

چرا باورهای رایج ما از مفاهیم پایه پولی، نقدینگی، مکانیزم خلق پول و سیاست پولی واقع‌نما نیست؟

محسن یزدان پناه

m.yazdanpanah@mrsi.ir

حفره‌های جدی نظری در الگوی نظری حاکم بر سیاست‌گذاری پولی وجود دارد. آخرین پیامد جدی این حفره‌های نظری در سیاست‌گذاری «بحران بزرگ مالی» بود و همچنان دسته زیادی از صاحب‌نظران به تکرار بحران‌های مشابه از این‌دست در خصوص تداوم وجود این حفره‌های نظری هشدار می‌دهند. اصول موضوعه و پیش‌فرض‌های بنیادین این جریان فکری چیست؟ آن‌ها را می‌توان در گزاره‌های زیر خلاصه کرد. گزاره‌های اول گزاره‌هایی هستند که برخی از آن‌ها تقریباً در خود این جریان منسوخ‌شده‌اند و گزاره‌های دوم باورهای زنده‌تر و عمل‌گرایانه‌تر این جریان فکری است:

گزاره‌های نوع اول:

- ۱- پول برون‌زا است. بانک مرکزی می‌تواند نقدینگی را به شکل برون‌زا از طریق کنترل پایه پولی و نرخ ذخایر قانونی کنترل کند.
- ۲- پایه پولی علت تام توسعه نقدینگی است. با افزایش یک واحد پایه پولی، نقدینگی با مکانیزم ضریب فزاینده پولی متناظراً افزایش می‌یابد.
- ۳- پیامدهای منفی اقتصادی مانند تورم منحصراً نتیجه گسترش پایه پولی (از محل بدهی‌های دولت) است.
- ۴- سیاست پولی کاملاً می‌تواند از سیاست مالی مستقل باشد و اساساً باید باشد.
- ۵- پول خنثی است. بانک‌ها واسطه و جوه‌اند. قیمت‌ها در بازار منعکس‌کننده سازوکار توزیع نهایی است و پول خود (و بخش مرتبط با آن) در این میان نقشی ندارد.
- ۶- نرخ بهره از طریق تعادل خودبده‌خودی میان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد؛ نرخ بهره طبیعی و بازاری است.

آیا این پایه پولی است که نقدینگی را از مجرای ضریب فزاینده پولی می‌سازد؟ آیا بانک‌ها واسطه جوه هستند؟ آیا سیاست‌گذاری مبتنی بر هدف‌گذاری نرخ بهره از طریق عملیات بازار باز کارآمد است؟ آیا علت اصلی تورم پولی کردن کسری بودجه است؟

در سالیان اخیر علی‌رغم سعی بلیغ سیاست‌گذاران اقتصادی در کنترل نقدینگی، پایه پولی و نقدینگی با شیبی تند افزایش یافته؛ بیش‌تر از زمانی که افزایش ارادی در پایه پولی مورد انتقاد تند عده زیادی از کارشناسان قرار می‌گرفت. روندهای پولی چند سال گذشته حاوی دلالت‌های مهم نظری است که نباید آن‌ها را به راحتی به هدر داد. دولت و سیاست‌گذاران محترم اقتصادی لازم است به درس‌های انکارناپذیر تجربیات اخیر در بازتنظیم سیاست‌های ضروری برای آینده نزدیک التفات ویژه‌ای داشته و در صحت باورهای عموماً رایج در این زمینه بازنگری کنند.

قابل‌کنترل نبودن نقدینگی دیرزمانی است که تحت عنوان «درون‌زایی» پول (Endogenous money) در مقابل «برون‌زایی» پول (Exogenous money) در محافل دانشگاهی و سیاست‌گذاری تبیین و دلالت‌های نظری آن نظریه‌پردازی شده است. سیاست‌گذاران پولی در غرب نیز دیگر از هدف کنترل مستقیم نقدینگی به دلیل ناممکن بودن دست برداشته و نسخه جدیدی از نظریه و جوه قابل‌عرضه (Loanable funds) را در قالبی جدید تحت عنوان قاعده تیلور (Taylor rule) بازتولید کرده‌اند. بر اساس این قاعده بانک مرکزی منحصراً هدف سیاست‌گذاری خود را بر تعیین نرخ بهره از طریق عملیات بازار باز با توجه به شرایط رونق یا رکود اقتصادی متمرکز می‌کند. اگرچه اقتصاد متعارف در عمل درون‌زایی پول را پذیرفته، و شیوه سیاست‌گذاری خود را در اثر تجارب عملی در کنترل خلق پول تغییر داده و از کنترل مستقیم نقدینگی به هدف‌گذاری نرخ بهره چرخیده است، اما هنوز

