

## سیاست اعتباری و «انتقال بدهی» در اقتصادهای پیشرفته<sup>۱</sup>

مترجم: هاجر جهانگرد\*

### چکیده

کاهش سهم بنگاه‌های غیرمالی از اعتبارات بانکی در مقایسه با سهم بازارهای مستغلات و دارایی‌های مالی از دهه ۱۹۹۰ به بعد نگرانی‌هایی را نسبت به رشد اقتصادی و ثبات مالی ایجاد کرده و توجه دوباره به سیاست‌ها، ابزارها و سازمان‌های اعتباری را برانگیخته است. در اینجا بحث نظری این موضوع و کاربرد آن پس از جنگ را بررسی کرده و سپس، افول آن در دوران شکل‌گیری سیاست‌های گسترده مبتنی بر بازار از دهه ۱۹۸۰ را دنبال می‌کنیم. به‌ویژه، این بحث شامل سیاست‌های خانه‌دار شدن افراد می‌شود که به نفع بازارهای وام مسکن بوده‌اند. سپس، روابط تجربی میان سیاست اعتباری و تخصیص اعتبار در سال‌های ۲۰۰۵-۱۹۷۳ را برای ۱۷ کشور توسعه‌یافته بررسی می‌کنیم. با استفاده از روابط هم‌انباشتگی نشان می‌دهیم که به‌کارگیری کمتر سیاست اعتباری به‌طور معناداری با کاهش سهم وام‌دهی به بنگاه‌های غیرمالی همراه شده است. باید در پتانسیل سیاست‌های اعتباری در حمایت از تأمین مالی کافی اهدافی مانند نوآوری، توسعه صنعتی و گذار به اقتصاد کم-کربن بازنگری شود.<sup>۲</sup>

**واژگان کلیدی:** اعتبار، سیاست اعتباری، کنترل اعتباری، راهبرد اعتباری، پول، مقررات مالی، سیاست احتیاطی کلان، بانکداری مرکزی، ثبات مالی، رشد اقتصادی.

طبقه‌بندی JEL: B15, B22, C33, E42, E44

۱. این مقاله، ترجمه‌ای است از:

Bezemer, D. and J. Ryan-Collins. and F. v. Lervén and L. Zhang, "Credit Policy and the 'Debt Shift' in Advanced Economies", *Socio-Economic Review*, Volume 21, Issue 1, January (2023), Pages 437-478, <https://doi.org/10.1093/ser/mwab041>

H.Jahangard@cbi.ir

\* کارشناس اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی

## ۱. مقدمه

ماشین اعتبار به‌گونه‌ای طراحی شده است که در خدمت بهبود دستگاه تولیدی باشد و جلوی هر گونه استفاده دیگر از آن را بگیرد؛ اما این بیان را نباید بدین معنا دانست که آن طراحی را نمی‌توان تغییر داد. البته که می‌توان. ماشین موجود می‌تواند به‌گونه‌ای ساخته شود که در هر یک از چندین جهت متفاوت کار کند (شومپیتر، ۱۹۳۹).

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ به نقش اعتبار بانکی در اقتصاد کلان توجه بیشتری شد (بوربو، ۲۰۱۴؛ آیکن و همکاران، ۲۰۱۵؛ ترنر، ۲۰۱۶). اجماع نظر پیش از بحران که بیان می‌کرد تعمیق مالی (اعتبار بیشتر نسبت به تولید ناخالص داخلی) رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد، دیگر جایگاهی نداشت. بسیاری از مطالعه‌ها نشان می‌دهند که بالاتر از یک حد آستانه معین، رابطه‌ای منفی بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی وجود دارد (چکتی و خاروبی ۲۰۱۲، آرکاند و دیگران ۲۰۱۵، روسو و واچتل، ۲۰۱۷). علت اصلی این امر آن است که در سه دهه گذشته رشد سریع نسبت اعتبار به تولید ناخالص داخلی در اقتصادهای پیشرفته بیشتر به دلیل افزایش در وام‌دهی به خانوار (یعنی اعتبار رهنی<sup>۱</sup>) بوده است تا وام‌دهی به بخش تجاری غیرمالی. سیستم بانکداری در اقتصادهای صنعتی از کارکرد اصلی خود یعنی تأمین سرمایه در گردش و منابع سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> برای کسب و کارها دور شده‌اند. آنها در بیشتر موارد در قبال دارایی‌های از پیش موجود مانند مستغلات به وام‌دهی اقدام کرده‌اند (بزمر و دیگران ۲۰۱۶، جوردا و دیگران ۲۰۱۷).

این انتقال بدهی<sup>۳</sup> پیامدهای اقتصاد کلان مهمی در بردارد. جریان اعتبار به سمت کسب و کارهای غیرمالی از سرمایه‌گذاری و نوآوری در بخش خصوصی حمایت می‌کند و به دنبال آن رشد بهره‌وری را

## 1. Mortgage Credit.

- وام رهنی یا Mortgage Loan - وقتی بانک‌ها در مقابل اعطای وام حق تملک بر املاک و مستغلات را بپذیرند، وام اعطایی وام رهنی خواهد بود (م).

## 2. Investment Funds.

## 3. Debt Shift.

افزایش می‌دهد (شومپیتر، ۱۹۸۳، ۱۹۱۱)، اما همچنان که بسیاری از مطالعه‌های تجربی نشان می‌دهند، اعتبار به خانوار چنین اثری ندارد یا اثر آن بسیار ضعیف است (بیوکاباکا و والو ۲۰۱۰؛ بک و همکاران، ۲۰۱۲؛ بزم و همکاران، ۲۰۱۶). افزایش اعتبارات خانوار به‌ویژه اعتبارات رهنی بیشتر از افزایش اعتبارات بنگاه‌های غیرمالی موجب بحران‌های مالی و تعویق بدهی‌ها<sup>۱</sup> می‌شود و در زمان کمبود اعتبارات اثرات منفی بلندمدتی بر تولید دارد (گودارت و هافمن، ۲۰۰۸؛ میان و صوفی، ۲۰۰۸؛ بوریو و همکاران، ۲۰۱۱؛ جوردا و همکاران، ۲۰۱۶، ریشتر و همکاران، ۲۰۱۸؛ درهمان و همکاران، ۲۰۱۷؛ بزم و ژانگ، ۲۰۱۹؛ مولر و ورنر، ۲۰۲۱). گسترش اعتبارات خانوار به‌وخیم‌تر شدن پیامدهای اقتصادی-اجتماعی به‌ویژه نابرابری‌های بیشتر درآمد و ثروت و نابسامانی بیشتر بدهی‌ها منجر می‌شود.

یک منطق ساده پشت این یافته‌ها وجود دارد. اعتباری که مخارج و سرمایه‌گذاری مولد را حمایت می‌کند، از طریق بالابردن ظرفیت مولد و تقاضای کل، درآمدها را افزایش می‌دهد. این امر جریان‌های نقد کافی برای وام‌گیرندگان به وجود می‌آورد تا بتوانند از عهده رشد تعهدات بدهی خود برآیند. شرطی که مینسکی (۱۹۷۵) آن را پیش‌نیاز ثبات مالی می‌داند. وقتی که نسبت اعتبار مولد به وام‌دهی غیرمولد و ریسکی کاهش پیدا می‌کند، بی‌ثباتی اقتصاد کلان افزایش می‌یابد. در مقابل، وام‌های رهنی یا بانکی به شرکت‌های مالی دیگر، جریان درآمدی کافی برای تأمین مالی بدهی‌ها ایجاد نمی‌کند (مینسکی، ۱۹۸۶؛ ورنر، ۲۰۰۵؛ بزم، ۲۰۱۴)، همچنان که این مطالعه‌ها نشان می‌دهند مبادله دارایی‌های موجود، ثروت (و بدهی) را افزایش می‌دهند نه درآمدها را. منشأ مشکلات بدهی و بی‌ثباتی مالی، به خودی خود افزایش اعتبار و یا حتی افزایش نسبت اعتبار به تولید ناخالص داخلی نیست، بلکه نوع اعتباری است که گسترش پیدا کرده و نیز درآمدهایی است که به‌وجود می‌آورد. ریشه بحران بزرگ مالی اخیر، تغییر در تخصیص اعتبار از دهه ۱۹۸۰ بود (ترنر ۲۰۱۶). این تغییر در تخصیص اعتبار به دلیل تغییر در

رجحان‌های سیاستی برای خانه‌دار کردن قشر وسیعی از افراد جامعه، تغییر بازارها (آفر ۲۰۱۷) در نظام سرمایه‌داری، رشد بازار ابزارهای مالی و نیز جهانی‌سازی مالی<sup>۱</sup> رخ داده بود.

واکنش‌ها به بحران مالی سال ۲۰۰۸ (و سیاست‌های اخیر همه‌گیری کووید ۱۹) باعث شدند به این مسأله زیربنایی توجه شود. از یک سوی، برخی از بانک‌های مرکزی برای هدایت اعتبار از ابزارهای سیاست پولی استفاده کرده‌اند؛ برای مثال، بانک مرکزی انگلستان و ژاپن با استفاده از برنامه‌های «تأمین وجوه برای وام‌دهی»<sup>۲</sup> کسب و کارهای کوچک و متوسط را حمایت کرده‌اند؛ بانک مرکزی اروپا نیز با «عملیات تأمین مالی مجدد هدف‌گذاری شده بلندمدت»<sup>۳</sup> به منظور مقابله با بحران اقتصادی ناشی از کووید ۱۹، بنگاه‌های غیرمالی (در برخی موارد به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط) و مصارف خانوار را هدف قرار داده است نه اعتبارات رهنی را؛ اما در بیشتر موارد این واکنش‌ها اقدامات نقدینگی اضطراری کوتاه‌مدت<sup>۴</sup> هستند که پس از بازگشت بازار به شرایط عادی متوقف می‌شوند، در حالی که انتقال بدهی یک پدیده ساختاری و بلندمدت است.

افزون بر این، سیاست‌های احتیاطی کلان<sup>۵</sup> به‌کار گرفته شده پس از بحران مالی اخیر، از طریق محدود کردن رشد اعتبارات کل یا بخشی، استفاده از وزن‌های ریسک کفایت سرمایه ضدچرخه‌ای،<sup>۶</sup> یا افزایش حداقل‌های مربوط به نسبت‌های وام به ارزش یا وام به درآمد در اعتبارات رهنی، کاهش ریسک‌های مالی سیستمی<sup>۷</sup> را هدف قرار داده است.

اما هیچ یک از این واکنش‌ها، کاهش بلندمدت در سهم وام‌دهی به بنگاه‌های غیرمالی و تأثیر آن بر رشد اقتصادی را هدف قرار نداد؛ رویدادی که پیش از بحران مالی ۲۰۰۷-۸ آشکار بود. این (شرایط) با دوره ۱۹۸۰-۱۹۴۵ در تضاد است؛ دوره‌ای که در اقتصادهای پیشرفته و در حال ظهور اشکال متفاوتی

1. Financial Globalization.
2. "Funding for Lending" Schemes.
3. The European Central Bank's Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTROs).
4. Short-term Emergency Liquidity Measures.
5. Macroprudential Policies.
6. Counter-Cyclical Capital Adequacy Risk Weights.
7. Systemic Financial Risks.

از کنترل اعتباری و سیاست‌های تخصیص اعتبار - که از این پس سیاست‌های اعتباری گفته می‌شود - با هدف حمایت از بخش‌های اولویت‌دار مانند صادرات و صنعت و سرکوب بخش‌های کمتر مولد، رایج بوده است. این سیاست‌ها با نام «هدایت اعتبار»، «کنترل‌های اعتباری»، «سقف‌های اعتباری»، «اعتبار هدایت‌شده»، «راهبرد پنجره‌ای»<sup>۱</sup> و «اقتنای اخلاقی»<sup>۲</sup> شناخته می‌شوند (هاگمن، ۱۹۷۳؛ گودهارت، ۱۹۸۹، ص ۱۵۶-۱۵۸). افزون بر این، در این دوره بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری<sup>۳</sup> یا بانک‌های توسعه‌ای<sup>۴</sup> نقش مهمی در هدایت اعتبار به بخش‌های اولویت‌دار اقتصاد بازی کرده‌اند (آتمن و جانسون ۱۹۷۴؛ وردیر ۲۰۰۰؛ متن‌هایم و بوتزباخ ۲۰۱۴). به هر حال، سیاست اعتباری به‌عنوان یک رویکرد مؤثر برای تعقیب اهداف سیاستی در نظر گرفته شده است تا مدیریت نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت (کمیت‌ه رادکلیف، ۱۹۵۹؛ آیکنم و همکاران، ۲۰۱۶؛ و مونت، ۲۰۱۸ برای فرانسه).

در دهه ۱۹۸۰ سیاست‌های اعتباری در اقتصادهای پیشرفته که بیشتر معطوف به بخش‌های صنعتی بود، در بیشتر موارد کنار گذاشته شدند. این بخشی از آزادسازی‌های گسترده بخش مالی بود که به دنبال سقوط کنترل‌های نرخ ارز ثابت سیستم برتن‌وودز آمده بود. سیاست‌های اعتباری به‌عنوان

### 1. Window Guidance.

- «هدایت پنجره‌ای» یک ابزار غیررسمی سیاست پولی در ژاپن است که در آن بانک مرکزی ژاپن تسهیلاتی را با نرخ بهره پایین‌تر از نرخ بازار به موسسات مالی مشارکت‌کننده ارائه می‌دهد تا این موسسات انگیزه لازم برای وام‌دهی به بنگاه‌های اقتصادی مورد نظر دولت و بانک مرکزی را داشته باشند. وام‌نهایی نیز با نرخ بهره پایین‌تر از نرخ بازار به بنگاه‌های هدف داده می‌شود (م).

### 2. Moral Suasion.

- اقتنای اخلاقی (Moral Suasion) عبارت است از متقاعد کردن یک فرد یا یک گروه برای عمل به روشی خاص از طریق توسل به الفاظ، اقناع، یا تهدیدهای ضمنی و صریح - در مقابل استفاده از اجبار آشکار یا زور فیزیکی. اقتنای اخلاقی، توسل به اخلاق، به منظور تأثیرگذاری یا تغییر رفتار است؛ یک مثال معروف تلاش ویلیام لوید گاریسون (William Lloyd Garrison, 1805-1879) و انجمن ضد برده‌داری آمریکا برای پایان دادن به برده‌داری در ایالات متحد با استفاده از اقتنای اخلاقی است (م).

### 3. State Investment Banks (SIBs).

### 4. Development Banks.

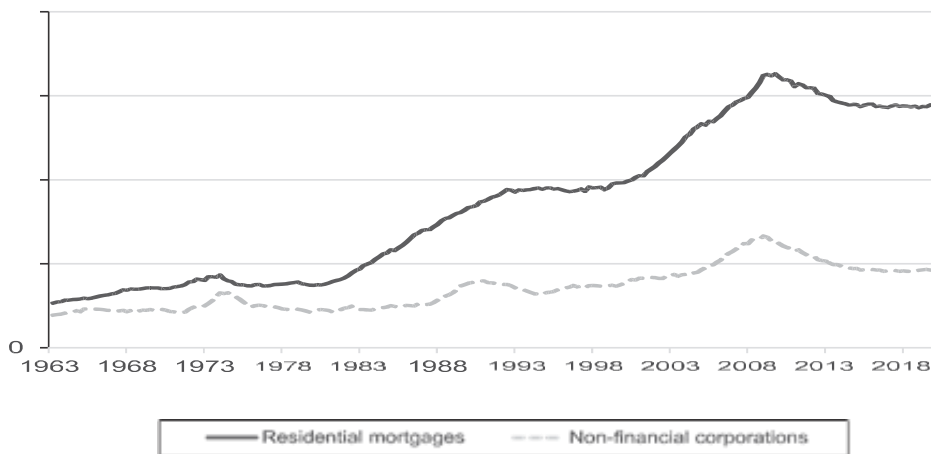
عامل انحراف یا سرکوب تخصیص کارای سرمایه دیده می‌شدند که رقابت داخلی و جهانی در سیستم بانکداری را تحلیل برده و موجب سطح پایین‌تری از سرمایه‌گذاری‌های مولد می‌شوند که در غیر این صورت می‌توانست موجود باشد (کین ۱۹۷۷؛ گودفرنند و کینگ ۱۹۸۸؛ الکساندر و همکاران، ۱۹۹۵). وقتی که وام‌گیری خارج از سیستم بانکداری داخلی امکان‌پذیر باشد و کنترل‌های سرمایه‌ای نیز از بین رفته باشند، سیاست‌های اعتباری به‌راحتی قابل دور زدن<sup>۱</sup> می‌شوند. همچنین، بسیاری از بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری در پایان دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ خصوصی شده بودند (آندرو ۲۰۰۵)، گرچه در برخی از اقتصادهای پیشرفته سازمان‌های مهمی مانند سازمان‌های چندملیتی هنوز باقی بود (مک‌فارلین و مازوکاتو، ۲۰۱۸؛ نقوی و همکاران، ۲۰۱۸).

به‌تازگی اقتصادهای توسعه‌یافته و نهادهای بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول درصد آن هستند که اجماع در آزادسازی‌های مالی را زیر سؤال ببرند. آنها از ایده سیاست صنعتی (رودریک، ۲۰۰۸؛ لین و مونگا، ۲۰۱۰) به‌عنوان یکی از ابزارهای رشد اقتصادی از طریق شکل‌دهی بازارها استقبال کرده‌اند (وید، ۲۰۱۲؛ مازوکاتو، ۲۰۱۵). علت اساسی این امر آن است که آزادسازی بازار اعتباری با مالی‌سازی<sup>۲</sup> همراه شده است، اصطلاحی فراگیر که اثرات منفی تحولات مالی (آریگی، ۱۹۹۴؛ اپستاین، ۲۰۰۵؛ کریپنر، ۲۰۰۵؛ ون‌در‌زان، ۲۰۱۴؛ آمبل و همکاران، ۲۰۱۹)، شامل سرمایه‌گذاری کمتر و رشد بهره‌وری پایین‌تر، بار بدهی‌های بیشتر و افزایش نابرابری را نشان می‌دهد. مالی‌سازی موجب فراوانی بیشتر و عمیق‌تر شدن بحران‌های مالی در سطح جهانی می‌شود که اوج آن بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۷-۲۰۰۸ بود (اپستاین، ۲۰۱۸؛ استورم، ۲۰۱۸). پس از بحران مالی اخیر حجم گسترده‌ای از متون اقتصادی به بررسی پویایی‌های رشد اعتبارات و اثرات منفی آنها بر اقتصاد واقعی پرداخته‌اند (کلاسنس و همکاران، ۲۰۱۰؛ برکمن و همکاران، ۲۰۱۲؛ فلدکرچر، ۲۰۱۴؛ جوردا و همکاران، ۲۰۱۳). در چنین فضایی، رابطه میان سیاست اعتباری و سهم اعتبارات بانکی به بخش‌های مولد اقتصادی اهمیت پیدا کرد؛ اما هیچ مطالعه سیستمی از این رابطه وجود ندارد.

1. Circumvent.

2. Financialization.

شکل ۱. انتقال بدهی در انگلستان: وام‌دهی بانکی، ۲۰۲۰-۱۹۶۳



مأخذ: بانک انگلستان.

نکته: شکل، دو گروه از بزرگترین وام‌های بانکی را نشان می‌دهد؛ به علاوه وام بانکی به مؤسسات دیگر مالی غیربانکی وجود دارد.

این مقاله به دنبال اصلاح این نقیصه است. ابتدا مروری بر نظریه و متون مربوط به تخصیص اعتباری و عملکرد اقتصاد کلان می‌کنیم (بخش ۲)، سپس، به مباحث موافق و مخالف استفاده از سیاست اعتباری می‌پردازیم (بخش ۳). به دنبال آن، به تحلیل تاریخی سیاست‌های واقعی تخصیص اعتبار از سال ۱۹۴۵ پرداخته (بخش ۴) که شامل سهمیه‌های اعتباری، کنترل‌ها و سقف‌های اعتباری، هدایت اعتباری از طریق بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های ورود بانک‌ها (خارجی)، محدودیت‌ها یا یارانه‌های نرخ بهره برای بخش‌های صنعتی خاص می‌شوند.

در این مقاله به تحلیل تجربی رابطه میان متغیرهای جانشین برای ابزارهای سیاست اعتباری و تخصیص اعتبار واقعی در ۱۷ اقتصاد پیشرفته در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۳ می‌پردازیم (بخش ۵). با توجه به اجماع نظر کلی که در متون اقتصادی وجود دارد مبنی بر آن که این شکل از وام‌دهی (اعتبارات تجاری غیرمالی) کارکرد اصلی بخش بانکداری به‌منظور افزایش درآمدهاست، سهم اعتبارات تجاری غیرمالی (NFBC) را به‌عنوان متغیر وابسته در مدل وارد می‌کنیم (کینگ و لوین، ۱۹۹۳؛ لوین، ۲۰۰۵؛ ورنر، ۲۰۰۵؛ ترنر، ۲۰۱۶؛ بزم و همکاران، ۲۰۱۶). یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که آزادسازی

کنترل‌های اعتباری و محدودیت‌های حساب مالی<sup>۱</sup> و خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی همگی با کاهش سهم اعتبارات به بنگاه‌های غیرمالی همراه شده، در حالی که آزادسازی کنترل‌های نرخ بهره چنین اثری نداشته است.

افزون بر تحلیل تاریخی این مسأله، مقاله شواهد جدیدی ارائه می‌کند که سیاستگذاران باید هنگام آزمودن ابزارهای سیاست اعتباری، آثار ماندگار را مورد توجه قرار دهند تا آثار گذرا و موقت. بخش ۶ با تفسیر یافته‌ها، پرسش‌های پژوهشی بیشتر و پیامدهای سیاستی به نتیجه‌گیری می‌پردازد.

## ۲. تخصیص اعتبار، عملکرد اقتصاد کلان و انتقال بدهی

پس از بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۷، حجم وسیعی از متون نظری و تجربی به بررسی نقش اعتبار در رشد اقتصادی، رکودهای اقتصادی، چرخه‌های تجاری، چرخه‌های مالی و نابرابری پرداخته‌اند (نگاه کنید به آیکن و همکاران، ۲۰۱۴؛ بوریو، ۲۰۱۴؛ ترنر، ۲۰۱۶؛ بزم و همکاران، ۲۰۱۷؛ جوردا و دیگران، ۲۰۱۷؛ استیگلیتز، ۲۰۱۸). این جریان با بازنگری انتقادی به مباحث موافق و مخالف سیاست‌های اعتباری همراه بوده است. البته این مباحث به دوران پیش از بحران برمی‌گردد، سال‌ها شکوفایی مالی و نیز آزادسازی بازارها در دهه ۱۹۸۰ میلادی که سرآغازی بر رونق و شکوفایی اعتباری بود.

### ۲-۱. اعتبار و عملکرد اقتصاد کلان

ادبیات تجربی گسترده‌ای (کینگ و لوین، ۱۹۹۳؛ آنگ، ۲۰۰۸؛ جوزف شومپتر ۱۹۸۳، ۱۹۱۱) بر اهمیت و نقش اعتبار در توسعه اقتصادی تأکید می‌کند. نقشی که با توانمندکردن نوآفرینان برای آزمودن ترکیبات جدید (نوآوری‌ها) از طریق دسترسی به منابع بانکی امکان‌پذیر است. لوین و زرووس (۱۹۹۸) نشان می‌دهند که نقدینگی در بازار سهام به‌طور یکسان رشد، انباشت سرمایه و بهره‌وری را افزایش می‌دهد.

