



مساله رشد بالای نقدینگی در اقتصاد ایران و عدم تناسب آن با نرخ رشد اقتصاد منجر شد تا در سال‌های اخیر موضوع «هدایت رشد نقدینگی» یا «هدایت اعتبار» به واژای پرترکار نزد مسایسون تبدیل شود. به‌طور خلاصه، هدایت اعتبار سازوکار ذکاوت در تخصیص اعتبار در جهت تامین مالی توسعه‌است.
بالبین وجود، اجرای چنین سیاستی مستلزم فراهم سازی پیش نیازهایی است که بدون وجود آنها ممکن است اجرای آن با شکست مواجه شود و منابع از مسیر درست خود منحرف شوند. به منظور فهم دقیق تر مازومات اجرای سیاست هدایت اعتبار به سراغ جواد اقدس طینت (اقتصاد دان و عضو هیات علمی پژوهشگاه فوه قضائیه) رفتم که حاصل گفت‌وگوی ما با ایشان را می‌توانید در ادامه مطالعه کنید.

□□□

**در اقتصاد ایران و با توجه به شرایط تورمی که در آن قرار داریم، سیاست هدایت اعتبار چگونه می‌تواند باشد؟ آیا می‌توان در چنین شرایطی به اجرای سیاست هدایت اعتبار فکر کنیم؟ آیا در پاسخ به ادعای امکان‌ناپذیری هدایت اعتبار در شرایط تورم بالا ممکن است گفته شود نرخ تورم به خودی خود اهمیتی ندارد و نرخ بهره واقعی اهمیت دارد؟ به‌عنوان مثال، اگر نرخ بهره واقعی مثبت باشد، با کاهش یا حذف انگیزه‌های سوداگري می‌توان هدایت اعتبار را به پیش راند؟**

بخش کلیدی و مهمی از پاسخ به این پرسش در خود پرسش وجود دارد که بر نرخ بهره متمرکز است. تورم به خودی خود چندان اهمیتی ندارد. البته نه اینکه اهمیتی نداشته باشد، بلکه منظور این است که عامل اصلی و تعیین‌کننده در محاسبات عاملان اقتصادی مرتبط با سیاست هدایت اعتبار نیست. آنچه که اهمیت دارد، تفاوت بین نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی و تورم؛ در مقایسه با انتظارات تورمی (و نه صرفا عدد تورم سال قبل)؛ و به‌ویژه انتظارات تورمی روی داریی‌های خاص مثل ملک، طلا دلار و حتی سهام است که ممکن است خلق پول را برای «خود بانک» یا «وام‌گیرنده غریبه» سودآور کرده و از این شرایط برای سفته‌بازی بهره‌برداری صورت پذیرد. البته در اینجا یک مولفه محاسباتی دیگر یعنی هزینه سفته‌بازی را هم داریم. بر این اساس باید سه چیز را همزمان و کنار هم‌دیگر مورد توجه قرار دهیم: «تورم انتظاری»، «نرخ بهره سیاستی» و «هزینه سفته‌بازی». این سه نرخ می‌توانند برای سفته‌بازی روی انواع داریی‌ها، متفاوت و اختصاصی بوده یا یکسان و عمومی باشند و البته این محاسبات سه مولفه‌ای با مولفه محاسباتی «هزینه تولید (مسائل مرتبط با فاضای کسب‌کار)» در ارتباط خواهند بود. چنانچه تفاوت نرخ بهره سیاستی از تورم انتظاری (یعنی مولفه «درآمد» سفته‌بازی حاصل از خلق پول و ایجاد بدهی پولی) بزرگ‌تر از «هزینه» سفته‌بازی باشد (که در انتها باید مقایسه شود با هزینه فعالیت‌های تولیدی رقیب)، هیچ چیزی تقریباً نمی‌تواند مانع از خلق پول متناثر از انگیزه‌های سفته‌بازانه باشد. به عبارت دیگر، چنانچه شکاف درآمدی حاصل از تفاوت «تورم انتظاری» و «نرخ بهره سیاستی» بیشتر از هزینه سفته‌بازی باشد، سفته‌بازی دارای صرفه اقتصادی بوده و انگیزه انجام فعالیت‌های مولد به حاشیه می‌رود.