دیگری وام می‌دهد؛ او این پول را در بانک B سپرده‌گذاری می‌کند، این روند ادامه پیدا می‌کند تا وقتی که میزان خلق پول متوقف شود:

تقدینگی	...	C	B	A	D	C	B	A	پایه پولی
۱۰۰۰	۴۷٫۷	۵۳٫۱	۵۹٫۰	۶۵٫۶	۷۲٫۹	۸۱	۹۰	۱۰۰

البته بر اساس این تصویرپردازی از فعالیت بانک‌ها روند خلق پول هیچ‌وقت متوقف نمی‌شود ولی به سمت صفر میل می‌کند. بر اساس این روند میزان پول خلق شده (با اغماض از نگهداری ذخیره اضافی و نگهداری اسکناس و مسکوک خارج از بانک) معادل است با ۱۰۰۰ واحد. این مدل از نحوه خلق پول بانک‌ها در واقع به دنبال آن است که واقعیت بانکداری مدرن یا به عبارتی بانکداری با ذخایر ناقص را که در آن «خلق پول» مشهود است به اصول موضوعه اقتصاد نئوکلاسیکی که در آن بانک چیزی جز واسطه وجوه نیست پیوند زند. آنچه در مدل مبنای اقتصاد نئوکلاسیکی بدان پرداخته می‌شود صرفاً «پس‌انداز» و «سرمایه‌گذاری» است؛ که در آن سرمایه‌گذاری تنها از منشأ پس‌انداز است؛ بانک صرفاً پلی میان این دوست. پس آنچه در تعادل مهم است، لحاظ کردن آن‌هاست و ضرورتی ندارد رفتار بخش بانکی به‌طور مستقل مدل‌سازی شود. در فرایند خلق پول در این مدل نیز اگرچه خلق پول مورد توجه قرار می‌گیرد، اما بانک‌ها همچنان واسطه وجوه هستند؛ آن‌ها به‌ظاهر صرفاً پس‌انداز را وام می‌دهند. به بیان دقیق‌تر به وام‌دهی مجدد ذخایر یا پایه پولی سپرده‌شده (relending reserve) می‌پردازند.

این باور رایج و رسوخ کرده به استحکام ادله کوتاه زیر باورهایی غلط‌اند! به دنیایی خیالی تعلق دارند که نمی‌توان ردیابی از آن را در واقعیت جستجو کرد. آن ادله کدام‌اند؟

۱- بانک‌ها در صورت فرض رعایت مقررات مرتبط به نسبت ذخایر به شکل پیشینی (یعنی ابتدا باید درصد تأمین ذخایر را رعایت کنند و سپس وام‌دهی کنند) ضرورتی ندارد و اساساً ممکن نیست که مطابق با مدل و روایت فوق رفتار کنند. آن‌ها می‌توانند، بدون جذب سپرده قبلی بیش از پول منتشره از طرف بانک مرکزی که در بانک سپرده می‌شود خلق پول کنند. یعنی پس‌انداز پیش‌نیاز وام‌دهی نخواهد بود.

۲- فراتر از دلیل فوق، بانک‌ها حتی ضرورت ندارد به‌صورت پیشینی نسبت لازم برای ذخایر را رعایت کنند، آن‌ها می‌توانند ابتدا وام‌دهی یا خلق سپرده از هیچ را توسعه دهند و سپس ذخایر لازم را با توجه سازوکارهای موجود مانند برداشت از بانک مرکزی یا مراجعه به بازار بین‌بانکی (همراه با عملیات بازار باز) تأمین کنند.