1. Financial Account Restrictions.



اما شومپیتر نشان می‌دهد که اعتبار می‌تواند برای اهداف غیرمولد و سفته‌بازانه به کار برود، آن چه که وی از آن به‌عنوان موج دوم اعتبار یاد می‌کند (بزمر ۲۰۱۴)، که در بیشتر موارد به دنبال موج اول مولد<sup>۱</sup> می‌آید. اگر (موج دوم اعتبار) مقید و کنترل نشده بماند، می‌تواند به ناتوانی در پرداخت بدهی‌ها،<sup>۲</sup> بحران‌های مالی و رکود بدهی‌ها<sup>۳</sup> منجر شود (شومپیتر ۱۹۳۹، صفحات ۱۵۳-۱۵۲). این بحث که اعتبار، پتانسیل داشتن اثرات اقتصادی منفی قدرتمند را دارد، ابتدا توسط اروین فیشر (۱۹۳۳) در نظریه رکود بدهی مطرح شد. این بحث با نظریه‌های هایک (۱۹۳۳) و کینز (۱۹۳۳ و ۱۹۳۰) سازگار است که استدلال می‌کنند نظام‌های سرمایه‌داری در اصل اقتصادهای (تولید) پولی<sup>۴</sup> بوده که مستعد چرخه‌های اعتباری سفته‌بازانه هستند (ترنر ۲۰۱۳). بنابراین، ارزش اعتبار به این بستگی دارد که چگونه از اعتبار استفاده شود - این مصارف اعتبار است که تأثیر آن بر اقتصاد کلان را تعیین می‌کند.

#### 1. The First Productive Wave.

۲. ناتوانی در پرداخت بدهی (Insolvency) - در حالت کلی به ناتوانی فرد در پرداخت بدهی‌های به سررسید رسیده خود، ناتوانی از پرداخت بدهی گفته می‌شود. در این شرایط دارایی‌های فرد پس از نقد شدن کفاف بدهی‌های وی را نمی‌دهد. البته، نبود توانایی کوتاه‌مدت و دوره‌ای لزوماً حالت ناتوانی از پرداخت بدهی را به وجود نمی‌آورد (م).

۳. رکود بدهی (Debt Deflation) - افلاس یا Deflation به کاهش عظیم در قیمت‌ها یا افزایش چشمگیر در قدرت خرید، افلاس گفته می‌شود. در چنین وضعی، میزان پول در گردش در ارتباط با عرضه کالا و خدمات موجود کاهش می‌یابد. معمولاً دوره افلاس با کاهش یافتن هزینه‌های سرمایه‌ای همراه است (م).

#### 4. Monetary Production Economies.

در اقتصاد پولی تولید، اقتصاد از زاویه پولی و با تمرکز بر جریان گردش پول تحلیل می‌شود و اهمیت ویژه‌ای برای فرآیند خلق پول بانکی و نقش بانک‌ها قائل است. یک اقتصاد بسته با سه کارگزار بانک‌ها، بنگاه‌ها و کارگران را تصور کنید. بانک‌ها وظیفه تأمین مالی فرآیند تولید از طریق خلق پول و انتخاب برنامه‌های تجاری را بر عهده دارند. بنگاه‌ها در مورد مقدار و کیفیت تولید تصمیم می‌گیرند و کارگران خدمات نیروی کار را عرضه می‌کنند. در این الگو خلق پول به‌صورت درونزا از سوی بنگاه اقتصادی تقاضا شده و بانک برای پاسخ به تقاضای بنگاه اقتصادی، پول خلق می‌کند. بنگاه نیز پس از تولید کالا و فروش آن می‌تواند وام را بازپرداخت نماید و این زمان امحای پول است. این چرخه تا زمانی که بانک‌ها اقدام به اعطای باردیگر اعتبارات نمایند، ادامه می‌یابد (م).

هیمان مینسکی<sup>۱</sup> دانشجوی شومپیتر این بحث را به نظریه سرمایه‌داری به‌عنوان یک سیستم دو-قیمتی از قیمت‌های تولید و دارایی‌های سرمایه‌ای بسط داد که هر یک تحت کنترل پویایی‌های متفاوتی هستند. انتظارات در مورد قیمت‌های دارایی‌های سرمایه‌ای که می‌تواند به‌سرعت تغییر کند، موجب بی‌ثباتی می‌شوند (مینسکی، ۱۹۷۵، ۱۹۸۲، ۱۹۸۶). نظریه مینسکی دلالت بر آن دارد که اگر در اقتصادهای بازاری سیستم مالی به حال خود رها شود (یعنی بدون مقررات)، (این سیستم) به‌طور روزافزونی حالت‌های یک سرمایه‌گذار خوش‌بین را دنبال کرده و خلق اعتبارات بانکی آن را تشویق و حمایت می‌کند. این بی‌ثباتی از ریسک‌های تورمی به‌وجود نمی‌آید، بلکه در تمایل ذاتی سرمایه‌گذاران در بازارهای دارایی به خوش‌بینی بیش از حد و اضافه بدهی‌ها<sup>۲</sup> ایجاد می‌شود. در واقع، سیستم اعتباری که این بدهی‌ها را ممکن می‌سازد، پاشنه آشیل این فرآیند است. اعتبارات بیشتر به بازارهای دارایی نسبت به تولید، قیمت‌های دارایی را نسبت به قیمت‌های تولید افزایش داده و به بی‌ثباتی (نظام) سرمایه‌داری دامن می‌زند. منابع مالی از سرمایه‌گذاری بخش واقعی و نوآوری به سمت بازارهای دارایی و سفته‌بازی سوق پیدا می‌کنند، منابع مالی از رشد عادلانه درآمدها به سمت سودهای سرمایه‌ای<sup>۳</sup> حرکت می‌کنند که به تضاد و دوگانگی درآمد و ثروت منجر می‌شوند، منابع مالی از مسیر رشد باثبات و قوی به سمت چرخه‌های شکننده رونق و رکود با بحران‌های متوالی جریان پیدا می‌کنند. این (امر) ضرورتاً

### 1. Hyman Minsky.

۲. اضافه بدهی یا تغییر *Overleveraging* - عبارت *Leverage* یا تغییر در ایالات متحد استفاده می‌شود و تأثیری عظیم بر یک عامل را در نتیجه تغییر ناچیز عامل دیگر بیان می‌کند. به طور مثال، تأثیر استفاده از سرمایه مهم‌تر (مانند اسناد قرضه و سهام ممتاز) بر سرمایه کم‌اهمیت‌تر (مانند سهام عادی) در تبدیل به سرمایه تغییر نامیده می‌شود. در بریتانیا گاهی واژه تطابق (*Gearing*) را به‌جای تغییر به کار می‌برند. تطابق نسبت انواع مختلف سرمایه در کل سرمایه یک واحد را نشان می‌دهد. در این مقاله برای فهم بهتر عبارت *Leverage* به بدهی ترجمه شده است (م).

۳. سود سرمایه‌ای *Capital Gain* - در صورتی که ارزش سرمایه به خودی خود افزایش یابد، به ترتیبی که مثلاً فروش یا معاوضه سرمایه به قیمتی بیش از ارزش دفتری آن صورت گیرد، سرمایه مورد بحث با سود سرمایه‌ای همراه بوده است. به‌عنوان مثال، اگر قیمت قطعه زمینی به دلیل اوضاع اقتصادی افزایش یابد، تفاوت قیمت جاری با قیمت دفتری، نشان‌دهنده سود سرمایه‌ای است (م).

یک پدیده جداگانه نیست. آلن و گیل (۲۰۰۰) با یک مدل نشان می‌دهند که چگونه هم‌پوشانی تعهدات در مناطق یا بخش‌های مختلف سیستم بانکداری بر یکدیگر تأثیر دارند. این سازوکار سرایت<sup>۱</sup> باعث می‌شود که وقتی یک بحران بانکی اتفاق می‌افتد، به‌راحتی منتشر شود.

اما این بی‌ثباتی که ذات نظام سرمایه‌داری است، به‌ندرت به بحران‌های تمام عیار تبدیل می‌شود. دلیل آن سازوکارهای خنثی‌کننده است (فری و مینسکی ۱۹۹۲)، که ویژگی‌های نهادی اقتصاد سرمایه‌داری هستند- که کفی برای تقاضای مؤثر، بیکاری و قیمت‌داری‌ها و نیز سقفی برای بدهی‌ها و کسری‌ها ایجاد می‌کنند. سرمایه‌داری مالی به‌صورت ذاتی متمایل به بی‌ثباتی فزاینده است، اما (این تمایل) می‌تواند به‌وسیله سیاست، نهادها و سنت‌ها تعدیل شود؛ اما نوآوری‌ها در سازمان، سیاست و تأمین مالی طی زمان می‌تواند سازوکار خنثی‌سازی را تحلیل برده و آن چیزی را ایجاد کند که مینسکی ابرچرخه می‌نامد. دافرموس و همکاران (۲۰۲۰) دو ابرچرخه پس از جنگ را تشریح می‌کنند: ابرچرخه نیروی کار و سرمایه‌گذاری و ابرچرخه تأمین مالی و سفته‌بازی.

ورنر (۱۹۹۷، ۲۰۰۵) با استفاده از الگویی از اعتبارات تفکیک‌شده، تفاوت میان اعطای اعتبار به تولید و اعطای اعتبار به دارایی‌ها را به رسمیت می‌شناسد. این الگو در مورد حباب دارایی‌ها در ژاپن که به بحران اعتبار در سال ۱۹۹۰ منجر شد، به‌کار رفت. بر پایه «نظریه مقداری اعتبار» ورنر، خلق اعتبار در راستای حمایت از مبادلات کالاها و خدمات به رشد تولید ناخالص داخلی می‌انجامد، در حالی که اعتبار خلق‌شده برای خرید دارایی‌های جاری<sup>۲</sup> فقط افزایش قیمت در بازارهای مالی و مستغلات را به‌همراه دارد. بزم (۲۰۱۴) با استنتاج از شومپیتر و ورنر، این (بحث) تفاوت اعتبار را تعمیم می‌دهد تا نشان دهد که تغییر در تخصیص بدهی به اختلال‌های بخش مالی<sup>۳</sup> منجر می‌شود که می‌تواند نقش آن در حمایت از اقتصاد را تضعیف کند. بزم و هادسن (۲۰۱۶) یک نکته اساسی را مطرح می‌کنند که

1. Contagion Mechanism.
2. Existing Assets.
3. Financial-Sector Aberrations.

«تأمین مالی (فاینانس) اقتصاد نیست» به این معنا که: رشد اعتبار و قیمت دارایی‌ها دلالت بر رشد درآمد ندارد.

در واقع، اینها دیدگاه‌های اقتصاد کلان هستند، اما یک بحث اقتصاد کلان دیگری وجود دارد که ابتدا توسط استیگلیتز و ویس (۱۹۸۱) مطرح شد. بر پایه این استدلال چنانچه نظام بانکی به حال خود رها شود، سطوح زیر بهینه‌ای<sup>۱</sup> از اعتبار را ایجاد می‌کند که به تخصیص ناکارای منابع منجر می‌شود. به دلیل اطلاعات نامتقارن، بانک‌ها اعتبارات را نه به صورت اتفاقی بلکه به صورت مزمن جیره‌بندی می‌کنند. بانک‌ها از ترس این که وام‌گیرندگان پرخطر را جذب کنند، تمایلی به افزایش نرخ‌های بهره برای اصلاح ریسک‌های درک‌شده<sup>۲</sup> ندارند. این همان تعریف شکست بازار است: قیمت‌ها، بازارها را تسویه نمی‌کنند. در نتیجه، اعتباردهندگان به‌منظور کاهش زیان‌های نکول بیشتر متمایل هستند که وام‌های وثیقه‌دار بدهند. بنابراین، سرمایه‌گذاری‌های مولد پرخطر با وجود بازدهی‌های بالاترشان ممکن است نتوانند از بازارهای اعتبار خصوصی تأمین مالی کنند.

## ۲-۲. شواهدی از انتقال بدهی

شواهد تجربی آشکاری وجود دارد که انتقال بدهی از دهه ۱۹۸۰ در آمریکا و انگلستان و از دهه ۱۹۹۰ در اقتصادهای دیگر دنیا اتفاق افتاده است. در دوران آزادسازی بازارهای مالی، بدهی خصوصی از وام به کسب و کارهای (تجارت) غیرمالی<sup>۳</sup> به اعتبارات خانوار<sup>۴</sup> تغییر شکل پیدا کرده است. آفر (۲۰۱۷) استدلال می‌کند که این آزادسازی (مانند افزایش سقف‌های حجم اعتبار و نرخ‌های بهره) بخشی از مجموعه تغییرات بزرگتری است که به‌عنوان چرخش بازار<sup>۵</sup> شناخته می‌شوند. این (آزادسازی‌ها) شامل فروش مسکن عمومی (دولتی)، سوق دادن بیشتر نیروی کار (زنان) به اقتصاد پولی‌شده<sup>۶</sup> (با امکان وام‌گیری بیشتر

1. Sub-Optimal.
2. Perceived Risk.
3. Non-Financial Business Loans.
4. Household Credit.
5. Market Turn.
6. Monetized Economy.

خانوار)، تبدیل نهادهای تامین مالی مشترک (انجمن‌های مالی ساختمانی و تعاونی‌ها و موسسات وام و پس‌انداز در حوزه املاک و مستغلات) به بانک‌های ملی جامع و رجحان‌های سیاستی به سمت خانه‌دار کردن قشر وسیعی از افراد جامعه، به‌عنوان یک سیستم خصوصی تأمین اجتماعی سالمندی به‌جای مؤسسات رفاهی دولتی هستند. این (آزادسازی‌ها) (به نوعی) بازآرایی جامعه بود تا آزادسازی صرف بازارهای مالی. آنها گذار از دولت رفاه قدیمی به «دولت متمرکز بر سیاست‌های جدید مسکن» در نظام سرمایه‌داری مبتنی بر املاک و مستغلات بودند (شوارتز و سیبروک ۲۰۰۸).

این دید گسترده آفر (۲۰۱۷) برای این مطالعه اهمیت فراوانی دارد؛ زیرا انتقال بدهی به سمت بازارهای دارایی‌های املاک و مستغلات را نشان می‌دهد که نه تنها به‌دلیل مقررات مالی بلکه به‌دلیل تغییر در سیاست‌هایی مانند یارانه وام خرید مسکن، رهاسازی نسبت‌های وام به ارزش و نیز وام به درآمد در وام‌های رهنی و ظهور تأمین منابع مبتنی بر بازار در بازارهای بین‌المللی (این امر وابستگی بانک‌ها به سپرده‌گیری داخلی را کاهش می‌دهد) اتفاق افتاده است. موضوع مشابهی به وسیله وولف (۲۰۱۴) نیز بسط داده شده است.

چرخش بازار آفر تا حد زیادی با دومین ابرچرخه نهادی پس از جنگ<sup>۱</sup> که توسط دافرموس و همکاران (۲۰۲۰) معرفی شد، هم‌پوشانی دارد. این ابرچرخه مجموعه جدیدی از نهادها، مقررات و ساختارهای سیاسی دهه ۱۹۸۰ را با هدف ایجاد ثبات در نظام مالی کلان پدید آورد که جهانی‌سازی مالی ویژگی برجسته آن به‌شمار می‌رود. البته این مجموعه جدید بازتاب‌دهنده جنبه اقتصاد کلان نولیبرالیسم است؛ مهم‌تر آن که نولیبرالیسم، بازگشت لیبرالیسم کلاسیک یا غلبه حزب راست به چپ آن‌چنان که آمیبل (۲۰۱۱) بیان می‌کند، نیست. در نولیبرالیسم به‌جای قرار گرفتن دولت‌ها و بازارها در کنار هم، فعالیت دولت در راستای خدمت به مفاهیم بازاری مانند رقابت و کارایی مهار می‌شود. (در نولیبرالیسم) فقط بازارهای مالی مقررات‌زدایی نشدند، بلکه نولیبرالیسم به معنی شکل جدیدی از مداخله و حمایت دولت از بازارهای مالی بود تا بتوانند گسترش پیدا کنند. این سیاست‌ها به‌وسیله هر دو حزب راست و چپ استقبال شد، سپس، به‌وسیله آرمان‌های جامعه از ایجاد شرایط عادلانه و برابر مانند خانه‌دار

1. The Second Post-War Institutional Super-Cycle.

شدن اکثریت افراد جامعه و دسترسی همگان به محصولات و بازارهای مالی توجیه شد. این تحول سیاست بیش از هر جا در بازار وام‌های رهنی نمود پیدا کرد.

تمرکز آفر (۲۰۱۷) بیشتر بر تحولات در انگلستان است. همان‌طور که در شکل ۱ نشان داده می‌شود، وام‌دهی بانک انگلستان به وام به کسب و کارهای غیرمالی و وام مسکن به خانوارها تفکیک شده است.<sup>۱</sup> سهم اعتبارات رهنی از تولید ناخالص داخلی بین سال‌های میانی دهه ۱۹۶۰ و سال‌های پایانی دهه ۱۹۷۰ به‌طور ناچیزی تغییر می‌کند؛ اما با آزادسازی (بازارهای مالی) در ابتدای دهه ۱۹۸۰، سهم وام‌های رهنی از تولید ناخالص داخلی از ۱۶ به ۳۶ درصد افزایش می‌یابد. این با رشد ناچیز سهم اعتبارات کسب و کارها از تولید ناخالص داخلی یعنی از ۹ به ۱۵ درصد، مقایسه شود.

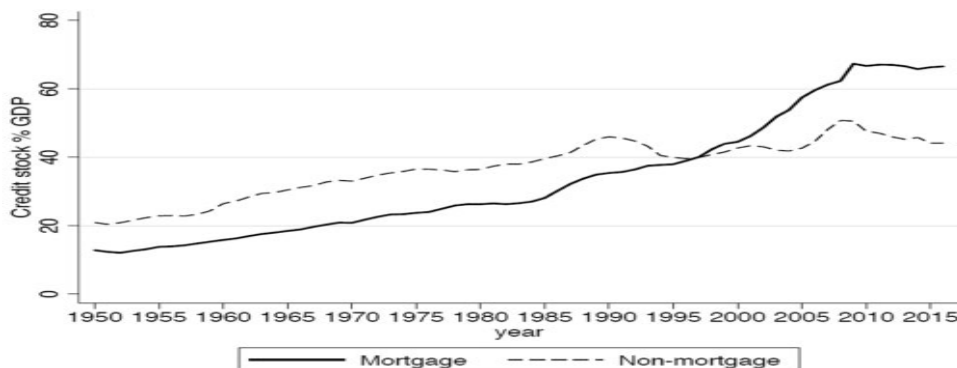
با آزادسازی و سیاست‌های دیگر چرخش به سمت بازار و به دنبال رونق جهانی بازار مسکن که از سال ۲۰۰۲ شروع شد، رشد دوم (وام‌های) رهنی اتفاق افتاد و میزان وام‌های رهنی به تولید ناخالص داخلی از ۴۳ درصد در سال ۲۰۰۲ به ۶۳ درصد در سپتامبر ۲۰۰۸ افزایش یافت. از زمان بحران، وام‌های رهنی و غیررهنی با روند کاهشی همراه شدند.<sup>۲</sup> این انتقال بدهی نه تنها با تحلیل آفر (۲۰۱۷) بلکه با بحث مینسکی سازگار است که بیان می‌کند در اقتصادهای بازاری بدون مقررات، تمایلی ذاتی وجود دارد که منابع مالی به مصارف پرخطر و کمتر مولد تخصیص می‌یابد.

۱. تا پیش از سال ۱۹۶۳، کل وام‌های مسکن بیشتر از وام‌های تجاری است. به احتمال زیاد، دلیل آن این است که وام‌های کسب و کارهای شخصی کوچک که با دارایی مالک آن تضمین شده‌اند، به‌عنوان وام مسکونی ثبت شده‌اند، اگرچه در واقع وام‌های کسب و کارهای کوچک هستند. داده‌ها به ما اجازه نمی‌دهند که بین اینها و وام‌های مسکونی تمایز قابل شویم. احتمالاً این اختلال با گذشت زمان کوچکتر می‌شود، زیرا بانک‌ها وام‌دهی خود را از مشاغل کوچک به مشاغل بزرگتر تغییر داده‌اند.

۲. به گفته اداره آمارهای ملی، افزایش چشمگیر در نسبت‌های اعتبار به تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۲۰ یک اثر متعارف ناشی از اقدامات بحران COVID-19 بوده که تولید ناخالص داخلی را در فصل دوم تا ۲۰/۴ درصد کاهش داده است. با اندازه‌گیری بر حسب استرلینگ، وام‌دهی در واقع، افزایش ناچیزی داشته است.

بزم و همکاران (۲۰۲۰) بر اساس نمونه‌ای از ۷۳ اقتصاد در سال‌های ۲۰۱۶-۱۹۹۱، انتقال بدهی را به‌عنوان یک گرایش جهانی گزارش می‌دهند. جوردا و همکاران (۲۰۱۷) با نمونه‌ای از ۱۷ کشور انتقال بدهی را تأیید می‌کنند.

شکل ۲. انتقال بدهی در ۱۷ اقتصاد توسعه یافته در سال‌های ۲۰۱۶-۱۹۵۰



مأخذ: آمارها از پایگاه داده Jorda-Schularick-Taylor macro history استخراج شده‌اند (آخرین اطلاعات مربوط به آگوست ۲۰۲۱ و به نشانی [www.macrohistory.net/data](http://www.macrohistory.net/data) است).

توجه کنید اعتبار غیررهنی، وام به بنگاه‌های غیرمالی و خانوارها به منظور مصرف است. وام مسکن شامل املاک و مستغلات خانگی و تجاری است.

شکل ۲ که مبتنی بر داده‌های به‌روز شده جوردا و همکاران (۲۰۱۷) است، نشان می‌دهد که از سال ۱۹۵۰ تا پایان دهه ۱۹۸۰، زمانی که آزادسازی‌های مالی چرخش بازار اتفاق افتاد، اعتبارات رهنی و غیررهنی به دنبال هم حدود ۲۰ واحد درصد تولید ناخالص داخلی افزایش پیدا کردند. در سال‌های پایانی دهه ۱۹۷۰ و ابتدای دهه ۱۹۸۰ یعنی میانه گبرودار تورم و رکودهای اقتصادی بالا، رشد هر دو نوع اعتبارات- اعتبارات رهنی و غیررهنی- متوقف شد؛ اما حدوداً از سال ۱۹۸۷ تا زمان اثرگذاری بحران بزرگ مالی در (اقتصاد جهانی) یعنی سال ۲۰۱۰، نسبت وام‌دهی رهنی به تولید ناخالص داخلی در اقتصادهای توسعه‌یافته در شرایطی که نرخ‌های دیگر همه در حال رشد بودند، توانست افزایش یابد.<sup>۱</sup>

۱. به دلیل سررسید طولانی وام‌های مسکن، بحران سال ۲۰۰۸ بی‌درنگ منحنی رشد وام مسکن را صاف نکرد.

از سال ۱۹۸۷ در ۱۷ اقتصاد این نرخ به‌طور متوسط از ۳۰ درصد به ۶۷ درصد از تولید ناخالص داخلی افزایش یافت. برخلاف اعتبار رهنی، رشد اعتبار غیررهنی متأثر از رکودهای ابتدای دهه ۱۹۹۰، ضعیف‌تر و ناپایدارتر بود و تا بحران سال ۲۰۰۸ به‌شدت و بی‌درنگ صدمه دید. طی ۳۰ سال یعنی سال‌های ۲۰۱۶-۱۹۸۷ اعتبار غیررهنی افزایش پیدا نکرد، اما در عوض حول و حوش ۴۵ درصد تولید ناخالص داخلی باقی ماند. از سال ۲۰۱۰ نیز اعتبارات رهنی به‌کندی و اعتبارات غیررهنی به‌شدت در حال کاهش هستند.