**به نوعی ساختار اقتصاد، سفته‌بازی را سودآور می‌کند؟**

بله. سفته‌بازی همواره وجود داشته، پدیده لزوماً منفی نیز نبوده و در سطح متعادل می‌تواند عامل کمکی برای تولید جامعه نیز باشد اما به دلایل ساختاری این سفته‌بازی می‌تواند تبدیل به رقیب و مانع تولید شود، یعنی به دلایل ساختاری که تولید را سخت نموده، سفته‌بازان تبدیل به رقیب تولید و انتخاب اول افراد برای کسب سود کرده و می‌دانیم که بدون افزایش تولید و صرفاً با گسترش سفته‌بازی، کیک اقتصاد بزرگ نخواهد شد. برای ادامه بحث، فردی را که در بازار ملک سفته‌بازی می‌کند در نظر بگیریم. چنانچه این فرد اول سال، داریی و مثلاً ملکی را خریداری کند و در انتهای سال به قیمت بالاتر متناسب با تورم آن داریی را بفروشد، ضمن کسب درآمد متحمل برخی هزینه‌ها نظیر پیدا کردن ملک، انتقال سند، مالیات و… نیز می‌شود. همین جایاید به نقش ابزارهایی همچون مالیات بر عایدی سرمایه که تازه اضافه شده، هزینه‌جانی و غیر مستقیم سفته‌بازی را بالای می‌برد و می‌داند در برخی از کشورها به شکل مؤثر اجرا می‌شود. بنابراین فرد مورد بحث ما محاسبه خواهد کرد اگر وام بگیرد (با اگر بانک باشد به‌بنگاه زیرمجموعه خودش وام بدهد) و داریی‌ی مثل ملک خرید و فروش کند، پس از کسر انواع هزینه‌های جانبی آیا سودآور خواهد بود یا نه و نتیجه را با سود انتظاری سایر فعالیت‌های تولیدی نیز مقایسه کرده و تصمیم نهایی را برپای انجام فعالیت تولیدی یا سفته‌بازی روی داریی خواهد گرفت. بنابراین در این فضای تصمیم‌گیری مرتبط با بحث هدایت اعتبار، مولفه سود انتظاری فعالیت‌های تولیدی نیز بسیار تعیین‌کننده خواهد بود. لذا اگر اولا برای فعالیت تولیدی متوق‌هایی وجود داشته باشد که هزینه‌های جانبی فعالیت تولیدی کاهش یابد و بنابراین چنانچه با کمک ابزارهایی اختلاف بین مازاد تورم انتظاری از نرخ بهره (درآمد انتظاری غریب سفته‌بازی کاهش یابد، از این طریق انگیزه‌های سفته‌بازی با استفاده از دخل زانت محدود شده و اعتبار خلق شده در نظام بانکی برای تولید صرف خواهد شد. در غیر این صورت هدایت اعتبار اثربخشی لازم را نخواهد داشت. پس شما از یک سو باید هزینه‌های سفته‌بازی را افزایش و هزینه تولید را کاهش دهید (تغییر ساختاری) و از سوی دیگر با تنظیم نرخ بهره سیاستی و کنترل انتظارات تورمی بتوانید اهداف هدایت اعتبار را پیگیری کنید.

**۲ سناریوی قابل طراحی برای هدایت اعتبار**

بر این اساس برای هدایت اعتبار دو سناریو قابل طراحی است. یکی اینکه بگویید نرخ بهره سیاستی را به شکل عمومی و برای همه پایین در نظر می‌گیرم. می‌توان آن را مانند سیاست انرژی ارزان برای همه یا سیاست بنزین ارزان برای همه، سیاست یارانه‌ای «اعتبار ارزان برای همه» یا به عبارت دیگر «سیاست پول ارزان برای همه» نامگذاری کرد. در این حالت سیاست‌گذار می‌گوید من نرخ بهره سیاستی را پایین در نظر می‌گیرم و در کنار آن به فعالان اقتصادی و شبکه بانکی دستور می‌دهم یا خواهم می‌کنم که اعتبارات را به سمت تولید ببرید.

