



سیاست موسوم به کنترل ترازنامه

پیامدهای سیاست موسوم
به کنترل ترازنامه بر
بنگاه‌ها و کسب‌وکارها



این سیاست به‌طور ساده، محدودیتی برای رشد ترازنامه بانک‌های تجاری در حدی بین ۲۰ تا ۳۰ درصد وضع کرده است و به بانک‌ها اجازه نمی‌دهد که ترازنامه خود را بیش از این حد معین افزایش دهند. طبقاً عملیات وام‌دهی بانک‌ها در همین حد محدود و محصور شده است.



دکتر شهرام معینی

عضو هیئت‌علمی گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

/// بانک مرکزی از اواخر سال ۱۴۰۰ و به نحو جدی‌تر از اوایل سال ۱۴۰۱، سیاستی را در مورد بانک‌ها اعمال کرده است که خود آن را کنترل ترازنامه می‌نامد. این سیاست به‌طور ساده، محدودیتی برای رشد ترازنامه بانک‌های تجاری در حدی بین ۲۰ تا ۳۰ درصد وضع کرده است و به بانک‌ها اجازه نمی‌دهد که ترازنامه خود را بیش از این حد معین افزایش دهند. طبقاً عملیات وام‌دهی بانک‌ها در همین حد محدود و محصور شده است و اجازه داده نمی‌شود که بانک‌ها در واکنش به سطح تقاضا، سیاست اعتباری خود را تنظیم و به‌روز نمایند. این سیاست با این هدف تدوین شده است که از طریق کنترل رشد نقدینگی، تورم نیز کاهش یابد. بر اساس نظریه‌های پولی تورم، این باور وجود داشته است که رشد کل‌های پولی عامل اصلی تورم است و لذا بر اساس این تصور ساده، می‌توان با کنترل رشد پول، مآلاً تورم را نیز کنترل کرد.

۱. از سال ۱۳۹۷ تا سال ۱۴۰۰ علی‌رغم تحریم‌های بسیار شدید دور اول ترامپ و کاهش شدید درآمدهای نفتی، تورم از محدوده ۳۰ تا ۵۰ درصد بالاتر نرفت و حتی در اواخر دولت دوازدهم تورم نقطه به نقطه در حدود ۳۰ درصد بود. اعمال سیاست موسوم به کنترل ترازنامه از سال ۱۴۰۰ و به نحو جدی‌تر از سال ۱۴۰۱ آغاز شد. اولین نکته‌ای که مشاهده می‌کنیم آن است که از سال ۱۴۰۰ به این‌سو، شدت تحریم‌ها با پایان دولت ترامپ

کاهش یافت و صادرات نفت به نزدیک یک و نیم میلیون بشکه در روز رسید که کماکان تداوم دارد؛ بنابراین شرایط تحریمی و درآمدهای صادرات نفتی و غیرنفتی از بغرنجی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۹ خارج شده است.

۲. صرفاً همین اتفاق باید به‌تنهایی باعث کاهش تورم شود و طبعاً بر اساس تلقی سیاست‌گذاران، اعمال سیاست کنترل ترازنامه هم اوضاع را بهتر می‌کند؛ اما در عمل علیرغم بهبود نسبی شرایط تحریمی، هم‌زمان اعمال سیاست کنترل ترازنامه برای کنترل رشد کل‌های پولی، هیچ موفقیتی در کاهش تورم حاصل نشده است و طی سال‌های ۱۴۰۱ تا ۱۴۰۴ همچنان تورم در همان محدوده قبلی و کمی بالاتر در ارقام ۳۵ تا ۵۵ درصد در نوسان بوده است؛ بنابراین روشن است که سیاست کنترل ترازنامه در مقایسه با قبل، موفقیت و دستاوردی در کاهش تورم را نشان نمی‌دهد. در اینجا فرصتی نیست که توضیح دهیم که باورهای سیاست‌گذار در خصوص ریشه‌های تورم، بیش از حد ساده‌انگارانه بوده است و آن را به زمانی دیگر واگذار می‌کنیم.