### ۲-۳. اثرات اقتصاد کلان انتقال بدهی

همان‌طور که در بالا تشریح شد، این روندها همراه با نظریه‌های پتانسیل اعتبار برای رشد و بحران نشانگر اثرات منفی «انتقال بدهی» بر پیامدهای اقتصاد کلان است. اینها در واقع، در متون تجربی بازتاب یافته‌اند. بزمر و همکاران (۲۰۱۶) با مطالعه‌ای از ۴۶ اقتصاد در دوره ۲۰۱۱-۱۹۹۰ به رابطه‌ای منفی بین رشد اقتصادی و حجم وام‌های بانکی به بخش املاک و مستغلات داخلی، اما به رابطه مثبت جریان‌های اعتبار به بخش تجاری غیرمالی با رشد درآمد پی می‌برند. نتایج مشابهی در مطالعه‌های تک کشوری شامل ژاپن (ورنر ۱۹۹۷)، اسپانیا (ورنر ۲۰۱۴)، انگلستان (رایان-کولینز و همکاران ۲۰۱۶)، و آمریکا (بزمر ۲۰۱۴) گزارش شده است. مین و همکاران (۲۰۱۵) ۳۰ کشور را در دوره ۲۰۱۲-۱۹۶۰ بررسی کرده و درمی‌یابند که افزایش نسبت بدهی خانوار به تولید ناخالص داخلی طی سه سال، رشد تولید ناخالص داخلی کمتر و بیکاری بیشتر را برای دوره پس از آن به دنبال دارد. به همین ترتیب، بسیاری از مطالعات دیگر اثرات متفاوت اقتصاد کلان اشکال مختلف وام‌دهی را نشان می‌دهند (بیوکاباکا و والو ۲۰۱۰؛ شولاریک و تیلور، ۲۰۰۹؛ بوریو و همکاران، ۲۰۱۱؛ بزمر ۲۰۱۴؛ بزمر و همکاران، ۲۰۱۶؛ جوردا و همکاران، ۲۰۱۵).

تخصیص اعتبار فقط متوسط رشد را متأثر نمی‌کند، بلکه ثبات رشد را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. طیفی از مطالعه‌ها تأیید می‌کنند که رکودهای ترازنامه<sup>۱</sup> که به دنبال رونق‌های اعتباری<sup>۲</sup> ایجاد می‌شوند،

1. Balance-Sheet Recessions.

2. Credit Booms.



نسبت به بحران‌هایی مانند حباب بازار بورس که شامل حباب‌های اعتباری نمی‌شوند، ماندگاری و عمق بیشتری دارند (سجتی و همکاران ۲۰۱۱؛ فلدکرچر ۲۰۱۴؛ بابک و دیگران ۲۰۱۳).

به‌طور خاص، حباب‌های اعتباری مربوط به املاک و مستغلات عمیق‌تر و ماندگارتر هستند. جوردا و همکاران (۲۰۱۶) با استفاده از داده‌های ۱۷ اقتصاد از سال ۱۸۷۰ اثرات قدرتمند بحران‌زایی اعتبارات رهنی را گزارش می‌دهند. مولر و ورنر (۲۰۲۱) با مطالعه اعتبارات تفکیک‌شده در ۱۱۶ اقتصاد از دهه ۱۹۴۰ درمی‌یابند که وام‌دهی به خانوار و بخش غیرقابل مبادله (بیشتر املاک و مستغلات) نسبت به بخش قابل مبادله موجب چرخه‌های رونق و رکود، تخصیص نادرست منابع میان بخش‌ها و کاهش بهره‌وری می‌شود. سازوکارهای زیادی این (بحث) را توضیح می‌دهند. کلاسنز و همکاران (۲۰۱۰) درمی‌یابند که بدهی رهنی تنش در بازار مالی را افزایش می‌دهد. همان‌طور که بیوک و کاروس (۲۰۰۹) هم نشان می‌دهند بدهی رهنی به رشد سریع مصرف، واردات بیشتر و ترازهای خارجی ضعیف‌تر منجر می‌شود. وام‌های رهنی بیشتر به خانوارها توسط بانک‌های بریتانیا پیش از بحران به کاهش چشمگیر اعتبار تجاری در دوره پس از بحران منجر شد (زنگ و همکاران ۲۰۱۷) و بزمر و زنگ (۲۰۱۹) نشان می‌دهند انتقال بدهی در تخصیص اعتبار در مقایسه با رشد اعتبار با عمق رکودهای پس از بحران رابطه قوی‌تری دارد.

تخصیص اعتبار افزون بر رشد اقتصادی و ثبات مالی، نابرابری‌های درآمد و ثروت را متأثر می‌کند. اعطای اعتبارات به دارایی‌های مالی یا املاک و مستغلات موجود، قیمت دارایی‌ها را متورم می‌کند. این امر بازدهی‌های مبتنی بر درآمد سرمایه و سودهای سرمایه - که در بیشتر موارد به خانوارهای با درآمد بالا تعلق می‌گیرد - را به‌وجود می‌آورد، به‌جای آن که از تولید سود و دستمزد که در توزیع درآمد به‌طور یکنواخت به افراد تعلق می‌گیرد، حمایت کند. فراسدورف و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که تغییرات در درآمدهای سرمایه‌ای و نه درآمدهای دستمزدی، موجب تغییرات در نابرابری‌های درآمدی در انگلستان، آلمان و آمریکا شده است. بزمر و همکاران (۲۰۱۷) با مطالعه‌ای از ۲۶ کشور اروپایی بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۲۰۱۲ درمی‌یابند که اعتبار بانکی به بازارهای دارایی‌های مالی و املاک و مستغلات، دستمزد را در صنایع مستغلات، بیمه و تأمین مالی افزایش می‌دهند و به نابرابری درآمدی بیشتر دامن

می‌زنند، در حالی که اعطای اعتبارات به کسب و کارهای غیرمالی، نابرابری درآمدی را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، تعدادی از مطالعه‌ها نشان می‌دهند که اعتبار رهنی به شدت موجب افزایش قیمت مسکن نسبت به درآمد شده و مشکلات قیمت مسکن<sup>۱</sup> با رشد اعتبارات املاک و مستغلات ارتباط دارند (گودارت و هافمن، ۲۰۰۸؛ اندروز و همکاران، ۲۰۱۱؛ صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۱؛ دوکا و همکاران، ۲۰۱۱؛ آفر ۲۰۱۷؛ ریان-کالینز، ۲۰۱۸). در دوران «انتقال بدهی» (شکل ۲) شکاف درآمدی فزاینده‌ای بین صاحبان دارایی و دیگران وجود داشت. (پیکتی ۲۰۱۵؛ روگنیل ۲۰۱۴؛ استیگلیتز ۲۰۱۵).

### ۳. مباحث مربوط به سیاست‌های اعتباری

از آنجا که به گفته مینسکی، گرایش «انتقال بدهی» در تار و پود سرمایه‌داری (بدون قاعده) ساخته شده است و نتایجی را به همراه دارد که از نظر اقتصادی و اجتماعی نابهینه (کمتر از حد بهینه) هستند، پای مباحث سیاست‌های اعتباری به میان کشیده می‌شود. در این بخش، اشکال متفاوت سیاست‌های اعتباری را به‌طور ملموس‌تری توضیح می‌دهیم و به استدلال‌های موافق و مخالف می‌پردازیم.

#### ۳-۱. تعریف سیاست اعتباری

مفهومی کردن سیاست اعتباری کار آسانی نیست. با توجه به شیوه‌ها، تعاریف مختلفی در کشورها و زمان‌های مختلف مطرح می‌شوند (ورنر ۲۰۱۰). ابزارهای سیاست اعتباری برای اهداف متفاوتی به کار گرفته شده‌اند (اپستاین و شور، ۱۹۹۰؛ هاجمن، ۱۹۷۳؛ سیلبر، ۱۹۷۳). به این ترتیب، سیاست اعتباری ممکن است همانند مونت (۲۰۱۴) تعریف شود که می‌گوید هر گونه ابزاری که به‌وسیله دولت یا بانک مرکزی برای اثرگذاری بر تخصیص اعتبار به کار رود، سیاست اعتباری نامیده می‌شود (فردیمن و شوارتز ۱۹۶۷؛ رومر و رومر ۱۹۹۳). ابزارهای سیاست اعتباری - که در جدول ۱ خلاصه شده است - اقدامات مهار اعتبار مانند اعمال سقف‌های اعتباری، سهمیه‌های اعتباری، سقف‌های نرخ بهره و همچنین سیاست‌های هدایت اعتبار مانند تعیین حداقل سهم وام‌دهی به اقتصاد واقعی (باتیسون و همکاران ۲۰۱۷)، اعطای اعتبار به یک بخش خاص (استیگلیتز ۲۰۱۸) و تعیین نسبت‌های نقدینگی و نسبت‌های

ذخیره که بخش‌های خاصی را معاف یا شرایط مطلوبی را ارائه می‌دهد (کبلر و مونت ۲۰۱۴)، در بر می‌گیرند.

### جدول ۱. مثال‌هایی از ابزارهای سیاست اعتباری

ابزارهایی که تقاضای اعتبار را تحت تأثیر قرار می‌دهند:

- نسبت‌های وام به ارزش،
  - نسبت‌های بدهی به درآمد،
  - نسبت‌های وام به درآمد،
  - الزامات حاشیه‌ای<sup>۱</sup>،
  - سررسیدهای وام،
  - سناریوهای آزمون توان مالی<sup>۲</sup>،
  - میزان یارانه‌های خرید مسکن و ضمانت وام مسکن،
  - یارانه‌های اعتباری برای صادرات، کشاورزی و بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMEs).
- ابزارهایی که عرضه اعتبار را تحت تأثیر قرار می‌دهند:
- سهمیه‌ها و سقف‌های اعتباری،
  - سقف‌های نرخ بهره،
  - نسبت اهرمی الزامات ذخیره قانونی<sup>۳</sup> (استثناها)،

۱. شروط اعتبار بابت خرید حاشیه‌ای (Margin Requirements) به شروطی قانونی گفته می‌شود که برای تنظیم مقدار اعتبار پرداختی بابت خرید حاشیه‌ای تعیین می‌شود. این اصطلاح خرید حاشیه‌ای (Margin Buying) در بورس کاربرد دارد. در این نظام خریدار فقط درصد معینی از کل قیمت خرید را فراهم می‌آورد و کارگزار با دریافت بهره آن، مانده وجه مورد نیاز را می‌پردازد تا آن که سرانجام خریدار یا اوراق را بفروشد، یا آن که با پرداخت بدهی خود به کارگزار، اوراق را باز ستاند (م).

### 2. Affordability Test Scenarios.

### 3. Reserve Requirements Leverage Ratio (Exemptions).

-الزام داشتن ذخیره (Reserve Requirements) - بانک مرکزی می‌تواند بانک‌ها را ملزم به داشتن ذخیره در مقابل سپرده‌های دریافتی از عموم بنماید. این حالت را الزام داشتن ذخیره می‌گویند و گاهی عبارت ذخایر قانونی (Legal Reserves) را برای توصیف آن به کار می‌برند و تغییر در میزان ذخایر الزامی (Required Reserves) در نقدینگی بانک تغییراتی به وجود می‌آورد که سرانجام می‌تواند بر جریان اعطای اعتبار توسط بانک به مشتریان اثر بگذارد. به همین دلیل نیز از ذخایر قانونی به‌عنوان ابزاری در جهت تنظیم فعالیت‌های اعتباری در اقتصاد استفاده می‌شود (م).

- الزامات سرمایه (موزون به ریسک)،
- محدودیت‌های پرتفوی (موجودی اوراق بهادار)<sup>۱</sup>،
- فشارهای نظارتی و اقبای اخلاقی،
- نسبت‌های وام به سپرده،
- نرخ‌های تنزیل بخشی
- الزامات وثیقه<sup>۲</sup>،
- تأمین منابع برای وام‌دهی و TLTRO،
- نسبت‌های وام‌دهی نسبی<sup>۳</sup>،
- برنامه‌های خرید دارایی بانک مرکزی،
- بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری و واسطه‌های اعتباری تخصصی عمومی.

مأخذ: تفسیرهای نویسندگان.

اقدامات غیرمستقیم‌تر در سمت عرضه، شامل سقف‌های تنزیل مجدد، خطوط تأمین مالی مجدد هدفمند، موزون‌سازی با ریسک و الزامات وثیقه می‌شود که بر مقدار یا قیمت اعتبار تأثیر می‌گذارند. سیاست اعتباری ممکن است به شکل اقدامات طرف تقاضا باشد، مانند تعیین محدودیت‌های وام به ارزش و وام به درآمد که به سمت وام‌گیرندگان تنظیم شده است. بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری (SIBS) یا مؤسسات اعتباری تخصصی با هدف توسعه اقتصادی را می‌توان مؤسساتی دانست که یک هدف خاص را در تخصیص اعتبار دنبال می‌کنند (وردیر ۲۰۰۰).

- نسبت تغییر (Leverage Ratio) یکی از نسبت‌های مالی است که ساخت مالی یک واحد را نشان می‌دهد. نسبت‌های مالی شامل نسبت نقدینگی (Liquidity Ratio) و نسبت تغییر می‌باشد (م).  
 ۱. موجودی اوراق بهادار (Portfolio) - یک معنی اصطلاح، موجودی هر گونه اوراق بهادار متعلق به یک فرد است که بانک به نمایندگی از سوی وی به اداره یا کنترل آن می‌پردازد. معنی دیگر آن، مجموعه اوراق بهاداری است که در حساب صندوق امانت بانک به نام یک مشتری قرار داده شده و مدیریت و سرمایه‌گذاری آن را بانک برعهده می‌گیرد. سرانجام، مفهوم وسیع عبارت نشان‌دهنده تمام اوراق بهاداری است که به یک فرد یا یک شرکت تعلق دارد. کاربرد واژه به این مفهوم از آن جا ناشی می‌شود که برگه‌های بهادار را معمولاً در کیف نگاهداری و حمل می‌کردند (م).

2. Collateral Requirements.

3. Proportional Lending Ratios.

ابزارهای سیاست اعتباری با سیاست پولی هم‌پوشانی دارند، اما با هم یکسان نیستند. هر دو اقدامات مداخله‌جویانه‌ای در فرآیند تخصیص (اعتبار) هستند و (می‌توانند به‌عنوان) ابزارهایی برای کنترل عرضه پول و تورم به‌کار گرفته شوند. این بحث به‌ویژه تا دهه ۱۹۷۰ درست است یعنی زمانی که سیاست پولی بیشتر بر عرضه اعتبار (تا نرخ‌های بهره) به‌عنوان ابزار سیاستی کلیدی متمرکز شده بود.<sup>۱</sup> بر پایه مطالعه مونت (۲۰۱۴) یک تفاوت (بین سیاست پولی و اعتباری) آن است که سیاست پولی به مدیریت سطح قیمت‌ها می‌پردازد، در حالی که سیاست اعتباری به‌جای تورم به فرآیند تخصیص اعتبار با پیامدهایی برای توسعه صنعتی توجه می‌کند (سیلبر ۱۹۷۳؛ هاگمن ۱۹۷۳). بنابراین، سیاست پولی و سیاست اعتباری اهداف متفاوتی دارند (ثبات قیمت‌ها در مقابل تخصیص اعتبار) و می‌توانند کنار هم وجود داشته باشند. در مقابل، ورنر (۲۰۰۵ و ۲۰۱۰) و استیگلیتز (۲۰۱۸ و ۲۰۱۵) سیاست اعتباری را به‌عنوان شکلی تمام‌عیار از سیاست پولی می‌بینند.

سیاست اعتباری گسترده‌تر از سیاست احتیاطی کلان<sup>۲</sup> است. سیاست احتیاطی کلان (سروتی و دیگران ۲۰۱۷؛ دی نیکولو و دیگران ۲۰۱۲) با محدود کردن رشد اعتبار به بخش‌های خاص (همانند کنترل‌های اعتباری)، مهار رشد اعتبارات کل و یا تضمین سپر سرمایه‌ای کافی در مؤسسات مالی، کاهش ریسک سیستمی در سیستم مالی را هدف قرار می‌دهد (آدریان ۲۰۱۷). در مقابل، اهداف سیاست اعتباری معمولاً با توجه به بخش واقعی، - و نه فقط بخش مالی - تعریف شده‌اند.

در عمل، تمایزهای بین این دو سیاست مبهم هستند. الزامات داشتن ذخیره قانونی برای تأثیرگذاری بر شرایط کلی اعتبار می‌تواند با توجه به پرتفوی وام بانکی متفاوت باشد یا فعالیت وام‌دهی در حوزه‌های اولویت‌دار ممکن است، استثناً شود (میلر ۱۹۷۳)؛ همچنین، ممکن است سقف نرخ‌های بهره به‌گونه‌ای تعیین شود که کل ساختار سررسیدها پایین‌تر از سطح نرخ بازار قرار گیرد و هم‌زمان وام‌دهی در اقتصاد کلان تقویت یا رشد صادرات تسریع شود (مونت ۲۰۱۴).

۱. سیاست پولی تا سال ۱۹۷۰ در حالت کلی شامل «محدودیت مقداری و ضد چرخه رشد اعتباری از طریق کاهش در سقف‌های تنزیل مجدد (جیره‌بندی اعتبار) برای محدود کردن تورم بود» (کلبر و مونت ۲۰۱۴، ص ۱۵۶).

بر پایه نظر گودهارت (۱۹۸۹)، بسیاری از کشورهای صنعتی خارج از آمریکای شمالی، از سال ۱۹۴۵ تا دهه ۱۹۸۰ در برخی دوره‌ها یا بیشتر زمان‌ها، برخی از اشکال کنترل‌های مستقیم روی حجم وام‌های بانکی را اعمال کرده‌اند. چنین سیاست‌هایی در انگلستان به نام «اقتنای اخلاقی»، در آلمان به نام «مسقف کردن اعتبار<sup>۱</sup>»، در آمریکا به نام «کنترل‌های اعتباری»، در فرانسه به نام «محصور کردن اعتبار<sup>۲</sup>»، در تایلند، کره جنوبی و چین به نام «طرح‌های برنامه‌ریزی اعتباری» و در ژاپن به نام «هدایت پنجره‌ای» به کار رفته‌اند.

### ۳-۲. نقد تحریفی<sup>۳</sup> سیاست اعتباری

به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری در دهه ۱۹۸۰ با نقد تحریفی همراه شد که در ادبیات سرکوب مالی<sup>۴</sup> مطرح شده بود (مایر ۱۹۷۵) که برجسته‌ترین آن ریشه در مطالعات مکینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) داشت. تا حد زیادی، این دیدگاه زمینه‌های نظری را برای بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول به وجود آورد تا سیاست اعتباری را رد کنند و آزادسازی مالی و خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری را تأیید کنند (بانک جهانی، ۱۹۸۹؛ الکساندر و همکاران ۱۹۹۵؛ کاپریو و هرنوهان ۲۰۰۱؛ مگینسون، ۲۰۰۵).

تصور می‌شد که سیاست‌های اعتباری و بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری موجب قیمت‌گذاری نادرست سرمایه، انحراف در تخصیص کارای منابع و سطوح پایین‌تری از اعتبار به فعالیت‌های مولد و سرمایه‌گذاری<sup>۵</sup> می‌شود. استدلال این بود که مداخله در بازارهای اعتباری که موجب کاهش نرخ‌های بهره کمتر از سطوح تعادلی بازار می‌شود، کانالی به‌وجود می‌آورد که اعتبار را به سمت بخش‌های کمتر

1. Kreditplafondierung.

2. Encadrement du Credit.

3. Distortion Critique.

۴. سرکوبی مالی (Financial Repression) - به عمل برهم زدن نظام مالی با استفاده از بهره منفی، کمک مالی بابت بهره به برخی از وام‌گیرندگان ممتاز، تخصیص انتخابی اعتبار و اعمال کنترل توام با دولت‌سالاری بیش از حد بر نظام مالی، گفته می‌شود (م).

5. Productive Credit and Investment.

مولد و بنگاه‌های ناکارا سوق می‌دهد (الکساندر و همکاران ۲۰۰۱؛ فرای ۱۹۹۵). وقتی که نرخ‌های بهره از تسویه‌کردن تعادل‌های بازار پول و اعتبار منع بشوند، کیفیت و کل میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به سطوح کمتر از بهینه کاهش پیدا می‌کند (گیمچ و استروترز ۲۰۰۳؛ فرای ۱۹۹۵؛ لوییزوس ۲۰۱۸). در مقابل، بازارهای مالی رقابتی بدون محدودیت<sup>۱</sup> که سرمایه را بر اساس کمبود آن قیمت‌گذاری می‌کنند، اجازه می‌دهند که اعتبار به سمت افرادی جریان پیدا کند که قادر به پرداخت بالاترین نرخ‌ها (تعدیل‌شده با ریسک) هستند و قادرند از منابع به کاراترین وجه ممکن استفاده کنند. نتیجه این موضوع، بهبود در کارایی سرمایه‌گذاری خواهد بود (الکساندر و همکاران ۱۹۹۵، ص ۱۵).

بحث نقد تحریفی به‌وسیله تعدادی از مطالعه‌های تجربی بین‌کشوری و همچنین، ادبیات عمومی سرکوبی مالی حمایت شده است (برای مثال الکساندر و همکاران ۱۹۹۵؛ اوددوکان ۱۹۹۶؛ یارون و همکاران ۱۹۹۸). تا حدودی، نقد تحریفی با شواهدی که نشان می‌دهد سیاست‌های اعتباری به رشد و صنعتی‌شدن موفق در ژاپن، کره جنوبی و تایوان کمک کرده است (امسدن و اوه ۱۹۹۳؛ بانک جهانی ۱۹۹۳؛ کالومیریس و هیملبرگ ۱۹۹۳؛ ویتاس و چاو ۱۹۹۶) - همان‌طور که در گذشته در اروپا، انگلستان و ایالات متحد کمک کرده است - به چالش کشیده می‌شود (چانگ، ۲۰۰۲)؛ اما شرایط اجتماعی و نهادی آنها در مراحل گذار و صنعتی‌شدن با اقتصادهای پیشرفته بسیار متفاوت بوده است (شرانک و کورتز ۲۰۰۵).

### ۳-۳. مسائل مربوط به نقد تحریف: شواهد تجربی

شواهد اقتصاد خرد فراوانی وجود دارد که نقد تحریف را تأیید می‌کنند. معمولاً این مطالعه‌های تجربی به‌عنوان سنجه‌ای برای نتایج مطلوب عملکرد متغیرهایی مانند سودآوری و کارایی بخش بانکی یا نرخ‌های بازپرداخت وام‌گیرندگان در نظر گرفته می‌شوند.