سناریوی دوم اما متفاوت است. سیاست‌گذار پولی، قیمت و هزینه عمومی خلق پول و استفاده از اعتبار خلق شده در نظام بانکی را بالاتر می‌دهد (در مقایسه با تورم انتظاری) و به شکل استثنایی در جاهایی که در راستای سیاست توسعه صنعتی باشد به آن حوزه‌ها یارانه داده و منابع را از آن‌تر در اختیار عامل اقتصادی قرار می‌دهد. به نظر من در شرایط کشور ما سناریوی دوم است که می‌تواند کارآمد باشد. اما متأسفانه ما بیشتر درگیر سناریوی اول بوده‌ایم و به همین دلیل نتوانستیم سیاست هدایت اعتبار را پیش ببریم. در ساختار فعلی، پول ارزان برای همه وجود دارد. البته این همه، همه مردم نیستند بلکه بیشتر افراد مرتبط با نظام بانکی مدنظر است. از نظر محل مصرف نیز عمومیت وجود دارد، یعنی این پول ارزان هم برای تولید و هم برای سفته‌بازی قابل مصرف بوده و امکان تخصیص انحصار آن برای تولید به سادگی ممکن نیست. انتظارات تورمی سفته‌بازان بالاست، هزینه‌های سفته‌بازی نیز پایین است. سفته‌باز درگیری کمی با اداره مالیات، تامین اجتماعی و شهرداری و آن را سمت قانونی می‌تواند انجام دهد. در تامین نامین اجتماعی، شهرداری و… درگیر است. از سمت برورکراسی فشار و استرس بالایی به کارآفرینان ما تحمیل می‌شود. فشار مالی قابل توجه است اما فشار ذهنی‌ای که تحمیل می‌شود بسیار مخرب‌تر است. در این شرایط کارآفرین از خیر تولید می‌گذرد و در طول زمان به سمت سفته‌بازی خواهد رفت.

**در نگاه شما زمین بازی اهمیت بالایی دارد. به نظر می‌رسد معتقدید باید زمین بازی و محیط فعالیت به نوعی بازطراحی شود که منابع به صورت خودکار به سمت فعالیت‌های مولد سوق یابند.**

بله، اما این ادعا بدون توضیحات تکمیلی یک ادعای نسبتاً پدیهی و همیشه

«فرهیختگان» در گفت‌وگو با جواد اقدس طینت بررسی کرد

# سفته‌بازی؛ قاتل مدل‌های توسعه

دارد، ولی خلاصه‌اش این است که در نهضات ترکیبی از بروکراسی و بازار که مکمل یکدیگر هستند می‌تواند راهکار بهتری برای سیاستگذاری باشد. رابطه خود بنگاه و بازار نیز جالب است. بنگاه – به عنوان یک بروکراسی – گاهی بخشی از کارهای ذرفنی خود را برون‌سپاری می‌کند. این برون‌سپاری واکنشی به قیمت‌ها در بازار و نشان دهنده استفاده بنگاه از ابزار بازار است. در مقابل در برخی مواقع یک بنگاه، مجموعه‌های دیگر را خریداری کرده و پس از آن نه با ابزار قیمت و بازار، بلکه با ابزار بروکراسی دستور می‌دهد که مجموعه الحاقی کالا یا خدمت مورد نیازش را تولید کند. دولت درواقع یک بنگاه بزرگ با ویژگی‌های خاص خودش است. امروزه برخی بنگاه‌های بزرگ جهانی از بسیاری از دولت‌ها نیز بزرگ‌ترند و جالب این است که اگرچه با دستور و مدیریت متمرکز اداره می‌شوند اما بسیار کارا هستند.