بر اساس استدلال اول اگرچه پس‌انداز پیش‌نیاز وام‌دهی نیست، اما حجم نقدینگی همچنان وابسته به میزان ذخایر است؛ بنابراین در مقام نظر قابل‌کنترل از طرف آن و در نتیجه «برون‌زا» است. بر اساس استدلال دوم نه پس‌انداز قبلی پیش‌نیاز وام‌دهی است؛ نه حجم نقدینگی قابل‌کنترل با اهرم میزان و نسبت ذخایر است. چرا؟

شرح دلیل اول، مدل روایت‌شده که در مثال ما شامل ۴ بانک A, B, C, D است، اساساً حتی در یک مقام انتزاعی و علمی روایتی کلان نیست. شرط

۱- اگرچه این جریان کنترل حجم پول به‌طور مستقیم را عملیاتی نمی‌داند، اما همچنان معتقد است از طریق کنترل نرخ بهره بهره می‌توان عرضه پول را کنترل نمود. این بدان معنی است که این رویکرد همچنان به‌نوعی از برون‌زایی حجم پول معتقد است.

۲- اهرم اصلی سیاست‌گذاری عرضه و یا جمع‌آوری ذخایر از طریق مبادله آن با اوراق قرضه دولتی در جهت هدف‌گذاری نرخ بهره است.

۳- درست است که به لحاظ قانون و به لحاظ اصول موضوعه نظری سیاست‌گذاری و عملیات پولی از مالی جداست، ولی عملاً این واقعیت از طرف سیاست‌گذاران وابسته به جریان متعارف پذیرفته شده است که این دو از هم مستقل نیست. (صحبت‌های برنانکی ریس فدرال رزرو در این رابطه جالب‌توجه است). این بدان معناست که استقلال بانک مرکزی در معنای تامش ممکن نیست.

۴- پول خنثی است. بانک‌ها واسطه وجوه‌اند. قیمت‌ها در بازار منعکس‌کننده سازوکار توزیع نهایی است و خود پول (و بخش مرتبط با آن) در این میان نقشی ندارد (مانند گزاره‌های نوع ۱).

۵- نرخ بهره بازاری نیست؛ آن را باید به مبنای طبیعی‌اش با سیاست‌گذاری نزدیک کرد.

گزاره‌های دوم نسخه‌های کم‌نقص‌تری از باورهای جریان غالب اقتصاد از سیاست پولی است. همچنان اساس این رویکرد بر نظریه وجوه قابل‌عرضه بنا نشده به‌نحوی که به دنبال ساختن نرخ بهره‌ای است که تعادل بخش میان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری باشد. قاعده تیلور بیانی جدید از همین نظریه است. بر اساس این قاعده وقتی ظرفیت‌های اقتصاد خالی‌تر باشد (رکود) با کاهش نرخ بهره، انگیزه برای وام‌ستانی بیشتر شده، بنابراین حجم پول باعرضه بیشتر افزایش یافته، سرمایه‌گذاری همراه با تقاضا بیش‌تر شده و در نتیجه با این سیاست رونق اقتصادی تقویت می‌شود. در حالت تورمی با افزایش نرخ بهره دقیقاً سیاستی معکوس به‌کارگرفته می‌شود. اما در عین معقول بودن این استدلال چرا هنوز خلأهای نظری جدی در این نگرش وجود دارد؟ جواب این است که این جریان هنوز پول را خنثی می‌داند و اقتصاد را به‌گونه‌ای به تصویر می‌کشد که گویی خود فرایند خلق پول در تعادل‌های آن نقشی ندارد.

در مقابل تبیین واقع‌نما که در آن پول و بخش مرتبط به آن به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های تعیین‌کننده است، مفاهیم دیگری را در رابطه با پول و سیاست‌های پولی معرفی می‌کند، برخی از آموزه‌های تبیین واقع‌نما تر پولی به شرح زیر خلاصه شده است. یکی از مهم‌ترین آموزه‌ها، البته، چرایی و چگونگی مؤثر بودن فرایند خلق پول در قیمت‌های نسبی است (رد نظریه توزیع نهایی) که در این فرصت مجال پرداختن به آن نیست.

