

رمزگشایی هدایت اعتبار به سمت فعالیت‌های مولد



معاونت بررسی‌های اقتصادی
اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران



تهیه شده در:

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

فروردین ۱۴۰۴

**از طریق پست الکترونیکی زیر می‌توانید پیشنهادهای و نظرات اصلاحی خود را به واحد
مربوطه منعکس نمایید:**

economic_research@tccim.ir

استفاده از مطالب این گزارش با ذکر منبع بلامانع است.

خلاصه مدیریتی

بحث نقدینگی در کشور به موضوع معماگونه‌ای تبدیل شده است. بر اساس نتایج حاصل از پایش ملی محیط کسب‌وکار ایران، از نظر فعالان اقتصادی دشواری تامین مالی از بانک‌ها یکی از مهم‌ترین عوامل محدودکننده کسب‌وکار کشور بوده و بخش تولیدی یکی از اصلی‌ترین کمبودهای خود را کمبود نقدینگی و دسترسی مشکل به اعتبارات بانک‌ها عنوان می‌کند. عدم تمایل شبکه بانکی به هدایت اعتبار به سمت بخش‌های مولد، مشکلات عدیده‌ای را بر سر راه کارآفرینان و فعالان اقتصادی قرار داده است، لذا کمبود منابع مالی در بخش تولیدی که تامین مالی بخش واقعی را با مشکل روبرو کرده و همچنین رشد بالای نقدینگی در سطح کلان که منجر به تورم بالا شده است، اهمیت اجرای سیاست‌های ناظر بر کنترل تورم و هدایت اعتبار را بیش از پیش نمایان می‌سازد. با وجود شواهد آماری مبنی بر لزوم هدایت هدفمند اعتبارات به سمت فعالیت‌های مولد، متأسفانه، تخصیص منابع مالی به بنگاه‌های رقابت‌پذیر و بهره‌ور در اقتصاد ایران، از اولویت لازم برخوردار نیست. اگر خلق اعتبار صرف بخش‌های مولد و اشتغال‌زا شود علاوه بر کمک به تحریک بخش عرضه در اقتصاد می‌تواند از طریق دستمزد نیروی کار بخش تقاضا را نیز تحریک کند. اما اگر خلق اعتبار به سمت بازارهای غیرمولد و حاشیه‌ای کشیده شود یا فقط به افراد و شرکت‌های وابسته به بانک‌ها داده شود ضمن آنکه تامین مالی بنگاه‌ها را با مشکل روبرو می‌سازد، بلکه سبب افزایش تورم در اقتصاد خواهد شد. لذا با توجه به آثار نامطلوب تورم بالا در کشور، افزایش دسترسی بخش‌های مولد اقتصاد به منابع مالی از طرق مختلف تامین مالی در کنار مدیریت منابع رشد نقدینگی باید همواره به‌عنوان اولویت‌های سیاست‌گذاری پولی، مدنظر سیاست‌گذاران قرار گیرد. بر اساس مطالعات الزاماتی در راستای پیشبرد موفقیت‌آمیز سیاست‌های هدایت اعتباری شناسایی شده است که عبارتند از: ایجاد ثبات در قیمت ارز و بازار ارز، عدم تعیین دستوری نرخ بهره، سلامت مالی بانک‌ها، توسعه سازوکار مشارکتی برای جذب سرمایه‌گذاری، تسهیل تامین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی از طریق بازار سرمایه و اوراق بهادار، تعیین سیاست توسعه‌ای، سیستم نظارتی قوی و جذابیت زدایی از فعالیت‌های نامولد. با توجه به پیش‌شرط‌های کلیدی مطرح شده، تحقق هدایت اعتباری مؤثر مستلزم رویکردی جامع و چندجانبه است. به عبارت دقیق‌تر، موفقیت در هدایت اعتباری، نه صرفاً یک اقدام تک‌بعدی، بلکه حاصل تعامل سازنده و هم‌افزایی مجموعه‌ای از سیاست‌ها و اقدامات است که می‌بایست مورد مذاقه قرار گیرد. با توجه به تنگناهای اعتباری بانک‌ها، آسیب‌پذیری ترازنامه‌ها، و عدم تخصیص بهینه منابع، این گزارش عوامل کلیدی رشد نقدینگی را شناسایی و راهبردهای عملیاتی برای هدایت اعتبارات به سمت فعالیت‌های ارزش‌آفرین و مولد را ارائه می‌دهد.

Executive Summary

The issue of liquidity in the country has become a perplexing enigma. While the growth of liquidity in Iran outpaces the growth of its Gross Domestic Product (GDP), according to the results of the national monitoring of Iran's business environment, economic actors identify the difficulty of obtaining financing from banks as one of the most significant constraints on the country's businesses. The productive sector specifically cites liquidity shortages and difficult access to bank credit as major deficiencies. The reluctance of the banking network to direct credit towards productive sectors has created numerous obstacles for entrepreneurs and economic actors. Consequently, the shortage of financial resources in the productive sector, which hinders the financing of the real economy, coupled with the high growth of liquidity at the macro level, which leads to high inflation, underscores the critical importance of implementing policies aimed at controlling inflation and directing credit. Despite statistical evidence indicating the necessity of targeted credit allocation towards productive activities, the allocation of financial resources to competitive and efficient enterprises in the Iranian economy unfortunately lacks sufficient priority. If credit creation were solely directed towards productive and job-creating sectors, it could not only stimulate the supply side of the economy but also boost demand through labor wages. However, if credit creation is diverted towards non-productive and speculative markets or is exclusively granted to individuals and companies affiliated with banks, it will not only impede the financing of enterprises but also fuel inflation. Therefore, given the detrimental effects of high inflation in the country, enhancing the access of productive sectors to financial resources through diverse financing mechanisms, alongside the management of liquidity growth, should remain a top priority for monetary policymakers. Based on studies, requirements have been identified for the successful advancement of credit guidance policies, including: establishing stability in the exchange rate and foreign exchange market, avoiding the arbitrary setting of interest rates, ensuring the financial health of banks, developing participatory mechanisms to attract investment, facilitating financing for companies and economic enterprises through the capital market and securities, defining a clear development policy, establishing a robust supervisory system, and discouraging non-productive activities. Considering these key prerequisites, the realization of effective credit guidance necessitates a comprehensive and multifaceted approach. In essence, success in credit guidance is not a singular, isolated action but rather the result of a constructive interaction and synergy among a range of carefully considered policies and actions. Given the credit constraints faced by banks, the vulnerability of balance sheets, and the inefficient allocation of resources, this report identifies the key drivers of liquidity growth and proposes operational strategies for directing credit towards value-creating and productive activities.

فهرست مطالب

مقدمه.....	۶
۱. تحلیل اقتصادی وضعیت کنونی رشد نقدینگی.....	۷
۱-۲. مقایسه نرخ رشد نقدینگی و پایه پولی.....	۹
۱-۳. سهم هریک از اجزای نقدینگی.....	۱۱
۲. عوامل موثر بر رشد نقدینگی.....	۱۲
۳. سیاست‌های هدایت اعتباری.....	۱۸
۳-۱. ابزارهای هدایت اعتباری.....	۲۱
۴. ضرورت اعمال سیاست هدایت اعتبار در ایران بر اساس مقتضیات و تحولات اقتصاد کلان.....	۲۳
۵. برخی الزامات مهم در راستای اجرای موفق سیاست‌های هدایت اعتباری.....	۲۹
۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات سیاستی.....	۳۳
منابع.....	۳۷

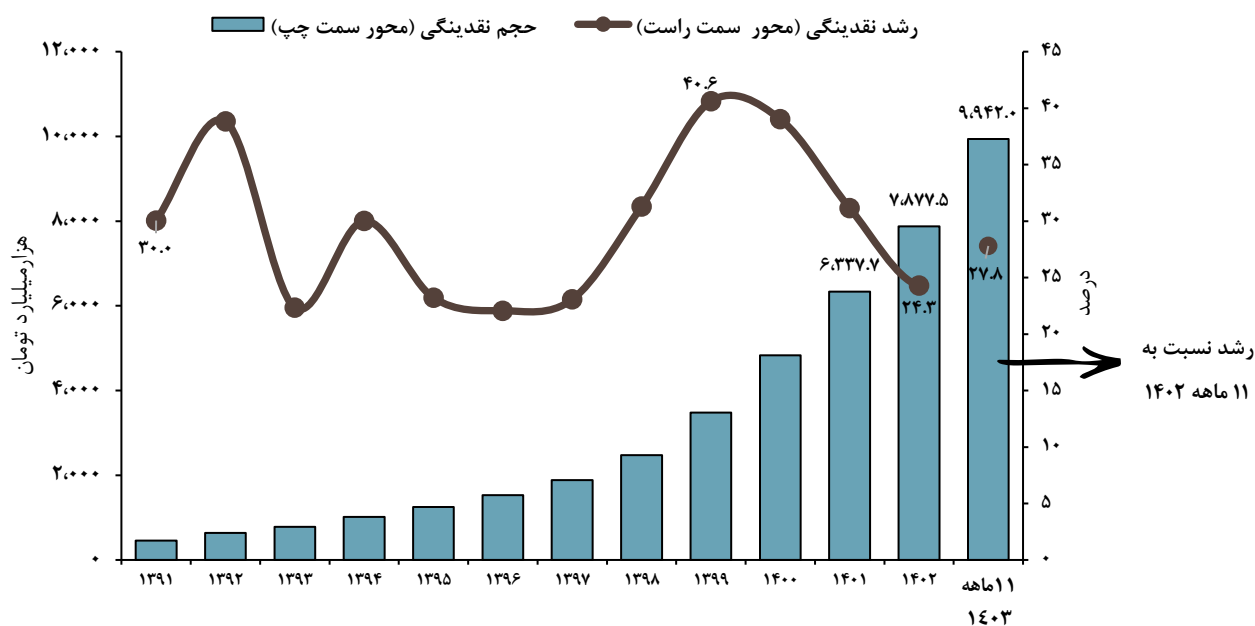
مقدمه

اقتصاد ملی با دو چالش ساختاری و متمایز مواجه است: نخست، انبساط فزاینده نقدینگی در سطح کلان که منجر به تورم افسارگسیخته می‌شود، و دوم، محدودیت دسترسی به منابع مالی در بخش تولید، به ویژه در حوزه تأمین مالی خرد، که تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد را با دشواری‌های جدی مواجه ساخته است. این وضعیت، ضرورت اتخاذ سیاست‌های دوگانه و هماهنگ را برای مهار تورم و مدیریت اثربخش جریان‌های اعتباری نمایان می‌سازد. از یک سو، با توجه به پیامدهای مخرب تورم بالا بر ثبات و رشد اقتصادی کشور، مدیریت بهینه منابع رشد نقدینگی باید در صدر اولویت‌های سیاست پولی قرار گیرد. از سوی دیگر، تسهیل دسترسی بخش‌های مولد اقتصاد به منابع مالی از طریق تنوع‌بخشی به ابزارهای تأمین مالی و بهبود سازوکارهای تخصیص اعتبار، امری اجتناب‌ناپذیر است. با عنایت به این دو اولویت محوری در سیاست پولی، گزارش حاضر در بخش نخست به بررسی راهبردهای کنترل رشد نقدینگی و در بخش دوم به تحلیل مسائل مرتبط با هدایت اعتباری و ارائه راهکارهای سیاستی مناسب در این زمینه می‌پردازد.



۱. تحلیل اقتصادی وضعیت کنونی رشد نقدینگی

روند کلی تولید ناخالص داخلی کشور در سال‌های اخیر نزولی بوده اما رشد نقدینگی روند مثبتی داشته است. در نمودار ۱، روند حجم و رشد نقدینگی کشور از سال ۱۳۹۱ تا بهمن ۱۴۰۳ رسم شده است.



نمودار ۱. حجم و رشد نقدینگی در ایران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۱ ماهه ۱۴۰۳

منبع: بانک مرکزی

همانطور که در نمودار پیدا است، طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۲ نقدینگی با شتاب فزاینده‌ای افزایش یافته و میانگین نرخ رشد آن طی دو سال مزبور به ۳۴.۴ درصد رسید. به نظر می‌رسد رشد بی‌سابقه نقدینگی در این دوره، ناشی از دو عامل فروش نفت و ورود ارزهای نفتی به ترازنامه بانک مرکزی (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۴۰۲) و همچنین شروع جدید تحریم‌های اقتصادی بوده است. با توجه به ساختار اقتصاد ایران که به نفت وابسته است، هم در شرایط افزایش درآمدهای نفتی (از مسیر افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) و هم کاهش این درآمدها (از طریق کسری بودجه)، نقدینگی به طور اجتناب‌ناپذیری افزایش پیدا می‌کند. از طرفی در سال ۱۳۹۱ آثار تشدید تحریم‌ها از مسیرهای دیگری نیز به رشد نقدینگی دامن زده است. در این رابطه می‌توان به تخصیص اعتبار کوتاه‌مدت از سوی بانک مرکزی به شرکت‌های دولتی برای ورود کالاهای اساسی با توجه به مشکلات ایجاد شده در بازار این کالاها اشاره نمود (عظیمی و همکاران، ۱۳۹۲).

در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، میانگین نرخ رشد سالانه نقدینگی به ۲۴.۴ درصد کاهش یافت که ظاهراً نشان از یک دوره تنفس برای اقتصاد ایران پس از تجربه رشد پرشتاب نقدینگی در سال‌های پیشین داشت. این کاهش نرخ رشد، عمدتاً ناشی از اجرای سیاست‌های انقباضی دولت، به ویژه افزایش نرخ سود بانکی بود (بانک مرکزی، ۱۴۰۲). به علاوه، گشایش‌های محدود در عرصه بین‌المللی نیز به کنترل نقدینگی و به تبع آن، تورم کمک کرد. با این وجود، تغییرات رخ داده در این بازه زمانی، بیشتر معطوف به «کاهش سیالیت نقدینگی» و «انتظارات تورمی» جامعه بود که هر دو، اساساً خصلتی موقتی داشته و نمی‌توانستند به عنوان راهکاری بنیادین برای معضلات اقتصادی ایران قلمداد شوند. برای ارائه تصویری دقیق‌تر از تحولات اجزای نقدینگی در نمودار ۳ ترکیب نقدینگی (سهم پول و شبه پول از نقدینگی) ارائه شده است.