برای هدایت اعتبار نیز به‌نظر می‌رسد باید از این دو ابزار یعنی «بروکراسی دستوری» و «قیمت بازار» به‌صورت همزمان و ترکیبی استفاده کنیم. در این حالت سیاست‌گذار باید مدام بازار را رصد کرده و خود را با شرایط بازار تطبیق داده و تصمیمات دستوری و بخشنامه‌ای «متناسب با بازار» اتخاذ کند، یعنی «دستور اقتصادی» زمانی می‌تواند کارایی داشته باشد که مقتضیات بازاری را نیز درنظر گرفته باشد. «ابزار بازاری» برای سیاستگذار همان بازی کردن با نرخ‌ها خواهد بود که زمین بازی را شکل می‌دهد. توجه دارید این نرخ‌ها جنبه دستوری پرزگی دارند و مانند عمده قیمت‌ها در بازار داده شده نیستند، بلکه خودشان براساس دستور تعیین می‌شوند (تفاوت بازار پول با سایر بازارها)، البته دستورات بعدی سیاستگذار باید مقتضیات این زمین بازی را که خودش با دستورات قبلی ایجاد کرده، فهم کرده و مورد توجه قرار دهد. این توضیحات را عرض کردم تا در نهضات این نکته را بیان کنم که در نظام بانکداری، بازی کردن با نرخ‌ها یعنی استفاده از «ابزار بازاری» برای سیاستگذاری مستقیماً از جنس «بروکراسی» است. نرخ بهره سیاستی به‌عنوان مهم‌ترین ابزار بازاری سیاست‌گذاری بانکی، در تعیین نمی‌شود. بانکداری و خلق پول ما مجاری خاصی داشته و ارتباطات و پیوسته‌ای بین فعالین این حوزه وجود دارد. نرخی که فدرال رزرو «تعیین» می‌کند از بازار استخراج نمی‌شود، یعنی یک نرخ تعادلی بازاری نیست. البته حتما وضعیت بازار توسط بروکراسی فدرال رزرو مورد بررسی قرار می‌گیرد، اما خود نرخ مستخرج از بازار است و نه لزوماً یک نرخ تعادلی مستخرج از فرمول و معادله دستوری محض است. در نهضات این بانگ مرکزی است که طی یک بروکراسی خاص نرخ سیاستی را تعیین و اعلام کرده و در ادامه عاملان اقتصادی در واکنش به نرخ تعیین شده، رفتار خود را تنظیم می‌کنند. مهم این است در مقام سیاستگذار تشخیص دهید کدام نرخ نزدیک به نرخ بهینه است. توجه به دو رویکرد «تخصیص بهینه» و «تطبیق بهینه» فهم مساله را آسان‌تر می‌سازد. در رویکرد تخصیص بهینه شما تلاش می‌کنید نرخ هدف را کاهش کرده و همان را اعلام کنید، اما به‌صورت قابل مشاهده خواهد بود. در رویکرد تطبیق بهینه شما تلاش می‌کنید نرخ هدف را افزایش کرده و همان را اعلام می‌کنید، اما به اقتضای شرایط و در صورت لزوم آن را اصلاح کرده و خود را با شرایط جدید تطبیق می‌دهید، مثلاً اگر صف تشکیل شد منجر می‌شوید یک جای اعلام نرخ شما مشکل دارد و اصلاح لازم انجام می‌دهید (این موضوع درخصوص قیمت‌گذاری دلار در ایران بسیار کاربردی خواهد بود).

