Based Banking

۱- انضباط مالی و اجتناب از کسری بودجه؛
۲- پرهیز از پرداخت یارانه‌های غیرهدفمند و جهت‌دهی هزینه‌های دولت به‌سمت سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی؛
۳- اصلاح مالیاتی از طریق گسترش پایه‌های مالیاتی و کاهش نرخ‌های مالیات؛
۴- حرکت به‌سمت نرخ‌های بهره واقعی مثبتِ ملایم؛
۵- حرکت به‌سمت نرخ ارز رقابتی؛
۶- آزادسازی تجاری؛
۷- برنامه‌ریزی بازارمحور برای جلب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی؛
۸- خصوصی‌سازی بنگاه‌های دولتی؛
۹- مقررات‌زدایی به‌جز مقررات ناظر بر مسائل زیست‌محیطی، حمایت از مصرف‌کننده و مقررات احتیاطی مربوط به نهادهای مالی؛ و
۱۰- فراهم آوردن امنیت حقوقی برای حراست از حقوق مالکیت.

شاید مهم‌ترین ایراد اجماع واشنگتن، غفلت یا عدم توجه کافی به چرخه رشد اعتبار و قیمت دارایی‌ها بود. این غفلت، با وجود برخی هشدارها مبنی بر ضرورت توجه به جریان اعتبار در راهبردهای سیاست پولی، زمینه‌ساز وقوع بحران مالی شد. (Borio and lawe: 2004)

واقعیت این است که پس از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷، بازگشت به سیاست‌های اعتباری نه به‌شکل دخالت‌های مستقیم، بلکه در قالب سیاست‌های کلان احتیاطی مورد اقبال و توجه اقتصاددانان قرار گرفته است. سیاست‌های احتیاطی اقتصاد کلان که برای کاهش ریسک سیستمیک در نظام مالی توصیه می‌شود، گرچه نام سیاست اعتباری ندارد، اما در اصل، شکلی از کنترل‌های اعتباری است. این سیاست‌ها، هم طرف عرضه اعتبار را کنترل می‌کنند و هم بر روی تقاضا برای اعتبار تأثیر می‌گذارند. ابزارهایی مانند تعیین ضریب ریسک بالاتر (برای وام‌های رهنی) یا ضریب ریسک پایین‌تر (برای وام‌های اعطایی به بنگاه‌های کوچک و متوسط یا پروژه‌های زیرساختی) در محاسبه نسبت کفایت سرمایه، عرضه اعتبار توسط بانک‌ها به بخش‌های مختلف را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین، تعیین سپر سرمایه‌ای ضدچرخه‌ای (الزام بانک‌ها به افزایش سرمایه در دوره‌های رونق و کاهش آن در دوره‌های رکود) می‌تواند با مدیریت مناسب عرضه اعتبار، از چرخه رشد اعتبار و افزایش قیمت دارایی جلوگیری کند. دادن امتیازاتی مانند نرخ تنزیل کمتر یا نرخ ذخیره قانونی پایین‌تر برای بانک‌هایی که سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی و مولد (فعالیت‌های غیرمالی) را تأمین مالی می‌کنند یا اوراق قرضه پروژه‌های عمرانی دولت را خریداری

می‌کنند، شیوه دیگری برای جهت‌دهی عرضه اعتبار به‌سمت پروژه‌های خاص است. از سوی دیگر، سیاست‌گذار می‌تواند از طریق تعیین نسبت وام به ارزش دارایی یا نسبت بدهی به درآمد و سایر ابزارهای اعتباری، تقاضا برای اعتبار را مدیریت کند. شواهد تجربی در مورد میزان اثربخشی سیاست‌های اعتباری نوین که در چهارچوب سیاست‌های احتیاطی و برخی برنامه‌های خاص اجرا شده، مقدماتی هستند و دلالت‌های آن در حوزه سیاست‌گذاری قطعی نیست. اگر چه پس از بحران مالی جهانی، سیاست‌های احتیاطی به‌طور فزاینده در بانک‌های مرکزی به‌کار رفته‌اند، اما اطلاعات مربوط به این‌که کدام سیاست‌ها در بیشتر کشورها نتیجه بخش بوده، محدود است. (Cerutti et al.: 2017)

جمع‌بندی

سرمایه‌گذاری و تولید، نیازمند اعتبار است، اما خلق اعتبار به‌دلیل ناکامل بودن بازار اعتبار می‌تواند به بحران مالی و بی‌ثباتی در اقتصاد نیز منجر شود. بنابراین، حدی از مداخله و تنظیم‌گری در بازار اعتبار اجتناب‌ناپذیر است. ضرورت تنظیم‌گری در بازار اعتبار، هم در مقام نظر اثبات شده و هم در عمل همواره در دستور کار سیاست‌گذاران قرار داشته است. اختلاف بر سرِ میزان و نحوه مداخله است.