از سال ۱۳۹۷، موتور رشد نقدینگی بسیار سرعت گرفت، از اواسط سال ۱۳۹۷، روند رشد نقدینگی مجدداً صعودی شد و در اواخر سال ۱۳۹۹ و اوایل سال ۱۴۰۰ به سقف تاریخی خود، یعنی نرخ بالای ۴۰ درصد، رسید. همه‌گیری ویروس کووید-۱۹ و لزوم مداخله دولت در سمت تقاضای اقتصاد، مزید بر علت‌های ذکر شده بود و شرایط اقتصادی ایران را بیش از پیش دگرگون کرد. در مواجهه با افزایش شتابان تورم و بیم از وقوع ابرتورم، بانک مرکزی از اواسط سال ۱۳۹۹ سیاست «کنترل رشد ترازنامه»^۱ را با هدف مهار تورم از طریق کنترل رشد نقدینگی در پیش گرفت. نرخ رشد نقدینگی از سال ۱۴۰۰ روند کاهشی را در پیش گرفت که تا سال ۱۴۰۱ ادامه یافت. حجم نقدینگی کشور در پایان سال ۱۴۰۱ به ۶۳۳۷.۷ هزار میلیارد تومان رسید که نمایانگر رشد ۳۱.۱ درصدی نسبت به مدت مشابه در سال ۱۴۰۰ بود. با کمرنگ شدن تدریجی اثرات سیاست کنترل ترازنامه، روند نزولی نرخ رشد نقدینگی تشدید شد و نهایتاً در پایان سال ۱۴۰۲، رشد ۲۴.۴ درصدی را به ثبت رساند.

با وجود اجرای سیاست کنترل مقداری و محدودیت‌های نظام بانکی در بسط ترازنامه خود، نقدینگی در پایان بهمن سال ۱۴۰۳ به ۹،۹۴۲ هزار میلیارد تومان رسید که رشد ۱۲ ماهه ۲۷.۸ درصدی را تجربه کرده است. این سطح اگر چه نرخ رشد نقدینگی را در محدوده قابل کنترل نشان می‌دهد اما خبر از تغییرات در عملکرد وضعیت پولی و بانکی کشور دارد. همچنین بر اساس این آمار رشد

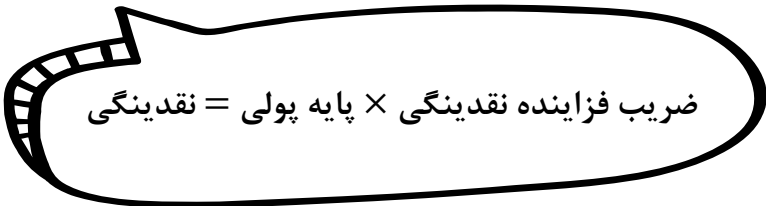
^۱ مطابق با بخشنامه ۴۲۱۹۲۹/۹۹ بانک مرکزی در تاریخ ۳۰ آذر ۱۳۹۹ ضوابط ناظر بر کنترل مقداری دارایی‌های شبکه بانکی کشور ابلاغ شد. طبق این بخشنامه کنترل مقداری سمت راست ترازنامه بانک‌های کشور در دستور کار قرار گرفت. در این بخشنامه حد مجاز رشد ماهیانه خالص مجموع دارایی‌ها برای بانک‌های تخصصی دولتی ۲.۵ درصد و برای سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی ۲ درصد در نظر گرفته شد. ۴ قلم موجودی‌های نقد، موجودی نزد بانک مرکزی، اسناد خزانه اسلامی دولتی و اقلام زیر خط از قاعده کنترل مقداری ترازنامه مستثنی شدند. همچنین افزایش دارایی‌ها از طریق تسعیر ارز، تجدید ارزیابی‌های ثابت و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران نیز از قاعده مستثنی شد.

نقدینگی در بهمن سال ۱۴۰۳ نسبت به پایان سال ۱۴۰۲ معادل ۲۶.۲ درصد بوده است. به نظر می‌رسد افزایش رشد نقدینگی عمدتاً به دلیل تامین مالی دولت از طریق انتشار اوراق بدهی^۲ در ۱۱ ماهه ۱۴۰۳ در مقایسه با مدت مشابه در سال گذشته بوده است.

افزایش نقدینگی زمانی اثرات مخرب از خود برجای می‌گذارد که پشتوانه افزایش آن، تولید نباشد یا به عبارت دیگر نقدینگی جدید، صرف سرمایه‌گذاری برای افزایش تولید و فعالیت‌های مولد در اقتصاد نگردد. به طور کلی رشد بی‌رویه نقدینگی باعث رشد تقاضا برای کالاها و خدمات شده و چون در کوتاه‌مدت عرضه کالا و خدمات و تولید داخلی نمی‌تواند با تقاضا هماهنگ شود، این امر منجر به ایجاد تورم در اقتصاد می‌شود. یکی از دلایل اصلی این پدیده، عدم تطابق میان افزایش نقدینگی با افزایش تولید است.

۱-۲. مقایسه نرخ رشد نقدینگی و پایه پولی

پایه پولی، که به عنوان «پول پر قدرت» نیز شناخته می‌شود، شامل اسکناس و مسکوکات در دست عموم و سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی است. این متغیر از اهمیت ویژه‌ای در اقتصاد برخوردار است، زیرا تغییرات آن به طور مستقیم بر حجم نقدینگی تأثیر می‌گذارد. نقدینگی، به مجموعه‌ای از دارایی‌های پولی اطلاق می‌شود که به سهولت در مبادلات اقتصادی قابل استفاده هستند. این شامل پول نقد در دست اشخاص و سپرده‌های بانکی می‌شود. به منظور ارزیابی دقیق علل افزایش نقدینگی باید فرآیند خلق نقدینگی را شناخت. در واقع، پایه پولی از طریق سازوکار ضریب فزاینده نقدینگی، به نقدینگی تبدیل می‌شود.

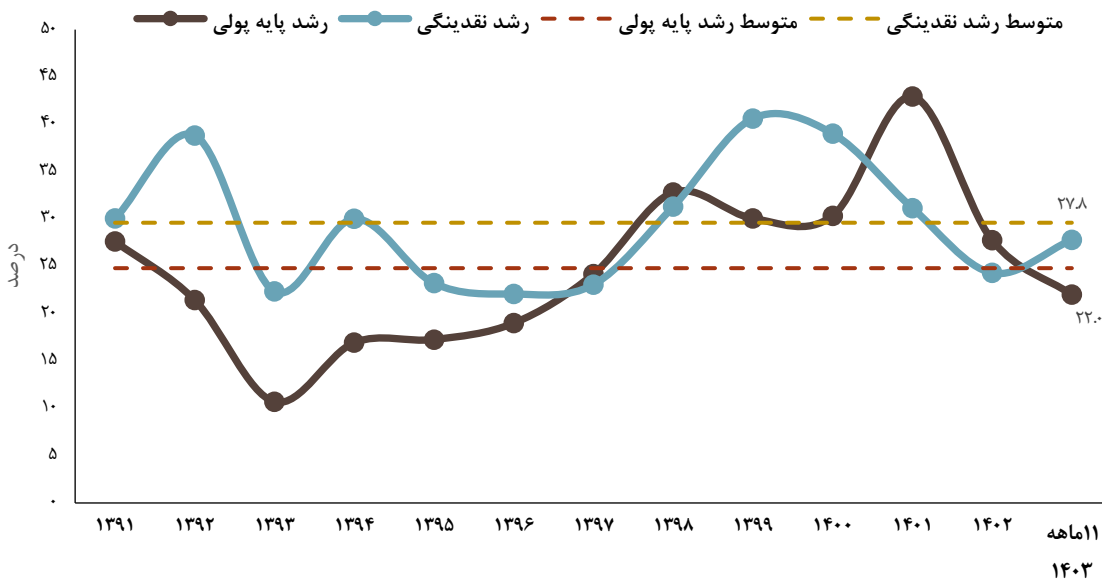

$$\text{ضریب فزاینده نقدینگی} \times \text{پایه پولی} = \text{نقدینگی}$$

^۲ فروش اوراق هرچند برای جبران کسری بودجه به عنوان تامین مالی غیر تورمی نام برده می‌شود اما بر اساس پژوهش‌های صورت گرفته این موضوع بستگی به این دارد که اوراق مذکور به چه نهادی فروخته شود. درواقع می‌توان گفت اگر خریدار اوراق زیرمجموعه‌های دولت باشند همان اثرات استقراض از بانک مرکزی و خلق پول را دارد. با این تفاوت که در این روش به صورت غیر مستقیم این کار انجام می‌شود. به عبارتی براساس رابطه مثبت بدهی دولت به بانک‌ها با نقدینگی و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی با نقدینگی می‌توان بیان کرد فروش اوراق به بانک‌ها به افزایش نقدینگی منجر می‌شود.

در نمودار ۲، روند رشد نقدینگی و رشد پایه پولی طی سال‌های ۱۳۹۱ تا بهمن ۱۴۰۳ نشان داده شده است. متوسط رشد نقدینگی در بازه زمانی مورد بررسی به صورت سالانه نزدیک ۳۰ درصد بوده که در فواصل زمانی مختلف، گاهی اختلاف زیادی با نرخ متوسط پیدا کرده و در بعضی از سال‌ها مانند ۱۴۰۳ به نرخ متوسط نزدیک شده است. نرخ رشد پایه پولی طی بازه زمانی مورد بررسی، روند فزاینده‌ای به خود گرفته است، به طوری که پایه پولی ۹۷.۵ هزار میلیارد تومانی سال ۱۳۹۱ به ۱۲۷۲.۹ هزار میلیارد تومان تا بهمن ۱۴۰۳ رسید. در واقع می‌توان گفت که در این مدت، پایه پولی تقریباً ۱۳ برابر رشد کرده است. حال با توجه به توضیحاتی که در قسمت‌های قبل گفته شد، می‌توان علل افزایش نقدینگی را طی سال‌های اخیر به راحتی درک کرده و یکی از علت‌های اصلی افزایش نقدینگی را در افزایش پایه پولی دانست. از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۶ تقریباً در تمام دوره‌ها رشد نقدینگی بیشتر از رشد پایه پولی بوده است. از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا ابتدای سال ۱۳۹۹ این روند متوقف شده و نقدینگی و پایه پولی تقریباً باهم برابر رشد کرده است. در سال ۱۳۹۹ به دلیل شیوع همه‌گیری کووید-۱۹ برنامه‌های حمایتی متعددی در قالب پرداخت تسهیلات گسترش یافت که در این راستا به منظور افزایش قدرت وام‌دهی بانک‌ها، مجوزهایی در خصوص نحوه ذخیره‌گیری سپرده‌ها داده و در مجموع سبب رشد بیشتر نقدینگی نسبت به پایه پولی شد.

وفق نمودار، از سال ۱۴۰۲ تا بهمن ۱۴۰۳ نیز، با وجود روند نزولی رشد پایه پولی، روند رشد نقدینگی بعد از چهار سال صعودی شده که می‌تواند هشدار برای افزایش تورم در آینده باشد. به نظر می‌رسد که عامل اصلی پایین آمدن رشد پایه پولی، عرضه دلارهای حاصل از فروش نفت در بازار و اثر کاهنده خالص دارایی‌های خارجی بر رشد پایه پولی باشد. پایدار شدن کاهش رشد پایه پولی در کنار کاهش رشد نقدینگی و اثربخشی آن‌ها که در بلندمدت عامل اصلی ایجاد تورم هستند، منوط به کاهش انتظارات تورمی و اصلاح ناترازی‌های نظام بانکی و بودجه دولت است. این اختلاف بین روند کاهش پایه پولی و رشد نقدینگی نشان‌دهنده چالش‌های جدی در مدیریت سیاست‌های پولی است. ممکن است که رشد پایه پولی و رشد نقدینگی در بازه‌های کوتاه زمانی بر هم منطبق نباشند و این امکان وجود دارد که متاثر از رخدادهای مختلف و از جمله سیاست‌گذاری بانک مرکزی رشد این دو کل پولی (نقدینگی و پایه پولی) دچار تغییراتی شوند، اما در بلندمدت کم و بیش روند مشابهی را دنبال می‌کنند.

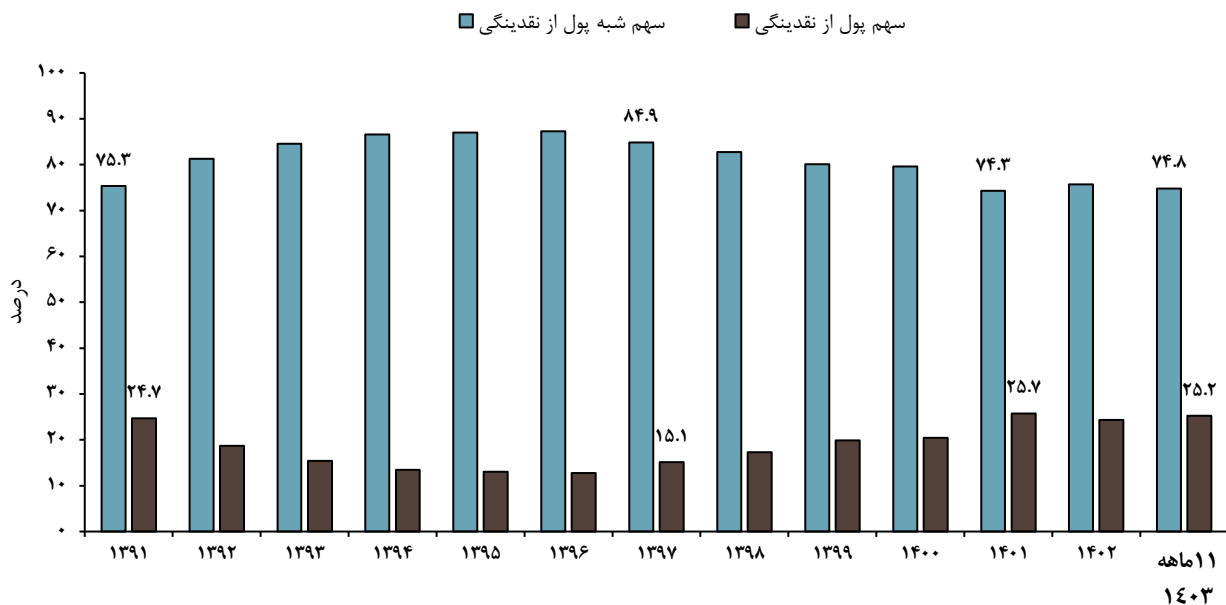
کاهش رشد پایه پولی و همزمان رشد بالای نقدینگی نشان‌دهنده واگرایی میان این دو شاخص کلیدی پولی است که می‌تواند به آثار متناقضی در اقتصاد منجر شود. از سال ۱۴۰۲ تا بهمن ۱۴۰۳ رشد نقدینگی با سرعت بالاتری نسبت به پایه پولی در حال حرکت است.