درون‌زایی پول و واسطه‌گری وجوه: یکی از رایج‌ترین برداشت‌ها در رابطه با خلق پول روایت یکی از فصول آخر کتاب کلان ۲ است. بر اساس این روایت وقتی نرخ ذخیره قانونی ۱۰ درصد است، و در اقتصاد بانک‌های A, B, C, D وجود دارد، وقتی بانک مرکزی ۱۰۰ واحد پول منتشر می‌کند و از مجرای دولت آن را به دست فردی می‌دهد، او ابتدا آن را در بانک A سپرده‌گذاری می‌کند. بانک A با کسر ۱۰ واحد که نسبت ذخیره قانونی است ۹۰ واحد را به فرد

همین اندازه می‌توان اشاره کرد که در نظام مدرن با توجه به اندازه بانک‌ها و وابستگی نظام پرداخت به آن‌ها؛ شکست بانک در نقد شدن چک‌های خود یا برداشت‌های نقد از آن بسیار پرهزینه بوده و بانک مرکزی مجبور است با او همراهی کند؛ به‌خصوص وقتی چنین رفتاری در میان بانک‌ها به شکل سیستماتیک شایع می‌شود. دیگر این‌که حسابداری ذخایر از طرف بانک مرکزی زمان‌بر بوده و همین عامل زمانی باعث می‌شود بانک‌ها بتوانند ابتدا توسعه وام‌دهی کنند و سپس ذخایر لازم را تأمین کنند. در مجموع، همان‌طور که در قبل اشاره شد، سیاست بانک مرکزی بر هدف‌گذاری نرخ بهره معطوف شده. هنگامی‌که بانک‌ها وام‌دهی را توسعه می‌دهند، نیاز بیشتر به ذخایر اگر به شکل اتفاقی با کسری بیش‌تر بودجه دولت همراه بود باعرضه بیشتر ذخایر پاسخ گفته شده و جبران می‌شود. اگر چنین بستری فراهم نبود، تقاضای بیش‌تر ذخیره بر نرخ بهره فشار آورده و بانک مرکزی مجبور است ذخایر بیش‌تری را در بازار بین‌بانکی از طریق عملیات بازار باز عرضه کند. در حالت اضافه برداشت مستقیم با اندک تغییراتی الگوی مشابهی رقم می‌خورد.

نتایج مهم در رابطه با درون‌زایی پول و واسطه‌گری وجوه:

- ۱- حتی مبتنی بر فروض انتزاعی بانکداری با ذخایر ناقص، بانک‌ها خالق وجوه هستند نه واسطه وجوه. آن‌ها وام‌دهی (یا خلق سپرده از هیچ) را بدون اتکا به سپرده پیشینی انجام می‌دهند.
- ۲- در دنیای واقع، این ذخایر نیستند که نقدینگی را ایجاد می‌کنند، این نقدینگی است که ذخایر را همراه با واکنش منفعلانه بانک مرکزی ایجاد می‌کند (در صورتی‌که دولت با اعمال کسری بودجه بیش‌تر به بانک مرکزی ذخایر بیش‌تری تولید نکرده باشد).

جدایی سیاست و عملیات پولی از مالی: منفک شدن ارتباط مستقیم خزانه با بانک مرکزی و تمرکز بانک مرکزی بر عملیات در بازار بین‌بانکی اگرچه در ظاهر نشان‌دهنده یک استقلال است، اما در باطن تفاوت عمده‌ای با ارتباط مستقیم نمی‌کند. خزانه همیشه امکان پولی کردن کسری خود را از طریق انتشار اوراق قرضه دارد. اوراق قرضه ماهیتاً شبیه به ذخایر است. هر دو آن‌ها IOU اعتبارشده توسط دولت‌اند. به همان دلایلی که IOU بانک مرکزی معتبر است، IOU خزانه همیشه اعتبار خواهد داشت. اعتبار داشتن IOU بانک مرکزی به دلیل رابطه ماهیتی است که پول با نهاد دولت در معنای جامع خود دارد. براساس این معنای جامع همه توان‌های مندرج در این مفهوم نهادی دولت اعم از قضایی، نظامی، مالیاتی و اجرایی در پشت این IOU قرار می‌گیرد. اوراق قرضه با حمل بهره و درجه کم‌تری از نقد شوندگی، از ماهیت یکسانی برخوردار بوده و همواره قابل‌فروش خواهد بود.