**حق الضرب؛ رقیب جدی تولید**

سابقاً تصور بر این بود که حق الضرب صرفاً تصویب بانک مرکزی و دولت می‌شود، اما امروزه با گسترش مفهوم حق الضرب می‌دانیم که این‌گونه نیست. بانک تجاری، در یک اعتبارات حسابداری (اضافه برداشت) و با نرخ بهره سیاستی (حدوداً ۴ درصد) از بانک مرکزی وام گرفته و با نرخ بهره ۲۴ درصدی وام اعطا می‌کند. یک حق الضرب حدوداً ۲۰ درصدی در اینجا وجود دارد که با کمترین زحمت تصویب بانک تجاری می‌شود. حال اگر همین بانک، وام را به زیرمجموعه خود اعطا کند، یک رانت بزرگ‌تر از ۲۰ یا ۳۵ درصد دیگر (فاصله تورم داریی) نیز کسب می‌کند که رانتهی بسیار اعلا است. کدام فعالیت تولیدی را می‌شناسید که «با راحتی» و بدون هزینه و دردسر، سودی بیش از ۲۰ تا ۴۵ درصد را برای شما به ارمغان آورد؟ چنین اینکه در نظر داشته باشید که سود بانک صرفاً استفاده از فاصله بین این نرخ‌ها نیست، بلکه رانت قدرت دسترسی سریع به نقدینگی نیز در بازار اهمیت بالایی دارد و از آنجا که بانک نقدینگی همیشه و بالایی در اختیار دارد با استفاده از فرصت‌های کوتاه‌مدت، در سفته‌بازی‌های موردی پرسودتری نیز می‌تواند ورود داشته و نرخ‌های بالاتری کسب کند. این حق الضرب مساوی‌الجدی بوده و در صورت اصلی غیر مستقیم سفته‌بازی را بالای می‌داند است که شما می‌خواهید سیاست هدایت اعتبار را دنبال کنید، می‌خواهید به بانک بگویید اعتبارات را به سمت مثلکشاورزی ببرد اما بانک می‌تواند با تاسیس یک شرکت تقریباً کاغذی در حوزه کشاورزی به صورت صوری مدعی شود که به بخش کشاورزی هم داده است اما واقعیت چیز دیگری باشد. برای کنترل سوءاستفاده‌های ممکن در فرآیند خلق پول به‌ویژه در شرایطی که نرخ‌های بحث شده در بالا تعادل مناسبی نداشته باشند، بروکراسی اداری توان بسیار محدودی برای هدایت اعتبار خواهد داشت.

**مساله حق الضرب را که به خوبی تشریح فرمودید در پارژ هدایت اعتبار بنییم. بخشی از این مساله به ماهیت بانکداری و بخشی به ساختار اقتصاد ایران مرتبط می‌شود. در این شرایط راه‌حل چیست ؟ ابزارهای نظارتی، اصلاح فرآیند ها… تا چه حد می‌توانند به ما کمک کنند؟**
مجموعه‌ای از راه‌حل‌ها و بسته‌های سیاستی را باید همزمان درپیش گرفت. اگر با ادبیات اقتصاد بازاری بخواهیم صحبت کنیم، باید نرخ بهره بازی کنید، یعنی شکاف بین نرخ بهره سیاستی و تورم انتظاری محدود باشد. فرض کنید مرکزی بهتر است ۳ درصد تورم داشته و نرخ بهره وام ۵ درصد و تورم انتظاری نیز ۷ درصد است. در این شرایط، فاصله کم بین نرخ بهره سیاستی و نرخ بهره وام، انگیزه‌ای برای بانک برای انجام مخته‌بازی ایجاد نمی‌کند. درعرض ممکن است کارآفرینی وجود داشته باشد که حاضر باشد وام نرخ ۵ درصد دریافت و در فعالیت تولیدی سرمایه‌گذاری کند. در اکثر کشورها وضعیت به همین شکل است. نرخ بهره سیاستی و نرخ بهره وام آقدرند زیرا چنین مستندند که اساساً هیچ انگیزه‌ای برای فعالیت سفته‌بازی وجود ندارد. نکته محاسباتی را نیز مجدداً تذکر دهم، از نظر ریالی معمولاً تولید در ایران سود قابل توجهی دارد، یعنی خیلی بیشتر از مثلاً نرخ ۴ درصد معمول سفته‌بازی است اما اصطکاک‌ها و دردسرهای بسیار بر سر راه تولید منجر شده که در نهضات کارآفرین شما فعالیت تولیدی را سودده نبینند و بنگاه‌ها توان کمتری برای ادامه حیات داشته باشد اما سفته‌بازی معمولاً این هزینه‌های جانبی را نداشتند و آن ۴۰ درصد خالص بوده و تبدیل به رقیب تولید می‌شود.