اما اهداف سیاست‌های اعتباری ایجاد بخش بانکداری کارآمدتر و یا سودهای بانکی بالاتر و یا مطالبات غیرجاری کمتر نبوده است (و نیست). هدف سیاست‌های اعتباری رسیدن به کسب و کارهای

1. Unconstrained Competitive Financial Markets.

کوچک یا مزارع، کاهش وام‌های مصرفی و رهنی، رشد بخش‌های اولویت‌دار یا تأمین مالی نوآوری در اقتصاد است. در اصل، این موارد سرمایه‌گذاری‌های دشوار و ریسکی با سطوح بالای ناطمینانی هستند و احتمالاً اثرات منفی کوتاه‌مدتی بر کارایی بانک و وام‌های معوقه دارند. اینها هزینه‌های سیاست اعتباری هستند که -اگر همه چیز به خوبی پیش برود- با نوآوری، افزایش درآمدها، کارایی و اشتغال ایجاد شده در بلندمدت تعدیل خواهند شد. برای ارزیابی عملکرد سیاست‌های اعتباری بر حسب شاخص‌های کوتاه‌مدت بخش مالی، اهداف و عقلانیت حاکم بر این سیاست‌ها را کنار می‌گذاریم.<sup>۱</sup>

حتی خارج از خود بخش مالی، مؤسسات و سیاست‌های اعتباری اغلب بر اثربخشی<sup>۲</sup> بیشتر از کارایی<sup>۳</sup> متمرکز هستند؛ یعنی ترویج نوآوری و تأمین مالی در جهت‌های مطلوب اقتصادی و اجتماعی که بیشتر به‌عنوان بخشی از برنامه‌های گسترده سیاست صنعتی دولت و بیشتر شامل اثرات سرریز مفید به بخش‌های دیگر است (مازوکاتو و پنا ۲۰۱۶؛ مکفارلین و مازوکاتو ۲۰۱۸)؛ همچنین آنها بر مقادیر تولید، اشتغال و صادرات بیشتر از منافع بهره‌وری<sup>۴</sup> متمرکز هستند. اگر خروج از برنامه‌های سیاست اعتباری موجب شود که تعداد بنگاه‌های کمتر اما کارا تر بتوانند اعتبار دریافت کنند، یا با کاهش مقادیر وام ولی با بهره‌وری بالاتر وام، هزینه‌های وام‌گیری بنگاه‌ها کاهش یابد، معمولاً این بحث معمولاً در ادبیات «نقد تحریفی» که بر کارایی متمرکز است، به‌عنوان یک بهبود<sup>۵</sup> در نظر گرفته می‌شود؛ اما این موضوع ممکن است بر حسب اهداف سیاست اعتباری، یک بهبود نباشد. به دلیل همین مشکلات بسیاری از شواهد اقتصاد خرد به‌عنوان یک ارزیابی منصفانه از موفقیت سیاست اعتباری در نظر گرفته نمی‌شوند (ناستپاد، ۲۰۰۱، برای جزئیات بیشتر به شوارتز ۱۹۹۲، رومر و رومر ۱۹۹۳ و مونت ۲۰۱۴ رجوع کنید).

۱. با این حال، متنهایم و بوزباخ (۲۰۱۲، ص ۵۸۷) استدلال می‌کنند که بانک‌های غیرانتفاعی تعاونی از دهه ۱۹۸۰ در اروپا، به‌ویژه در فرانسه، ایتالیا و اسپانیا از بانک‌های خصوصی در سودآوری و مهار ریسک بهتر عمل کرده‌اند.

2. Effectiveness.
3. Efficiency.
4. Immediate Productivity Gains.
5. Improvement.



احتیاط مشابهی با توجه به شواهد موجود در بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری لازم است. بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری معمولاً به دلیل «انتخاب برندگان»<sup>۱</sup> یا «بیرون راندن»<sup>۲</sup> ابتکارات خصوصی<sup>۳</sup> مورد انتقاد هستند. این موضوع احتمالاً از اثرات سرریز پویایی که به وسیله نوع سرمایه‌گذاری‌های مأموریت‌گرا<sup>۴</sup> ایجاد شده و در بیشتر موارد توسط بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری تأمین مالی می‌شوند، غافل می‌ماند (متنهایم و بوتزباخ، ۲۰۱۲ در اروپا؛ متنهایم و بوتزباخ، ۲۰۱۴؛ مک فارلین و مازوکاتو، ۲۰۱۸؛ کاتل و همکاران، ۲۰۱۸). افزون بر این، هیچ شواهد قوی از رابطه منفی بین مالکیت دولتی بانک‌ها و متوسط نرخ‌های رشد درآمدی وجود ندارد. مطالعه‌های معروفی که این ادعا را دارند، عبارتند از مطالعه ساپنزا (۲۰۰۴) که یک مطالعه در سطح بنگاه در کشور ایتالیا است و مطالعه لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲) که یک مطالعه رگرسیونی بین کشوری است. این مطالعه‌ها به شدت تحت تأثیر (دیدگاه‌های) بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول بوده که به دنبال خصوصی‌سازی بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه هستند. اما یافته‌های مطالعه لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲) آنقدر قوی نیست که متغیرهای دیگر شرطی مانند کیفیت حاکمیت سازمانی<sup>۵</sup> را وارد (مدل خود) کنیم. آلتونباس و همکاران (۲۰۰۱) گزارش می‌کنند که

1. Picking Winners.

2. Crowding Out.

۳. بیرون راندن ابتکارات، طرح‌ها یا ایده‌های نوآورانه بخش خصوصی (Crowding Out Private Initiative) - اثر بیرون راندن یا جایگزینی یک نظریه اقتصادی است که استدلال می‌کند افزایش مخارج بخش دولتی باعث کاهش یا حتی حذف هزینه‌های بخش خصوصی می‌شود. در علم اقتصاد، این پدیده زمانی رخ می‌دهد که افزایش مشارکت دولت در بخشی از اقتصاد بازار به طور چشمگیری بر بقیه بخش‌های بازار چه در سمت عرضه یا چه در سمت تقاضای بازار اثر می‌گذارد (م).

4. Mission-Oriented Investments.

- یک رویکرد مأموریت‌گرا (Mission-Oriented Approach) از چالش‌های خاص برای تحریک نوآوری در بخش‌های مختلف اقتصادی استفاده می‌کند؛ یعنی از طریق مأموریت‌های کاملاً تعریف شده بر حل چالش‌های مهم اقتصادی متمرکز می‌شود (م).

5. Quality of Institutional Governance.

بانک‌های دولتی و تعاونی<sup>۱</sup> نسبت به رقبای بخش خصوصی خود در واقع، مزیت‌های سود و هزینه‌های کمتری دارند. آندریانوا و همکاران (۲۰۱۲) با استفاده از پنبلی از کشورهای جهان در دوره ۲۰۰۷-۱۹۹۵ در می‌یابند که مالکیت دولتی بانک‌ها با متوسط نرخ‌های رشد درآمدی بالاتر همراه شده است.

#### ۳-۴. مسائل مربوط به نقد تحریفی: نظریه

در مورد نقد تحریف، مسائل نظری وجود دارد؛ یکی از مسائل اصلی آن است که نقد تحریف مبتنی بر فرض تعادل رقابتی است. مسائل دیگر عبارتند از دیدگاه نادرست «وجه وام‌دانی»<sup>۲</sup> که در ذات این انتقاد وجود دارد، نبود تمایز بین انواع استفاده از اعتبار، بی‌اعتمادی بی‌اساس نسبت به دولت در برابر فعالان بازار و نادیده گرفتن واقعیت بانکداری مبتنی بر بازار به جای بانکداری محدود سنتی.

مفهوم تعادل رقابتی به دلیل ماهیت بازارهای اعتباری مشکل‌آفرین است؛ زیرا از یک سوی، بسیاری از بازارهای اعتباری ملی در سلطه شماری از بانک‌های بزرگ قرار دارند، در حالی که فرض پایه در مدل‌های تعادلی معمولاً (وجود) بازارهای به شدت رقابتی است. مسأله مهم دیگر، بحث استیگلیتز-وایس است که می‌گوید از دیرباز بازارهای اعتباری حتی -در واقع، به‌ویژه- در بازارهای رقابتی جیره‌بندی<sup>۳</sup>

۱. بانک‌های تعاونی (Mutual Banks) - بانک تعاونی بانکی متعلق به مشتریان آن بوده که به عنوان اعضای آن نیز شناخته می‌شوند. بانک‌های تعاونی انواع محصولات و خدمات مشابه بانک‌های سنتی را ارائه می‌دهند؛ مانند حساب‌های تراکنش، حساب‌های پس‌انداز، وام مسکن و کارت‌های اعتباری. بانک‌های تعاونی به بانک‌های تحت مالکیت مشتری نیز معروف هستند. برخلاف بانک‌های سنتی که سود به سهامداران پرداخت می‌شود، در بانک‌های تعاونی سود بانکی متعلق به مشتریان است و به نفع مشتریان استفاده می‌شود. این ممکن است از طریق نرخ‌ها و کارمزدهای بهتر، وام‌دهی مسئولانه اجتماعی و خدمات مشتریان باشد. بانک‌های تعاونی شامل اتحادیه‌های اعتباری و تعاونی‌های ساختمانی نیز می‌شوند (م).

۲. در علم اقتصاد، دیدگاه وجوه قابل استقراض یا وجوه وام‌دانی (Loanable Funds)، نظریه نرخ بهره بازار است. بر اساس این دیدگاه، نرخ بهره بر اساس عرضه و تقاضای وجوه قابل استقراض یا وجوه قابل وام‌دادن تعیین می‌شود. اصطلاح وجوه وام‌دانی یا وجوه قابل استقراض شامل تمام شکل‌های اعتبار مانند وام، اوراق قرضه یا سپرده‌های پس‌انداز می‌شود. وجوه وام‌دانی مجموع کل پولی است که مردم و نهادها در یک اقتصاد تصمیم می‌گیرند به جای مصرف شخصی به عنوان سرمایه‌گذاری پس‌انداز کنند و به وام‌گیرندگان وام بدهند (م).

3. Rationed.

می‌شوند. بازارهای جیره‌بندی شده مقداری<sup>۱</sup> به وسیله تعادل قیمتی تعریف نمی‌شوند، بلکه با تعیین مقدار در سمت عرضه (در این مورد بانک)، بدون توجه به نرخ بهره تعریف می‌شوند (ورنر ۲۰۰۵)؛ اما نقد تحریف مبتنی بر وجود تعادل قیمتی است. استدلال در ادبیات سرکوبی مالی این است که نرخ‌های بهره از تسویه تعادل بازار پول و اعتبار ممانعت بشوند؛ اما این بحث با بازارهای سهمیه‌بندی شده ناسازگار است. اگر هم باشد، اقتصاد خرد سنتی در باب بازارهای سهمیه‌بندی شده، بهینه دوم را می‌پسندد که در آن مداخله دولت از طریق سیاست اعتباری توان بهبود نتایج را دارد.

جدای از مسائل رقابت و جیره‌بندی، مسأله دیگری در خصوص استدلال مطرح شده در ارتباط با تعادل بازار وجود دارد. اعتبار، کالا نیست، اما وجود تعادل بازار اعتبار بر مبنای فروزی پیش‌بینی شده که برگرفته از نظریه بازارهای کالاهاست. در سمت عرضه بازارهای رو به رشد کالاهای، کمبود نهاده‌ها قیمت‌های تولید را افزایش می‌دهد و تقاضا را ثابت نگه می‌دارد؛ اما در بازارهای اعتبار هیچ نهاده‌ای به مفهوم سنتی آن وجود ندارد، زیرا بانک‌ها و مشتریان آنها اعتبار را «از هیچ» ایجاد می‌کنند. (در بازارهای اعتبار) کمبود نهاده که قیمت‌های آن را افزایش دهد، یک عامل محرک برای ایجاد تعادل نیست.

در سمت تقاضای بازارهای کالاهای، عامل محدودیت بازار، اشباع تقاضا یا کالا (یا خدمت) در آن بازار است؛ اما هیچ استدلال (یا مشاهده) موثقی وجود ندارد که پول خلق شده به‌عنوان اعتبار - که قدرت خرید برای همه کالاهای و خدمات در حال و آینده را دارد- در معرض اشباع باشد. اگر هم باشد، شواهد متضاد آن وجود دارد؛ این که هر بازار اعتبار مقررات‌زدایی شده‌ای<sup>۲</sup> رشد اعتباری فراتر از سطوح مجاز وام‌دهی ایجاد می‌کند که برای آن که بازار پایدار<sup>۳</sup> باشد، بسیار زیاد است.

از آن جا که تمایلات طرف عرضه و تقاضا<sup>۴</sup> همانند بازارهای کالاهای روی تعادل بازارهای اعتباری اثر ندارند، خود این تمایلات هم زیر سؤال می‌روند. استدلال دیگر به نفع ثبات را می‌توان از نظریه

1. Quantity-Rationed Markets.
2. Deregulated Credit Market.
3. Sustainable.
4. Supply and Demand-Side Tendencies.

«افق‌گرایان»<sup>۱</sup> بازارهای اعتباری مور (۱۹۸۸)<sup>۲</sup> اقتباس کرد که در آن پول به‌طور درونزا در بازارهای اعتباری خلق می‌شود و رشد اعتبار، تقاضامحور است. اکنون این دیدگاه به‌طور گسترده‌ای به‌عنوان

۱. افق‌گرایی (Horizontalist) رویکردی به نظریه خلق پول است که پیشگام این نظریه باسیل مور (۲۰۱۸-۱۹۳۳) است. وی بیان می‌کند که ذخایر بانک‌های خصوصی توسط بانک‌های مرکزی مدیریت نمی‌شود. برعکس، ذخایر بر مبنای تقاضا با نرخ بانکی که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود، ایجاد می‌شود. این نظریه رابطه ضریب تکاثری پول بین سپرده‌ها و وام‌ها را وارونه می‌کند، زیرا گفته می‌شود وام باعث ایجاد سپرده شده که به نوبه خود باعث ایجاد ذخایر می‌شود. افق‌گرایان، نظریه‌پردازان جریان پولی را تحت تأثیر قرار دادند تا رویکرد پول درونزا را توسعه دهند که تا پیش از آن در تفکرات علمی اقتصاددانان پساکینزی شکل گرفته بود. این بیان می‌دارد که افزایش تقاضای وام به وسیله مشتریان بانک به خلق وام بیشتر و نیز خلق سپرده‌های بیشتر توسط بانک‌ها بدون توجه به اندازه ذخایر موجود در بانک‌ها منجر می‌شود؛ بنابراین، پول اعتباری خلق شده توسط بانک‌های خصوصی می‌تواند به عنوان تغییری (Leverage) از ذخایر بانک بدون هدایت یک نسبت تغییر خاص (Leverage Ratio) دیده شود. افق‌گرایان معتقدند که بانک‌ها در مواجهه با تقاضای اعتبار منفعل هستند (م).

۲. باسیل مور (۱۹۸۸) با به چالش کشاندن درستی بسیاری از نظریه‌های پولی اقتصاد کلان جریان فکری غالب استدلال می‌کند که عرضه پول در اقتصادهای مدرن تحت کنترل بانک‌های مرکزی نیستند، بلکه توسط تقاضای وام‌گیرندگان برای اعتبار بانکی تعیین می‌شود. سپس، طرفداران دیدگاه‌های «افق‌گرایان» (Horizontalists) و «عمودگرایان» (Verticalists) پیامدهای این بینش را برای نظریه‌های اقتصاد کلان متعارف بررسی می‌کنند. مور (۱۹۸۸) در تحلیل خود بین کالا، پول بدون پشتوانه (Fiat) و پول اعتباری (Credit Money) تمایز قائل می‌شود. وی استدلال می‌کند که بسیاری از نظریه‌های اقتصاد کلان جریان فکری غالب برای دنیایی از پول کالایی یا پول بدون پشتوانه معتبر است نه برای پول اعتباری. اقتصاددانان جریان فکری غالب بر این عقیده‌اند که بانک‌های مرکزی این قدرت را دارند که در عرضه اسمی پول، تغییرات برونزا ایجاد کنند. طرفداران دیدگاه «عمودگرایان» معتقد است که تغییرات پولی ناشی از تغییرات در پایه پول پر قدرت است که به اصطلاح در کنترل بانک مرکزی است. در مقابل، مور (۱۹۸۸) بر این باور است که عرضه پول اعتباری درونزا بوده و به تغییرات تقاضا برای اعتبار بانکی پاسخ می‌دهد. عملیات بازار باز بانک مرکزی است که ذخایر الزامی (Required Reserves) را تحت تأثیر قرار می‌دهد که چگونه بین ذخایر استقراضی (Borrowed Reserves) و ذخایر غیراستقراضی (Nonborrowed Reserves) تأمین شود، نه آن که کل حجم ذخایر به صورت درونزا تعیین شود. «افق‌گرایان» بر این باورند که بانک‌های مرکزی توانایی تعیین قیمت عرضه بازار پول به صورت برونزا را دارند، اما نه مقدار پول اعتباری را. پیامد این بحث آن است که تمام مدل‌هایی که عرضه اعتبار را برونزا تلقی می‌کنند، در اصل اشتباه هستند. دیدگاه‌های متعارف در مورد نیروهای تعیین‌کننده عرضه پول، درآمد ملی، نرخ بهره، نرخ ارز، تورم و نقش پس‌انداز از اساس نادرستند. مور (۱۹۸۸) نتیجه می‌گیرد

دیدگاه واقع‌بینانه‌تری نسبت به دیدگاه قدیمی «عمودگرایان»<sup>۱</sup> (متأسفانه، هنوز در بسیاری از کتاب‌های درسی رایج است) پذیرفته شده است که می‌گوید بانک مرکزی عرضه پول را از طریق عملیات بازار باز کنترل می‌کند. بر پایه نظریه پول درونزای مور، ممکن است این گونه استدلال شود که اگر رشد اعتبار تقاضامحور باشد و چنانچه اعتبار برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری اعطا شود، آن‌گاه بحث اشباع<sup>۲</sup> باردیگر مطرح می‌شود- آن‌هم نه به دلیل تمام شدن تقاضای مصرفی، بلکه به این دلیل که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تمام می‌شوند. فرصت‌های سرمایه‌گذاری از بطن پارامترهایی مانند پیشرفت‌های فنی، رشد بازارها و رشد درآمد ناشی می‌شود که نامحدود نیستند، بلکه محدود و مقید هستند؛ بنابراین، فرصت‌های سرمایه‌گذاری در یک چارچوب زمانی مشخص محدود هستند و در نتیجه، رشد اعتبار تقاضامحور برای سرمایه‌گذاری مولد محدود است. اگر اعتبار بیش از حد اعطا شود، تقاضا کاهش خواهد یافت؛ بازارهای اعتباری «افق‌گرایان» به دلیل محدودیت‌های تقاضا به تعادل می‌رسند.

اما فرض این بحث آن است که اعتبار، سرمایه‌گذاری مولد را تأمین مالی می‌کند. این بحث در مورد اعتباری که بازارهای دارایی<sup>۳</sup> را تأمین مالی می‌کند، یعنی جایی که یک حلقه بازخورد مثبت بین اعتبار و قیمت‌های دارایی‌ها وجود دارد، ساقط است. اعتباری که دارایی‌هایی را تأمین مالی می‌کند که با افزایش قیمت مواجه هستند، در صورت افزایش قیمت‌ها، تقاضای (سفته‌بازانه) بیشتری را تجربه خواهد کرد (رایان-کولینز ۲۰۱۸).<sup>۴</sup> همان‌طور که مینسکی هم بیان می‌کند، این علت تمایل به بی‌ثباتی است. در این معنا، نقد تحریف برخی از مسائل کلیدی (وام‌دهی بیش از حد و بی‌ثباتی) را که سیاست‌های اعتباری ممکن است به آنها بپردازند، پوشش نمی‌دهد.

که یک پارادایم (چارچوب فکری) جدید اقتصاد کلان باید ایجاد شده و تلاش کند تا وظیفه بزرگ بازسازی نظریه‌های اقتصاد کلان را آغاز کند (م).

۱. طرفداران دیدگاه عمودگرایان (Verticalist) معتقدند که تغییرات پولی ناشی از تغییرات در پایه پول پر قدرت است که به اصطلاح در کنترل بانک مرکزی است (م).

2. Satiation Argument.

3. Asset Markets.

4. Ryan-Collins, J. et al. (2018).

مسأله نظری واپسین این است بانکداری در هر دو سمت وام‌دهی و تأمین منابع، بازارمحور شده است (হারدی و هاوارث، ۲۰۱۳؛ هاردی و دیگ، ۲۰۱۶؛ سامارینا و بزمر، ۲۰۱۶). از قضا، درست زمانی که نقد تحریف اندیشه‌های سیاست‌گذاران را به تسخیر خود درمی‌آورد، در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ میلادی آزادسازی مالی شروع به تغییر گسترده در تصویر ساده «بانکداری محدود»<sup>۱</sup> از بانکداری کرد که زیربنای این نقد بود. در دیدگاه قدیمی و منسوخ شده (بانکداری محدود) بانک‌ها سپرده‌های خانوار را جذب کرده و وام‌هایی می‌دهند که تا سررسید در ترازنامه خود نگه می‌دارند؛ اما هم‌اکنون در طرف تأمین منابع، بانک‌ها از سازمان‌های مالی دیگر در بازارهای بین‌المللی وام می‌گیرند (تأمین مالی بازارمحور). همچنین، در طرف وام‌دهی، اکنون بانک‌ها وام‌ها یا دارایی‌های وثیقه‌دار را در بازارهای مالی مبادله می‌کنند (مانند اوراق بهادار رهنی). تحولات تاریخی این بحث (پس از ۱۹۸۰) در بخش بعد به صورت جزئی‌تر بررسی می‌شود.

این موضوع انگیزه‌های وام‌دهی<sup>۲</sup> را به بازارهای اعتباری وارد کرده است که نقد تحریف را بی‌ربط می‌کند. درآمد کارمزد<sup>۳</sup> ناشی از مبادله وام‌ها مکمل یا جایگزین بسیاری از درآمدهای بهره‌ای ناشی از تفاوت نرخ بهره میان وام‌دهی و وام‌گیری شده است؛ بنابراین، تصمیم‌های مربوط به وام‌دهی در بیشتر موارد به وسیله تراز بین درآمدهای حاصل از فروش اوراق بهادار با پشتوانه اعتباری و هزینه‌های وام‌گیری دارایی‌های بازاری تعیین می‌شود. از نظر سازمانی دیگر نمی‌توان تصور کرد که آن‌چنان که در دنیای نظری نقد تحریف مطرح است، بانک حجم وام‌دهی برای یک تفاوت نرخ بهره مشخص میان وام‌دهی- وام‌گیری در بازارهای خرده‌فروشی را بهینه کند. تحریف یا هر شکل دیگر تعادل مفروض در آن بازار دیگر نمی‌تواند معیار مناسبی برای سیاست‌گذاری باشد. با توجه به این تعادل مفروض، گسترش بانکداری مبتنی بر بازار، تخصیص وام را «تحریف» کرده است. یک نقد تحریف به‌روز شده باید علیه سیاست اعتباری بانکداری مبتنی بر بازار ایجاد شود که تاکنون چنین موردی مطرح نشده است؛ اگر چنین هم

1. Narrow Banking.
2. Lending Incentives.
3. Fee Income.

نشود، انحراف‌های گسترده در بانکداری مبتنی بر بازار، بنیان نظری دیگری برای مداخله دولت یعنی «بهبود دوم» به‌وجود می‌آورد (هاردی و هاوارث، ۲۰۱۳؛ برای مثال موردی، به چیک، ۲۰۰۸ مراجعه کنید).

#### ۴. سیاست‌های اعتباری در واقعیت: تاریخچه‌ای کوتاه

پس از تعاریف سیاست اعتباری و مباحث نظری پیرامون آن، در این بخش به بررسی استفاده از سیاست اعتباری می‌پردازیم. ابتدا «دوره طلایی» سیاست اعتباری در دهه‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۰ را بررسی می‌کنیم. پیش از آن که به ظهور باردیگر سیاست اعتباری به شکل سیاست احتیاطی کلان در دهه پیشین بپردازیم، دوره افول سیاست اعتباری در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ را بررسی می‌کنیم.