نمودار ۲. مقایسه نرخ رشد نقدینگی و پایه پولی در کشور طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۰ ماهه ۱۴۰۳
منبع: بانک مرکزی

۱-۳. سهم هریک از اجزای نقدینگی

در نمودار ۳، سهم هریک از اجزای نقدینگی رسم شده است. بر اساس آمار و اطلاعات طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ از سهم شبه پول (سپرده‌های غیردیداری) در نقدینگی کاسته شده و بر سهم پول (سپرده‌های دیداری و اسکناس) افزوده شده است که می‌تواند به معنای افزایش سیالیت نقدینگی و تمایل افراد برای در اختیار داشتن منابع آزاد پولی با هدف به کارگیری وجه نقد در سایر بازارها باشد. انبساط پول و سیال شدن نقدینگی امکان ایجاد تورم را افزایش داده و می‌تواند عامل تهدیدکننده در تعادل بازارها باشد. به عبارت دیگر نقدشوندگی بالاتر حساب‌های جاری، سرعت تبدیل پول به سایر دارایی‌ها از جمله ارز و طلا را بالا برده و در نهایت می‌تواند افزایش قیمت در این بازارها را به دنبال داشته باشد. در سال ۱۴۰۲ از سهم پول کاسته شده و بر سهم شبه پول افزوده شده است. این در حالی است که در ۱۱ ماهه ۱۴۰۳ مجدد بر سهم پول افزوده شده و از سهم شبه پول کاسته شده است.



نمودار ۳. ترکیب نقدینگی (سهم پول و شبه پول از نقدینگی) طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۸ ماهه ۱۴۰۳

منبع: بانک مرکزی

۲. عوامل موثر بر رشد نقدینگی

رشد نقدینگی در ایران یکی از چالش‌های اساسی اقتصاد محسوب می‌شود که تأثیرات گسترده‌ای بر تورم، ثبات اقتصادی و رفاه عمومی داشته است. رشد سریع و بی‌رویه نقدینگی در ایران عمدتاً ناشی از عوامل ساختاری و سیاست‌های اقتصادی خاص است که در ادامه به برخی از مهم‌ترین عوامل موثر بر رشد نقدینگی اشاره می‌شود:

۲-۱. کسری بودجه

از جمله مهم‌ترین متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان برای کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه کسری بودجه می‌باشد. دولت‌ها در بسیاری از موارد بیش از درآمد خود خرج می‌کنند و در نتیجه بودجه کشور دچار کسری می‌شود. ارتباط بین کسری بودجه و نقدینگی از مباحثی است که در سطح اقتصاد کلان بحث و بررسی می‌شود. ارتباط بین کسری بودجه کل و میزان نقدینگی در جامعه، تابعی است از نحوه تأمین مالی این کسری. به عبارت دیگر، چگونگی جبران کمبود منابع مالی دولت، نقش تعیین‌کننده‌ای در افزایش یا کاهش نقدینگی ایفا می‌کند. کسری بودجه را به صورت دو جز کسری بودجه عملیاتی (اختلاف مخارج جاری از درآمدهای غیرنفتی) و مازاد

سرمایه (اختلاف درآمدهای نفتی از مخارج عمرانی) در نظر می‌گیرند. بر این اساس به‌منظور بررسی چگونگی اثرگذاری کسری بودجه دولت بر نقدینگی، دو موضوع زیر قابل طرح است:

۱. افزایش کسری بودجه عملیاتی (که معادل افزایش کسری بودجه کل است): در این حالت، دولت با کمبود منابع مالی برای تأمین هزینه‌های جاری خود مواجه است. برای جبران این کمبود، ممکن است به استقراض از بانک مرکزی روی آورد. این اقدام منجر به افزایش پایه پولی و در نتیجه افزایش نقدینگی در جامعه می‌شود.

۲. افزایش مازاد تراز سرمایه (که به معنای کاهش کسری بودجه کل است): در این حالت، دولت با مازاد منابع مالی در بخش سرمایه‌گذاری مواجه است. این مازاد می‌تواند ناشی از افزایش صادرات، جذب سرمایه‌گذاری خارجی یا فروش دارایی‌های دولتی باشد. افزایش مازاد تراز سرمایه می‌تواند منجر به ورود ارز بیشتر به کشور و افزایش پایه پولی و نقدینگی شود (صندوق بین‌المللی پول^۳، ۲۰۲۴).

بنابراین، در هر دو حالت، چه افزایش کسری بودجه عملیاتی و چه افزایش مازاد تراز سرمایه، احتمال افزایش نقدینگی در جامعه وجود دارد.

۲-۲. سودهای بانکی

جذب سپرده با نرخ سود بالا و ایجاد بدهی بانک‌ها، به استقراض از بانک مرکزی می‌انجامد. سودهای سپرده حاصل از نرخ‌های بهره بسیار بالا، از عوامل مهمی است که افزایش پایه پولی و نقدینگی را به دنبال دارد. افزایش نرخ سود بانکی، ممکن است در ابزارهای کوتاه‌مدت برای مدیریت تورم باشد، اما در بلندمدت با افزایش بدهی‌ها و رشد پایه پولی، باعث افزایش نقدینگی در اقتصاد می‌شود. این فرآیند نیازمند مدیریت دقیق سیاست‌های پولی و اصلاح ساختارهای بانکی است تا از پیامدهای تورمی جلوگیری شود.

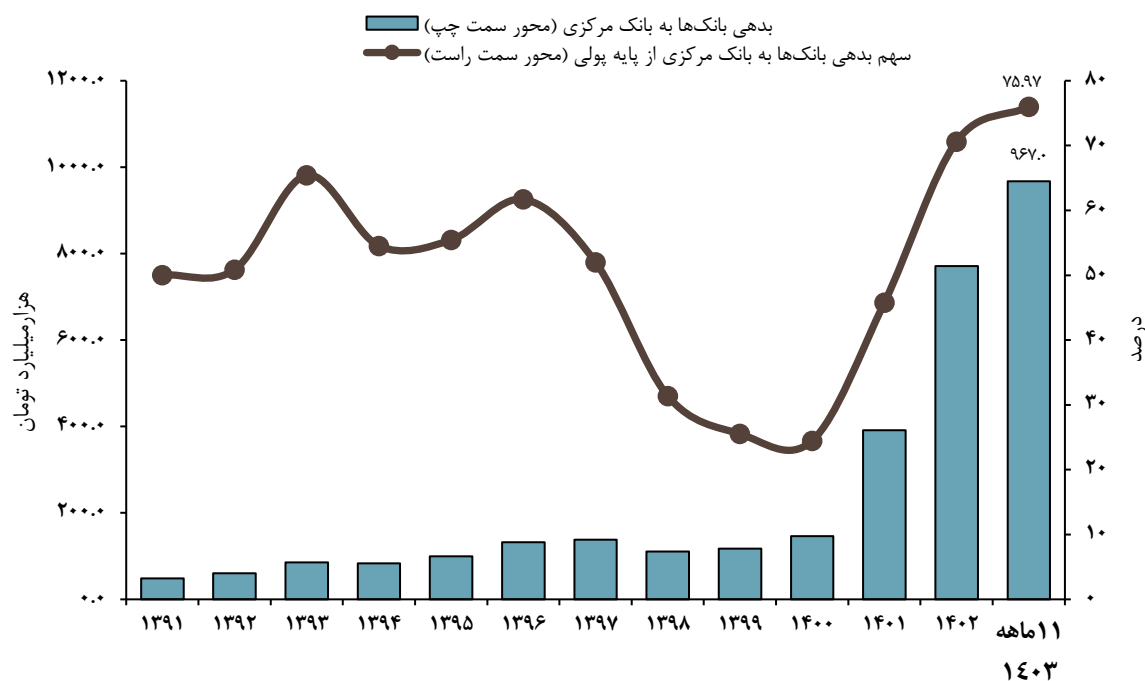
۲-۳. استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی

بانک‌ها به دلایل برون بانکی و درون بانکی، تمایل به استقراض از بانک مرکزی دارند. استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی، مازاد بر سپرده‌ها و سرمایه موجود، حاکی از ناکافی بودن منابع داخلی برای اعطای تسهیلات است.

³ International Monetary Fund (IMF)

این امر، ضمن تضعیف سلامت مالی شبکه بانکی، با تأثیر بر ترازنامه بانک مرکزی، منجر به افزایش پایه پولی و به تبع آن، نقدینگی در اقتصاد می‌شود.

وفق نمودار ۴، سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از پایه پولی طی سال‌های اخیر روند صعودی داشته و در پایان سال ۱۴۰۲ نزدیک به ۷۱ درصد رسیده است. بر اساس آخرین آمار و اطلاعات بانک مرکزی در بهمن ۱۴۰۳ بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی با ۴۱.۸ درصد رشد نسبت به مدت مشابه سال قبل به ۹۶۷.۰ هزارمیلیارد تومان رسیده است که پیش‌بینی می‌شود در صورت تداوم روند فعلی تا آخر سال همچنان روند بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی صعودی باشد. کسری بودجه دولت، تسهیلات تکلیفی، مشکلات نقدینگی بانک‌ها به دلیل مدیریت ناکارآمد و اتخاذ تصمیمات اشتباه مالی و فقدان نظارت کافی بر عملکرد وام‌دهی بانک‌ها، از جمله عوامل اصلی در افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و در نتیجه، رشد نقدینگی و تورم در اقتصاد کشور هستند. در اقتصاد ایران، سازوکاری تحت عنوان استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی وجود ندارد، دولت‌ها به طور غیرمستقیم از منابع این بانک استقراض می‌کنند. پس از ممنوعیت استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی، سازوکار تأمین مالی هزینه‌های دولت از طریق استقراض از بانک‌ها و متعاقباً استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی تغییر یافته است. در شرایطی که تقاضای فزاینده برای تسهیلات از سوی بخش‌های دولتی و خصوصی وجود دارد، بانک‌ها با کمبود منابع لازم برای پاسخگویی به این تقاضاها مواجه می‌شوند. این امر، آن‌ها را به استقراض از بانک مرکزی سوق می‌دهد که نتیجه آن، افزایش بدهی بانک‌ها به این نهاد پولی است. روند مذکور، با افزایش حجم نقدینگی در جامعه، به افزایش تورم دامن می‌زند. به عبارت دیگر، تزریق پول بیشتر به اقتصاد، بدون پشتوانه تولیدی کافی، منجر به افزایش قیمت کالاها و خدمات می‌شود.



نمودار ۴. روند بدهی بانکها به بانک مرکزی و سهم آن از پایه پولی

منبع: بانک مرکزی

۲-۴. سلامت مالی بانکها

تحریمهای بین‌المللی، به ویژه تحریمهای مالی، ضربات سنگینی بر نظام بانکی کشور وارد کرده‌اند که شاید مهم‌ترین و پنهان‌ترین آن، آسیب به سلامت مالی بانکها باشد. بانکها پس از تحریمها مجبور به تغییر شرکای مالی خود شدند و از همکاری با بانکهای تراز اول خارجی به بانکهایی با استانداردهای پایین‌تر روی آوردند. این امر نه تنها منجر به کاهش اعتبار و جایگاه بین‌المللی بانکهای ایرانی شد، بلکه زمینه‌ای را برای افت بیشتر سیستم بانکی فراهم کرد.

علاوه بر این، تحریمها موجب خروج بانکهای ایرانی از عرصه رقابت بین‌المللی و درگیر شدن آنها با مشکلات داخلی شد. این وضعیت، انگیزه بانکها را برای ارتقاء سلامت مالی و دستیابی به استانداردهای بین‌المللی کاهش داد. در شرایط تحریم، رقابت در شبکه بانکی محدود به بانکها و شبه بانکهای داخلی شد و ضرورتی برای بهبود و ارتقاء احساس نمی‌شد. تجربه اقتصاد ایران روایتگر آن است که سلامت مالی بانکها و موسسات اعتباری از طریق کانالهای مختلفی تحت تأثیر قرار گرفته است. از جمله این عوامل می‌توان به افزایش حجم و نسبت مطالبات غیرجاری، رشد بدهی‌های دولتی به شبکه بانکی و همچنین سرمایه‌گذاریهای غیرمالی بانکها در قالب بنگاهداری و نگهداری املاک و مستغلات مازاد اشاره کرد. این فعالیتها به طور قابل توجهی ریسک نقدینگی

بانک‌ها را افزایش داده و سلامت مالی آن‌ها را تهدید می‌کند. در نتیجه، کیفیت دارایی‌های شبکه بانکی^۴ کاهش یافته و توانایی آن‌ها در اعطای تسهیلات به مشتریان نیز تحت تأثیر قرار گرفته است. این شرایط منجر به پیامدهای گسترده‌تری شده است. از یک سو، برخی بانک‌های ناسالم برای تأمین مالی خود مجبور به افزایش اتکا به بازار بین‌بانکی شده‌اند که این امر موجب تسهیل انتقال ریسک‌های سیستماتیک در شبکه بانکی می‌شود. از سوی دیگر، در صورتی که منابع بازار بین‌بانکی کافی نباشد یا نرخ بهره در این بازار به شدت افزایش یابد، بانک‌ها به استقراض از بانک مرکزی روی می‌آورند. این اقدام نیز به نوبه خود باعث گسترش پایه پولی و افزایش نقدینگی می‌شود که می‌تواند تبعات تورمی و بی‌ثباتی‌های اقتصادی بیشتری را به همراه داشته باشد.