برنامه‌های هدایت اعتبار در قالب تخصیص‌های مستقیم –و دستوری– اعتبار به بخش‌های مولد اقتصاد، پس از جنگ جهانی دوم، در بسیاری از کشورها تجربه شده است. در واقع، برنامه‌های هدایت اعتبار در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ میلادی، نمود مجسم رویکرد مداخله‌گرایانه –متأثر از دیدگاه‌های کینزی– در بازار اعتبار است. در این دوران، عملکرد برنامه‌های هدایت اعتبار بسته به زیرساخت‌های سیاسی، اجتماعی و نهادی کشورها متفاوت بوده است.

در دهه ۱۹۸۰ میلادی، به‌دنبال دوره‌ای از تورم رکودی در اغلب کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، رویکرد مداخله مستقیم در بازار اعتبار با یک چرخش بنیادین، به‌سمت رویکرد بازارمحور تغییر مسیر داد. نتایج بلندمدت بیش از دو دهه هدایت برنامه‌ریزی شده اعتبار، این دیدگاه را تقویت کرده بود که مداخله مستقیم در فرایند تخصیص اعتبار، علاوه بر ناکارایی و ایجاد بی‌ثباتی در اقتصاد، نابرابری را نیز تشدید می‌کند. در نتیجه، برنامه‌های هدایت اعتبار از دستور کار سیاست‌گذار آن خارج شد و نقش دولت در بازار اعتبار به تقویت رقابت و کاهش مشکلات ناشی از عدم‌تقارن اطلاعات محدود شد. با این همه، عقبگرد افراط‌گونه از کنترل‌های اعتباری موجب جابه‌جایی و حرکت اعتبار از بخش تولید و سرمایه‌گذاری‌های مولد به‌سمت بازار دارایی‌های مالی شد و زمینه‌ساز بروز بحران مالی در سال‌های ۲۰۰۷–۲۰۰۸ شد.

تجربه بحران مالی جهانی در سال‌ها ۲۰۰۸-۲۰۰۷، بارِ دیگر توجه اقتصاددانان را به اهمیت کنترل‌های اعتباری جلب کرد و برنامه‌های هدایت اعتبار، نه به سبک دوران پس از جنگ جهانی دوم، بلکه در قالب سیاست‌های احتیاطی کلان مورد بازنگری قرار گرفت. در رویکرد جدید، سیاست‌گذار با پرهیز از دخالت‌های مستقیم و با روش‌های سازگار با کارکرد بازار، از طریق ابزار سیاست‌های احتیاطی کلان، می‌کوشد رشد فزاینده اعتبار در بازارهای مالی (شامل اعتبارات مصرف‌کننده و وام‌های رهنی در بخش مسکن) را کنترل کند و به‌طور غیرمستقیم، جریان اعتبار را به‌سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد در بخش تولید هدایت کند.

منابع و مآخذ

1- Amable, B.; Regan, A.; Avdagic, S.; Baccaro, L.; Pontusson, J.; Van der Zwan, N. (2019) 'New Approaches to Political Economy: Financialization Studies', ***Socio-Economic Review***, 17, pp. 433-459.

2- Ang, J. B. (2008) 'A survey of recent developments in the literature of finance and growth', ***Journal of Economic Surveys***, 22(3), pp. 536-576.

3- Bezemer, D. J.; Ryan-Collins, J.; Lerven, F.; Zhang, L. (2023) 'Credit policy and debt shifts in advanced economies', ***Socio-Economic Review***, 21(1), pp. 437-478.

4- Bezemer, D. J. (2014) 'Schumpeter might be right again: the functional differentiation of credit', ***Journal of Evolutionary Economics***, 24(5), pp. 935-950.

5- Bezemer, D. J.; Samarina, A.; Zhang, L. (2017) 'The shift in bank credit allocation: new data and new findings', ***De Nederlandsche Bank Working*** Paper No. 559. Available at: https://papers.ssrn.com/abstract=2992621.

6- Bezemer, D. J.; Samarina, A. (2019) 'Debt shift, financial development and income inequality', ***De Nederlandsche Bank Working***, Paper No.646. Available at: https://papers.ssrn.com/ sol3/papers.cfm? abstract_id=343782.

7- Bezemer, D. J.; Hudson, M. (2016) 'Finance is not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction', ***Journal of Economic Issues***. 50, pp. 745-768.

8- Borio, C.; Lowe, P. W. (2004) 'Securing Sustainable Price Stability: Should Credit come Back from the Wilderness?', ***BIS Working***, Paper No.157. DOI:10.2139/ssrn.782324.

9- Cerutti, E.; Claessens, S.; Laeven, L. (2017) 'The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence', ***Journal of Financial Stability***, 28, pp. 203-224.