با فروش اوراق قرضه برای پولی کردن کسری بودجه، فشار بر نرخ بهره افزوده می‌شود. بانک مرکزی برای ثبات در هدف‌گذاری نرخ بهره مجبور است به خرید این اوراق و عرضه بیش‌تر ذخایر مبادرت ورزد. نتیجه اینکه در نهایت تفاوت عمده‌ای میان وضعیتی که خزانه مستقیم با بانک مرکزی ارتباط دارد با وقتی‌که ندارد در میان نیست. در هر دو این سناریوها:

- ۱- بانک مرکزی مجبور می‌شود بدهی دولت را به‌طرف دارایی ترازنامه خود منتقل کند.
- ۲- بانک مرکزی و خزانه باید در تعامل و هماهنگی با یکدیگر عمل کنند، برای هدف‌گذاری تورم، رشد، و اندازه کسری بودجه.

یک روایت کلان این است که همه کنشگران به‌گونه‌ای نوعی و متقارن مدل‌سازی شوند. مطابق مدل مشهور در مثال فوق، بانک A از سایر بانک‌ها به‌عنوان بانک اول سپرده‌پذیر مستثنا شده، همچنین بانک B نسبت به C و ... آیا می‌شود مدلی را روایت کرد که در آن شرایط برای همه بانک‌ها یکسان در نظر گرفته شود؟ این چه دلالتی برای مدعی ما دارد؟ برای این کار فرض کنید شخصی که پول منتشرشده از سوی دولت (۱۰۰ واحد) را در اختیار دارد، در هریک از بانک‌ها به میزان مساوی ۲۵ واحد سپرده‌گذاری کند. اینک هریک از این بانک‌ها ۲۵ واحد پول از جنس ذخیره/پول منتشره توسط بانک مرکزی/پول پر قدرت دارند. بر اساس ضوابط تعریف‌شده، این بانک باید ۱۰ درصد از حجم کل سپرده‌ها را به‌عنوان ذخیره نگهداری کند. این بدان معنی است که می‌تواند میزان سپرده‌های خود را تا عدد ۲۵۰ (۲۵ واحد ۱۰ درصد ۲۵۰ است) افزایش داده بدون اینکه در انتظار سپرده‌گذاری قبلی باشد؛ با فشار یک دکمه کامپیوتر خلق سپرده (پول) کند. با این قدرت (که همان امتیاز ویژه خلق پول است)، او عدد ۲۵۰ را وام‌دهی می‌کند و معادل آن را به حساب وام‌گیرندگان واریز می‌کند (خلق سپرده از هیچ). این اتفاق توأمان برای هر ۴ بانک می‌افتد. بدون نیاز به روایتی که مبتنی بر توالی رفتار بانک‌ها یکی پس از دیگری است. در نتیجه، در همان مرحله اول، ۴ برابر ۲۵۰ که معادل ۱۰۰۰ واحد است نقدینگی خلق می‌شود.

نقدینگی	D	C	B	A	پایه پولی
۱۰۰۰	۲۵۰	۲۵۰	۲۵۰	۲۵۰	۲۵+۲۵+۲۵+۲۵

ممکن است سؤال شود، بانکی که چند برابر ذخایرش در همان مرحله اول وام‌دهی می‌کند و معادل آن خلق سپرده، زمانی که وام‌گیرنده می‌خواهد از محل سپرده‌های خود خرج کند، این پول باید به بانک دیگری منتقل شود. با توجه به اینکه مبادله بین‌بانکی فقط از محل ذخایر ممکن است، بانک دچار کسری ذخایر شده و عملاً چک‌های صادرشده در اتاق تسویه بین‌بانکی قابل پاس کردن نیست. پاسخ این است: با فرض داشتن نگاه کلان و رفتار متقابل همان شرایطی که برای بانک A رخ می‌دهد برای بانک B و سایر بانک‌ها رخ می‌دهد، یعنی معادل با میزانی که از یک بانک خارج می‌شود به همان بانک وارد می‌شود. این اتفاقی است که در دنیای واقعی در اتاق‌های تسویه بین‌بانکی هرروز در حال رخ دادن است.