۲-۵. ریالی کردن درآمدهای دلاری

تبدیل درآمدهای ارزی به ریالی، منجر به افزایش عرضه پول در اقتصاد می‌شود. در شرایطی که بانک مرکزی به دلیل اعمال سیاست‌های دستوری در کنترل نرخ‌های بهره، توانایی محدودی برای کاهش عرضه پول از طریق تنظیم نرخ بهره دارد، این افزایش عرضه پول می‌تواند به تشدید روندهای تورمی دامن بزند. به عنوان مثال علی‌رغم اینکه درآمدهای نفتی در کوتاه‌مدت می‌تواند از مسیر تحریک تولید و عرضه، اثرات کاهنده بر تورم داشته باشد، اما در بلندمدت، این افزایش درآمدها می‌تواند از کانال بودجه دولت و انبساط حجم نقدینگی، به عاملی برای تشدید فشارهای تورمی در اقتصاد تبدیل می‌شود. این پدیده ناشی از تزریق منابع ریالی نفتی به اقتصاد داخلی و افزایش تقاضای کل است که در نهایت تعادل عرضه و تقاضا را برهم زده و تورم را دامن می‌زند.

تغییر ارز حاصل از درآمدهای دولتی به ریال توسط بانک مرکزی و نگهداری آن توسط همین نهاد، بدون فروش دارایی‌های ارزی به عموم، می‌تواند منجر به افزایش شدید نقدینگی در اقتصاد شود. با توجه به وابستگی بودجه دولت به درآمدهای ارزی، تبدیل این درآمدها به ریال در شرایط فعلی بودجه، امری اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد. با این حال، برای کنترل آثار پولی ناشی از ریالی شدن درآمدهای ارزی دولت، بانک مرکزی می‌تواند بخشی از ذخایر ارزی خود را در بازار ارز عرضه کرده و از این طریق، از سرعت رشد نقدینگی بکاهد. این اقدام می‌تواند به تعدیل نرخ ارز و جلوگیری از افزایش بی‌رویه نقدینگی کمک کند.

در حوزه اقتصاد کلان، تنظیم و کنترل رشد بی‌رویه حجم نقدینگی، از جمله اقدامات اساسی در جهت هدایت متغیرهای پولی به سوی تحقق اهداف کلان اقتصادی محسوب می‌شود. پدیده شتاب گرفتن نرخ رشد نقدینگی،

^۴ ارزیابی کیفیت دارایی بانک‌ها که معمولاً مترادف با کیفیت تسهیلات اعطایی به کار می‌رود، به طور کلی، شامل شناسایی دقیق کلیه تسهیلات اعطا شده مشکل دار و محاسبه سهم آنها در کل تسهیلات و دستیابی به درجه سلامت دارایی‌های بانک می‌باشد.

یک معضل ریشه‌دار و ساختاری است که عوامل متعددی از جمله کسری بودجه‌های مستمر، افزایش قابل توجه دارایی‌های خالص خارجی و ضعف در پایداری مالی نهادهای بانکی، در بروز آن نقش دارند. مشخص است که راهکارهای مواجهه با این معضل، باید ماهیتی بنیادی و در راستای یک برنامه منسجم انضباط مالی و پولی باشند. از این رو، دستیابی به کنترل مؤثر و پایدار رشد نقدینگی در افق زمانی میان‌مدت و بلندمدت، نیازمند اصلاحات اساسی در ساختار بودجه و نظام بانکی، و همچنین تسهیل دسترسی به منابع ارزی برای تأمین نیازهای ضروری اقتصاد و واردات است. در کنار این اقدامات اساسی، می‌توان از راهبردهای کوتاه‌مدت برای مدیریت نقدینگی بهره برد، که عمدتاً از طریق بهبود و کارآمدسازی سازوکار «عملیات بازار باز» قبل اجرا هستند. این راهبردها می‌توانند شامل موارد زیر باشند:

- توسعه و تعمیق زیرساخت‌های بازار بین بانکی به منظور ایجاد بستری کارآمد و پویا برای تبادل نقدینگی میان نهادهای مالی، و کاهش وابستگی بانک‌ها به تسهیلات اضافه برداشت از بانک مرکزی.
- ارتقاء و بهینه‌سازی سامانه‌های جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات ترازنامه‌ای بانک‌ها توسط بانک مرکزی، با تمرکز بر شناسایی و مدیریت ریسک‌های ناشی از محدودیت‌های دسترسی به منابع ارزی، که به طور مستقیم بر پویایی‌های تورمی از طریق افزایش خالص دارایی‌های بانک مرکزی تأثیر می‌گذارد.
- استقرار و پیاده‌سازی سازوکارهای نظارتی مبتنی بر داده‌های دقیق و تحلیل‌های پیشرفته، و اتخاذ تدابیر سیاستی قاطع به منظور مدیریت هدفمند رشد ترازنامه‌های بانکی، با هدف تضمین پایداری و سلامت نظام مالی

به منظور مدیریت مؤثر نقدینگی در افق زمانی میان‌مدت، اتخاذ راهبردهای جامع و هدفمند، مبتنی بر اصول علمی و تجربی، ضروری است. این راهبردها را می‌توان به شرح زیر دسته‌بندی نمود:

- استقرار و اجرای استانداردهای نظارتی پیشرفته، به منظور ارتقاء سلامت مالی و ساختار سرمایه‌ای بانک‌ها، و کاهش ریسک‌های سیستماتیک
- توسعه سازوکارهای مؤثر برای تبادل اطلاعات و هماهنگی تصمیمات بین دولت و بانک مرکزی، با هدف کاهش سلطه مالی و افزایش استقلال بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های پولی
- پیاده‌سازی برنامه‌های انضباط مالی و اصلاحات ساختاری در بودجه، با تمرکز بر مدیریت بهینه هزینه‌ها و افزایش کارایی درآمدهای دولت، به منظور کاهش کسری بودجه و کنترل رشد نقدینگی

۳. سیاست‌های هدایت اعتباری^۵

در چارچوب اقتصاد بازار، نهادهای بانکی، همچون سایر عاملان اقتصادی، در فرآیند تخصیص اعتبارات، به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت خود هستند. تابع هدف بانک‌ها و مؤسسات مالی در تعیین سبد بهینه تسهیلات، عمدتاً تحت تأثیر دو متغیر کلیدی بازدهی و ریسک قرار دارد. به‌طور مشخص، بازدهی با تابع هدف رابطه‌ای مستقیم و ریسک رابطه‌ای معکوس دارد. به عبارت دیگر، با فرض وجود حاکمیت شرکتی و مدیریت کارآمد در بانک‌ها، این نهادها به گونه‌ای منابع خود را تخصیص می‌دهند که در ازای سطح معینی از ریسک، حداکثر بازدهی و یا در ازای سطح معینی از بازدهی، حداقل ریسک را حاصل نمایند. برای بانک‌های خصوصی، که به دنبال حداکثرسازی سود خود هستند، تفاوتی بین بازدهی حاصل از بخش مولد و بخش سوداگرانه وجود ندارد. با این حال، بحران مالی سال ۲۰۰۸ نشان داد که این رویکرد می‌تواند منجر به بحران‌های جهانی شود که بخش واقعی اقتصاد را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد، لذا ضروری است سیاست‌گذاران، سیاست‌های احتیاطی کلان^۶ را برای مدیریت ریسک‌های سیستماتیک و تعیین محدودیت‌هایی برای بانک‌ها در تخصیص تسهیلات، اعمال نمایند. با این حال، این امر به معنای سلب اختیار بانک‌ها در مدیریت ریسک و بهینه‌سازی سبد تسهیلات نیست، بلکه صرفاً چارچوبی برای این فرآیند بهینه‌سازی تعیین می‌شود.

در نظام‌های مالی مبتنی بر بازار، نرخ بهره از طریق تعادل در بازار پول و اعتبار تعیین می‌شود و به نرخ تعادلی نزدیک است. در چنین نظامی، دولت برای سیاست‌گذاری در این بازارها، عمدتاً از ابزارهای قیمتی مانند عملیات بازار باز استفاده می‌کند و به‌طور غیرمستقیم بر بازار اثر می‌گذارد. سیاست‌گذار از طریق این ابزارها، نرخ بازار را به سمت نرخ هدف خود هدایت می‌کند و همچنین برای جلوگیری از بی‌ثباتی مالی، میزان پذیرش ریسک بانک‌ها را کنترل می‌کند. مزیت این سیستم، تخصیص بهینه اعتبارات است؛ به گونه‌ای که بخش‌هایی با بازدهی بالاتر از نرخ بهره تعادلی، تقاضای اعتبار خواهند داشت و امکان فعالیت برای بخش‌های پربازده فراهم می‌شود.

با این حال، به دلیل وجود اطلاعات ناکامل، حتی در بازارهای رقابتی، عرضه تسهیلات کمتر از سطح بهینه اجتماعی است. لذا، دولت‌ها برای تسهیل دسترسی بنگاه‌های کوچک به تسهیلات، سازوکارهایی در کنار بازار ایجاد می‌کنند. علاوه بر این، برخی از کارشناسان و سیاست‌گذاران، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه، معتقدند که سازوکار تخصیص منابع بانکی مذکور، نمی‌تواند نیازهای مالی بخش مولد را به‌طور بهینه تأمین کند و

^۵ Credit guidance policies

^۶ سیاست‌های احتیاطی کلان اساساً به سیاست‌هایی اطلاق می‌شود که در زمان‌های غیربحرانی به منظور جلوگیری از رفتارهای افراطی کارگزاران اقتصادی اتخاذ می‌شوند. از جمله مهم‌ترین سیاست‌های احتیاطی می‌توان به کنترل سرمایه، ذخایر قانونی و نسبت وام به ارزش اشاره کرد.

همچنین، رشد اعتبارات بانکی ممکن است با اهداف کلان اقتصادی در تضاد باشد. لذا، مباحث مربوط به سیاست‌های هدایت اعتباری مطرح می‌شود که در ادامه به آن‌ها پرداخته خواهد شد؛

دیدگاه مکتب شومپیتر-کینز-مینسکی-استیگلیتز-وایس^۷ در حوزه اعتبارات و اقتصاد کلان، شالوده نظری سیاست‌های هدایت اعتباری را تشکیل می‌دهد که در برگرفته هر نوع سیاستی است که از سوی بانک‌های مرکزی یا وزارتخانه‌های مالی به منظور اثرگذاری بر تخصیص اعتبار به استفاده‌های جایگزین^۸ و یا به بخش‌های مختلف اعمال می‌شود. به عبارتی سیاست‌های هدایت اعتباری به چارچوب‌های نظارتی و مداخلات استراتژیک مورد استفاده دولت‌ها و بانک‌های مرکزی برای هدایت تخصیص اعتبار به سمت بخش‌ها یا اهداف اقتصادی خاص اشاره دارد. این سیاست‌ها نقش محوری در شکل دادن به بازارهای مالی، حمایت از توسعه اقتصادی و کاهش بی‌ثباتی مالی دارند. این سیاست‌ها طیفی از اقدامات، از جمله کنترل نرخ بهره، سهمیه‌های اعتباری بخشی و مشوق‌هایی برای ارتقای وام دهی در حوزه‌های اولویت را در بر می‌گیرند. در حالی که سیاست‌های هدایت اعتباری در طول زمان تکامل یافته‌اند، اجرای آن‌ها به طور قابل توجهی در کشورهای مختلف بسته به ساختار اقتصادی و اهداف سیاست متفاوت است.

سیاست‌های هدایت اعتباری ریشه در اوایل قرن بیستم و به ویژه در دوره‌های تحولات اقتصادی دارد. نقاط عطف تاریخی کلیدی عبارتند از:

^۷ Schumpeter-Keynes-Minsky-Stiglitz-Weiss

^۸ Alternative uses

جدول ۱. پیشینه تاریخی سیاست‌های هدایت اعتباری

زمان	شرح
پس از رکود بزرگ (دهه ۱۹۳۰)	در واکنش به فروپاشی مالی، دولت‌ها شروع به مداخله در بازارهای اعتباری برای تثبیت اقتصادها کردند. برای مثال، نیو دیل ایالات متحده شامل اقداماتی برای هدایت اعتبار به سمت مسکن و زیرساخت‌ها بود.
بازسازی پس از جنگ جهانی دوم (دهه ۱۹۴۰-۱۹۵۰)	بسیاری از کشورها، به ویژه در اروپا و آسیا، سیاست‌های هدایت اعتباری را برای بازسازی اقتصاد خود اجرا کردند. بانک‌های مرکزی و بانک‌های توسعه نقش کلیدی در انتقال اعتبار به صنایع حیاتی برای بازسازی داشتند.
توسعه اقتصاد (دهه ۱۹۶۰-۱۹۷۰)	کشورهای در حال توسعه هدایت اعتباری را به عنوان بخشی از استراتژی‌های توسعه تحت رهبری دولت اتخاذ کردند. دولت‌ها از برنامه‌های اعتباری هدایت شده برای حمایت از صنعتی شدن و کاهش وابستگی به سرمایه خارجی استفاده کردند.
دوران نئولیبرال (دهه ۱۹۸۰-۱۹۹۰)	ظهور ایدئولوژی‌های بازار آزاد منجر به کاهش سیاست‌های هدایت اعتباری در بسیاری از کشورها شد. با این حال، برخی از کشورها، به ویژه در شرق آسیا، به استفاده موثر از این سیاست‌ها ادامه دادند.
بحران مالی ۲۰۰۸	بحران مالی جهانی علاقه به هدایت اعتباری را به عنوان ابزاری برای جلوگیری از ریسک پذیری بیش از حد در بازارهای مالی و حمایت از بهبود اقتصادی احیا کرد.