**بنابراین یک ابزار، بازی با نرخ بهره سیاستی و تنظیم شکاف آن با نرخ بهره وام و تورم انتظاری است.**

بله، هر اقدام دیگری که بخواهیم انجام دهیم، ابتدا باید درک درستی از رابطه بین نرخ‌ها و اثر آنها بر انگیزه‌ها داشته باشیم. در ادامه و پس از تأکید بر اهمیت نرخ‌ها، به‌عنوان بخشی از راه‌حل می‌خواهم درخصوص اهمیت و نقش بروکراسی صحبت کنم که اشتراک مفهومی زیادی با ادبیات اقتصاد نهادی و اقتصاد توسعه دارد. همان‌گونه که معتقدیم قیمت و تورم با بازار می‌تواند تعیین بهینه را به دنبال داشته باشد بروکراسی و تنظیم مراتب بین نرخ تولید مشخص باشند. البته اما بروکراسی عاملی است که در ادبیات مسلط اقتصاد تصویر چندان مثبتی از آن وجود ندارد. این تصور وجود دارد که بروکراسی، سلسله مراتب و دستورات بالا به پایین به دلیل نقص اطلاعات، معمولاً نمی‌تواند به تخصیص بهینه منابع بینجامد و قرار از سمت بروکراسی به سمت استفاده از مکانیسم بازار، راه اصلی و انحصار برای مدیریت این نقص اطلاعات اقتصادی است. اما براساس نظریه رونالد کوز، اگر سلسله مراتب کارایی نداشت، در بازار نباید شاهد تشکیل چیزی به نام بنگاه می‌بودیم. در عمل و در بسیاری از حالت‌ها، تخصیص منابع اقتصادی حاصل «دستور سلسله مراتب بروکراسی» است. بنگاه مجموعه‌ای بروکرات است که در فضای بازار کار می‌کند. ادبیات مفصلی در این زمینه وجود

تسهیل این فرآیند جنبه‌های تکمیلی دیگری نیز دارد. کارآفرین بسیار با احتیاط رفتار می‌کند. او در مقابل خود هزینه‌های «فوری و نقد» و «قطعی» و در مقابل «سود غیرقطعی و نسبی» در آینده را می‌بیند و با مقایسه آنها تصمیم می‌گیرد. جامعه باید کمک‌کند تا کارآفرین شما با شجاعت بیشتری تصمیم گرفته و فرآیند تخریب خلاق شکل بگیرد. بر این اساس قواعد ورشکستگی در این خصوص بسیار کمک‌کننده خواهند بود. اقتصاد رفتاری به خوبی رفتار محتاطانه افراد و به‌ویژه هزینه‌های ذهنی که افراد با آنها مواجه هستند را تبیین می‌کند. با فرض تناسب نسبی نرخ‌ها، اقتصاد رفتاری بحث می‌کند که برای یک کارآفرین، بیشتر از آنکه نرخ بهره وام و تغییرات جزئی آن مهم باشد، هزینه‌های ذهنی ورشکستگی است که اهمیت دارد. لذا تسکین هزینه‌های ذهنی ورشکستگی باید یک جنبه مهم سیاست توسعه صنعتی شما باشد. کارآفرین باید اطمینان خاطر داشته باشد که در صورت شکست، به خاک سیاه نخواهد نشست و جامعه و دولت، حمایت حداقلی از وی داشته و امکان تلاش مجدد و جبران را خواهد داشت. ۱۰ پروژه مجزا از هم را در نظر بگیرید که هر یک از آنها با احتمال شکست ۲۰ درصدی و موفقیت ۸۰ درصدی روبه‌رو هستند. در یک نگاه انفرادی و با ترس از تبعات شکست و با توجه به تنفر افراد از شکست (عدم تقارن محاسباتی بین موفقیت و شکست)، ممکن است حتی با وجود توجیه محاسباتی انفرادی، هیچ یک از این پروژه‌ها اجرایی نشوند. اما به‌عنوان نهاد راهبربالادستی و یک جامعه، چنانچه تمامی پروژه‌ها را باهم لحاظ کنید، به‌طور متوسط تنها دوتا از آنها شکست خواهند خورد و با وجود شکست احتمالی برخی پروژه‌های انفرادی به شکل کلان شکستی وجود نداشته و شکست انفرادی توسط تبقیه پروژه‌ها قابل جبران خواهد بود. در این مثال، جامعه با مدیر بالادستی باید تلاش کند تا همه پروژه‌ها اجرایی شوند و نگرانی از شکست که مخرب انگیزه است نباید عامل اصلی تصمیم‌گیری باشد. این تسکین درد ناشی از احتمال ورشکستگی، خود از جنس فعالیت بروکراتیک است. می‌توان با انواع سازوکارهایی نظیر بیمه، تعاونی و… که برخی از آنها نیز جنبه بازاری قوی دارند نحوه تسکین را طراحی کرد که موضوع بحث ما نیست، اما به‌طور کلی باید گفت بخش مهمی از این طراحی از جنس بروکراسی است.