بنابراین عدد نقدینگی که در مثال ما ۱۰۰۰ واحد بود، بدون نیاز به التزام به مدل معروف و پیشینی بودن پس‌انداز برای وام‌دهی حاصل می‌شود. رفتار بانک‌ها در این مدل جایگزین هم مبتنی بر لوازم اقتصاد کلان است و هم واقع‌نماتر. به این نکته نیز باید توجه داشت که در دنیای واقعی تغییرات به‌صورت ذره وار رخ می‌دهد. در مثال ما ذخایر به شکل دفعتی از عدد ۰ به ۱۰۰ و نقدینگی از عدد ۰ به ۱۰۰۰ جهش می‌کند که بیانی انتزاعی و غیرواقعی از دنیای واقعی است.

شرح دلیل دوم (در محور قبل با اینکه نشان داده شد بانک‌ها برای خلق پول نیاز به سپرده قبلی ندارند و پس‌انداز پیش‌نیاز وام‌دهی نیست، اما با این حال دامنه خلق پول بانک‌ها محدود به ذخایری است که در اختیار دارند. اما اگر به دنیای واقعی‌تر نزدیک‌تر شویم خواهیم دریافت که بانک‌ها را نمی‌توان به این قید نیز مقید کرد. چرایی این مدعا نیازمند تحلیل‌های بعدی و تفصیلی است؛

گرفت. این مثال، مصداق کامل شرایط ایران در سالیان اخیر است. در تحلیل شماره بعد به این موضوع و بحران پولی مرتبط در ایران خواهیم پرداخت.

تورم و پایه پولی: وقتی گسترش نقدینگی تابع پایه پولی نبود؛ وقتی جهت علی از سوی نقدینگی به ذخایر بود. دیگر استدلال رایج برای تورم رنگ خواهد باخت. استدلالی که مبتنی بر این صورت‌بندی است: « تنها علت تورم این است که دولت برای مخارج خود پول چاپ کند یا به عبارت دیگر به منابع بانک مرکزی رجوع کند. این پول پر قدرت در فرایند ضریب فزاینده چند برابر شده و به عدد نقدینگی به‌طور مضاعفی می‌افزاید. طبیعی است که حجم بالای نقدینگی زمینه‌ساز تورم می‌شود». آنچه در پیش آمد از اساس مؤلفه‌های این تفسیر رایج در توضیح تورم را به زیر سؤال می‌برد. در واقع، پولی کردن کسری بودجه فقط یکی از علل شکل‌گیری تورم می‌تواند باشد. اتفاقاً شواهد آماری در ایران نشان‌دهنده آن است که در ایران اندازه کسری بودجه و پایه پولی به مراتب کمتر از کشورهایی بوده که تورم کمی را تجربه کرده‌اند؛ برای مطالعه مشروح این روندها به **جستار شماره ۳۵** در سایت مؤسسه مبین مراجعه کنید.

اتفاقاً اگر بانک‌ها مبتنی بر توسعه اقتصاد حباب در املاک و مستغلات خلق پول کنند، رفتارشان می‌تواند یکی از علل اصلی شکل‌گیری تورم باشد. در ایران دهه ۸۰ شواهد زیادی از این نوع رفتار بانک‌ها می‌توان یافت. در این نوع رفتار، بانک‌ها با خلق پول هم در سمت دارایی‌های خود و هم در سمت بدهی‌ها سیکل‌های سفته‌بازی در بخش مستغلات را شکل می‌دهند. چنین فشار تقاضایی بر دارایی‌های موجود، نمی‌تواند به‌عنوان تحریک تقاضای کل تفسیر شود. باین‌حال این فشار تقاضا بر دارایی موجود، هزینه فرصت در سمت عرضه (مانند اجاره) را به سرعت تغییر داده و افزایش می‌دهد. در میان علل تورم ایران، شواهدی که با این روند به افزایش سطح قیمت‌ها دامن زده‌اند به روشنی قابل مشاهده است.