در بازه زمانی ۱۹۳۰ تا ۱۹۸۰، در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال ظهور، استفاده از انواع سازوکارهای کنترل اعتباری و سیاست‌های تخصیص هدفمند اعتبارات، با هدف پشتیبانی از بخش‌های دارای اولویت راهبردی، از جمله صادرات و تولید، و در عین حال محدودسازی اعتبارات تخصیص‌یافته به بخش‌های با اولویت کمتر، رواج داشته است. این سازوکارها تحت عناوین متنوعی از قبیل هدایت اعتباری، کنترل اعتباری، سقف اعتباری، تخصیص هدفمند اعتبارات، هدایت پنجره‌ای و ترغیب اخلاقی، شناخته می‌شوند. همانطور که در جدول ۱ نیز اشاره شده است در دهه ۱۹۸۰ با اجرای سیاست‌های آزادسازی مالی در اقتصادهای پیشرفته، سیاست هدایت اعتباری متوقف شد. اما در سال‌های اخیر، دغدغه‌های مربوط به رشد اقتصادی و ثبات مالی، منجر به افزایش توجه به ابزارها و نهادهای مرتبط با سیاست‌های اعتباری شده است. این تجدید علاقه، تا حدی ناشی از کاهش چشمگیر سهم اعتبارات بانکی تخصیص‌یافته به شرکت‌های غیرمالی در مقایسه با بخش املاک و دارایی‌های مالی از دهه ۱۹۹۰ به بعد بوده است (بزمر و همکاران^۹، ۲۰۱۸).

⁹ Bezemer and et al

۳-۱. ابزارهای هدایت اعتباری

ابزارهای هدایت اعتبار در جدول ۲ نشان داده شده است. که دربرگیرنده ابزارهای طرف عرضه شامل سقف اعتباری، سقف نرخ بهره، سهمیه اعتبار) که مستقیماً میزان کل یا نرخ اعتبار یک بانک را محدود می‌نماید، است. همچنین هدایت حداقل نسبت تسهیلات‌دهی به بخش حقیقی از کل اعتبارات، ارائه تسهیلات به بخش‌های خاص با نرخ پایین، معافیت بخش‌های خاص از نگهداری نسبت‌های نقدینگی و نسبت ذخایر از دیگر ابزارهای طرف عرضه است. از طرفی هدایت اعتبار می‌تواند در قالب ابزارهای طرف تقاضا (محدودیت‌های تسهیلات در برابر درآمد، محدودیت‌های تسهیلات در برابر ارزش و ...) باشد.

جدول ۲. ابزارهای هدایت اعتباری

ابزارهای اثرگذار بر تقاضای اعتبارات	ابزارهای اثرگذار بر عرضه اعتبارات
نسبت‌های تسهیلات به ارزش	سقف اعتباری و سهمیه‌بندی اعتبارات
نسبت‌های بدهی به درآمد	سقف‌های نرخ بهره
الزامات مارجین	الزامات ذخایر (معافیت‌ها)
سناریوهای تشخیص استطاعت مالی	الزامات سرمایه (وزن‌های ریسک)
کمک هزینه خرید مسکن و ضمانت‌نامه‌های رهنی	محدودیت‌های پرتفو
یارانه‌های اعتباری برای صادرات کشاورزی و بنگاه‌های کوچک و متوسط	توصیه‌های اخلاقی مبتنی بر فشارهای نظارتی
	نسبت‌های تسهیلات به سپرده
	نرخ‌های تنزیل بخشی
	الزامات وثیقه
	نسبت‌های تسهیلات‌دهی نسبی
	برنامه‌های خرید دارایی بانک مرکزی

منبع: بزم و همکاران، ۲۰۱۸

سیاست هدایت اعتباری، بسته به ساختار نظام اقتصادی و سطح توسعه‌یافتگی کشورها، می‌تواند اشکال و ابعاد متنوعی به خود بگیرد. از این رو، اجرای این سیاست در کشورهای مختلف، دارای وجوه اشتراک و افتراق است. عموماً، کشورهایی که به اجرای سیاست هدایت اعتباری مبادرت ورزیده‌اند، در مراحل اولیه توسعه اقتصادی قرار

داشته‌اند. هدف اصلی این کشورها، بازسازی اقتصاد، دستیابی به رشد جهشی و جبران عقب‌ماندگی‌های اقتصادی و تمرکز غالب اعتبارات بانکی به بخش‌های مولد و دارای بهره‌وری بالا معطوف بوده است. نمونه‌هایی از تجارب موفق در زمینه سیاست‌های هدایت اعتبار در ادامه ارائه شده است:

ژاپن (دهه ۱۹۵۰-۱۹۷۰): وزارت دارایی ژاپن و بانک مرکزی ژاپن از سیاست هدایت اعتباری برای هدایت وجوه به صناعی مانند فولاد، کشتی سازی و الکترونیک استفاده کردند. این موضوع نقش مهمی در رشد اقتصادی ژاپن پس از جنگ داشت.

کره جنوبی (دهه ۱۹۶۰-۱۹۸۰): دولت کره جنوبی اعتباری را به سمت صنایع صادرات محور و تولیدات سنگین اختصاص داد که به صنعتی شدن سریع و رشد اقتصادی آن کمک کرد.

چین (دهه ۱۹۸۰ تا کنون): چین از سیاست‌های هدایت اعتباری به‌طور گسترده برای حمایت از توسعه زیرساخت‌ها، شهرنشینی و شرکت‌های دولتی استفاده کرده است. بانک خلق چین و بانک‌های دولتی نقش اصلی را در اجرای این سیاست‌ها ایفا می‌کنند.

آلمان (پس از جنگ جهانی دوم): بانک توسعه KfW آلمان در تامین مالی بلندمدت برای SME ها و پروژه‌های انرژی سبز، حمایت از پایه صنعتی و انتقال انرژی کشور نقش مهمی ایفا کرده است.

برزیل (دهه ۲۰۰۰): بانک‌های دولتی برزیل، مانند BNDES، اعتبار را به سمت پروژه‌های زیرساختی و صنعتی هدایت کرده‌اند که به مدرن‌سازی اقتصاد و کاهش نابرابری‌های منطقه‌ای کمک می‌کند.

سیاست‌های هدایت اعتباری نقش بسزایی در شکل دادن به مسیرهای اقتصادی بسیاری از کشورها داشته است. هنگامی که به‌طور موثر اجرا شوند، می‌توانند از بخش‌های استراتژیک حمایت کنند، رشد فراگیر را ترویج کنند و ثبات مالی را افزایش دهند. با این حال، موفقیت آنها به طراحی دقیق، شفافیت و همسویی با اهداف اقتصادی گسترده تر بستگی دارد. کشورهایی مانند ژاپن، کره جنوبی و چین پتانسیل هدایت اعتباری را نشان می‌دهند، اما خطرات تخصیص نادرست و مداخله سیاسی باید برای اطمینان از منافع بلندمدت مدیریت شود. **باید یادآور بود سیاست هدایت اعتباری، به عنوان مداخله‌ای فعال در مکانیسم تخصیص اعتبارات، همواره موضوع بحث و جدل در میان اقتصاددانان بوده و با انتقادات متعددی مواجه است. ریشه این انتقادات را می‌توان در ادبیات مربوط به سرکوب مالی جستجو کرد.** منتقدان، این سیاست را به دلایل متعددی از جمله نقض استقلال نهادهای مالی، اختلال در بازارهای پول و اعتبار، ایجاد نابرابری و تبعیض، کاهش

انعطاف‌پذیری سیاست پولی، ایجاد تورم، کاهش انگیزه بانک‌ها برای مدیریت ریسک، و تخصیص ناکارآمد منابع مورد انتقاد قرار می‌دهند. در مقابل، مدافعان این سیاست، با استناد به دلایل متعددی، به این انتقادات پاسخ می‌دهند. آن‌ها معتقدند که سیاست هدایت اعتباری، بر اساس اهداف مشخص و واقع‌بینانه‌ای همچون تحریک رشد اقتصادی، کنترل تورم، حمایت از بخش‌های مولد و ایجاد اشتغال، طراحی و اجرا می‌شود. علاوه بر این، هماهنگی این سیاست با سایر سیاست‌های اقتصادی، از جمله سیاست‌های پولی، مالی، ارزی و تجاری، از بروز اثرات جانبی منفی جلوگیری می‌کند. اثربخشی این سیاست، به انطباق آن با شرایط و ویژگی‌های خاص هر کشور، از جمله سطح توسعه، ساختار اقتصادی، نظام بانکی، نظام قانونی و فرهنگ اعتباری، بستگی دارد. در نهایت، سیاست هدایت اعتباری، به عنوان بخشی از یک برنامه توسعه اقتصادی کلان، با هدف تخصیص بهینه منابع مالی به بخش‌های مولد و ایجاد رشد اقتصادی پایدار، طراحی و اجرا می‌شود.

۴. ضرورت اعمال سیاست هدایت اعتبار در ایران بر اساس مقتضیات و تحولات اقتصاد کلان

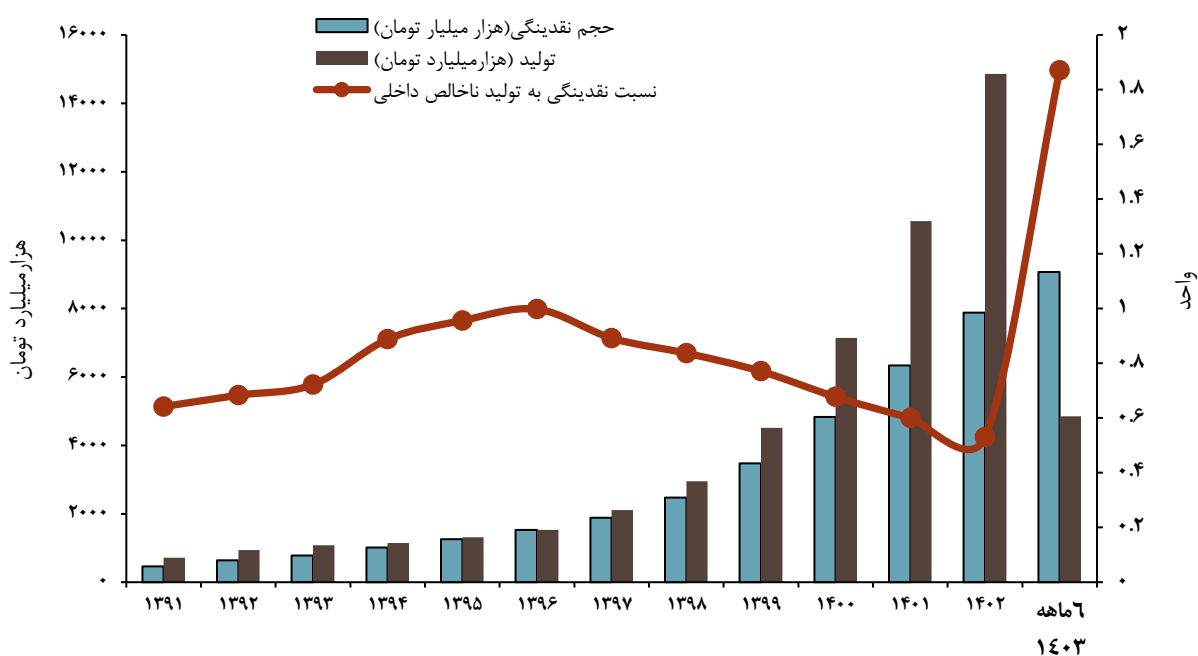
تأمین مالی بخش‌های واقعی اقتصاد، به عنوان جزء لاینفک زنجیره ارزش افزوده در اقتصاد، از اهمیت بسزایی برخوردار است. اختلال در این فرآیند، می‌تواند رشد و توسعه‌ی بخش‌های مختلف اقتصادی را با چالش‌های جدی مواجه سازد (فاتماواتی^{۱۰}، ۲۰۲۲). به کارگیری مناسب و بهینه جریان اعتبارات می‌تواند افزایش سرمایه‌گذاری، رونق تولید و اشتغال و در نتیجه رشد اقتصادی را به دنبال داشته باشد. خلق نقدینگی، اگر به منظور تزریق به بازارهایی صورت پذیرد که فاقد ظرفیت ارزش‌آفرینی هستند، جز ایجاد حباب‌های قیمتی و تورم، پیامد دیگری نخواهد داشت. از این رو، جهت‌دهی صحیح منابع مالی جدید به سمت فعالیت‌های مولد و ارزش‌آفرین، از اهمیت راهبردی در تحقق رشد اقتصادی پایدار برخوردار است. علی‌رغم رشد قابل توجه حجم نقدینگی در اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر (مطابق با نمودار ۱)، چالش‌های مربوط به تأمین مالی و دسترسی آسان تولیدکنندگان به منابع مالی، همچنان به قوت خود باقی است. این وضعیت، مغایر با انتظارات فعالان اقتصادی است که انتظار داشتند حجم عظیم نقدینگی مزبور، به سمت تأمین نیازهای بخش تولید هدایت شود. با این حال، شواهد موجود، حاکی از عدم تحقق این انتظار است که در ادامه مورد بررسی قرار خواهد گرفت:

در ابتدا نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی به عنوان میزان نقدینگی موجود در یک اقتصاد نسبت به ارزش کالاها و خدمات تولیدشده در آن مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت. این نسبت نقش مهمی در تحلیل‌های اقتصاد

¹⁰ Fatmawati

کلان ایفا می‌کند. به طور کلی، مقادیر بالای این نسبت، می‌تواند نشان‌دهنده وفور نقدینگی در اقتصاد باشد که در صورت عدم مدیریت صحیح، می‌تواند منجر به فشارهای تورمی و بی‌ثباتی‌های اقتصادی شود. در مقابل، مقادیر پایین این نسبت، می‌تواند بیانگر کمبود نقدینگی و محدودیت توان اقتصاد در حمایت از رشد اقتصادی باشد.