**کمی درخصوص جنبه‌های اجرایی سیاست هدایت اعتبار گفت‌وگو کنیم. ممکن است گفته شود نیازی نیست کل شبکه بانکی را برای هدایت اعتبار بسیج کنیم و صرفاً انتخاب چند بانک دولتی برای این منظور کافی است. تجربه کشورهای شرق آسیا نیز این‌گونه است.**

توضیحات قبلی تا حدود زیادی مسیر را مشخص می‌کند. فهم من از مساله این‌گونه است که از نظر بازاری همه چیز بستگی به نرخ‌های دارد که پیش‌تر اشاره شد. چنانچه تناسب منطقی بین نرخ‌ها برقرار نباشد، گزینش صرفاً چند بانک دولتی خاص می‌تواند منجر به این شود که به دلیل اجبار در اعطای تسهیلات تکلیفی، این چند بانک خاص به مرور ضعیف شوند و سایر بانک‌ها از فرصت بی‌نظیر سفته‌بازی که در اختیار آنها قرار داده شده نهایت بهره را ببرند. این عدم توازن بین بهره‌برداری از رانت خلق پول زمانی رخ می‌دهد که سیاست پول ارزان برای همه اجرا می‌شود. یک الگوی مناسب می‌تواند این طور باشد که انگیزه سفته‌بازی برای هیچ بانک و هیچ نهاد نداشته باشد، سپس در چنین شرایطی می‌توانید چند بانک را انتخاب و اعطای «رانت در قبال مسئولیت» به این بانک‌های منتخب، سیاست هدایت اعتبار را پیگیری کنید. در این الگو هدایت اعتباراز جنس اعطای یارانه اختصاصی است اما اعطای یارانه از طریق مداخله در نرخ و دسترس همه نیست. در این وضعیت، حتی بانک‌هایی که ملزم به این کار نیستند هم انگیزه خواهند داشت تا به سیاست هدایت اعتبار پیوندند و از مشوق‌هایی که در این حوزه طراحی شده بهره ببرند. این وضعیت را با حالتی مقایسه کنید که دولت رانت را به همه داده و برای مسئولیت‌پذیری مجبور است به بانک‌ها التماس کند؛ فساد و سوءاستفاده در این حالت بسیار کمتر از حالتی است که دولت خودش رانت خلق پول را به همه اعطا کرده و در ادامه می‌خواهد روی چگونگی مصرف این رانت نظارت تمام‌شکونه داشته باشد. بنابراین به‌طور کلی اگر بستر رانت به‌صورت مناسب فراهم شود، دیگر اهمیتی ندارد چه تعداد بانک برای سیاست هدایت اعتبار بسیج می‌شوند. الگوهای مختلفی را می‌توان دنبال کرد. در حالت وجود بستر مناسب، موفقیت یا عدم موفقیت سیاست هدایت اعتبار وابسته به تعداد بانک‌هایی که ماور می‌شوند نخواهد بود و مهم این است که رانت خلق پول و ایجاد بدهی ارزان قیمت برای همه نبوده و صرفاً در قبال مشارکت در برنامه توسعه صنعتی اعطا می‌شود.