با تکیه بر این منطق، باید از بکار بردن عبارات ساده اندیشانه‌ای چون «چاپ پول» پرهیز شود. دولت (بانک مرکزی) درصدی بسیار ناچیز از پول را چاپ می‌کند؛ در رویه اصلی ذخایر یعنی سپرده بانک‌ها نزد خود را به شکل الکترونیکی خلق می‌کند؛ همچنان که بانک‌ها پول را در قالب سپرده افراد نزد خود خلق می‌کنند. به همان دلیل که از عبارت «بانک‌ها پول چاپ می‌کنند» استفاده نمی‌کنیم از عبارت مقابل نیز نباید استفاده کرد.

جمع‌بندی: در سه سال اخیر در دوره‌ای که سیاست‌گذاران اقتصادی با جدیت و همت به دنبال کنترل نقدینگی از طریق کنترل پایه پولی از منشا اثرگذاری بودجه دولت بوده‌اند پایه پولی و نقدینگی به همان شیب قبلی و حتی تندتر رشد کرده است؛ بخصوص زمانی که کاهش در نسبت ذخایر قانونی اعمال شده در سال ۹۴ را در نظر بگیریم که عملاً معادل با ۲۵ درصد افزایش در پایه پولی است. این تجربه مهم را در **آموختن دلالت‌های آن بر باورهای غلط در رابطه با پایه پولی، مکانیزم خلق پول، و نقدینگی نباید به هدر داد.** ضروری است سیاست‌گذاران محترم در دولت و بانک مرکزی به سرعت راهبردهای جدید را با ارزیابی مجدد مفاهیم پایه‌ای برای مدیریت تحولات اقتصادی کشور بکار گیرند.

۳- بانک مرکزی مجبور است در واکنش به توسعه نقدینگی بانک‌ها به عرضه بیش‌تر ذخایر مبادرت ورزد.

۴- بانک‌ها با اندوخته کردن اوراق قرضه در سمت دارایی‌های خود برای وام‌دهی اهرم جدید به دست می‌آورند (به‌خصوص در شرایطی مربوط به بال ۳)؛ یعنی کارکردی مشابه ذخایر.

باین‌حال استقلال بانک مرکزی می‌تواند واجد معانی قابل تحصیل و مفید برای اقتصاد باشد. در یکی از تحلیل‌های آتی به این مهم خواهیم پرداخت.

کارآمدی سیاست‌گذاری نرخ بهره: آیا سیاست‌گذاری نرخ بهره ابزاری کارآمد در تحقق بخشی به اهداف در نظر گرفته شده در قاعده تیلور که رونق بخشی به اقتصاد در شرایط رکود (کاهش نرخ بهره) و کاهش تورم در شرایط تورمی (افزایش نرخ بهره) است؟ اگرچه نقد و تحلیل این ابزار سیاستی خود نیازمند بسط ابعاد متنوعی است، اما این بخش می‌کوشد در تحلیلی کوتاه نشان دهد که این ابزار سیاست‌گذاری از مشکلات جدی در تحقق اهداف مدنظر خود رنج می‌برد.