۳. صرفاً و مختصراً اشاره می‌کنیم که بر اساس یک نگاه ساده، همواره رشد کل‌های پولی و تورم همسو بوده‌اند و رصد آماری هم تا حدی این همبستگی را نشان می‌دهد، اما سؤال کلیدی آن است که کدام یک عامل و علت دیگری است. سیاست‌گذار ما در اینجا طبعاً، رشد نقدینگی را عامل

تورم تلقی کرده است، حال آنکه رشد نقدینگی، عمدتاً نتیجه تورم است. تورم و افزایش قیمت کالاها و خدمات، در سمت مصرف کنندگان، نقدینه بالاتری را برای امکان خرید همان کالاها و خدمات، اجتنابناپذیر می کند و همزمان در سطح بنگاهها و کسبوکارها، نقدینه بیشتری را برای سرمایه در گردش و انجام عملیات ضروری می سازد. نتیجه این فرایند رشد نقدینگی است که مجموعاً تحت عنوان درون زایی پولی نیز شناخته و توصیف می شود.

۴. پس تا اینجا روشن گردید که سیاست کنترل ترازنامه، برای بنگاهها، کسبوکارها و مصرف کنندگان از حیث کنترل تورم، دستاورد و موفقیتی نشان نداده است، اما آیا این سیاست صرفاً بی ضرر بوده است یا زیانها و فشارهایی را نیز به کسبوکارها وارد کرده است؟ پیش از هر چیز، روشن است که در شرایط مواجهه با تورمهای معمولاً بین ۴۰ تا ۵۰ درصد، جلوگیری از وام دهی با کنترل ترازنامه در حد زیر ۳۰ درصد موجب کمیابی شدید نقدینگی می شود؛ به عبارت دیگر درحالی که تمام مخارج بنگاهها و کسبوکارها در حدود ۵۰-۴۰ درصد افزایش یافته است، مقدار مطلق نقدینگی از این سطوح واقعی افزایش مخارج، پشتیبانی نمی کند.

۵. این واقعیت خودبه خود سطحی از انقباض در فعالیتها را به کسبوکارها و بنگاهها تحمیل می کند. بنگاهها ناچارند فعالیتهای خود را با واقعیت فوق یعنی سطح پایین نقدینگی، تطبیق دهند و در عمل کسبوکارها این انقباض را به دو صورت مشاهده می کنند که دو روی یک سکه اند:

الف- تنگنای اعتباری در خصوص سرمایه در گردش،

ب- رکود و کمبود تقاضا در ادامه زنجیره فعالیت بنگاهها و کسبوکارها.

بنگاهها از یک سو با تنگنای اعتباری مواجهند که بخصوص از نظر سرمایه در گردش آنها را آزار می دهد. محدود شدن دسترسی به وام و اعتبار، روانی چرخه اقتصادی بنگاهها را کاهش داده و تابآوری آنها را در مقابل نوسانات به شدت محدود می کند. نتیجه این امر سخت شدن فعالیتهای کسبوکارها، پرهیز کسبوکارها از توسعه فعالیت در شرایط تنگنای اعتباری و حتی انقباض نسبی فعالیتها به دلیل عدم دسترسی به سرمایه در گردش کافی است.

۶. این امر محدود به یک بنگاه نیست. در یک اقتصاد هر بنگاهی، برخی کالاها را به عنوان نهاده

دریافت و به ستاده هایی، تبدیل می کند. ستاده هر بنگاه معمولاً، نهاده بنگاه بعدی در زنجیره است تا به مصرف کننده نهایی برسیم. زمانی که تنگنای اعتباری شدید برای بنگاهها ایجاد می شود، عدم توسعه فعالیتها به یک اپیدمی منجر می شود. عدم توسعه فعالیتها و حتی انقباض فعالیتها در طول زنجیره ارتباطی بین بنگاهها، خود را به صورت کاهش تقاضا از سوی بنگاههای پایین دست، نسبت به بنگاههای بالادست نشان می دهد و این امر نهایتاً به رکود منجر می شود. در نهایت تنگنای اعتباری بنگاهها همزمان که باعث تقلیل فعالیتهای آنها است، طبعاً توان آنها برای پرداخت دستمزد به نیروی کار را هم تحدید و منقبض می کند که مאלاً به صورت کاهش تقاضا از سوی مصرف کننده نهایی، انقباض کل فرایند و زنجیره تولید را توجیه و باز تأیید می کند. بر این اساس رکود فعالیتها و فعالیت بنگاهها زیر سطح ظرفیت واقعی، طبعاً یکی از نتایج تلخ سیاست مذکور بوده است.