#### ۴-۱. سیاست‌های اعتباری سنتی پس از جنگ

تا پیش از جنگ جهانی دوم و گسترش دولت رفاه، بانک‌های مرکزی در دوران استاندارد طلا (یا مبادله طلا)<sup>۱</sup> از طریق ابزارهای مبتنی بر بازار، سیاست‌های پولی را اعمال می‌کردند. هدف، حمایت از نرخ ارز و عقیم‌سازی جریان‌های طلا به‌جای تأثیرگذاری بر تخصیص اعتبار بخشی<sup>۲</sup> بود. تا پیش از دوران جنگ جهانی دوم سیاست‌های اعتباری اساساً به‌عنوان بخشی از «عصر سرمایه‌داری هماهنگ»<sup>۳</sup> یا «پروژه سوسیال دمکراتیک»<sup>۴</sup> به‌طور هماهنگ در مجموعه ابزارهای سیاستی بانک مرکزی تلفیق نشده بودند. تفاوت در سیاست‌های اعتباری، تفاوت در اهداف ملی، ساختار سازمانی و سیستم مالی را انعکاس می‌داد

۱. استاندارد طلا (The Gold (Or Gold Exchange) Standard Era) - یک سیستم پولی است که در آن واحد حسابداری اقتصادی استاندارد بر اساس مقدار ثابتی طلا است. استاندارد طلا اساس سیستم پولی بین‌المللی از دهه ۱۸۷۰ تا اوایل دهه ۱۹۲۰ و از اواخر دهه ۱۹۲۰ تا ۱۹۳۲ و همچنین از سال ۱۹۴۴ تا ۱۹۷۱ بود که ایالات متحد به طور یک‌جانبه قابلیت تبدیل دلار به طلای بانک‌های مرکزی خارجی را خاتمه داد که در عمل به سیستم برتون وودز پایان می‌دهد (م).

2. Sectoral Allocation Credit.

3. Coordinated Capitalism Era.

4. Monnet, E. (2014).

5. Social Democratic Project.

6. Offer, A. (2017).

(لوریو و همکاران، ۱۹۹۷؛ مونت، ۲۰۱۸) که بازتابی از تنوع اقتصادهای سرمایه‌داری بود. انواع سرمایه‌داری شامل سرمایه‌داری بازار (بریتانیا و ایالات متحد)، سرمایه‌داری مدیریت شده (آلمان و هلند) و سرمایه‌داری دولتی (فرانسه، ایتالیا، بلژیک، ژاپن و کره جنوبی) می‌شد (هاگمن، ۱۹۷۳؛ هال و ساسکیس، ۲۰۰۱؛ اپستاین، ۲۰۰۶).

از پایان جنگ جهانی دوم تا دهه ۱۹۸۰، سیاست‌های اعتباری رواج داشت. در اقتصادهای پیشرفته، بانک‌های مرکزی نقش کلیدی در مدیریت بدهی‌های دولت در زمان جنگ با هدف بازسازی اقتصادها و حمایت از سیاست‌های صنعتی گسترده بازی می‌کردند (کیبی ۱۹۹۹؛ اپستاین ۲۰۰۶). بانک‌های مرکزی به‌طور کنشگرایانه‌ای<sup>۱</sup> سیستم‌های مالی ملی را شکل دادند، بازارهای مالی را خلق کردند و در راستای اهداف ملی بر تخصیص و قیمت سرمایه تأثیر گذاشتند (مونت ۲۰۱۴، هاگمن ۱۹۷۳). بخش‌های مورد توجه معمولاً صادرات، کشاورزی و تولید بودند، در حالی که بخش‌های سرکوب شده شامل بخش خدمات، واردات، رهن و مصرف خانوار بودند (گودهارت ۱۹۸۹، ص ۱۵۸-۱۵۶). در بسیاری از اقتصادهای توسعه‌یافته بانک‌های تجاری تا دهه ۱۹۸۰ به‌طور مؤثری از ورود به بازار رهن مسکونی منع می‌شدند. این بازار با انجمن‌های ساختمانی موقوفی<sup>۲</sup> یا بانک‌های پس‌انداز و وام<sup>۳</sup> فعالیت می‌کرد که از مقررات

۱. به‌طور کنشگرایانه یعنی به روشی که شامل کنترل یک موقعیت از طریق ایجاد چیزها به‌جای انتظار برای اتفاقات و سپس واکنش به آنها است، گفته می‌شود. به بیان دیگر، عمل کنشگرایانه به مفهوم اقدام به ایجاد تغییر و نه تنها واکنش به تغییر در صورت وقوع آن گفته می‌شود (م).

2. Dedicated Building Societies.

3. Savings and Loan Banks.

- بانک پس‌انداز Savings Bank - بانکی است که وظیفه دارد سپرده‌های پس‌انداز به‌ویژه سپرده‌های پس‌انداز کوچک را بپذیرد و بابت آنها به مشتریان خود بهره بپردازد. مشتری می‌تواند هر زمان که بخواهد اصل و بهره تعلق‌یافته به حساب را از حساب بیرون بکشد، ولی در بیشتر موارد این عمل بدون استفاده از چک صورت می‌گیرد، زیرا به دارندگان حساب در بانک‌های پس‌انداز چکی تعلق نمی‌گیرد (م).



مالیاتی و نظارتی مطلوبی برخوردار بودند و معمولاً شیوه‌های وام‌دهی رهنی بسیار محافظه‌کارانه‌ای داشتند (استفنس ۲۰۰۷).

در آلمان غربی در ابتدای اوردولیبرالیسم پس از جنگ، بانک مرکزی به نسبت مستقل بود، اما گاهی در عملیات تنزیل مجدد<sup>۲</sup> بر چگونگی تخصیص اعتبار به صنایع صادراتی خاص تأثیر می‌گذاشت (اپستاین ۲۰۰۶؛ مونت ۲۰۱۸). بانک انگلستان نیز به شدت از کنترل‌های اعتباری برای تسهیل تأمین مالی کم‌هزینه دولت استفاده می‌کرد. سقف‌های اعتباری متفاوت برای هدایت جریان‌های اعتباری کوتاه‌مدت به بخش‌های اولویت‌دار مانند کشتیرانی، ساخت و همچنین برای محدود کردن اعتبار به واردات و مصرف استفاده می‌شدند (هاگمن ۱۹۷۳). در کانادا، سیاست‌های اعتباری به شدت برای حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط و بخش‌های صنعتی اولویت‌دار استفاده می‌شد (چانت و آپسون، ۱۹۷۲؛ رایان-کالینز، ۲۰۱۵، صفحات ۲۵-۲۷). در آمریکا، برنامه‌های اعتباری دولت فدرال وام‌دهی به بخش‌های کشاورزی، صادرات، کسب و کارهای کوچک و خانوارهای با درآمد پایین را تسهیل می‌کرد (بوسورث و همکاران، ۱۹۸۷؛ گیل، ۱۹۹۱؛ هوپول، ۲۰۱۷).

شرکت پس‌انداز و وام Savings and Loan Association- شرکتی تعاونی است که در آن اعضا می‌توانند با پس‌انداز کردن برای مدتی معین، وام به دست آورند. وام دریافتی صرف خرید اموال غیرمنقول - مانند واحد مسکونی - می‌شود و به عنوان وثیقه‌ی وام در گرو شرکت قرار می‌گیرد (م).

### 1. Post-War Ordoliberalism.

- اوردولیبرالیسم یک ایدئولوژی اقتصادی است که دولت را نهادی می‌داند که چارچوب قانونی مناسبی برای عملکرد کارآمد اقتصاد بازار ارائه می‌دهد. این ایدئولوژی تأکید می‌کند که دولت با جلوگیری از افزایش انحصاراتی که قدرت اقتصادی و سیاسی مضر اعمال می‌کند، می‌تواند نقش مهمی در تقویت رقابت بازار ایفا کند. در عین حال، دولت باید از ایجاد انحراف در بازار آزاد نیز جلوگیری کند. اصول اوردولیبرال که توسط صدراعظم سابق آلمان، لودویگ ارهارد به تصویب رسید، نقش مهمی در رشد معجزه آسای اقتصاد آلمان در دوران پس از جنگ جهانی دوم داشت. این ایدئولوژی در واکنش به پیامدهای لیبرالیسم بی‌قاعده در اوایل قرن بیستم و نیز مداخله‌گرایی پولی و مالی نازی‌ها توسعه یافت. بنای اصلی این ایدئولوژی آن است که دولت باید بازارها را به گونه‌ای تنظیم کند که نتایج بازار به نتایج نظری در یک بازار کاملاً رقابتی نزدیک شود. از نظر این ایدئولوژی تورم، سیگنال‌های ارزشمند قیمتی را تحریف کرده و هزینه‌های اقتصادی بالایی به وجود می‌آورد (م).

### 2. Rediscounting Operations.

در بلژیک، ایتالیا و فرانسه در سال‌های پس از جنگ جهانی دوم تا ۱۹۸۰ اقتصادهای مداخله‌گرایانه‌ای بر سر کار بود که با استفاده از سقف‌های تنزیل مجدد و کنترل‌های مستقیم وام‌دهی بانکی، تورم را کنترل و بخش‌های اولویت‌دار را حمایت می‌کردند (اپستاین ۲۰۰۶؛ مونت ۲۰۱۸). در ایتالیا و فرانسه، بانک‌های مرکزی به‌صراحت موظف شدند تخصیص اعتبار را مطابق با اولویت‌های ملی مندرج در سیاست‌های «ملی‌سازی اعتبار» اختصاص دهند. این فرآیند شامل شبکه‌ای از مؤسسات دولتی مانند شورای ملی اعتبار فرانسه که به‌لحاظ سازمانی و قانونی بخشی از بانک مرکزی فرانسه بود، خزانه‌داری، کمیسیون کنترل بانکی<sup>۱</sup> و انجمن تخصصی بانکداران<sup>۲</sup> می‌شد (مونت ۲۰۱۸).

در اقتصادهای در حال ظهور مانند برزیل، هندوستان، مکزیک و کره بانک‌های مرکزی به‌عنوان کارگزاران توسعه (اپستاین ۲۰۰۶)، از طریق گسترش اعتبار و سرمایه، خرید اوراق بهادار و استفاده از الزامات ذخیره ترجیحی بانک‌های توسعه‌ای را حمایت می‌کردند (بریمر ۱۹۷۱). این بانک‌های توسعه‌ای منابع اصلی اعتبار تولیدی میان‌مدت تا بلندمدت بودند (آمسدن ۲۰۰۱). در «سازوکارهای کنترل دوجانبه»<sup>۳</sup> دسترسی به اعتبار به استانداردهای عملکردی خاص<sup>۴</sup> با نظارت مستمر وابسته بود. در کشورهایی مانند مالزی و تایوان، بانک‌های توسعه‌ای کمتر نقش برجسته‌ای داشتند؛ کل بخش بانکی... برای هدایت اعتبار بلندمدت به صنایع هدف به‌کار گرفته شده بود و به‌عنوان یک بانک توسعه جایگزین<sup>۵</sup> عمل می‌کرد (آمسدن ۲۰۰۱). در کشورهای آسیای شرقی به‌ویژه در ژاپن و کره سیاست‌های اعتباری در دهه ۱۹۴۰ تا دهه ۱۹۸۰ به‌طور گسترده‌ای به‌کار گرفته می‌شد، جایی که برنامه‌های اعتباری تخصصی و نرخ‌های تنزیل ترجیحی، وام‌دهی را با هدف حمایت از سرمایه‌گذاری در نوآوری و افزایش بهره‌وری هدایت می‌کردند (لوریو و همکاران، ۱۹۹۷؛ ورنر، ۲۰۰۲، ۲۰۰۳؛ استیگلیتز، ۱۹۹۶؛ وید، ۱۹۹۰؛ بانک جهانی، ۱۹۹۳).

1. The Banking Control Commission.
2. The Professional Bankers' Association.
3. Reciprocal Control Mechanisms.
4. Specific Performance Standards.
5. Surrogate Development Bank.

تفاوت در استفاده و بسط سیاست‌های اعتباری بین کشورها در این دوره را تا حد زیادی می‌توان با شرایط سیاسی و نهادی آنها تبیین کرد. به‌طور مثال، در فرانسه اجماع سیاسی وسیعی وجود داشت که مؤسسات مالی خصوصی قادر به تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت مورد نیاز برای بازسازی اقتصاد جنگ‌زده نبودند (مونت ۲۰۱۸). تحت مکتب فکری دیریگیسم<sup>۱</sup>، مدیریت عمومی اعتبار<sup>۲</sup> به‌طور گسترده‌ای پذیرفته شده بود. تمرکز سیاست اعتباری فرانسه<sup>۳</sup> به‌وسیله ساختار سیستم مالی آن امکان‌پذیر شده بود که در آن به دلیل وجود بازارهای سرمایه ضعیف، شرکت‌های فرانسوی به تأمین مالی مبتنی بر اعتبار<sup>۴</sup> متکی بودند و در واقع، تأمین مالی میان‌مدت تا بلندمدت فقط به‌وسیله مؤسسات مالی دولتی یا نیمه‌دولتی انجام می‌شد (زیسمن، ۱۹۸۳؛ لوریاکس و دیگران ۱۹۹۷؛ مونت ۲۰۱۸). برعکس در آلمان، سیستم بانکی فراگیر<sup>۵</sup> باعث می‌شد که امکان تفکیک انواع اعتبار به‌وسیله انواع نهاد مالی وجود نداشت. سیستم ایالتی فدرال، سیاست اعتباری را به لاندزبانک<sup>۶</sup> و بانک دولتی سرمایه‌گذاری

۱. دیریگیسم (Dirigisme) یک مکتب یا دکترین اقتصادی است که در آن دولت برعکس نقش صرفاً نظارتی یا غیرمداخله‌ای در اقتصاد سرمایه‌داری، نقش دستوری قاطعی ایفا می‌کند. به عنوان یک مکتب فکری اقتصادی، دیریگیسم (Dirigisme) در مقابل لسه‌فر (Laissez-faire) قرار دارد و بر نقش مثبت مداخله دولت در مهار ناکارآمدی‌های تولیدی و شکست‌های بازار تأکید می‌کند. سیاست‌های دیریگیست در بیشتر موارد شامل برنامه‌ریزی راهبردی، سرمایه‌گذاری دولتی و استفاده از ابزارهای بازار (مالیات و یارانه‌ها) برای تشویق نهادهای بازار به‌منظور دستیابی به اهداف اقتصادی دولت است. این اصطلاح در دوران پس از جنگ برای توصیف سیاست‌های اقتصادی فرانسه که شامل سرمایه‌گذاری چشمگیر دولت، استفاده از برنامه‌ریزی اقتصادی راهبردی برای تکمیل سازوکار بازار و ایجاد نهادهای دولتی در بخش‌های استراتژیک داخلی بود، به‌کار برده شد. این دوره مصادف با دو دوره رشد اقتصادی و جمعیتی قابل توجه معروف به Trente Glorieuses بود که پس از جنگ جهانی دوم رخ داد و با بحران نفتی ۱۹۷۳ کاهش یافت. از آن پس این واژه برای طبقه‌بندی اقتصادهای دیگری که سیاست‌های مشابهی را دنبال می‌کردند، به‌ویژه اقتصاد بزرگ‌های آسیای شرقی و هندوستان در دوره کنونی و به‌تازگی اقتصاد جمهوری خلق چین به‌کار برده می‌شود (م).

2. Public Administration of Credit.
3. The Centralization of French Credit Policy.
4. Credit-Based Finance.
5. The Universal Banking System.
6. Landesbanken.

kfw<sup>۱</sup> در سطح منطقه‌ای تفویض کرد (مکلنن و همکاران ۱۹۶۸). گریفیت-جونز و اوکامپو (۲۰۱۸، ص ۷۳) تشریح می‌کنند که چگونه kfw در دوره پس از جنگ به تأمین مالی ساخت مسکن کمک کرده است.

در انگلستان و آمریکا وجود بازار سهام توسعه‌یافته‌تر و نهادهای مالی غیربانکی خصوصی بدین معنا بود که راه‌های بیشتری برای دور زدن کنترل‌های اعتباری وجود دارد (مونت ۲۰۱۸)؛ اما اپستین (۲۰۰۶) بیان می‌کند که چگونه بانک انگلستان و فدرال رزرو آمریکا از نرخ‌های بهره یارانه‌ای، محدودیت‌های قانونی و اقلای اخلاقی (بیشتر به صورت غیررسمی و راهنمایی کلامی) به‌عنوان سیاست‌های اعتباری برای حمایت مستقیم بخش‌های مالی اقتصاد خود و بازارهای بین‌المللی استفاده می‌کردند (همچنین نگاه کنید به نورتون ۱۹۹۱).

با وجود این تنوع، همه این اقتصادها درجه بالایی از سرکوبی مالی شامل نرخ‌های کنترل‌شده اعتباردهنده و سپرده، موانع ورود، کنترل‌های ارز و سرمایه، بخش‌بندی سیستم مالی<sup>۲</sup> را اعمال کردند (لوریو و همکاران ۱۹۹۷؛ اپستین ۲۰۰۶). لازمه موفقیت سیاست‌های پولی و اعتباری در سیستم برتون‌وودز قطع رابطه میان قیمت اعتبار و مقدار اعتبار بود که به واسطه سیستم‌های مالی به‌شدت تنظیم‌شده<sup>۳</sup> امکان‌پذیر شد (مونت ۲۰۱۸). به‌طور مثال، در فرانسه نرخ تنزیل مطابق با نرخ تنزیل آمریکا و کانال انتقال سیاست پولی داخلی از طریق کنترل‌های اعتباری تعیین شد؛ بنابراین، سرکوبی مالی هم برای حفظ کنترل تورم (مانند توقف دسترسی به تأمین مالی خارجی) و هم برای سیاست اعتباری (مانند توقف جریان وام‌های خارجی به کشور) لازم بود.

چنین سیاست‌های اعتباری در بیشتر موارد با درک کاستی‌های سیاست پولی استفاده می‌شد. بر پایه گزارش رادکلیف در سال ۱۹۵۹ در انگلستان نرخ بانکی در تثبیت تقاضای کل و رسیدن به اشتغال کامل، ثبات قیمت‌ها و تراز تجارت خارجی به‌نسبت بی‌اثر بود. برای دستیابی به این اهداف سیاستی،

- 
1. KFW State Investment Bank.
  2. Compartmentalization of the Financial System.
  3. Highly Regulated Financial Systems.

سیاست اعتباری پیشنهاد شد. آیکن و همکاران (۲۰۱۶) پی بردند که در واقع، کنترل‌های اعتباری بانک انگلستان در محدود کردن نسبت اعتبار به تولید ناخالص داخلی مؤثرتر از سیاست پولی عمل کرده است. در اصل، سیاست پولی سخت‌گیرانه یا انقباضی<sup>۱</sup> باعث افزایش نسبت اعتبار به تولید ناخالص داخلی شده بود، زیرا اثر منفی آن بر تولید ناخالص داخلی بیشتر از اثر آن بر خلق اعتبار بود.

بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری رایج‌ترین ابزاری هستند که از طریق آن سیاست‌های اعتباری اعمال می‌شوند (متنهایم و بوتزباخ، ۲۰۱۴). در قرن بیستم بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری نهادهای مهمی در توسعه کشاورزی، شهرسازی و حمل و نقل در اروپا بودند. با به رسمیت شناختن شکاف تأمین مالی<sup>۲</sup> بنگاه‌های کوچک و متوسط نسبت به بخش‌های دیگر صنعتی (کمیته مک‌میلان ۱۹۳۱)، از بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری به‌طور گسترده‌ای برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط استفاده شد. آنها نقش کلیدی در حمایت از بازسازی‌های پس از رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم در آمریکا، ژاپن، کانادا، آلمان، انگلستان، ایتالیا، هلند، بلژیک و فرانسه بازی کردند (وردیر ۲۰۰۰). افزون بر سیاست‌های اعتباری، بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری هسته اصلی مدل توسعه اقتصادی کشورهای آسیای جنوب شرقی در دهه ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۰ میلادی بودند (بانک جهانی ۱۹۹۳) در سطح جهانی، تا دهه ۱۹۷۰ دولت‌ها مالک ۵۰ درصد دارایی‌های بزرگترین بانک‌ها در کشورهای صنعتی و ۷۰ درصد دارایی‌های بزرگترین بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه بودند (لوی-یبیاتی و همکاران ۲۰۰۴، ص ۲).

۱. سیاست پولی سخت‌گیرانه (A Tightening of Monetary Policy) - سیاست سخت‌گیرانه زمانی اتفاق می‌افتد که بانک‌های مرکزی نرخ وجوه فدرال را افزایش می‌دهند و سیاست تسهیل زمانی رخ می‌دهد که بانک‌های مرکزی نرخ وجوه فدرال را کاهش می‌دهند. در یک محیط سخت‌گیرانه سیاست پولی، کاهش عرضه پول عاملی است که می‌تواند به‌طور چشمگیری به کند کردن یا دور نگه داشتن پول داخلی از تورم کمک کند. گفتنی است که سیاست پولی سخت‌گیرانه یا انقباضی اقدامی است که توسط بانک مرکزی برای کاهش رشد اقتصادی بیش از حد، محدود کردن مخارج هزینه‌ای شتابان در اقتصاد و مهار تورم به کار می‌رود (م).

## 2. Financing Gap.

- کمبود بودجه قابل دسترس از سمت بخش مالی اقتصاد برای بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMEs) به‌عنوان «شکاف مالی» شناخته می‌شود (م).

#### ۴-۲. افول سیاست اعتباری

از سال‌های میانی دهه ۱۹۷۰، در بحبوحه تورم دو رقمی و افزایش بیکاری، پروژه (اقتصاد) کینزی پس از جنگ به مرزهای سیاسی خود رسید.<sup>۱</sup> با بسته‌شدن پنجره طلای فدرال رزرو آمریکا و به دنبال آن فروپاشی سیستم نرخ ارز ثابت برتون وودز، تغییر گسترده‌ای در برنامه‌های سیاست ملی به سمت اشکال بازار-محور سرمایه‌داری<sup>۲</sup> آغاز شد (راجان و زینگالس ۲۰۰۳، اپستاین ۲۰۰۶، آفر ۲۰۱۷، مونت ۲۰۱۸).. از آنجا که کنترل‌های سرمایه در دوران پس از برتون وودز برچیده شدند، سیاست‌های اعتباری به‌راحتی دور زده می‌شدند (الکساندر و همکاران، ۱۹۹۵؛ آیکن و همکاران، ۲۰۱۶؛ سروتی و همکاران، ۲۰۱۷). تلاش‌ها برای اجرای مقررات به‌دلیل افزایش پیچیدگی و ناکارآمدی آنها مورد انتقاد قرار گرفت (کین، ۱۹۷۷؛ الکساندر و همکاران، ۱۹۹۵). انجمن بانکداری مرکزی<sup>۳</sup> نقد تحریف - که در بخش ۲-۳ توضیح داده شد- را پذیرفت و شروع به آزادسازی سیاست‌های اعتباری کرد (گودهارت و هافمن ۲۰۰۸). به‌ویژه در دهه ۱۹۸۰ میلادی در اقتصادهای آنگلساکسون،<sup>۴</sup> این روند بخشی از تغییر برنامه‌های سیاست

۱. در واقع، دهه ۱۹۷۰ دوران افزایش قیمت‌ها و افزایش بیکاری بود. دوره‌های رشد اقتصادی ضعیف در اقتصادهای سرمایه‌داری را می‌توان نتیجه تورم فشار هزینه ناشی از افزایش زیاد قیمت نفت توضیح داد. این پدیده با نظریه اقتصادی کینزی مطابقت نداشت (م).

#### 2. Market-Oriented Forms of Capitalism.

- اشکال بازارمحور نظام سرمایه‌داری شامل سرمایه‌داری آزاد یا بازار آزاد، سرمایه‌داری دولتی و سرمایه‌داری رفاهی است. اشکال مختلف سرمایه‌داری دارای درجات متفاوتی از بازارهای آزاد، مالکیت عمومی، موانع رقابت آزاد و سیاست‌های اجتماعی مورد تأیید دولت هستند (م).

۳. انجمن بانکداری مرکزی (The Central Banking Community) - از زمان تأسیس این انجمن در ۱۹۳۰ میلادی BIS واقع در کشور سوئیس محل اصلی ملاقات‌های بانک‌های مرکزی دنیا بوده است. هم‌اکنون BIS دارای ۶۳ بانک مرکزی سهامدار است که در مجموع تمام آرای مجمع عمومی سالانه بانک را در اختیار دارند. رویدادهای اصلی در تاریخ سازمانی BIS نشان می‌دهد که چگونه از یک سازمان عمدتاً اروپایی به یک سازمان جهانی تبدیل شده است (م).