اول اینکه، اگرچه کاهش نرخ بهره شرط لازم برای رونق و شکوفایی اقتصادی است، اما می‌تواند با عکس‌العمل کنش‌گرانی که در ترتیبات اعتباری صاحب قدرت هستند به روندی دیگر منحرف شود. مثال بارز سیاست کاهش نرخ بهره گریسپن، رئیس فدرال رزرو، قبل از بحران بزرگ مالی است. به عبارت دیگر وقتی نرخ بهره پایین می‌آید هیچ تضمینی وجود ندارد که خلق پول بانک‌ها به سرمایه‌گذاری واقعی هدایت شود. در واقع، نظام تخصیص اعتبار مبتنی بر رتبه‌بندی همواره کسانی را که بیش‌ترین انباشت از پس‌اندازها را در اختیار دارند به‌عنوان شایسته‌ترین وام‌گیرندگان تشخیص می‌دهد. آن‌ها نیز با بهره‌برداری از پول ارزان‌قیمت خلق شده توسط بانک‌ها می‌توانند از آن برای تولید اوراق مختلف در بازار مالی و دمیدن در اقتصاد حباب با بازدهی بالا استفاده کنند. در این شرایط پول ارزان‌قیمت بدون اینکه نقشی مستقیم در به حرکت درآوردن چرخه واقعی اقتصاد داشته باشد، زمینه‌ساز گسترش سفته‌بازی و شکل‌گیری حباب اعتباری می‌شود.

در خصوص رابطه معکوس کاهش نرخ بهره (به‌عنوان سیاست انقباضی) و سطح قیمت‌ها با هدف کاسته شدن از اندازه نقدینگی نیز می‌توان نشان داد که چنین اثرگذاری به این سادگی قابل‌دستیابی نیست. اگرچه به نظر می‌رسد با افزایش نرخ بهره از تقاضای پول برای سرمایه‌گذاری کاسته شده، و در نتیجه تقاضای کل کاهش می‌یابد. اما در واقع هم‌زمان اتفاقات دیگری رخ می‌دهد که در نتیجه آن نمی‌توان به تحقق اهداف تعریف شده مطمئن بود. با افزایش نرخ بهره، چاره‌ای نیست که برای جبران نرخ بهره افزوده شده، خلق پول افزایش یابد. یعنی اگر نرخ بهره به ۲۰ درصد افزایش یافت (به‌جز شرایطی غیرقابل تحقق)، نقدینگی نیز «باید» حداقل به میزان معادل افزایش یابد. از سوی دیگر، سیکل‌های رونق و رکود ناشی از خلق پول، می‌تواند اعسار انباشته‌ای را شکل دهد که خود فشاری شود برای تقاضای بیش‌تر پول. درحالی‌که از یک سو به نقدینگی (سپرده‌ها) افزوده می‌شود، از سوی دیگر، وام‌ها بدون تسویه با استمهال افزایش می‌یابند و سرمایه‌گذاری شکل نمی‌گیرد. اقتصاد به سمت عدم تعادل‌های عمیق‌تری حرکت می‌کند که اگرچه در کوتاه‌مدت تورم به تأخیر می‌افتد، ولی احتمالاً در بلندمدت امواج تورمی سنگین‌تری برای برطرف کردن عدم تعادل‌های نهفته و انباشته شکل خواهد

نتایج اصلی این تحلیل به شرح زیر است:

- ۱- اینکه پایه پولی علت نقدینگی است باوری غلط است. کنش بانک‌ها در خلق پول پایه پولی را به دنبال خود می‌کشد (در صورتی که هم‌زمان دولت و بانک مرکزی اقدام به عرضهٔ بیشتر ذخایر از محل کسری بودجه نکرده باشند).
- ۲- بانک‌ها واسطهٔ وجوه نیستند، بلکه خالق سپرده/وام بدون نیاز به سپرده‌گذاری پیشینی‌اند. متعاقباً در نظام مبتنی بر خلق پول سرمایه‌گذاری نیازی به پس‌انداز پیشین ندارد.
- ۳- ضریب فزاینده پولی صرفاً یک نسبت و مفهوم پسینی (ex post) بوده و بازگوکنندهٔ میزان خلق پول از منشأ پایه پولی نیست.
- ۴- پول برون‌زا نیست.
- ۵- سیاست‌گذاری متمرکز بر نرخ بهره آستن اتفاقات متناقض با اهداف ترسیم‌شده است.
- ۶- بانک مرکزی نمی‌تواند در چارچوب سیاست‌گذاری نرخ بهره، مستقل از رفتار خزانه و بانک‌ها عمل کند.
- ۷- تورم می‌تواند معلول عللی در ترتیبات خلق پول باشد که ربطی به کسری بودجه دولت ندارد.