درخصوص پرسش اخیر، توجه به مفهوم بانکداری سایه نیز ضروری است. در سیاست هدایت اعتبار، مخاطب شبکه بانکی است که امکان خلق پول و اعتبار را دارد اما تجربه جهانی نشان می‌دهد باید به بانکداری سایه نیز توجه داشت. بانکداری سایه مکانیسمی است که از طریق حقه‌های غیربانکی مثل صندوق‌ها و بدون نظارت بانکی خلق پول صورت گرفته یا از طریق ابزارهای مالی که از محصولات اصلی بانکی مشتق شدند (Derivatives) مقرررت بانک مرکزی دوره می‌شوند. به‌نظر می‌رسد در کشور ما و درحال حاضر عمده این فعالیت بانکداری سایه توسط زیرمجموعه خود بانک‌ها انجام می‌شود. در هر صورت این بانکداری سایه بیشتر عامل مخرب در سیاست هدایت اعتبار محسوب می‌شود و از منظر مخرب بودن باید مورد توجه سیاستگذار باشد. درنهضات توسعه باید به اینکه اعمال بروکراسی در بانکداری سایه به سادگی میسر نیست، مخاطب اصلی سیاست هدایت اعتبار، خود شبکه اصلی بانکداری و نه بانکداری سایه خواهد بود. برخلاف بانکداری سایه، بین بانک مرکزی و بانک‌ها رابطه بالا به پایین خاصی برقرار است که بانک‌ها را کاملاً وابسته به بانک مرکزی می‌سازد و اگر اراده کافی وجود داشته باشد (متناثر از مباحثی همچون در چرخان و تعارض منافع)، شبکه بانکی به خوبی می‌تواند مورد نظارت و ارزیابی بانک مرکزی و سیاستگذار توسعه صنعتی قرار گیرد.

**برای صندوق توسعه ملی نیز نقشی در هدایت اعتبار قائل هستید؟**

صندوق مسلماً در پیشبرد سیاست صنعتی شما نقش دارد. اما جنس نش صندوق از جنس هدایت اعتبار نیست. در هدایت اعتبار ما با مفهوم خلق پول از هیچ‌و‌ر بهره هستیم. اما در صندوق توسعه ملی اعتبار معیار ما مفهوم خلق پول از هیچ‌و‌ر بهره هستیم. اما در صندوق توسعه ملی اعتبار معیار ما مفهوم خلق پول از هیچ‌و‌ر بهره هستیم. اما در صندوق توسعه ملی اعتبار دلاری دارای زمان محدود (و نه خلق دلار در طول زمان از هیچ) برای خرید تجهیزات در خارج از کشور فراهم کند. البته یک نکته مهم مرتبط با خلق ریال درخصوص صندوق توسعه ملی وجود دارد که باید مورد توجه باشد. درحال حاضر بانک‌ها ظاهراً صرفاً کارگزار صندوق بانکداری و پول هستند (واسطه وجوه دلاری و نه خالق ریال جدید) اما به دلیل مزیت‌هایی که بانک مرکزی برای همکاری با صندوق به بانک‌ها اعطا می‌کند، همکاری با صندوق به نوعی تبدیل به ابزاری برای استفاده از رانت خلق ریال شده است، و به‌ویژه اگر بانک کارگزار از طریق صندوق اقدام با اعطای وام به زیرمجموعه خودش کند به دلیل بازگشت سه جانبه بین صندوق بانکداری و پول و شبکه بانکی، مسیر جدیدی برای دسترسی به خزانه بانک مرکزی و پول ارزان قیمت برای شبکه بانکی ایجاد می‌شود. بنابراین صندوق توسعه ملی به دلیل نوع رابطه‌اش با بانک مرکزی، بر جریان خلق پول اثرگذار شده است. در حالت وجود سیاست صنعتی، بخشی از اهداف توسعه صنعتی با سیاست هدایت اعتبار و شبکه بانکی با هم پیگیر می‌گردد و بخشی از اهداف نیز با کمک منابع از قبل موجود دلاری با اعتبار دلاری صندوق توسعه ملی (و نه دلار اعتباری صرفاً قابل خلق توسط شبکه بانکی ایالات‌متحده) محقق می‌شوند؛ بنابراین هدایت اعتبار و منابع صندوق، در اصل دو ابزار به موازات یکدیگر بوده و از یک جنس نیستند.