۴. اقتصادهای آنگلساکسون (Anglo-Saxon Economies) - اصطلاح «اقتصاد آنگلساکسون» به الگوی اقتصادی سرمایه‌داری اشاره دارد. اقتصاد آنگلساکسون در ابتدایی‌ترین شکل خود سطوح پایینی از مالیات و مقررات دولتی را اجرا می‌کند. این امر باعث کاهش مشارکت دولت در ارائه خدمات عمومی و آزادی عمل بیشتر برای حقوق مالکیت خصوصی و

ملی یعنی چرخش گسترده‌تر بازار از اولویت‌های دولت رفاه به لیبرالیسم بازار و تلاش برای خصوصی‌سازی خدمات عمومی بود (آفر ۲۰۱۷). این تغییر هم‌زمان با صنعتی‌زدایی‌های گسترده‌ای بود که به کاهش تعداد سرمایه‌گذاری‌های مولدی منجر شد که بخش بانکی تأمین مالی می‌کرد. در همان زمان، حذف یارانه‌ها، ضمانت‌ها و شکل‌های دیگر حمایت دولتی، ریسک‌های اعتباری در بخش‌های صنعتی را افزایش داد (ورنر ۲۰۰۵).

بخش کلیدی پروژه نولیبرال آزادسازی بازار، حرکت به سمت خانه‌دار کردن افراد بود (آفر ۲۰۱۷). همراه با آزادسازی بازارهای رهن، به مالکان مسکن معافیت‌های مالیاتی (مانند تخفیف مالیاتی روی پرداخت‌های نرخ بهره وام‌های رهنی) و کمک مالی به‌ویژه به خریداران دست اول مسکن داده شد (رایان-کولینز ۲۰۱۹). این سیاست‌ها تقاضای اعتبار رهنی را افزایش دادند.

مقررات‌زدایی و حذف کنترل‌های اعتباری که با هدف افزایش رقابت در بخش بانکی و بهبود کارایی انجام شد، وام‌دهی رهنی را به‌شدت افزایش داد (آکیو ۱۹۹۳؛ چیک، ۲۰۰۸؛ هاردی و دیگ، ۲۰۱۶). با کنار گذاشتن کنترل‌های اعتباری، بانک‌ها با تغییر بهره شروع به رقابت برای جذب سپرده‌ها کردند (چیک ۲۰۰۸) که به‌عنوان مدیریت تعهدات نیز شناخته می‌شود. پرداخت‌های بهره، سودهای بانک‌ها را تحت فشار قرار داد و موجب شد که به دنبال دارایی‌های بلندمدتی مانند وام‌های رهنی باشند، در حالی که هر جا ممکن بود، دارایی‌های نقدی خود را کاهش می‌دادند و دارایی‌های غیرنقدی خود را از طریق تبدیل به اوراق بهادار می‌فروختند. رشد وام‌های رهنی، وام‌های تجاری را بیشتر در تنگنا قرار داد

تجاری است. تمرکز اقتصاد آنگلوساکسون بر سهولت انجام تجارت به‌منظور حمایت از رشد اقتصادی است. اندیشه اصلی این دیدگاه آن است که تغییر باید به‌صورت طبیعی و نه ناگهانی رخ دهد. در این دیدگاه، دخالت دولت یک اختلال ناگهانی تلقی و بنابراین، مطرود می‌شود. خاستگاه این الگوی بازار آزاد به دهه ۱۷۰۰ میلادی و اقتصاددان معروف آدام اسمیت برمی‌گردد. وی باور داشت که قدرت خودتنظیمی بازار به رشد اقتصادی منجر می‌شود. برخی از اقتصاددانان در ابتدا و میانه دهه ۱۹۰۰ میلادی این دیدگاه را گسترش دادند. هم‌اکنون این دیدگاه به‌عنوان مکتب شیکاگو شناخته می‌شود که به الگوی سرمایه‌داری آنگلوساکسون در دهه ۱۹۷۰ منجر شد. پذیرش اقتصاد لیبرال به دلیل یک دوره بلند رکود اقتصادی و تورم بود که سرانجام به رد اقتصاد کینزی انجامید (م).

(چاکرپورتی و همکاران، ۲۰۱۸؛ بزم و همکاران، ۲۰۲۰). درآمد حاصل از کارمزدهای اولیه<sup>۱</sup> حساسیت بانکها به حاشیه سود (تفاوت نرخ‌های بهره سپرده و تسهیلات)<sup>۲</sup> را کاهش داد. افزون بر این، همان‌طور که در بخش ۳ اشاره شد، این امر توانایی بانک‌ها را در غربالگری کیفیت دارایی پایه (هاردی و هاوارث، ۲۰۱۳؛ چیک ۲۰۰۸) و ارائه سرمایه بلندمدت تضعیف کرد (دیگ، ۲۰۱۰؛ هاردی و هاوارث، ۲۰۱۳؛ هاردی و دیگ، ۲۰۱۶). به‌طور کوتاه، «چرخش بازار» پس از ۱۹۸۰، ساختار سازمانی بانکداری و تأمین مالی را دگرگون کرد و سیاست اعتباری هم از بین رفت.

#### ۴-۳. ظهور تأمین مالی وام رهنی

ظهور اعتبار مسکن به‌عنوان یک نیروی مالی مسلط از دموکراسی‌های بزرگ املاک یعنی آمریکا و انگلستان سرچشمه می‌گیرد. تا پیش از دهه ۱۹۸۰، اعتبارات رهنی با ترکیبی از مقررات رسمی و

#### 1. Origination Fees.

۲. تفاوت نرخ بهره (Spread) - به تفاوت نرخ بهره در دو بازار مختلف گفته می‌شود. استفاده از این تفاوت، عاملی برای کسب سود است. عبارت اسپرد به معنی تفاوت مثبت، تفاوت نرخ، تفاوت قیمت، تفاوت تحویل یا تفاوت امتیاز هم است. در بازار اوراق بهادار به تفاوت بین قیمت خرید و قیمت فروش در هر لحظه تفاوت نرخ گفته می‌شود. معامله به سود به حالتی گفته می‌شود که تفاوت قیمت در دو بازار بیش از تفاوت عادی باشد. تفاوت عادی قیمت در دو بازار ناشی از هزینه‌های حمل و نقل و باربری، بیمه، تبدیل نرخ ارز و از دست دادن بهره است (م).



غیررسمی به صندوق‌های تعاونی محافظه‌کار<sup>۱</sup> (انجمن‌های خیریه<sup>۲</sup> در آمریکا و تعاونی‌های مسکن<sup>۳</sup> در انگلستان) محدود شده بود. وام‌های رهنی طولانی‌مدت با نرخ‌های بهره ثابت بودند و در آمریکا به وسیله شرکت‌های تحت حمایت دولت، فانه‌می<sup>۴</sup> و فردیمک<sup>۵</sup> تضمین می‌شدند. پس از فروپاشی سیستم برتون‌وودز و به دنبال آن بین‌المللی‌شدن جریان‌های سرمایه، مقررات وام رهنی تضعیف شد. این موضوع به بانک‌های آمریکا اجازه داد تا از سال‌های میانی دهه ۱۹۷۰ برای تأمین منابع وام‌های رهنی خود، نه فقط از انجمن‌های خیریه، بلکه از خارج از آمریکا به‌ویژه از بازار به‌شدت بی‌قاعده «یورو-دلار»<sup>۶</sup> و جوهی را قرض بگیرند (کریپنر ۲۰۰۵). اصلاحات بازار وام رهنی در انگلستان در سال ۱۹۸۲ و به دنبال آن اصلاحات مالی «بیگ بنگ»<sup>۷</sup> در سال ۱۹۸۶ به تعاونی‌های مسکن اجازه داد مانند بانک‌های تجاری

۱. صندوق تعاونی بازار پول (Money Market Mutual Fund, Money Market Fund, Mutual Fund) - شرکت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری (Management Investment Companies) چه باز (Open-End) باشند و چه بسته (Closed-End)، صندوق‌های تعاونی بازار پول نامیده می‌شوند. قیمت سهام صندوق‌های تعاونی بر حسب توان بازپرداخت سهام به قیمت جاری دارایی‌ها تثبیت می‌شود. عبارت (Conservative Mutual Funds) در این متن به صندوق‌های تعاونی محافظه‌کار ترجمه شده است. این صندوق‌ها پرتفویی از بدهی‌ها و اوراق بهادار با ریسک به نسبت کمتر است. صندوق‌های تعاونی محافظه‌کار بیشتر در اوراق بدهی (نزدیک ۷۵ تا ۹۰ درصد) و بخش کوچکی هم روی سهام و ابزارهای مرتبط با سهام (نزدیک ۱۰ تا ۲۵ درصد) سرمایه‌گذاری می‌کنند. از آن جا که این صندوق‌ها کمتر در معرض سهام هستند، می‌توانند بازدهی بهتری نسبت به طرح‌های بدهی خالص (Pure Debt) کسب کنند. افزون بر این، صندوق‌های تعاونی محافظه‌کار معمولاً در بازار اوراق بدهی با کیفیت بالا و سهام شرکت‌هایی که از ارزش بالایی برخوردارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها تلاش می‌کنند تا در عین حالی که بر حفظ سرمایه تمرکز می‌کنند، به‌طور منظم درآمد و سرمایه خود را نیز افزایش دهند (م).

2. Thrifts.

3. Building Societies.

4. Fannie Mae.

5. Freddie Mac.

6. Largely Unregulated 'Euro-Dollar' Market.

۷. بیگ بنگ (Big Bang) به روزی اشاره دارد که بازار سهام لندن در انگلستان مقررات‌زدایی شد. رویدادی که در تاریخ ۲۷ اکتبر ۱۹۸۶ رخ داد و در آن بورس لندن (LSE) به یک شرکت سهامی خاص تبدیل شد. این رویداد بورس لندن را احیا کرد و به شرکت‌های خارجی اجازه ورود به شرکت‌های عضو آن را داد و در آن قیمت‌ها به طور خودکار تعیین شدند (م).

فعالیت کنند. افزون بر این، محدودیت‌های مقداری روی وام‌دهی رهنی بانک‌ها و صندوق‌های تعاونی تسهیل شد. نتیجه این عمل، انفجار اعتبارات رهنی داخلی در انگلستان<sup>۱</sup> بود که در شکل ۱ نشان داده شده است.

اقتصادهای پیشرفته اقیانوسیه و اروپا نیز با کمک آزادسازی کنترل‌های سرمایه، بین‌المللی‌سازی و هماهنگ کردن مقررات مالی هم‌راستا با آنگلو ساکسون و ظهور اوراق بهادار جهانی با پشتوانه وام‌های مسکن<sup>۲</sup> به تدریج مدل آمریکا-انگلستان را پذیرفتند. با کمک بانک تسویه بین‌المللی (BIS)، چارچوب نظارتی جدیدی به نام «توافق بال» ایجاد شد که حداقل کفایت سرمایه برای همه بانک‌ها را معرفی می‌کرد. وزن ریسک<sup>۳</sup> وام‌های تضمین‌شده با املاک و مستغلات تنها نصف ریسک وام‌های اعطاشده به بنگاه‌های غیرمالی و وزن ریسک وام‌های رهنی اوراق بهادار شده که نقدشوندگی بیشتر و ریسک کمتری داشتند، تنها ۲۰ درصد بود. تأثیر اصلاحات این بود که به بانک‌ها اجازه می‌داد که بدون هیچ افزایشی در الزامات سرمایه‌ای، کارمزد و سود حاشیه‌ای کسب کنند، در حالی که ریسک اعتباری آنها در املاک و مستغلات ۲/۵ برابر شده بود (پرساد ۲۰۱۶، ص ۵).

1. UK Domestic Mortgage Credit.

2. Global Residential Mortgage-Backed Securitization (RMBS).

۳. وزن‌های ریسک اساساً درصد فاکتورهای هستند که برای ریسک اعتباری انواع مختلف دارایی تنظیم می‌شوند. به‌طور مثال در استرالیا، در رویکرد استاندارد شده، بانک‌ها باید وزن‌های ریسک تجویز شده توسط اداره مقررات احتیاطی استرالیا (The Australian Prudential Regulation Authority (APRA)) را اعمال کنند. به‌طور مثال، ریسک پول نقد و اوراق بهادار دولت استرالیا (وزن ریسک صفر درصد) در مقایسه با وام بدون تضمین به یک واحد تجاری (وزن ریسک ۱۰۰ درصد) کمتر است. به بیان دیگر، به‌منظور حفاظت از سپرده‌گذاران در برابر خطر ورشکستگی بانک‌ها، اداره مقررات احتیاطی استرالیا از بانک‌ها و مؤسسات مجاز سپرده‌پذیر می‌خواهد که خود را با حداقل سرمایه تأمین کنند. برای تعیین حداقل سرمایه مورد نیاز بانک‌ها، اداره مقررات احتیاطی استرالیا حداقل نسبت‌های کفایت سرمایه را تعیین و اعلام می‌کند. نسبت کفایت سرمایه (Capital Adequacy Ratio (CAR)) حاصل تقسیم سرمایه پایه به مجموع دارایی‌های موزون شده به ضرایب ریسک برحسب درصد است (م).

این مقررات جدید همراه با افزایش رقابت، بانک‌ها را تشویق کرد تا وام‌هایی را خلق کنند و با تبدیل آنها به اوراق بهادار باریگر آنها را به سرمایه‌گذاران معمولاً از طریق شرکت‌های SPV متعلق به بانک‌ها<sup>۱</sup> بفروشند. اوراق بهادارسازی، یک دارایی غیرنقد و ثابت به‌لحاظ جغرافیایی - یک وام رهنی سنتی ۲۵ ساله با نرخ ثابت - را به یک دارایی مالی نقد و شفاف تبدیل کرد که می‌توانست تقریباً در هر جایی از دنیا خرید و فروش شود (گوتام ۲۰۰۹). اوراق بهادارسازی موانع نهادی ملی<sup>۲</sup> برای رشد وام رهنی را از بین برد و اعطاکنندگان وام رهنی را قادر کرد تا دامنه وسیعی از محصولات رهنی را با نرخ‌های بهره پایین‌تر و نسبت‌های بالاتر وام به ارزش<sup>۳</sup> ارائه دهند. این موضوع به نوبه خود امکان داد تا مالکیت مسکن با نسبت‌های بالاتر بدهی به درآمد خانوار<sup>۴</sup> به‌ویژه در سال ۲۰۰۹ نسبت به ۱۹۹۸ یک سوم بیشتر شود. این نسبت در بسیاری از کشورها در دهه پیش از بحران مالی جهانی تا یک سوم و بیشتر افزایش پیدا کرد.

اوراق بهادارسازی با گشودن درهای تأمین مالی مسکن داخلی بر روی سرمایه‌گذاری جهانی، موجب حرکت به سمت بانکداری بازارمحور می‌شود. وام‌های رهنی اروپایی به‌دلیل ترکیب نرخ‌های بهره پایین

#### 1. Special Purpose Vehicle (SPV).

شرکت SPV یک نهاد حقوقی جداگانه است که توسط یک سازمان ایجاد می‌شود. SPV یک شرکت متمایز با دارایی‌ها و بدهی‌های خود و نیز وضعیت حقوقی خود است. معمولاً SPV برای یک هدف خاص بیشتر برای جداسازی ریسک مالی شرکت مادر ایجاد می‌شود. SPV یک شخصیت حقوقی جداگانه و وسیله‌ای برای کنترل ورشکستگی است، زیرا شرکت مادر می‌تواند با استفاده از آن دارایی‌های خود را به اوراق بهادار تبدیل کند. SPV به شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری‌های مشترک، ایزوله کردن دارایی‌ها و تراکنش‌های دیگر مالی کمک می‌کند (م).

#### 2. National Institutional Barriers.

۳. نسبت وام به ارزش (Loan-To-Value (LTV) Ratios) - نسبت وام به ارزش (LTV) سنجش ریسک وام است که بانک‌ها و موسسات مالی قبل از ارائه وام مسکن مورد بررسی قرار می‌دهند. معمولاً وام‌های با نسبت بالای LTV وام‌های با ریسک بالا در نظر گرفته می‌شوند. در این صورت، وام باید نرخ بهره بالاتری داشته باشد. افزون بر این، وام با نسبت LTV بالا ممکن است وام‌گیرنده را ملزم به خرید بیمه وام رهنی برای جبران ریسک وام‌دهنده کند. به این نوع بیمه، بیمه وام رهنی خصوصی (Private Mortgage Insurance (Pmi)) گفته می‌شود (م).

#### 4. Household Debt/Income Ratios.

و پایدار و پذیرش سطوح بالاتر بدهی در دوره طولانی‌تر توسط خانوارها و قانون‌گذاران در دهه ۱۹۹۰، به دارایی‌های جذابی برای سرمایه‌گذاران نهادی تبدیل شدند که به دنبال دارایی‌های امن بلندمدت بودند. ورود یورو در سال ۱۹۹۹ و تأسیس بازار اوراق قرضه یورویی به انفجار فعالیت‌ها در بازار سرمایه منجر شد. نقدشوندگی اوراق قرضه یورویی موجب رشد سریع اوراق قرضه رهنی تحت پوشش و بازارهای RMBS<sup>۲</sup> به‌عنوان جایگزین تأمین منابع پایدار، کم‌هزینه و بلندمدت برای سپرده‌های داخلی در بریتانیا، استرالیا و ایرلند در دهه ۱۹۹۰ و در اروپا در ابتدای دهه ۲۰۰۰ شد (لاند و وایت‌هد، ۲۰۱۶، ص ۲۵). در ابتدای دهه ۱۹۸۰، سیاست‌های نولیبرالی در اقتصادهای آنگلوساکسون بیشتر استقرار یافته بود و دولت‌ها از تأمین مالی مستقیم مسکن و نیز تهیه مسکن مقرون‌به‌صرفه کناره‌گیری کردند تا بازار نقش بیشتری ایفا کند. دولت‌ها به‌جای یارانه دادن یا سرمایه‌گذاری در عرضه مسکن یا زمین-یعنی در واقع ساختن (مسکن) یا خرید زمین به‌وسیله خودشان-به سمت یارانه‌دادن به تقاضای مالکیت مسکن حرکت کردند. فروش مسکن عمومی به مستأجران-در بیشتر موارد با تخفیف-به یک استراتژی محبوب تبدیل شد: (این امر) مالکیت مسکن را افزایش داد و آرای انتخاباتی را جذب کرد و هم‌زمان مخارج عمومی به‌ویژه هزینه‌های نگهداری را کاهش داد.

در کشورهای دیگر سیاست‌ها نامحسوس‌تر اما جهت حرکت اقتصاد همانند اقتصادهای پیشرفته به سمت کالایی‌کردن مسکن و خصوصی‌سازی اجاره زمین بود (آلبرز ۲۰۱۷). در بسیاری از کشورها، قوانین حمایت از مستأجر و مقررات اجاره لغو شدند که به افزایش اجاره‌بها و اخراج (مستأجران از خانه) منجر شد (رولنیک ۲۰۱۳). با کاهش بودجه حفظ و نگهداری مسکن عمومی، کیفیت آنها کاهش پیدا کرد و در اذهان عمومی و سیاسی از شهرک‌های مسکونی به‌شدت با بدنامی یاد می‌شد. امروزه بسیاری از کشورها برای مالکیت مسکن یارانه می‌پردازند و آن را هم به شکل امکان اقامت دائم و هم نوعی دارایی

۳. اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی مسکن (Residential Mortgage-Backed Ssecurities (RMBS)) یک اوراق بهادار مبتنی بر بدهی (مشابه اوراق قرضه) است که با بهره‌ی پرداختی به وام‌های مسکونی پشتیبانی می‌شود (م).

مالی جذاب می‌سازند. در بیشتر اقتصادهای پیشرفته، مالیات بر عایدی سرمایه‌ای بر مسکن خصوصی اول وجود ندارد و کاهش بهره وام مسکن<sup>۱</sup> در درآمد مشمول مالیات نمی‌آید. همه سیاست‌های پیش‌گفته، تقاضا برای اعتبار رهنی را هم‌راستا با وام‌دهی تجاری افزایش داد. افزون بر این، در طول سال‌های چرخش بازار،<sup>۲</sup> حمایت سیاسی از مالیات‌های بالاتر به‌منظور تأمین منابع رفاه اجتماعی و حقوق بازنشستگی در حال کاهش بود و «رفاه مبتنی بر دارایی»<sup>۳</sup> به‌عنوان یک چارچوب جدید سیاستی ظهور پیدا کرد. برای دولت‌هایی که به‌شدت نگران افزایش کسری بودجه خود بودند، تشویق مردم به انباشت شخصی دارایی‌هایی مانند مسکن از طریق استقراض می‌توانست به‌عنوان وسیله‌ای برای تأمین هزینه‌های تأمین اجتماعی و نیازهای بازنشستگی جمعیت سالخورده کشور منطق سیاسی داشته باشد.<sup>۴</sup>

#### ۴-۴. آیا سیاست اعتباری باز می‌گردد؟

حذف تدریجی برنامه‌های سیاست اعتباری و ظهور «اجماع واشنگتن»<sup>۵</sup> از دهه ۱۹۸۰ به بعد به واسطه تأکید بر نظریه پولی و اجرای هدف‌گذاری تورم بیشتر تقویت شد. با وجود هشدارهایی که «اعتبار باید از پهنه (روشنفکرانه)<sup>۶</sup> برگردد» این امر باعث شد که توجهات از رشد اعتبار (بخشی) و اهمیت اساسی بازارهای دارایی منحرف شود (بوربو و لوو ۲۰۰۴). این بازگشت تنها پس از بحران اعتبار ۲۰۰۸ اتفاق افتاد.

در واقع، سیاست‌های احتیاطی کلان تازه ابداع شده که کاهش ریسک سیستمی را هدف قرار می‌دهند (دی نیکولو و همکاران، ۲۰۱۲؛ آدریان، ۲۰۱۷؛ سروتی و همکاران، ۲۰۱۷)، اگرچه نه در نام،

۱. کاهش یا تخفیف بهره وام رهنی (Mortgage Interest Relief (MIR)) عبارت است از کاهش میزان بهره‌ای که برای یک وام یا رهن پرداخت می‌کنید. این تخفیف می‌تواند به شکل بازپرداخت مالیاتی نیز باشد (م).

2. The Market Turn.

3. Asset-Based Welfare.

4. Doling, J. and Ronald, R. (2010) and Offer, A. (2017).

5. Washington Consensus.

6. The [Intellectual] Wilderness.

بلکه در حقیقت شکل‌هایی از سیاست اعتباری هستند. آنها شامل مداخله‌های طرف عرضه مانند اصلاحات خاص الزامات سرمایه بخشی<sup>۱</sup> (وزن‌های ریسک<sup>۲</sup> بالاتر برای وام‌های رهنی، وزن‌های ریسک کمتر مطابق مقررات بال ۳ برای بنگاه‌های کوچک و متوسط و پروژه‌های زیربنایی) و سپرده‌های سرمایه ضدچرخه‌ای<sup>۳</sup> و همچنین، مداخله‌های طرف تقاضا مانند نسبت‌های بالاتر وام به ارزش و وام به درآمد وام‌های رهنی هستند. سیاست‌های دیگر اعتباری به‌عنوان بخشی از ابزارهای گسترده سیاست پولی در دوره پس از بحران مالی به کار گرفته شدند. به‌طور مثال، می‌توان از برنامه تأمین منابع بانک انگلستان برای وام‌دهی - که بنگاه‌های کوچک و متوسط و خانوارها را هدف قرار می‌داد-<sup>۴</sup> و عملیات تأمین مالی مجدد هدف‌گذاری شده<sup>۵</sup> بلندمدت بانک مرکزی اروپا - که به بانک‌های منطقه یورو چهار سال تأمین مالی یارانه‌ای بابت وام‌هایی که به شرکت‌های غیرمالی و خانوارها برای مصرف (اما نه برای خرید خانه)

#### 1. Sectorally Specific Adjustments to Capital Requirements.

#### 2. Risk Weights.

۳. سپر سرمایه ضدچرخه (Countercyclical Capital Buffer) یکی از ابزارهای مبتنی بر سرمایه بانک و مؤسسات مالی است که باعث افزایش تاب‌آوری نظام بانکی نسبت به شوک‌های نامطلوب و نیز کاهش رفتار چرخه‌ای وام‌دهی بانک‌ها می‌شود. سپر سرمایه ضدچرخه رفتار موافق چرخه‌ای وام‌دهی را کاهش می‌دهد. هدف از این ابزار تشکیل یک سرمایه محافظتی در دوره رشد شدید اعتبار و آزاد کردن آن در شرایط تحقق ریسک سیستماتیک است. به بیان دیگر، این ابزار با افزایش تاب‌آوری نظام مالی در دوره رونق باعث تداوم عرضه پایدار اعتبار به بخش حقیقی در شرایط رکود می‌شود. همچنین، آزاد کردن آن در تنگنای مالی باعث جذب زیان و کاهش آسیب‌پذیری شده و از افت اعتبار جلوگیری می‌کند (م).