در شرایطی که حجم نقدینگی در اقتصاد از میزان تولید کالاها و خدمات پیشی بگیرد، تقاضا برای مصرف از عرضه فراتر رفته و منجر به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و بروز تورم می‌شود. از سوی دیگر، کمبود نقدینگی نیز می‌تواند به رکود اقتصادی و کاهش رشد اقتصادی منجر شود. لذا، مدیریت و کنترل حجم نقدینگی، به عنوان یکی از وظایف اصلی بانک‌های مرکزی، از اهمیت راهبردی برخوردار است. بانک‌های مرکزی با استفاده از ابزارهای سیاست پولی، از جمله تغییر نرخ بهره و عملیات بازار باز، قادر به تأثیرگذاری بر حجم نقدینگی و دستیابی به تعادل در اقتصاد هستند. در نمودار ۵، حجم نقدینگی، تولید ناخالص داخلی و نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی به تفصیل ترسیم شده است. نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی با آغاز دهه ۱۳۹۰ و شناسایی حساب‌های موسسات اعتباری غیربانکی در شمول کل‌های پولی از یکسو و اثرگذاری تحریم‌های مالی تجاری بین‌المللی در بخش حقیقی از سوی دیگر، با سرعتی بیش از پیش افزایش یافت و می‌توان بیان نمود به میزان حجم تولید ناخالص داخلی، نقدینگی وجود داشته است.



نمودار ۵. حجم نقدینگی، تولید ناخالص داخلی و نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۳

منبع: مرکز آمار و بانک مرکزی

از سال ۱۳۹۹ به بعد، نسبت نقدینگی به GDP روندی نزولی به خود گرفته و براساس آمارهای تولید ناخالص داخلی مرکز آمار، در سال ۱۴۰۲ به کف ۱۷ ساله رسیده است. نسبت نقدینگی به GDP نمایانگر عکس سرعت گردش پول در اقتصاد است. کاهش نسبت نقدینگی به GDP نشانگر افزایش سرعت گردش پول در اقتصاد است و افزایش سرعت گردش پول در یک اقتصاد به این معناست که پول با سرعت بیشتری بین افراد و کسب و کارها در حال جابه‌جا شدن است. به عبارت دیگر، هر واحد پولی بیشتر از گذشته در اقتصاد خرج می‌شود و به تعداد بیشتری تراکنش منجر می‌شود. به نظر می‌رسد انتظارات تورمی و جیره‌بندی اعتباری به خاطر کنترل ترازنامه‌ای بانک‌ها مهم‌ترین عاملی است که بر وضعیت سرعت گردش پول در سال‌های اخیر اثرگذار بوده است.

بررسی نمودار ۵ و نمودار ۳ بیانگر آن است که اگرچه نسبت نقدینگی به تولید طی اواسط دهه ۹۰ افزایش داشته است، آنچه در واقع محرک این نسبت بوده است، نه رشد پول بلکه رشد حجم شبه پول نسبت به حجم پول بوده است. بر اساس نمودار ۳ در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، شاهد افزایش سهم شبه پول در ترکیب نقدینگی بوده‌ایم. این پدیده، عمدتاً ناشی از رکود حاکم بر بازارهای دارایی‌های جایگزین (ارز، طلا، مسکن و خودرو) و جذابیت بالای بازدهی سپرده‌های مدت‌دار همزمان با کاهش نرخ تورم بوده است.

افزایش شبه پول به معنای افزایش ماندگاری سپرده‌های بانکی است. این اتفاق در صورتی که به صورت کارا با نقش واسطه‌گری مالی بانک‌ها همراه شود و منابع سپرده جمع‌آوری شده، به واحدهای تولیدی نیازمند منابع مالی تزریق شود، سبب تامین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها شده و با کاهش موانع تولید به بهبود تولید و اشتغال کمک خواهد کرد، اما در صورتی که این واسطه‌گری مالی به صورت کارا اتفاق نیفتند و منابع سپرده‌ای بلنک‌ها به فعالیت‌های غیر از تامین مالی تولید همانند سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، بنگاهداری و همچنین فعالیت‌های سفته‌بازانه در بازار ارز و سکه اختصاص یابد، در عمل بنگاه‌های تولیدی بخش حقیقی اقتصاد از منابع پولی محروم خواهند بود و در نتیجه با بروز تنگناهای تولیدی و کاهش تولید و اشتغال، فشارهای تورمی همراه با رکود روی خواهد داد.

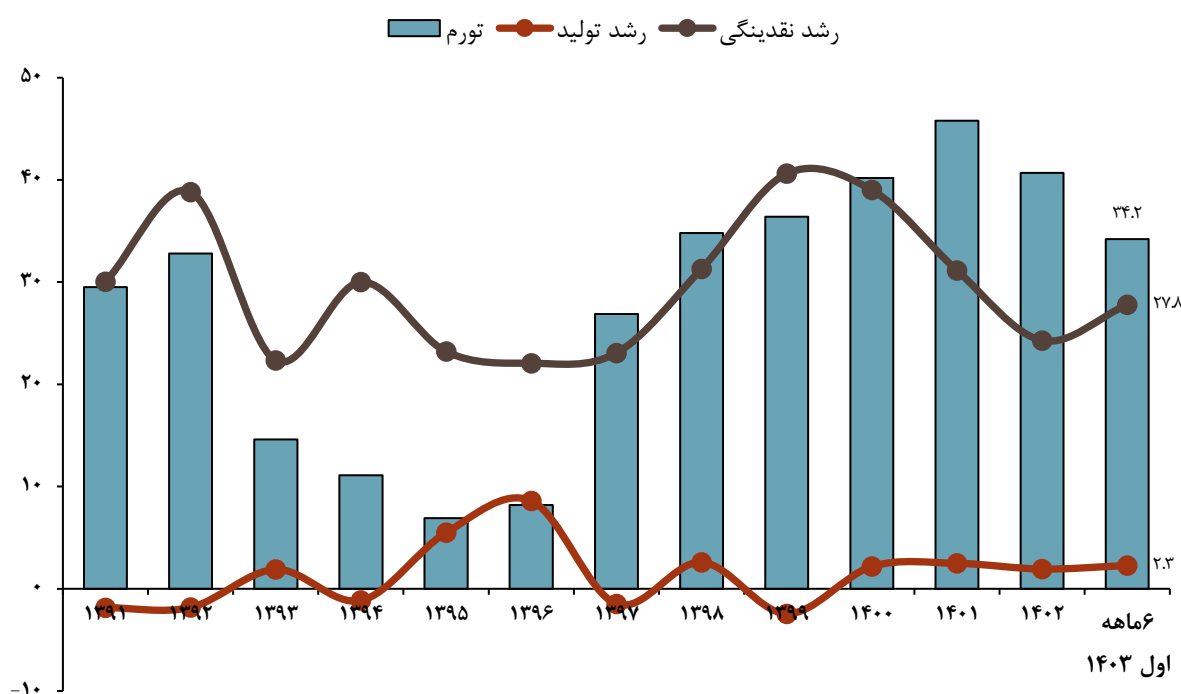
شایان ذکر است توسعه مالی منجر به افزایش نسبت نقدینگی به تولید می‌شود. تحلیل روند نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران طی دهه ۹۰ شمسی، نمایانگر آن است که افزایش شتابان این شاخص، لزوماً مترادف با توسعه مالی نبوده و در عمل، نه تنها منجر به رشد اقتصادی نشده، بلکه به دلیل رشد فزاینده نقدینگی فراتر از ظرفیت‌های ساختاری و نظارتی، با ایجاد اختلال در گردش کارآمد نقدینگی در بخش‌های اقتصادی، به کاهش ارزش پول ملی و بروز التهابات قیمتی در بازارهای دارایی و کالایی انجامیده است. پیامد نهایی این فرآیند، بروز تورم‌های شدید بوده است.

به منظور بازگرداندن ثبات به اقتصاد کلان، ضروری است افزایش نقدینگی به صورت متناسب با ظرفیت‌های بخش حقیقی اقتصاد در دستور کار قرار گیرد. در این راستا، اصلاح نظام بانکی با هدف رعایت استانداردهای مالی بین‌المللی و کاهش ناترازی بانک‌ها، به منظور افزایش کارایی و دسترسی به منابع پولی، امری حیاتی است. تحقق این هدف، مستلزم سالم‌سازی کانال‌های خلق نقدینگی، تمرکز بانک‌ها بر فعالیت واسطه‌گری مالی واقعی و پرهیز از بنگاهداری و فعالیت‌های سفته‌بازانه است. بر اساس آخرین آمارهای صندوق بین‌المللی پول، رقم شاخص توسعه مالی برای ایران برابر با ۰.۵۲ که نسبت به آمریکا، سوئیس و استرالیا با شاخص توسعه مالی بیش از ۰.۹ رقم پایینی است که حاکی از آن است که همین میزان نقدینگی نیز آنچنان که باید در خدمت فعالیت‌های تولیدی قرار نداشته و در کنار رشد نقدینگی، دسترسی و کارایی هم از جنبه فعالیت‌های واسطه‌گری مالی و هم از جنبه گزینه‌های تامین مالی سنتی اهمیت دارد. نباید از یاد برد که نسبت نقدینگی در بسیاری از کشورها از ایران بیشتر است اما واقعیت مهم آن است که در این کشورها برای ورود نقدینگی به بخش‌های مولد اقتصاد با قاعده‌گذاری‌های جدی کانال‌کشی شده است و افزایش نقدینگی مجراهایی برای خروج دارند اما در ایران به دلیل عدم وجود چنین کانال‌هایی عملاً افزایش نقدینگی به سرعت به افزایش تقاضا در بازارهایی غیرمولد مانند طلا، ارز، مسکن و کالاهای بادوام رفته و سپس تورم ناشی از تقاضا به دیگر بخش‌های اقتصاد هم تسری می‌یابد.

همچنین طبق نمودار ۳، طی سال‌های اخیر (۱۳۹۷ به بعد) به دلیل شوک‌های ارزی و افزایش انتظارات تورمی، نسبت پول به نقدینگی بیشتر شده و از طرف دیگر سرعت گردش پول نیز در این دوره روند صعودی داشته است. طبیعتاً اگر این قضیه از سمت مقابل به آن نگاه شود و طبق آنچه که پیشتر بیان کردیم (نسبت نقدینگی به تولید عکس سرعت گردش پول است) به معنی کاهش نسبت نقدینگی به تولید خواهد بود. رشد بیشتر تولید نسبت به نقدینگی طی این سال‌ها ناشی از فشارهای تورمی بوده و نه رشد حقیقی تولید. بررسی نمودار حاکی از این است که در ۶ ماهه ۱۴۰۳، مجدد حجم نقدینگی از حجم تولید پیشی گرفته و نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی نیز افزایش داشته است.

در سال‌های اخیر، یکی از مهم‌ترین نگرانی‌ها در مورد نقدینگی، تفاوت فاحش بین رشد تولید و رشد نقدینگی در کشور بوده است. در نمودار ۶ رشد نقدینگی، رشد تولید و تورم نشان داده شده است، بر اساس نمودار هر زمان که رشد نقدینگی از رشد تولید پیشی گرفته، تورم نیز افزایش یافته است و در سال‌هایی که شکاف بین رشد نقدینگی و رشد تولید کم شده، تورم هم روند کاهشی داشته است. بر اساس نمودار ارائه شده، از سال ۱۳۹۷، همزمان با افزایش شکاف بین رشد نقدینگی و تولید ناخالص داخلی (روندی که کماکان ادامه دارد)، نرخ تورم نیز مسیری صعودی را طی کرده است. به گونه‌ای که از ۸.۲ درصد در سال ۱۳۹۶، به ۳۴.۲ درصد در شهریور

۱۴۰۳ رسیده است. این همبستگی، نمایانگر تاثیر قابل توجه رشد افسارگسیخته نقدینگی بر سطح عمومی قیمت‌ها در اقتصاد کشور است. تا مادامی که اقتصاد نتواند به هر طریقی این فاصله را کاهش دهد نمی‌توان منتظر کاهش تورم و افزایش تولید در کشور بود. نمودار به خوبی نمایان می‌کند که عمده نقدینگی و پول خلق شده جذب فعالیت‌های نامولد شده و تولید کشور از اعتبارات بانکی بی‌نصیب است. در اقتصاد متعادل رشد نقدینگی متناظر با رشد تولید است، اما در اقتصادی که در آن فعالیت‌های نامولد و سفته‌بازی رایج است، قاعدتاً پول خلق شده به سمت فعالیت‌های نامولد و کم ریسک جاری می‌شود.



نمودار ۶. روند رشد نقدینگی، رشد تولید و تورم طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۶ ماهه اول سال ۱۴۰۳

منبع: مرکز آمار، بانک مرکزی

یکی از عوامل کلیدی در توضیح این اختلاف، تمایل کمتر نظام بانکی به تأمین مالی بخش تولید، به ویژه صنایع و معادن است. این امر ناشی از مخاطرات بالای فعالیت‌های تولیدی، به ویژه در شرایط ناپایدار اقتصادی فعلی و نبود اطمینان کافی است. علاوه بر این، نرخ سود تسهیلات پایین‌تر و دوره بازپرداخت طولانی‌تر در بخش تولید، جذابیت کمتری برای بانک‌ها ایجاد می‌کند. در نتیجه، بانک‌ها ترجیح می‌دهند منابع خود را به سمت بخش‌های

بازرگانی و خدمات هدایت کنند که ریسک کمتری دارند و بازدهی بالاتری را ارائه می‌دهند. این امر منجر به عدم تخصیص بهینه منابع مالی و در نتیجه، تضعیف بخش تولید و مانع رشد اقتصادی کشور می‌شود.