10- Chang, H. J. (2002) ***Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective***. London: Anthem Press.
11- Dafermos, Y.; Gabor, D.; Michell, J. (2020) 'Institutional Supercycles: An Evolutionary Macro-Finance Approach', ***Rebuilding Macroeconomics Working***, Paper No.15.
12- Epstein, G. (2006) 'Central banks as agents of economic development', ***Research Paper, United Nations University (UNU)***, No. 2006/54.
13- Ferri, P.; Minsky, H. (1992) 'Market processes and thwarting systems', ***Structural Change and Economic Dynamics***, 3, pp. 79-91.
14- Fisher, I. (1933) 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', ***Econometrica***, 1, pp. 337-357.
15- Frassdorf, A.; Grabka, M. M.; Schwarze, J. (2011) 'The Impact of Household Capital Income on Income Inequality-a Factor Decomposition Analysis for the UK, Germany and the USA', ***Journal of Economic Inequality***, 9, pp. 35-56.
16- Fry, M. J. (1995) 'Financial Development in Asia: Some Analytical Issues', ***Asian-Pacific Economic Literature***, 9, pp. 40-57.
17- Hall, P. A.; Soskice, D. (2001) ***Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage***, Oxford, Oxford University Press.
18- Hardie, I.; Howarth, D. (2013) ***Market-Based Banking and the International Financial Crisis***, Oxford, Oxford University Press.
19- Korner, T.; Schnabel, I. (2011) 'Public Ownership of Banks and Economic Growth: The Impact of Country Heterogeneity', ***Economics of Transition***, 19, pp. 407-441.
20- Koo, R.C., (2011) 'The world in balance sheet recession: cause, cure and politics', ***Real-world Economic Review***, 58, pp. 19-37.
21- Levy-Yeyati, E. L.; Micco, A.; Panizza, U. (2004) 'Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks', ***Inter-American Development Bank Research Department Working,*** Paper No. 517.
22- Loizos, K. (2018) 'The Financial Repression-Liberalization Debate: Taking Stock, Looking for a Synthesis', ***Journal of Economic Surveys***, 32, pp. 440-468.
23- Mazzucato, M.; Penna, C. C. (2016) 'Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks', ***Journal of Economic Policy Reform***, 19, pp. 305-326.
24- McKinnon, R. I. (1973) ***Money and Capital in Economic Development*** Washington, D.C., The Brookings Institution.
25- Minsky, H. (1975) 'Financial resources in a fragile financial environment', Challenge, 18(3), pp. 6-13.

26- Minsky, H. (1982) ***Can 'it' happen again?*** Armonk: M. E. Sharpe.
27- Minsky, H. (1986) 'The evolution of financial institutions and the performance of the economy', ***Journal of Economic Issues***, 20(2), pp. 345-353.
28- Monnet, E. (2014) 'Monetary Policy without interest rates: Evidence from France's golden age (1948 to 1973) using a narrative approach', ***American Economic Journal: Macroeconomics***, 6(4), pp. 137-169.
29- Moore, B. (1988) ***Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money***. Cambridge, UK, Cambridge University Press.
30- Offer, A. (2017) 'The Market Turn: From Social Democracy to Market Liberalism', ***The Economic History Review***, 70, pp. 1051-1071.
31- Piketty, T. (2015) 'About Capital in the Twenty-First Century', ***American Economic Review***, 105, pp. 48-53.
32- Rajan, R. G.; Zingales, L. (2003) 'The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century', ***Journal of Financial Economics***, 69(1), pp. 5-50.
33- Ryan-Collins, J. (2018) ***Why Can't You Afford a Home?*** London, Polity Press.
34- Ryan-Collins, J.; Greenham, T.; Werner, R. A.; Jackson, A. (2011) ***Where Does Money Come from?*** London, The New Economics Foundation.
35- Schrank, A.; Kurtz, M. J. (2005) 'Credit Where Credit is Due: Open Economy Industrial Policy and Export Diversification in Latin America and the Caribbean', ***Politics & Society***, 33, pp. 671-702.
36- Shaw, E. S. (1973) ***Financial Deepening in Economic Development***, New York, Oxford University Press. 34- Stiglitz, J. E.; Weiss, A. (1981) 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information', ***The American Economic Review***, 71, pp. 393-410.
37- Werner, R. A. (1997) 'Towards a New Monetary Paradigm: A Quantity Theorem of Disaggregated Credit, with Evidence from Japan', ***Kredit Und Kapital***, 30, pp. 276-309.
38- Werner, R. A. (2005) ***New Paradigm in Macroeconomics: Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance***. London, Palgrave Macmillan.
39- World Bank. (1989) ***World Bank Development Report 1989***. Washington, D.C., The World Bank.