#### 4. Churm, R. and et al. (2015).

۵. عملیات تأمین مالی مجدد هدفمند بلندمدت (TLTROs) عملیات‌های سیستم پولی یورو است که برای مؤسسات اعتباری تأمین مالی فراهم می‌کنند. با ارائه تأمین وجوه بلندمدت به بانک‌ها با شرایط جذاب، شرایط مطلوب استقراض برای بانک‌ها حفظ شده و وام‌دهی بانکی به اقتصاد واقعی تحریک می‌شود؛ بنابراین، TLTRO ها موضع سیاست پولی تطبیقی فعلی بانک مرکزی اروپا را تقویت کرده و کانال انتقال سیاست پولی را با تشویق بیشتر وام‌دهی بانکی به اقتصاد واقعی تقویت می‌کنند. یعنی با این کار سیاست پولی می‌تواند با قدرت اقتصاد را متأثر کند (م).

داده شده بود- نام برد.<sup>۱</sup> هر دوی این بانک‌های مرکزی و نیز بانک ژاپن در برنامه‌های اصلی خرید اوراق قرضه شرکتی<sup>۲</sup> وارد شدند. آنها برای خریدهای اوراق قرضه، معیارهای بخشی را به کار بردند که باردیگر بخش غیرمالی بر بخش مالی مرجح بود. در مداخله‌های اخیر بانک‌های مرکزی در حمایت از اقتصادهای خود در دوره همه‌گیری کووید-۱۹ همه این برنامه‌ها نیز به شدت گسترش یافت.

همان‌طور که در مقدمه بیان شد، اگرچه بسیاری از این برنامه‌ها در دهه گذشته تداوم داشته و باردیگر در دوره همه‌گیری کووید-۱۹ افزایش یافته‌اند، اما بیشتر به‌عنوان اقدامات اضطراری موقت در نظر گرفته می‌شوند. آنها در پیاده‌سازی کاملاً به سیاست اعتباری سنتی نزدیک هستند، اما منطوق و رأی آنها هرگز مشکل ساختاری «انتقال بدهی»- که در این مقاله تبیین شد- یا تخصیص نادرست اعتبار- که در ذات سرمایه‌داری مالی نهفته و مستلزم سیاست‌های اعتباری دائمی و نه اتفاقی است- نبوده است.

#### ۵. تحلیل تجربی: آیا سیاست‌های اعتباری، تخصیص اعتبار را متأثر می‌کنند؟

در بخش‌های پیشین، تعریف و عملیاتی‌سازی سیاست‌های اعتباری را تحلیل کرده و استدلال‌های نظری موافق و مخالف آن و تاریخچه این سیاست‌ها را پس از جنگ بررسی کردیم. همچنین، نتیجه گرفتیم که دلیل محکمی برای چنین سیاست‌هایی وجود دارد. در این بخش به‌لحاظ تجربی به بررسی رابطه بین سیاست اعتباری و تخصیص اعتبار به‌وسیله بخش بانکداری تجاری می‌پردازیم. بدین منظور از تحلیل رگرسیون بین کشوری و متغیرهای پراکسی<sup>۳</sup> (جانشین) سیاست اعتباری و سهم اعتبارات به بخش تجاری غیرمالی استفاده می‌کنیم.

تجزیه و تحلیل این مقاله نباید به‌عنوان تلاشی برای توجیه بی‌اساس این بحث تفسیر شود که به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری سهم اعتبار تجاری را تحت تأثیر قرار داده است. نتایج عددی در

۱. در عملیات TLTRO II که در مارس ۲۰۱۶ معرفی شد، نرخ بهره‌ای که باید اعمال شود به الگوهای وام‌دهی بانک‌های عضو مرتبط شده است. هر چه بانک‌های مشارکت‌کننده وام‌های بیشتری به خانوارها و شرکت‌های غیرمالی (به استثنای وام‌های خرید مسکن به خانوارها) بدهند، نرخ بهره وام‌های TLTRO II آنها جذاب‌تر می‌شود.

2. Major Corporate Bond Purchase Programmes.

3. Proxy.

این بخش باید در راستای تحلیل‌های کیفی و بررسی‌های انجام‌شده تاکنون تفسیر شوند. در علوم اجتماعی اثبات وجود ندارد؛ علیت یک امر همیشه مناقشه‌برانگیز خواهد بود. به بیان دیگر، پراکسی‌های (جانشین‌های) مقداری همواره معرف ناقصی از فرآیندهای کیفی هستند؛ اما دست‌کم یافته‌های این پژوهش مبنی بر وجود یک همبستگی مثبت معنادار طی زمان بین استفاده کمتر از سیاست‌های اعتباری و کاهش سهم اعتبارات تجاری، با استدلال اصلی که تاکنون انجام دادیم، همسو است.

### ۵-۱. داده‌ها

داده‌های این پژوهش ۱۷ اقتصاد پیشرفته<sup>۱</sup> در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۳ را پوشش می‌دهد که بیشتر مبتنی بر داده‌های مورد استفاده در مطالعه‌های جوردا و همکاران (۲۰۱۷) و نیز آبیاد و همکاران (۲۰۱۰) است. انتخاب این نمونه از کشورها بر اساس اطلاعات موجود از سیاست‌های اعتباری و سهم اعتبارات بخش‌های تجاری غیرمالی بوده است. داده‌های استفاده‌شده در این پژوهش با داده‌های شاخص‌های توسعه جهانی بانک جهانی و پایگاه داده توسعه مالی جهانی تکمیل شده است.

متغیر وابسته، سهم اعتبار بخش تجاری غیرمالی (به‌طور کوتاه، سهم اعتباری تجاری) از کل اعتبار بانکی است که از مطالعه جوردا و همکاران (۲۰۱۷) گرفته شده است.<sup>۲</sup> این داده شامل اعتبار غیربانکی مانند اوراق قرضه شرکتی نیست. این امر با ماهیت سیاست‌های اعتباری (بانک) و کنترل بیشتر بانک‌های مرکزی و دولت‌ها بر بانک‌ها (تا بازارها و مؤسسات مالی غیربانکی) تناسب دارد؛ اما باید در نظر داشت که اثربخشی سیاست‌ها با توجه به تخصیص کل اعتبار مورد بحث ما نیست. محدودیت دیگر آن است که این داده، تأمین مالی بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری (SIB) را در بر نمی‌گیرد.

۱. استرالیا، بلژیک، کانادا، دانمارک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایتالیا، ژاپن، هلند، نروژ، پرتغال، اسپانیا، سوئد، سوئیس، بریتانیا و ایالات متحده آمریکا.

۲. گفتنی است که جوردا و همکاران (۲۰۱۷) وام‌دهی به بخش مالی غیر بانکی (وام‌دهی OFC) را خارج کرده‌اند، بنابراین، به‌لحاظ فنی این «کل اعتبار» نیست. این در تضاد با مطالعه سامارینا و همکاران (۲۰۱۷) است که بعداً از آن استفاده می‌کنیم که شامل وام‌دهی OFC می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد که این تفاوت، نتایج را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.



شکل ۳ نشان می‌دهد که در یک داده‌های تابلویی نامتوازن،<sup>۱</sup> سهم اعتبار خصوصی از تولید ناخالص داخلی از سال ۱۹۷۳ تا سال ۲۰۰۵ به‌طور متوسط از ۶۰ به ۱۰۰ درصد افزایش یافته است. همچنین، سهم اعتبار به بنگاه‌های غیرمالی از ۶۰ به حدود ۴۰ درصد کاهش یافته است.<sup>۲</sup> شواهد جدیدتر دلالت می‌کنند که این کاهش پس از سال ۲۰۰۵ نیز ادامه داشته است (بزمر و همکاران ۲۰۲۰).

متغیرهای اصلی مورد توجه ما پنج متغیر جانشین برای سیاست اعتباری هستند که از پایگاه داده سیاست‌های بخش مالی در ۹۱ کشور در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۳ گرفته شده‌اند (آبیاد و همکاران ۲۰۱۰). برای افزایش مقادیر، این متغیرها کنترل‌های اعتباری کمتر، کنترل‌های نرخ بهره کمتر، محدودیت‌های حساب مالی کمتر، خصوصی‌سازی بیشتر (بانک‌های دولتی) و ورود بیشتر به بخش بانک‌های خارجی را اندازه‌گیری می‌کند. هر یک از این معیارها به نوبه خود یک شاخص ترکیبی از چندین مؤلفه است. به هر کشور از مقیاس صفر تا سه نمره‌ای داده می‌شود که صفر مربوط به بالاترین درجه کنترل اعتبار و سه، نشانگر آزادسازی کامل (مالی) است.

شکل ۴ تغییر و تحول متوسط این شاخص‌ها بین کشورها در سال‌های ۲۰۰۵-۱۹۷۳ را نشان می‌دهد. آزادسازی‌های معناداری را که از حدود سال ۱۹۸۰ آغاز شده و تا پایان دهه ۱۹۹۰ ادامه پیدا کرده‌اند، مشاهده می‌کنیم که تا آن زمان بیشتر کنترل‌ها (مالی) حذف شده‌اند و متغیرها (تقریباً) به بالاترین مقادیر خود (یعنی آزادسازی کامل) رسیده‌اند. مورد استثنا، خصوصی‌سازی بخش بانکی است که از سال‌های میانی دهه ۱۹۹۰ گسترش می‌یابد. این (امر) هنوز نقش مهم بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مالی دولتی مرتبط در بسیاری از اقتصادها را منعکس می‌کند.<sup>۳</sup> و<sup>۴</sup>

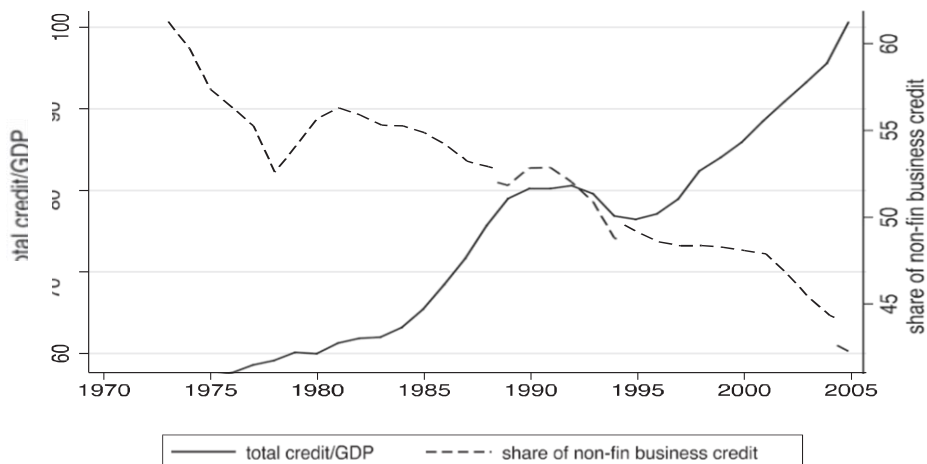
۱. داده‌های تابلویی نامتوازن (Unbalanced Panel Data) - یک تابلوی نامتوازن مجموعه داده‌ای است که در آن حداقل یک عضو تابلو در هر دوره مشاهده نمی‌شود. بنابراین، اگر یک تابلوی نامتوازن در برگیرنده  $N$  عضو و  $T$  دوره باشد، نابرابری شدیدی برای تعداد مشاهدات ( $n$ ) در مجموعه داده برقرار است:  $n < N \times T$  (م).

۲. از آنجا که تابلوی نامتوازن است، میانگین درصد تغییرات طی زمان به ۱۰۰ نمی‌رسد.

۳. در طول بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ تعدادی از بانک‌هایی که پیش‌تر خصوصی شده بودند، نجات یافته و ملی شدند.

4. Macfarlane, L. and Mazzucato, M. (2018).

شکل ۳. تحول اعتبار کل و سهم اعتبار تجاری



مأخذ: جوردا و همکاران. (۲۰۱۷) و محاسبات نویسندگان مقاله. داده‌های استفاده‌شده در ۱۷ اقتصاد پیشرفته به صورت میانگین هستند.

سطح توسعه مالی داخلی<sup>۱</sup> را که با سهم اعتبار کل بانکی از تولید ناخالص داخلی اندازه گرفته می‌شود، کنترل می‌کنیم.<sup>۲</sup> تعمیق توسعه مالی داخلی به‌طور کلی در افزایش وام‌دهی و به‌طور خاص در وام‌دهی رهنی<sup>۳</sup> منعکس شده است. دوم، یک عامل اصلی درجه بازبودن تجاری کشور<sup>۴</sup> است که معمولاً جریان‌های مالی بین‌المللی بیشتری را در برمی‌گیرد. درجه بازبودن تجاری و مالی از یک سوی ممکن

### 1. Domestic Financial Development.

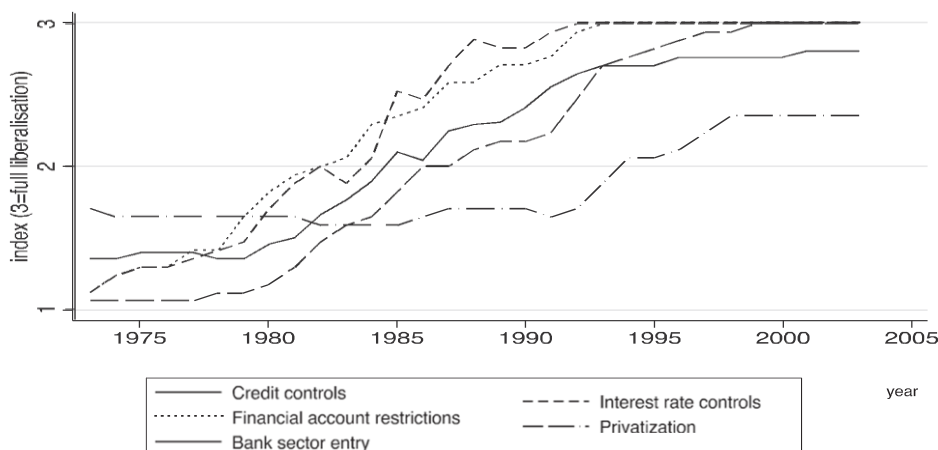
۲. از طرف دیگر، ما سطح توسعه‌ی مالی را با استفاده از سهم ارزش جاری بازار سهام از تولید ناخالص داخلی کنترل می‌کنیم. اغلب در ادبیات سهم کل اعتبارات بانکی از تولید ناخالص داخلی به عنوان جزئی از بخش مالی در نظر گرفته می‌شود. در حالی که این تنها توسعه‌ی صنعت بانکداری را منعکس می‌کند. این رویکرد ریسک از دست دادن سایر جنبه‌های توسعه‌ی مالی را دارد. برای بررسی صحت و درستی نتایج خود در این مورد، تحلیل معیار (benchmark analysis) گزارش شده در جدول ۳ را دوباره اجرا کردیم. علامت و معنی داری ضرایب سیاست اعتباری تغییری نکرد (نتایج برآورد در صورت درخواست موجود می‌باشد). یافته‌های ما با این تنوع در روش اندازه‌گیری توسعه‌ی مالی قوی و مستحکم می‌باشد. ما از یک داور ناشناس برای این راهنمایی تشکر می‌کنیم.

### 3. Mortgage Lending.

### 4. Country's Openness to Trade.

است تقاضای سرمایه‌گذاری تجاری (و اعتباری) را افزایش دهد، اما از سوی دیگر، واردات کالاهای مصرفی و تأمین منابع اعتبار مصرف‌کننده<sup>۱</sup> و اعتبار رهنی<sup>۲</sup> از خارج را تسهیل می‌کند. درجه بازبودن حساب مالی همواره به‌عنوان یکی از متغیرهای جانشین برای سیاست‌های اعتباری وارد شده است. در هر دو حالت، با واردکردن سهم تجارت از تولید ناخالص داخلی این اثرات تا حدی لحاظ می‌شوند. البته محرک‌های بالقوه بسیاری بجز تغییرات سیاستی و مقرراتی مانند رشد اقتصادی یا تغییرات نرخ بهره وجود دارند که ممکن است عامل کاهش سهم وام‌دهی تجاری باشند. در زیر توضیح می‌دهیم که تکنیک هم‌انباشتگی مبتنی بر پانل<sup>۳</sup> در مقابل متغیرهای (مانا) حذف‌شده قوی است.

شکل ۴. آزادسازی مالی بین کشورها



مأخذ: آبیاد و همکاران. (۲۰۱۰) و محاسبات نویسنده، نکته: صفر= بالاترین درجه کنترل اعتباری، سه= آزادسازی کامل.

1. Foreign Funding of Consumer Credit.
2. Mortgage Credit.
3. Panel-Based Cointegration Technique.

## ۵-۲. ارائه روش‌شناسی و نتایج برآورد

## ۵-۲-۱. آزمون‌های ریشه واحد پانل و تحلیل‌های هم‌انباشتگی

تجزیه و تحلیل این مقاله با یک نمونه از ۱۷ کشور در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۳ با متغیرهای کنترل توسعه مالی (کل اعتبار به تولید ناخالص داخلی) و درجه بازبودن تجاری (تجارت به تولید ناخالص داخلی) انجام می‌شود. از آنجا که این متغیرها نامانا هستند،<sup>۱</sup> از تکنیک‌های هم‌انباشتگی پانل برای بررسی وجود روابط مانا بین متغیرهای نامانا استفاده می‌کنیم. یک رابطه مانا دلالت بر آن دارد که متغیرها دارای ویژگی‌های بلندمدت مشترک و احتمالاً یک رابطه علی بین خود هستند.

به دلایل مختلفی تکنیک‌های هم‌انباشتگی مبتنی بر پانل برای مطالعه ما مناسب هستند؛ اول، رگرسیون‌های پانل مبتنی بر متغیرهای نامانا احتمالاً کاذب هستند. دوم، تمرکز روی روابط بلندمدت است که اگر معادلات به‌جای آن که در سطح متغیرها برآورد شده، در تفاضل اول آنها برآورد شوند، مبهم خواهند بود (روش معمول دیگری برای پرداختن به مشکل نامانایی). سوم، حتی با وجود همبستگی موقتی و یا زمانی بین جمله خطای مانا و رگرسیون‌ها، برآورد پارامترها «بر سازگار»<sup>۲</sup> هستند. این دلالت بر آن دارد که برآوردهای هم‌انباشتگی با حذف متغیرهای مانا تورش‌دار نیستند. بنابراین، برآوردها نسبت به متغیرهای حذف شده، مشکلات همزمانی و درونزایی، قوی هستند (بونهام و کوهن ۲۰۰۱).

تکنیک هم‌انباشتگی مستلزم آن است که داده‌ها نامانا باشند و نخستین گام در این تحلیل، آزمون این مسأله است. آزمون‌های ریشه واحد پانل تأیید می‌کنند که داده‌ها در همه سری‌های زمانی مورد توجه ما در جدول C1 نامانا هستند. گام دوم در این تحلیل، آزمون هم‌انباشتگی بین دو متغیر به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری و متغیر کاهش سهم اعتبار تجاری است. برای آزمون وجود هم‌انباشتگی، از آزمون پدرونی (۱۹۹۹ و ۲۰۰۴) و آزمون وسترلاند (۲۰۰۵) استفاده می‌کنیم. پی‌می‌بریم که تقریباً همه آماره‌های آزمون دست‌کم بالای ۱۰ درصد معنادارند. فرضیه‌های صفر به نفع فرضیه مقابل که وجود یک

۱. از یک داور ناشناس سپاسگزاریم که توجه ما را به این موضوع جلب کرد.

2. Super-Consistent.

3. Stock, J. H. (1987).

رابطه هم‌انباشتگی است، رد می‌شوند. این موضوع دلالت بر آن دارد که متغیرها ویژگی‌های بلندمدت مشترک<sup>۱</sup> مانند یک رابطه علی دارند. به زبان ساده، به‌طور متوسط سهم اعتبار تجاری و پنج متغیر جانشین برای آزادسازی سیاست‌های اعتباری در ۱۷ اقتصاد (مورد بحث) طی زمان با هم حرکت می‌کنند. این همسو با استدلال اصلی این مقاله است (اما نه اثبات) که به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری، عاملی در تغییر تخصیص اعتبار بوده که به کاهش سهم اعتبار تجاری منجر شده است.

توضیح دیگر و تکمیل‌کننده این یافته آن است که عوامل دیگر مشاهده‌نشده نیز موجب هر دو کاهش سهم اعتبار تجاری و به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری شده‌اند. در این مقاله جانشین‌های (کاندیداهای) مختلفی برای این متغیرهای مشاهده‌نشده، بحث شده است؛ به‌ویژه، افزایش رجحان‌های سیاستی برای مالکیت مسکن هم افزایش وام‌دهی رهنی (و در نتیجه کاهش سهم اعتبار تجاری) و هم تحریک تغییرات سیاستی جدای از سیاست‌های اعتباری که اعتبار وام رهنی را محدود می‌کند، به‌دنبال دارد؛ بنابراین، این نتیجه دلیلی بر وجود رابطه علی یک سوپه از (متغیر) به‌کارگیری کمتر سیاست‌های اعتباری به تغییر تخصیص اعتبار نیست. گام بعدی در این تحلیل با ایجاد یک رابطه علی به این موضوع می‌پردازد.