یکی از تحلیل‌هایی که در این خصوص می‌توان ارائه کرد، این است که بانک‌ها اغلب با هدف حداکثرسازی منافع خود، و با استناد به محدودیت منابع مالی و موانع تخصیص اعتبار از سوی بانک مرکزی، اقدام به اعطای تسهیلات با بالاترین نرخ ممکن می‌نمایند. از آنجا که سودآوری معاملات مبتنی بر کالاهای موجود، در مقایسه با سرمایه‌گذاری در تولید کالاهای جدید، در بازه زمانی کوتاه‌تری محقق می‌شود، استراتژی بهینه برای بانک‌ها، تخصیص اعتبار به فعالیت‌های سفته‌بازانه و سوداگرانه، و اجتناب از سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی و مولد است. این رویکرد، در نهایت، به تضعیف بخش تولید و کاهش ظرفیت‌های رشد اقتصادی کشور منجر می‌شود.

از طرفی نبود مالیات‌های کنترل‌کننده و ابزارهای تنظیمی، باعث می‌شود اعتبار سالانه به جای ورود به بخش‌های مولد اقتصادی، به سمت بازارهای سفته‌بازی مانند ارز، طلا و زمین سرازیر شود. این امر باعث ایجاد حباب و افزایش قیمت‌ها در این بخش‌ها شده و در نهایت، به سایر بخش‌های اقتصادی نیز سرازیر می‌شود. وضعیت نامناسب اقتصاد پولی کشور که در آن رشد نقدینگی بیشتر به سمت بخش‌های غیرمولد سرازیر می‌شود و با میزان رشد تولید هماهنگ نیست، منجر به افزایش تورم می‌شود. بنابراین، هرچه سازوکار هدایت اعتبار به سمت بخش‌های تولیدی قوی‌تر و کارآمدتر باشد، نرخ تورم کاهش خواهد یافت.

بنابر آنچه تاکنون بررسی کرده‌ایم چاره‌ای جز اینکه با استفاده از سیاست‌گذاری، نظام بانکی را به نحوی تنظیم کرد تا اعتبارات خود را به سمت زنجیره تولید هدایت کند، وجود ندارد. هدایت اعتباری، نوعی مداخله دولتی با هدف توسعه در نظام بانکی است. در این راستا، اعتبارات بانکی در کنار ابزارهای دیگری مانند مالیات، مجوزها و محدودیت‌های تجاری، به عنوان ابزارهای اصلی در سیاست‌های صنعتی مورد استفاده قرار می‌گیرند. بخش‌ها یا فعالیت‌های هدف‌گذاری شده توسط دولت، می‌توانند از طریق معافیت‌های مالیاتی، تسهیل در صدور مجوزها، حمایت‌های تجاری و تخصیص اعتبارات سیاستی، مورد حمایت قرار گیرند.

در میان ابزارهای سیاستی، اعتبار از این مزیت منحصر به فرد برخوردار است که قادر به بازآرایی ساختار و تخصیص منابع از طریق تقویت بازیگران موفق در جذب منابع موجود، از جمله از طریق تملک و ادغام واحدهای ناموفق، می‌باشد. از این رو، ظرفیت اعتبار در تحقق هدف «تخریب خلاق» به مراتب فراتر از سایر ابزارها است. تأکید جوزف شومپیتر، نظریه‌پرداز برجسته تخریب خلاق، بر پیوند وثیق میان کارآفرینی و اعتبارات بانکی، ریشه در همین واقعیت دارد.

۵. برخی الزامات مهم در راستای اجرای موفق سیاست‌های هدایت اعتباری

نظرات متفاوت و متضادی در خصوص سیاست‌های هدایت اعتباری توسط سیاست‌گذاران و اقتصاددانان مطرح است. علی‌رغم تمامی انتقادهای نظری و تجربی متعدد و با توجه به اینکه با آزادسازی مالی در کشورهای توسعه‌یافته سیاست‌های کنترل مستقیم اعتبارات منسوخ شده است، با این حال بسیاری از مطالعات به تجربه موفق کشورهای در کاربرد این سیاست تاکید دارند. بر اساس بررسی‌های صورت گرفته نقاط قوتی که در نحوه اجرای این سیاست‌ها بوده و الزامی در راستای پیشبرد موفقیت‌آمیز این سیاست‌ها به حساب می‌آید به شرح زیر است:

• ایجاد ثبات در قیمت ارز و بازار ارز

رشد بی‌رویه نقدینگی و افزایش نرخ ارز، موجب ایجاد یک دور باطل تورمی می‌شود که در آن، افزایش نرخ ارز به تورم دامن می‌زند و تورم نیز به نوبه خود، موجب افزایش بیشتر نرخ ارز می‌شود. این چرخه، فضایی را ایجاد می‌کند که برای سوداگران و سفته‌بازان بسیار جذاب است. افزایش قیمت دارایی‌ها در این فضا، به طور مستقیم بر افزایش قیمت کالاها و خدمات تأثیر می‌گذارد و در نتیجه، تورم را در کل اقتصاد گسترش می‌دهد. اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر عموماً متأثر از بروز شوک‌های برون‌زا و شکل‌گیری انتظارات منفی نسبت به شرایط اقتصاد کشور با بی‌ثباتی اقتصاد کلان و عدم تعادل اقتصادی بوده که عموماً نتیجه این بی‌ثباتی‌ها در تحولات افزایشی بازار تجربه شده است. پرواضح است در چنین شرایطی فعالیت‌های مولد اقتصادی و به‌طور خاص سرمایه‌گذاری در راستای افزایش ظرفیت‌های بلندمدت تولید معنایی نخواهد داشت و اعمال سیاست هدایت اعتباری عملاً با چالش‌های جدی مواجه شده و حتی می‌توان گفت ناممکن می‌شود. دلیل این امر به شرح زیر است:

- اختلال در تخصیص منابع؛ در شرایط تورمی و سوداگرانه، تخصیص منابع به سمت فعالیت‌های مولد و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دشوار می‌شود. چراکه سوداگران به دنبال کسب سودهای کوتاه‌مدت و سریع در بازارهای دارایی هستند و تمایلی به سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی ندارند.

- افزایش ریسک اعتباری؛ نوسانات ارزی و تورم، ریسک اعتباری را افزایش می‌دهند. بانک‌ها در چنین شرایطی، تمایل کمتری به اعطای تسهیلات به بخش‌های تولیدی دارند و بیشتر به دنبال حفظ دارایی‌های خود هستند.

پس در چنین شرایطی هدایت اعتباری عملاً باعث تشدید بی‌ثباتی اقتصادی می‌شود.

- **عدم تعیین دستوری نرخ بهره**

به بیان دیگر، کشورهای موفق در زمینه هدایت اعتباری، ضمن اعمال این سیاست، به سازوکار بازار اجازه می‌دهند نرخ بهره را تعیین کند. بانک مرکزی نیز با استفاده از ابزارهای غیرمستقیم، مانند عملیات بازار باز، سیاست‌های خود را اعمال می‌کند. این روش، ضمن حفظ مزایای هدایت اعتباری، از بروز ناکارآمدی‌های احتمالی جلوگیری می‌کند. در مقایسه با کشورهای موفق در اجرای سیاست‌های هدایت اعتباری، نظام بانکی ایران با تعیین دستوری نرخ‌های تسهیلات و سپرده، که عموماً پایین‌تر از نرخ تورم هستند، مواجه است. تحمیل نرخ سود حقیقی منفی به بانک‌ها، از جمله عوامل کلیدی است که اثربخشی سیاست‌های هدایت اعتباری را به شدت تضعیف می‌کند. در این شرایط، با ایجاد صف‌های طولانی تقاضا برای تسهیلات، هر فرد یا شرکتی که به منابع مالی دسترسی پیدا کند، بدون توجه به ماهیت فعالیت خود، از رانت قابل توجهی برخوردار می‌شود. اعمال دستورالعمل‌های هدایت اعتباری در چنین فضایی، نه تنها به تخصیص بهینه منابع به بخش‌های مولد منجر نمی‌شود، بلکه بستری برای افزایش فساد و معاملات صوری فراهم می‌آورد.

- **سلامت مالی بانک‌ها**

با توجه به تحریم‌های بین‌المللی و انباشت دارایی‌های مسدود شده، سلامت مالی بانک‌های ایران از جنبه‌های مختلف در وضعیت نامطلوبی قرار دارد. سودآوری پایین و نسبت‌های ناکافی کفایت سرمایه، بانک‌ها را در معرض ریسک‌های فزاینده قرار داده است. در این شرایط، اعمال دستورالعمل‌های محدودکننده جدید، می‌تواند وضعیت بانک‌ها را وخیم‌تر کرده و ثبات نظام بانکی را تهدید نماید. تجربه سیاست‌های مشابه، مانند تسهیلات تکلیفی به بنگاه‌های زودبازده و تسهیلات تبصره‌ای، نشان داده است که گسترش این نوع مداخلات، صرفاً منجر به افزایش مطالبات معوق بانک‌ها و تضعیف بیشتر سلامت مالی آن‌ها می‌شود.

- **توسعه سازوکار مشارکتی برای جذب سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیربنایی ملی**

پس از جلوگیری از ورود نقدینگی به فعالیت‌های سوداگران و مخرب اقتصادی، باید زمینه‌های لازم برای سرمایه‌گذاری این منابع در بخش‌های مولد و ارزش‌آفرین فراهم شود. مشارکت دادن عموم مردم در پروژه‌های بزرگ و سودآور کشور، مانند طرح‌های توسعه صنایع نفت و گاز و پروژه‌های زیرساختی، می‌تواند راهکاری مؤثر در این زمینه باشد. برای اینکه نقدینگی موجود در دست مردم و سرمایه‌های

کوچک و متوسط آنها به سمت فعالیتهای تولیدی و سودآور مانند پروژههای بزرگ نفت و گاز و ساخت زیرساختهای کشور هدایت شود، پیشنهاد می شود دولت دو کار انجام دهد:

۱. یک صندوق سرمایه گذاری مخصوص پروژههای بزرگ نفت و گاز تاسیس کند تا مردم بتوانند در آن سرمایه گذاری کنند.

۲. برای پروژههای ساختمانی و عمرانی، قراردادهایی با شرکتهای خصوصی (قراردادهای PPP) منعقد کند تا آنها نیز در این پروژهها سرمایه گذاری کرده و مسئولیت انجام آنها را برعهده بگیرند.

• تسهیل تامین مالی شرکتها و بنگاههای اقتصادی از طریق بازار سرمایه و اوراق بهادار

در شرایط کنونی کشور می بایست ملاحظات مربوط به کنترل تورم را نیز در نظر گرفت و همواره مراقب قدرت گرفتن پتانسیل تورمی ناشی از فشار تقاضای کل در اقتصاد بود. بر این اساس ضروری است به افزایش توان مالی بانکها از طریق افزایش سرمایه و بهبود کفایت سرمایه بانکها، کاهش تسهیلات غیر جاری و بازگرداندن آنها به مسیر صحیح اعتباردهی بانکها، افزایش بهره وری بانکها در تامین سرمایه در گردش تولیدی، پرهیز از فشارهای مضاعف بر دارایی بانکها و ترغیب بنگاههای تولیدی به سمت بازار سرمایه به عنوان یک ابزار مهم در تامین مالی طرحهای اقتصادی توجه ویژه ای نمود. یکی از مهم ترین رسالت های بازار سرمایه جمع آوری پول های سرگردان و هدایت آنها به سمت فعالیتهای مولد است. بنابراین تا زمانی که بازارهای موازی، منجر به جذب نقدینگی می شوند، بورس نمی تواند به هدف و رسالت خود به درستی عمل کند.

• تعیین سیاست توسعه ای

مشکل اساسی در مسیر توسعه کشور، صرفاً کمبود منابع مالی نیست؛ بلکه پیش از هر اقدامی در زمینه سیاست هدایت اعتبار، تدوین یک استراتژی جامع توسعه ای ضروری است. تجربه کشورهای پیشرفته اروپایی و شرق آسیا نشان می دهد که آنها ابتدا با تعیین اهداف کلان توسعه ای، مسیر حرکت خود را مشخص کرده و سپس با اتخاذ سیاست های هدایت اعتبار، منابع مالی را به سمت تحقق این اهداف سوق داده اند.

بنابراین، اگر قرار است سیاست هدایت اعتبار در ایران نیز به شیوه ای مؤثر و سازنده دنبال شود، لازم است ابتدا یک سیاست توسعه ای مدون و روشن برای کشور تعریف گردد. این سیاست توسعه ای، چارچوبی را فراهم می کند که بر اساس آن، می توان سیاست های هدایت اعتبار را به گونه ای تنظیم کرد

که به بهترین شکل ممکن، اهداف توسعه‌ای کشور را پشتیبانی نماید. به عبارت دیگر، بدون تعیین دقیق اهداف و اولویت‌های توسعه‌ای، سیاست هدایت اعتبار نمی‌تواند نقش مؤثری در پیشبرد توسعه کشور ایفا کند.

- **سیستم نظارتی قوی**

بررسی تجارب کشورهای دیگر در سیاست هدایت اعتبار حاکی از آن است که آنچه در این سیاست خیلی مهم است، بخش نظارتی قدرتمند بوده است. با توجه به تجربه طرح‌هایی مانند سهمیه‌بندی تسهیلات به تفکیک بخش‌ها، بنگاه‌های زودبازده و... می‌توان بیان نمود که قدرت نظارت بانکی در به هدف رسیدن تسهیلات کافی نبوده و تصویب صدور دستورالعمل در این رابطه نمی‌تواند منجر به هدایت اعتبارات شود. تجربه کشورهای مانند فرانسه و ژاپن نشان می‌دهد موفقیت‌آمیز بودن سیاست هدایت اعتبار در این کشورها، سخت‌گیری در سیاست‌های نظارتی بوده است.