۷. قید کنترل ترازنامه و تنگنای اعتباری، همزمان مطابق انتظار باعث افزایش نرخ بهره نیز شده است. کمیابی شدید اعتبار در شرایط نیاز بنگاهها و کسبوکارها به آن، طبعاً نرخ بهره را بالا می برد. این واقعیت را به روشنی در نرخ بالای بازده اوراق خزانه در بازار بورس و نیز نرخ وام دهی و وام گیری در بازار آزاد و غیررسمی نیز مشاهده می کنیم. نرخ بالای بهره به طرق مختلف می تواند سرمایه گذاریهای جدید در اقتصاد را محدود سازد؛ مثلاً چنانکه از معادله گوردون می دانیم نرخ بالای بهره و لذا تنزیل می تواند باعث کاهش نسبت قیمت بر درآمد (P/E) در سرمایه گذاریهای موجود گردد. در فضایی که نرخهای بهره بالا و معمولاً دارای نوسان بیشتر هستند، ریسک نوسان نرخ بهره نیز بالاتر است. همچنین معمولاً درآمدهای آتی سرمایه گذاریهای موجود و پروژهها نیز شدیدتر تنزیل می شوند؛ بنابراین معمولاً نسبت قیمت به درآمد برای بنگاههای موجود مثلاً در بازار بورس کاهش می یابد که طبعاً نمی تواند مشوقی برای سرمایه گذاری جدید فراهم آورد؛ بنابراین قید کنترل ترازنامه به سبک موجود، بنگاهها و کسبوکارها را برای سرمایه گذاریهای جدید، محتاط می سازد، صرف نظر از اینکه خود واقعیت رکود و کمبود تقاضا

نسبت به ظرفیتهای موجود هم همین نتیجه را به دنبال دارد. لذا در یک بیان غیر فنی معمولاً گفته می شود، صاحبان نقدینگی تمایل کمتری به سرمایه گذاری فیزیکی از خود نشان می دهند.

۸. بالاخره یکی از شرایط ضروری مشوق سرمایه گذاری و افزایش علاقه بنگاهها و کسبوکارها به سرمایه گذاریهای جدید، سهولت و امکان نقدشوندگی سرمایه گذاریهای فیزیکی فعلی است. زمانی که عاملهای اقتصادی احساس کنند، هرگونه سرمایه گذاری فیزیکی با خطر قفل شدن و انجماد سرمایه مواجه است، انگیزه سرمایه گذاری با ریسک بزرگی مواجه شده و کاهش می یابد. تنگنای وام دهی ایجاد شده در پی سیاست کنترل ترازنامه، هم نسبت نقدینگی در دست بخش خصوصی و بنگاهها را نسبت به قیمت داراییها کاهش داده و هم فرایند وام دهی به فعالان اقتصادی جهت خرید داراییها و سرمایه گذاریهای فیزیکی قبلی را محدود کرده است، درحالی که این قبیل وامها، همیشه نقش مهمی در تسهیل تبادل داراییها بین فعالان اقتصادی ایفا می کنند. اینجا نیز گاه گفته می شود صاحبان داراییهای نقدتر با مشاهده نرخ بالای بهره، تمایل کمتری به خرید داراییهای فیزیکی موجود نشان می دهند. در صورت نتیجه این سطح تنگنای اعتباری و وام دهی، از روانی و سهولت معاملات و تبادل در بازار داراییها و سرمایه گذاریهای فیزیکی موجود جلوگیری می کند. این سخت شدن تبادل داراییهای سرمایه ای و کاهش نقدشوندگی آنها، سیگنال بسیار بدی را به سرمایه گذاران ارسال می کند، پیامی که حاوی این هشدار است که هر سرمایه گذاری جدیدی که انجام دهید، در زمان لازم نقدشوندگی آن پایین است و با ریسک نقدشوندگی بالا مواجه است. روشن است که این امر نیز انگیزه، تمایل و سوگیری به سرمایه گذاریهای جدید نزد بنگاهها و کسبوکارها را با اختلال مواجه می کند.

در مجموع بر اساس آنچه گفته شد می توان نتیجه گرفت که سیاست کنترل ترازنامه بخصوص در سبک افراطی موجود، نه تنها کمکی به کسبوکارها، بنگاهها و عاملهای اقتصادی نمی کند، بلکه به رکود در تولید بنگاهها دامن زده و انتظارات مثبت و انگیزه سرمایه گذاری را در عاملها، تهدید می کند و اصلاح آن ضروری به نظر می رسد. **///**