- **جذابیت‌زدایی از فعالیت‌های نامولد**

یکی از الزامات مدیریت درست سیاست هدایت اعتبار عدم جذابیت بخش‌های نامولد است. از آنجا که سفته‌بازی و فعالیت‌های نامولد در کشور ما رواج دارد، هرگونه تسهیلاتی در مسیر غیر از تولید قرار می‌گیرد. از این رو لازم است با سیاست‌هایی مانند مالیات بر عایدی سرمایه و جذابیت‌زدایی از بازارهایی مانند دلار، طلا، مسکن و خودرو مسیر سیاست هدایت اعتبار هموار شود.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات سیاستی

نقدینگی در اقتصاد ایران، که اغلب به دلیل عدم تفکیک ظریف میان سطوح کلان و خرد، به معمای پیچیده بدل شده، در این واقعیت نهفته است: در حالی که رشد بی‌رویه نقدینگی در سطح کلان، ناشی از انبساط پایه پولی و افزایش تصاعدی اعتبارات بانکی، محرک اصلی تورم‌های مزمن است، بخش تولیدی در سطح خرد، با تنگنای شدید نقدینگی و دشواری فزاینده دسترسی به منابع مالی مواجه است. حل معمای نقدینگی در اقتصاد ایران، مستلزم توجه هم‌زمان به سطوح کلان و خرد و طراحی سیاست‌هایی است که ضمن کنترل رشد نقدینگی، دسترسی بخش تولیدی به منابع مالی را تسهیل کند. در این راستا، افزون بر ضرورت ارتقای کارایی بنگاه‌ها در مدیریت جریان‌های نقدی، نحوه توزیع و گردش نقدینگی و اعتبارات بانکی در میان بخش‌های مختلف اقتصادی نیز از اهمیت بسزایی برخوردار است. در شرایطی که اقتصاد ایران با جذابیت فزاینده فعالیت‌های سوداگرانه مواجه است، این پرسش بنیادین مطرح می‌شود که آیا امکان مدیریت هدفمند نقدینگی در راستای تحقق اهداف کلان اقتصادی وجود دارد؟ برای پاسخ جامع به این پرسش، ضروری است دو مسئله محوری مورد بررسی قرار گیرد: نخست، چه راهکارهای سیاستی برای مهار رشد نقدینگی قابل اتخاذ است؟ و دوم، چگونه می‌توان اعتبارات بانکی را به شیوه‌ای مؤثر و کارآمد به سمت بخش‌های مولد اقتصاد هدایت نمود؟ چالش رشد فزاینده نقدینگی در اقتصاد ایران، پدیده‌ای ساختاری و ریشه‌دار است که از عواملی چون کسری بودجه مزمن، محدودیت‌های دسترسی به درآمدهای ارزی، و ضعف ساختار مالی نظام بانکی ناشی می‌شود. مهار پایدار و مؤثر این معضل، مستلزم اصلاحات بنیادین در ساختارهای بودجه، نظام بانکی و گردش ارزی کشور است. با این حال، در کوتاه‌مدت، می‌توان از طریق تقویت و بهبود سازوکار «عملیات بازار باز» مانند، توسعه و تعمیق بازار بین‌بانکی به عنوان سازوکاری کارآمد برای جایگزینی اضافه برداشت بانک‌ها از منابع بانک مرکزی، بهبود و اصلاح ابزارهای بانک مرکزی در جهت انقباض ترازنامه، با تأکید ویژه بر چالش‌های ناشی از محدودیت دسترسی به منابع ارزی، که منجر به تشدید فشارهای تورمی از طریق افزایش خالص دارایی‌های بانک مرکزی شده است و اعمال نظارت دقیق‌تر و جامع‌تر بر عملکرد بانک‌ها و اتخاذ تدابیر لازم برای کنترل رشد ترازنامه‌های آن‌ها پرداخت.

راهبردهای میان‌مدت برای مهار پایدار نقدینگی را می‌توان در سه محور اصلی خلاصه نمود:

○ اصلاح و ارتقای ساختار مالی نظام بانکی

○ تقویت هم‌سویی سیاست‌های پولی و مالی

○ اصلاح ساختاری بودجه دولت

درمورد سیاست اعتباری باید به این نکته اشاره کرد اثربخشی سیاست‌های اعتباری، منوط به وجود زیرساخت‌های نهادی کارآمد و هم‌سویی سیاست‌ها با اهداف تولیدی است. به عبارت دیگر، زمانی که منابع مالی ایجاد شده به طور هدفمند به سمت بنگاه‌های تولیدی هدایت شوند و شکاف زمانی میان تصمیم به تولید و تحقق آن را پوشش دهند، آنگاه خلق پول از حالت خنثی خارج شده و به عاملی محرک برای رشد اقتصادی تبدیل می‌شود. از این رو، در اقتصاد ایران، که با چالش‌های ساختاری و محدودیت‌های منابع مواجه است، طراحی و اجرای سیاست‌های اعتباری هدفمند و کارآمد، از اهمیت راهبردی برخوردار است.

با وجود شواهد آماری مبنی بر لزوم هدایت هدفمند اعتبارات به سمت فعالیت‌های مولد، متأسفانه، تخصیص منابع مالی به بنگاه‌های رقابت‌پذیر و بهره‌ور در اقتصاد ایران، از اولویت کافی برخوردار نیست. این امر، یکی از چالش‌های اساسی پیش روی کارآفرینان و تولیدکنندگان محسوب می‌شود. ریشه این معضل را می‌توان در تمرکز اختیارات خلق و تخصیص پول در نظام بانکی جستجو کرد که با اتخاذ رویکردی کوتاه‌مدت و سوداگرانه، منابع مالی ایجاد شده را به سمت فعالیت‌های غیرمولد و سودآور در بازارهای دارایی، از جمله ارز، طلا، مسکن و زمین، هدایت می‌کند. در این راستا، بخش‌های مولد اقتصاد، شامل صنعت، معدن و کشاورزی، با کمبود شدید منابع مالی مواجه شده و قادر به بهره‌برداری مطلوب از پتانسیل‌های خود نیستند. این معضل، با بررسی آمار تسهیلات اعطایی بانک‌ها در سال‌های اخیر، به وضوح قابل مشاهده است. سهم قابل توجه تسهیلات تخصیص‌یافته به بخش‌های بازرگانی و خدمات، در مقابل سهم بخش‌های تولیدی و کشاورزی، نشان‌دهنده عدم توازن فاحش در توزیع منابع مالی است. این عدم تعادل، نه تنها مانع از رشد و توسعه بخش‌های مولد می‌گردد، بلکه در نهایت، با تضعیف بنیان‌های اقتصادی کشور و تشدید نوسانات و بی‌ثباتی در بازارهای مالی، به افزایش تورم و کاهش ارزش پول ملی نیز دامن می‌زند.

بدیهی است که تجارب موفق کشورهای پیشرو در حوزه هدایت اعتباری، بر لزوم هم‌راستایی تنگاتنگ سیاست‌های اعتباری با بخش واقعی اقتصاد تأکید دارند. این هدف، مستلزم عزمی جزم و اراده‌ای خلل‌ناپذیر در جهت حمایت از تولید از طریق هدایت هدفمند منابع بانکی به سمت فعالیت‌های مولد و ارزش‌آفرین، و در عین حال، افزایش هزینه‌های فعالیت‌های سوداگرانه و غیرمولد از طریق اعمال سیاست‌های مالیاتی هوشمندانه و بازدارنده است. به عبارت دیگر، دستیابی به موفقیت در هدایت اعتباری، مستلزم اتخاذ رویکردی جامع و

یکپارچه است که همزمان، مشوق‌های لازم برای فعالیتهای مولد را فراهم نموده و از فعالیتهای سوداگرانه و سفته‌بازانه جلوگیری نماید. این رویکرد، نیازمند هماهنگی و همکاری نزدیک بین نهادهای مالی و سیاست‌گذاران اقتصادی است.

با عنایت به مباحث مطرح شده، در راستای اعمال سیاست‌های هدایت اعتباری مؤثر، پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

(الف) تخصیص بهینه منابع با اولویت‌بندی استراتژیک؛

در شرایطی که ظرفیت اعتباردهی بانک‌ها محدود است و ترازنامه‌های آنها با چالش‌هایی مواجه است، تخصیص منابع باید با رویکردی استراتژیک و مبتنی بر اولویت‌بندی انجام شود. این امر مستلزم شناسایی بخش‌های مولد و ارزش‌آفرین اقتصاد و هدایت منابع به سمت آنها است. همچنین، سیاست‌هایی که مشوق افزایش پس‌اندازهای مالی و تقویت ظرفیت واسطه‌گری مالی را فراهم می‌کنند، باید در اولویت قرار گیرند.

(ب) نظارت دقیق و تخصیص کارآمد اعتبارات؛

به منظور اجرای مؤثر سیاست هدایت اعتباری، ضروری است که اولویت‌بندی یا هدف‌گذاری اعتبارات با نظارت دقیق بر نحوه اجرای آن توسط بانک‌ها همراه باشد. این نظارت باید با التزام عملی به تخصیص کارآمد اعتبار بر اساس اصول و مبانی اقتصادی صورت پذیرد. همچنین، تقویت زیرساخت‌ها و سیستم‌های نظارتی و کاهش شدت سرکوب مالی، از الزامات اساسی برای اجرای موفقیت‌آمیز سیاست هدایت اعتباری است.

(ج) تدوین و اجرای سیاست ارتباطی شفاف؛

تدوین و اجرای یک سیاست ارتباطی شفاف، سازمان‌یافته و مستمر توسط بانک مرکزی، اقدامی ضروری در راستای اطلاع‌رسانی به عموم مردم در مورد سیاست‌های اتخاذ شده برای کنترل تورم و نوسانات نرخ ارز است. این اقدام، به طور مستقیم به مدیریت انتظارات تورمی کمک کرده و موجب افزایش شفافیت و تقویت اعتماد عمومی به سیاست‌های پولی بانک مرکزی خواهد شد.

(چ) تعیین استراتژی صنعتی صادرات محور

تدوین و اجرای یک استراتژی صنعتی مدون و هدفمند با رویکرد برون‌گرا و صادرات‌محور، و هم‌راستا نمودن سیاست‌های اعتباری با اهداف بخش واقعی اقتصاد، ضرورتی اجتناب‌ناپذیر است. این امر، مستلزم وجود دولتی توسعه‌گرا، مستقل و سالم است که توانایی ایجاد هماهنگی و هم‌افزایی بین بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد را داشته باشد.

د) بهبود سلامت مالی بانک‌ها

بهبود و ارتقای سلامت مالی بانک‌های کشور از منظر سودآوری، نقدینگی و کفایت سرمایه و طراحی ابزارهای لازم جهت اطمینان از برگشت مطالبات به‌منظور برخورداری از نتیجه مطلوب اعمال محدودیت‌های هدایت اعتباری، امری حیاتی است.

ز) استفاده مناسب از ابزارهای قیمتی سیاست پولی

عدم تعیین دستوری نرخ بهره و استفاده از ابزارهای قیمتی سیاست پولی برای تعیین نرخ توسط بانک مرکزی، به کارایی سیاست‌های پولی کمک می‌کند.

با توجه به پیش‌شرط‌های کلیدی مطرح شده، تحقق هدایت اعتباری مؤثر مستلزم رویکردی جامع و چندجانبه است. به عبارت دقیق‌تر، موفقیت در هدایت اعتباری، نه صرفاً یک اقدام تک‌بعدی، بلکه حاصل تعامل سازنده و هم‌افزایی مجموعه‌ای از سیاست‌ها و اقدامات است که می‌بایست مورد مذاقه قرار گیرد.

3. International Monetary Fund. (2024). 2024 External Sector Report.
4. Bezemer, D., Ryan-Collins, J., van Lerven, F. and Zhang, L. (2018). Credit where it's due: A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the 20th century. UCL Institute for Innovation and Public Purpose Working Paper Series (IIPP WP 2018-11)
5. Fatmawati, K. 2022. Gross Domestic Product: Financing & Investment Activities and State Expenditures. KINERJA: Jurnal Manajemen Organisasi Dan Industri, 1(1), 11–18.
6. McDonagh, N. (2021). Credit Guidance for a Desired Economy: An Original Institutional Economics Critique of Financialization. *Review of Radical Political Economics*, 53(4), 675-693.
7. Giese, J., Andersen, H., Bush, O., Castro, C., Farag, M., & Kapadia, S. (2014). The credit-to-GDP gap and complementary indicators for macroprudential policy: Evidence from the UK. *International Journal of Finance & Economics*, 19(1), 25-47.
8. McDonagh, N. (2021). Credit Guidance for a Desired Economy: An Original Institutional Economics Critique of Financialization. *Review of Radical Political Economics*, 53(4), 675-693.
9. Dikau, S., & Volz, U. (2023). Out of the window? Green monetary policy in China: window guidance and the promotion of sustainable lending and investment. *Climate Policy*, 23(1), 122-137.
10. Naili, M., & Lahrichi, Y. (2022). The determinants of banks' credit risk: Review of the literature and future research agenda. *International Journal of Finance & Economics*, 27(1), 334-360.
11. Aikman, D., Haldane, A. G., & Nelson, B. D. (2015). Curbing the credit cycle. *The Economic Journal*, 125(585), 1072-1109.
12. Andrianova, S., Demetriades, P., & Shortland, A. (2008). Government ownership of banks, institutions, and financial development. *Journal of development economics*, 85(1-2), 218-252.
13. Deleidi, M. (2018). Post Keynesian endogenous money theory: A theoretical and empirical investigation of the credit demand schedule. *Journal of Post Keynesian Economics*, 41(2), 185-209.

14. Duca, J. V., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2011). House prices and credit constraints: Making sense of the US experience. *The economic journal*, 121(552), 533-551.
15. Kalaitzake, M. (2019). Central banking and financial political power: An investigation into the European Central Bank. *Competition & Change*, 23(3), 221-244.
16. King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
17. Loizos, K. (2018). The financial repression-liberalization debate: Taking stock, looking for a synthesis. *Journal of Economic Surveys*, 32(2), 440-468.
18. Vittas, D., & Cho, Y. J. (1996). Credit policies: lessons from Japan and Korea. *The World Bank Research Observer*, 11(2), 277-298.
19. Samarina, A., & Bezemer, D. (2016). Do capital flows change domestic credit allocation?. *Journal of International Money and Finance*, 62, 98-121.