## ۵-۲-۲. نتایج OLS پانل پویا

گام سوم با تأیید نامانایی متغیرها و ویژگی‌های بلندمدت مشترک، قدرت و جهت این علیت را برآورد می‌کند. ماهیت رابطه بلندمدت بین سهم اعتبار تجاری و سیاست اعتباری را با یک برآوردکننده میانگین حداقل مربعات معمولی پویای پانل DOLS<sup>۲</sup> ارزیابی می‌کنیم.<sup>۳</sup> ابتدا رگرسیون DOLS جداگانه‌ای برای هر عضو پانل به‌صورت زیر برآورد می‌کنیم:

1. Long-run Common Features.

2. Panel Group Mean Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) Estimator.

۳. از برآوردکننده OLS استفاده نمی‌کنیم، زیرا چن و همکاران (۱۹۹۹) نشان می‌دهند که در یک چارچوب پانل هم‌انباشته، برآوردکننده OLS تورش‌دار است، بنابراین، به رگرسیون کاذب منجر می‌شود. کائو و چیانگ (۲۰۰۰) با ادغام برآوردکننده‌های پارامتری جداگانه، برآوردکننده OLS را به تحلیل پانل بسط می‌دهند. با شبیه‌سازی‌های مونت کارلو، آنها نتیجه می‌گیرند

$$y_{it} = \beta_1 \cdot x_{it} + \sum_{j=-q}^q \varphi_{ij} \Delta x_{it-j} + \gamma_i D_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن،  $q$  تعداد وقفه‌ها و  $D_{it}$  اثرات خاص کشوری و روندهای زمانی را در بردارد. پس از به دست آوردن برآوردهای فردی  $\hat{\beta}_i$  از رابطه ۲، آماره‌های  $t$  و برآوردکننده‌های میانگین DOLS پانل متناظر را به دست می‌آوریم:

$$\hat{\beta}_{DOLS} = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{\beta}_i \cdot t_{DOLS} = N^{-1/2} \sum_{i=1}^N t_i \quad \text{رابطه (۳)}$$

وارد کردن وقفه‌های تفاضل‌های رگرسورها، بازخورد درونزا<sup>۱</sup> از  $y$  به  $x$  یعنی سهم اعتبار تجاری به سیاست‌های اعتباری را از بین می‌برد. این به نگرانی‌های مربوط به علیت معکوس می‌پردازد، یکی از دو مشکلی که تفسیر علیت ضرایب رگرسیون را مخدوش می‌کند (دیگری درونزایی هر دو  $x$  و  $y$  نسبت به متغیر مشاهده‌نشده سوم است). به این دلیل ضرایب مدل پانل DOLS برای سیاست‌های اعتباری می‌تواند با اطمینان خاطر تفسیر شود، زیرا با این دیدگاه سازگار است که سیاست‌های اعتباری (اگرچه نه به‌طور انحصاری) علت تغییرات سهم اعتبار تجاری هستند. جدول ۲ نتایج برآورد را نشان می‌دهد. درمی‌یابیم که طی زمان و بین کشورهای مورد بحث، آزادسازی کنترل‌های اعتباری (ستون ۱) و محدودیت‌های حساب مالی (ستون ۳) و نیز خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی (ستون ۴) همه به‌طور منفی و معناداری با سهم اعتبار تجاری همراه شده‌اند. این نتیجه با فرضیه این پژوهش سازگار است. در ظاهر، ورود راحت‌تر بانک‌های خارجی تفاوتی ایجاد نمی‌کند.

همچنین، در ستون ۲، رابطه مثبت معناداری بین کنترل‌های نرخ بهره و سهم اعتبار تجاری پیدا می‌کنیم که با فرضیه ما همخوانی ندارد. نبود همبستگی منفی به این مفهوم است که اعتبار تجاری به نرخ بهره خیلی حساس نیست،<sup>۲</sup> هرچند که این هم همبستگی مثبت معنادار را توضیح نمی‌دهد.

که DOLS به‌لحاظ برآورد بدون تورش از برآوردکننده‌های OLS و OLS کاملاً تعدیل شده در نمونه‌های محدود بهتر عمل می‌کند. پدرونی (۲۰۰۱) همچنین، نشان می‌دهد که میانگین گروهی OLS در نمونه‌های کوچک، در مقایسه با DOLS قدرت بیشتر و اختلال اندازه بسیار کمی دارد.

1. Endogenous Feedback.
2. Garegnani, P. (2015) and Deleidi, M. (2018).

جدول ۲. تأثیر سیاست اعتباری آزادسازی شده بر سهم اعتبارات تجاری

	(1) Fewer credit controls	(2) Fewer interest rate controls	(3) Fewer financial account restrictions	(4) More privatization	(5) Fewer entry barriers
Liberalized credit	2.525***	1.533***	0.185***	5.142***	0.64
Total credit/GDP	(3.167) 0.11***	(8.418) 0.15***	(4.629) 0.18***	(6.482) 0.03***	(0.906) 0.007***
Trade/GDP	(9.352) 0.38*** (16.03)	(13.36) 0.55*** (11.32)	(11.05) 0.36*** (15.43)	(6102) 0.41*** (15.47)	(2.158) 0.25*** (11.25)
No. of countries	17	17	17	17	17
Observations	476	476	476	476	476

توجه: جدول بالا ضرایب برآوردهای پانل DOLS را نشان می‌دهد که در آن متغیر وابسته سهم اعتبارات تجاری است. آماره‌های t داخل پرانتز آورده شده‌اند. مقدار بحرانی مجانبی در سطح اطمینان ۵ درصد برابر با ۱/۶۴۵ است. تعداد وقعه‌ها ۲ است. اثرات ثابت مربوط به هر کشور و روندهای زمانی در نتایج وارد شده‌اند.

نتایج مقاله با این بحث سازگار است که مالکیت دولتی در بخش بانکی، کنترل‌های اعتباری و محدودیت‌های حساب مالی ابزارهای سیاستی مؤثری برای حمایت از وام‌دهی تجاری در اقتصادهای پیشرفته و جلوگیری یا معکوس کردن «انتقال بدهی» - که در بخش‌های ۲ و ۳ تفسیر شد- هستند. گفتنی است که به دلیل درونزایی احتمالی، تفسیرهای دیگری از نتایج برآورد نیز امکان‌پذیر است. احتمالاً متغیرهای مشاهده‌نشده دیگری وجود دارند که موجب پیامدهای متغیر مستقل و وابسته در رگرسیون شوند. کشورهای با سهم اعتبار تجاری بالا ممکن است ویژگی‌هایی داشته باشند که داشتن سیاست‌های اعتباری را امکان‌پذیر نماید. به‌طور مثال، اقتصادهای با سهم اعتبار تجاری بالاتر ممکن است لابی‌های صنعتی قوی‌تری<sup>۱</sup> داشته باشند که بتوانند برنامه‌های اعتباری ترجیحی<sup>۲</sup> را تحت فشار قرار دهند. برای تأیید یا رد این که آیا این سازوکار کار می‌کند باید اطلاعات بیشتری در مورد این فاکتورها، به‌طور خاص فعالیت‌های گروه‌های فشار و ذی‌نفع گردآوری شود؛ بنابراین، این تحلیل تجربی،

1. Stronger Industrial Lobbies.
2. Preferred Credit Programs.

سرآغازی بر اثرگذاری سیاست‌های اعتباری بر تخصیص اعتبار است تا یک تحلیل قطعی. پژوهش‌های بیشتر در سطح کشوری و تجزیه و تحلیل تاریخی می‌تواند رابطه بین سیاست اعتباری، تخصیص اعتبار و رشد اقتصادی را بیشتر روشن نماید.

### ۶. نتیجه‌گیری

این پژوهش، «انتقال بدهی» را که از دهه ۱۹۹۰ در اقتصادهای پیشرفته رخ داده، تحلیل می‌کند، که بدان وسیله اعتبار بانکی دیگر از بنگاه‌های غیرمالی حمایت نمی‌کند، بلکه در بیشتر موارد به خرید املاک و مستغلات موجود و دارایی‌های مالی تخصیص می‌یابد. با توجه به پیامدهای منفی این پدیده برای رشد درآمد، نابرابری درآمد و ثبات اقتصاد کلان، این مقاله به سیاست‌های اعتباری توجه می‌کند که هدف آن هدایت خلق و تخصیص اعتبارات بانکی است.

در این مقاله، به‌طور انتقادی بحث تاریخی و نظری و نیز شواهد تجربی در باب سیاست اعتباری بررسی شد. وام‌دهی بانکی نقش کلیدی در رشد اقتصادی دارد، اما بخشی از تمایل گسترده بازار مالی به بی‌ثباتی است که به‌وسیله مینسکی نظریه‌پردازی شده است. این روند شامل «انتقال بدهی» به سمت اعتبارات با پشتوانه دارایی است که به اعطای سطوح بالای نابهینه‌ای از اعتبار به املاک و مستغلات و بخش مالی منجر می‌شود، در حالی که اعتبار کافی به سرمایه‌گذاری‌های مولد در بخش واقعی تخصیص نمی‌یابد. بانک‌ها این اثرات خارجی<sup>۱</sup> را در تصمیمات وام‌دهی خود به حساب نمی‌آورند. این امر دلیل مشارکت دولت در بازار اعتبار از طریق سیاست‌های اعتباری را فراهم می‌کند.

در دوره ۱۹۸۰-۱۹۴۵، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی انواع مختلفی از سیاست‌های اعتباری از جمله استفاده از بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری (SIBs) برای حمایت از سیاست‌های صنعتی<sup>۲</sup> را به کار گرفتند، اما جریان‌های اعتبار به بخش‌های کمتر مطلوب شامل بدهی خانوار<sup>۳</sup> هدایت می‌شد. حتی پس از بحران

۱. اثرات خارجی (Externalities) به موقعیت‌هایی گفته می‌شود که اثر تولید یا مصرف کالاها و خدمات، هزینه‌ها یا منافعی را بر دیگران تحمیل می‌کند که در قیمت‌های اعمال شده برای کالاها و خدمات ارائه شده، بازتاب نمی‌یابد (م).

2. Industrial Policy.

3. Household Debt.



بزرگ مالی این سیاست‌ها در متون اقتصادی توجه کمی را به خود معطوف کرده‌اند. شاید علت این موضوع آن باشد که این سیاست‌ها از پیش در محافل علمی و سیاستی طی انتقال به دوران مقررات‌زدایی مالی «اجماع واشنگتن» از دهه ۱۹۸۰ به بعد، اعتبار خود را از دست داده بودند. بازتاب اجتماعی این تغییر سیاست، «چرخش بازار»<sup>۱</sup>،<sup>۲</sup> باز پیکربندی نهادهای عمومی به دور از دولت سنتی رفاه و به سمت «سرمایه‌داری املاک»<sup>۳</sup> و<sup>۴</sup> بود و بخشی از ظهور گسترده‌تر نولیبرالیسم<sup>۵</sup> به شمار می‌رفت. این موضوع مجموعه‌ای از سیاست‌ها برای تحریک آزادسازی‌های مالی و مالکیت مسکن و نوآوری‌ها برای تسهیل تأمین مالی آنها را به همراه داشت که به نظام‌های بانکی بیشتر بازارمحور در بسیاری از کشورها منجر شد.

این مقاله نقد «تحریف» از سیاست اعتباری که موجب ایجاد انتقال (بدهی) شده را زیر سؤال می‌برد. استدلال‌های مخالف با سیاست‌های اعتباری به ایجاد فرضیات ناموجه در مورد شرایط قیمت تعادلی در بازارهای اعتباری تمایل دارند و تمایلات ذاتی آنها به بی‌ثباتی و تخصیص نادرست را نادیده می‌گیرند. این امر به‌ویژه در نظام‌های بانکی بازارمحور مصداق ندارد. به لحاظ تجربی، مطالعه‌هایی که به واردشدن مباحث سیاستی در تخصیص اعتبار انتقاد می‌کنند، بر عملکرد بخش بانکی متمرکز شده‌اند تا عملکرد گسترده اقتصاد کلان. این موضوع اهداف سیاست اعتباری را دچار سوء تعبیر می‌کند.

در یک تحلیل تجربی از ۱۷ اقتصاد توسعه‌یافته در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۳، به حذف تدریجی سیاست‌های اعتباری و خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی سرمایه‌گذاری از دهه ۱۹۸۰ به بعد پی‌بردیم. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که متغیرهای جانشین (پراکسی‌ها) این سیاست‌ها به‌طور معناداری با کاهش در سهم اعتبار بخش تجاری همبستگی دارد. پس از بحران- بانک‌های مرکزی سیاست‌های احتیاطی کلان

1. Market Turn.

2. Offer, A. (2017).

۳. در سیستم سرمایه‌داری املاک، مفهوم مسکن به عنوان یک حق اجتماعی (فرگوسن، ۱۹۹۴) به سمت سرمایه‌گذاری در مسکن به عنوان وسیله‌ای برای تولید ثروت تغییر یافته است (م).

4. Schwartz, H. and Seabrook, L. (2008).

5. Amable, B. (2011).

را اتخاذ کردند که تا اندازه‌ای به دنبال تأکید باردیگر بر افزایش کنترل داخلی بر جریان‌های اعتباری بودند؛ اما تمرکز آنها بیشتر بر ریسک ثبات مالی بوده است تا اثرات گسترده اقتصاد کلان کاهش سهم اعتبارات تجاری.

با توجه به چالش کنترل کردن پویایی‌های نهادی و سیاسی در دامنه وسیعی از اقتصادهای پیشرفته در نمونه مطالعاتی ما، نتایج تجربی مقاله باید با احتیاط در نظر گرفته شود؛ به‌ویژه آن که تغییر جهت بیشتر به سمت حمایت از سیاست خانه‌دار کردن افراد ممکن است عامل مهمی در کاهش سهم اعتبارات تجاری نسبت به سیاست اعتباری باشد.

ادامه این پژوهش در آینده می‌تواند بررسی موشکافانه‌تر اثرات تغییر اصلی در الگوهای کسب و کار بانک<sup>۱</sup> به سمت بانکداری بازارمحور<sup>۲</sup> باشد که به‌طور موجهی رابطه بین سیاست‌های اعتباری و تخصیص اعتبار را تغییر می‌دهد. سیاست‌های اعتباری در بانکداری بازارمحور اثربخشی کمتری دارند، زیرا این نظام امکان دسترسی به منابع مالی بین‌المللی و غیرسپرده‌ای را ایجاد و با فروش وام‌ها از الزامات سرمایه‌ای اجتناب می‌کند.

حوزه دیگر برای پژوهش‌های آینده آن است که نه تنها به ماهیت سیستم مالی (کم و بیش بانکداری بازارمحور) بلکه به سیستم گسترده اقتصادی توجه شود. برای مثال می‌توان از انواع سرمایه‌داری املاک و مستغلات که به‌وسیله شوارتز و سیبروک (۲۰۰۸) تعریف شده است، استفاده کرد. آنها با استفاده از نسبت‌های متوسط بدهی وام رهنی به تولید ناخالص داخلی و نرخ‌های مالکیت مسکن، اقتصادهای

- 
1. Bank Business Models.
  2. "Market-Based" Banking.

توسعه یافته را به اقتصادهای «بازار-شرکتی»<sup>۱</sup>، «لیبرال-بازار»<sup>۲</sup>، «دولت-گرا-توسعه‌گرا»<sup>۳</sup> و «فامیلی»<sup>۴</sup> طبقه‌بندی می‌کنند. با توجه به نمونه‌های کوچکتر و تنوع تاریخی در هر کدام (بلک‌ول و کول ۲۰۱۹) تجزیه و تحلیل سیاست‌های اعتباری در محیط‌های مختلف مطالعات موردی تاریخی را می‌طلبد.

### 1. "Corporate-Market" Economies.

۲. در اقتصادهای لیبرال-بازار (Liberal-Market Economies) بنگاه‌ها برای دسترسی به منابع مالی، مهارت‌ها، نیروی کار و فناوری بیشتر به بازارهای رقابتی متکی هستند، در حالی که در اقتصادهای هماهنگ‌شده بازار (Coordinated Market Economies) بنگاه‌ها در بیشتر موارد به ترتیبات مشارکتی متکی هستند که بیشتر توسط انجمن‌های تجاری یا اتحادیه‌های کارگری هماهنگ شده‌اند (م).

### 3. Statist-developmental Economies.

- اصطلاح دولت‌گرایی (Statism) یک نظام سیاسی است که در آن دولت کنترل متمرکز چشمگیری بر امور اجتماعی و اقتصادی کشور دارد. عبارت دولت‌گرایی گاهی اوقات برای اشاره به اقتصادهای بازار با مقادیر زیادی از مداخله، مقررات یا نفوذ دولت بر بازارها به کار می‌رود. آن اقتصادهای بازاری که با درجه بالایی از مداخله دولت همراه هستند، گاهی اوقات به‌عنوان «اقتصاد مختلط» شناخته می‌شوند. دولت‌گرایی در عمل از دهه ۱۸۵۰ استفاده شده است، اما اصطلاح آن در دهه‌های ۱۹۳۰ و ۱۹۴۰ در گفتمان سیاسی آمریکا به طور قابل توجهی استفاده شد. ضد مکتب دولت‌گرایی، ضد تانیسم یا آنارشیزم نامیده می‌شوند که در آن همه حکومت‌های سلسله مراتبی رد می‌شوند (م).

۴. اصطلاح اقتصاد فامیلی یا اقتصاد خانواده (Familial Economies) برای توصیف خانواده به‌عنوان یک واحد اقتصادی به کار می‌رود. مراحل اولیه توسعه در بسیاری از اقتصادها با تولید مبتنی بر خانواده آغاز شد. در مراحل اولیه توسعه و پیش از جریان صنعتی شدن، فناوری محدود و بدون تغییر بود. بیشتر فعالیت‌های اقتصادی در داخل خانواده صورت می‌گرفت و تولید و توزیع بر اساس عرف و سنت آن اجتماع سازماندهی می‌شد. نرخ بالای مرگ و میر و بهره‌وری پایین به این معنا بود که در مزارع و شهرها زندگی کوتاه و شرایط زندگی سخت بود، شرایطی که به طرز سرنوشته‌ساز پذیرفته شده بود. در این جامعه، خانواده نقش اصلی را ایفا می‌کرد، زیرا موقعیت اقتصادی و اجتماعی با تولد، پیوندهای خانوادگی و عرف محلی تعریف می‌شد. مهم‌تر از همه، خانواده یک واحد مولد و قدرت بدنی یک عنصر اساسی در بقای آن بود. خانواده یک تولیدکننده چند نسلی بود که سرمایه و زمین توسط نسل‌های قدیمی و نیروی کار توسط نسل‌های جوان تأمین می‌شد. کالاها نه تنها برای مصرف خانگی بلکه برای فروش و تجارت در بازار نیز تولید می‌شد. پایه و اساس یک اقتصاد خانوادگی پایدار در دوران پیش از صنعتی شدن نیروی کار آن بود (م).

در دوران صنعتی شدن، خانواده از یک واحد تولیدی به یک واحد مصرفی تبدیل شد. تولید کشاورزی با افراد کمتری انجام شد و نیاز به کودکان به‌عنوان دارایی‌های اقتصادی از بین رفت و کودکان به‌عنوان بار تعهد و مسئولیت در نظر گرفته شدند.

به‌طور کلی، مطالعه تاریخی ما دلالت بر این دارد که سیاست‌های اعتباری کنش‌گرایانه<sup>۱</sup> (افزون بر سیاست‌های احتیاطی کلان ریسک-محور) برای حمایت از بخش‌های مولد اقتصاد (به‌منظور تحریک رشد اقتصادی پایدار و تضمین تأمین مالی کافی برای چالش‌های اقتصادی اصلی مانند گذار به اقتصاد بی‌کربن<sup>۲</sup>) مورد نیاز هستند (مازوکاتو و سمینوک ۲۰۱۷ و ۲۰۱۸). اگر اعتبارات بیشتر به بخش غیرمالی بتواند از سرمایه‌گذاری خصوصی، نوآوری و رشد اقتصادی پایدار حمایت کند، بی‌ثباتی مالی را کاهش می‌دهد. رشد فزاینده (اقتصادی) می‌تواند موجب کاهش بدهی‌های بزرگ خانوارها شود که نتیجه طبیعی افزایش در وام‌دهی به خانوارها از دهه ۱۹۸۰ بوده است، به‌ویژه اگر با نرخ‌های بهره واقعی پایین همراه شود.

اما جالب است که هنوز تنها بانک‌های مرکزی بازارهای در حال ظهور سیاست‌های «هدایت اعتبار سبز»<sup>۳</sup> را اجرا می‌کنند (دیکاو و رایان-کالینز، ۲۰۱۷؛ کمپیگلیو و همکاران، ۲۰۱۸). بین‌المللی شدن بانکداری، اندازه و فراگیر بودن جریان‌های بین‌المللی و داخلی سرمایه و رشد بانکداری سایه چالش‌های

ایده‌ها و اختراعات جدیدی در کنار هنجارهای اجتماعی جدید، بازار سرمایه‌داری را ایجاد کرد که تولید را در کارخانه‌ها، مزارع و معادن در مقیاس بزرگ تشویق می‌کرد. کار مزدی به یکی از اجزای اصلی جامعه مدرن صنعتی تبدیل شد. اعضای خانواده دیگر با هم کار نمی‌کردند، بلکه از دست‌مزدی که به‌دست می‌آوردند، برای خرید کالا و خدمات مورد نیاز خانواده استفاده می‌کردند. انقلاب صنعتی که از قرن نوزدهم شروع شد و به قرن بیستم رسید، به‌عنوان نیرویی تلقی می‌شود که اقتصاد مبتنی بر خانواده را تغییر داد و پایه و اساس «خانواده مدرن» را بنا نهاد (م).

### 1. Proactive Credit Policy.

۲. اقتصاد کم کربن (Low-Carbon Economy) یا اقتصاد کربن‌زدایی، اقتصادی مبتنی بر منابع انرژی است که سطوح پایینی از گازهای گلخانه‌ای را تولید می‌کند. انتشار گازهای گلخانه‌ای ناشی از فعالیت‌های انسانی علت اصلی تغییرات آب و هوایی مشاهده شده از میانه قرن بیستم است. عبارت اقتصاد بی‌کربن (Zero-Carbon Economy) اقتصادی مبتنی بر کاملاً انرژی‌های پاک و بدون آلودگی زیست‌محیطی است (م).

۳. سیاست اعتبار سبز (Green Credit Policy) در سال ۲۰۰۷ آغاز شد و با انتشار پیشنهادها و دستورعمل‌هایی در راستای اجرای سیاست‌ها و مقررات زیست‌محیطی و محافظت در برابر ریسک‌های اعتباری به بانک‌ها دستور داده شد تا اعطای وام به صنایع پر مصرف انرژی و نیز آلاینده را متوقف کنند (م).

پیشروی سیاست‌های (اعتباری) مؤثر هستند. این چالش‌ها در هنگام کاربرد سیاست‌ها به بررسی دقیق نیاز دارند.

افزون بر این، چالش‌های سیاسی هم وجود دارند. بانک‌های تجاری ممکن است سیاست‌های اعتباری را تهدیدی برای الگوهای کسب و کار<sup>۱</sup> خود بدانند که به اعتبار مبتنی بر وثیقه و لابی‌گری متکی هستند. تعدادی از مطالعه‌ها به اثربخشی بانک‌های تجاری در سیاست‌های مالی کارا به‌ویژه در دوره پس از بحران ۲۰۰۸ اشاره می‌کنند (بلو و همکاران ۲۰۱۳، لامبرت ۲۰۱۹، کالایترزاک ۲۰۱۹).

این مقاله بیشتر به موانع فکری<sup>۲</sup> سیاست‌های اعتباری پرداخته است. در محافل علمی و سیاست‌گذاری، بی‌اعتمادی زیادی نسبت به دخالت دولت در تخصیص اعتبار وجود دارد که بسیار بیشتر از بی‌اعتمادی به تصمیم‌های مربوط به تخصیص اعتبار است که توسط بانک‌های تجاری گرفته می‌شود. این مقاله به این بی‌اعتمادی می‌پردازد. انتقاد رایج به سیاست اعتباری آن است که فضایی برای سیاسیون ایجاد می‌کند تا پایه‌های قدرت خود را با وام‌دادن به حامیان سیاسی، مناطق، بخش‌ها یا بنگاه‌های دولتی در ازای آرا یا منافع دیگر مستحکم کنند.<sup>۳</sup> شواهد زیادی برای حمایت از این ادعا وجود دارد؛ اما این مسأله باید با نگرانی در باب تصمیم‌های وام‌دهی ناکارآمد که به دنبال سودهای سرمایه، کارمزد و درآمدهای دیگر وام‌دهندگان خصوصی و در واقع، نمادهایی از کسب رانت هستند، تراز شود. این امر در دوران رونق به تخصیص نادرست اعتبارات و در زمان ترکیدن بحران به رکود می‌انجامد.

پس از بحران ۲۰۰۸، دست‌کم در بازارهای اعتباری هیچ دلیل منطقی وجود ندارد که تصور کنیم شکست بازار ملایم‌تر از شکست دولت است. بحث در مورد مزایا و معایب سیاست اعتباری یک پرونده بسته شده نیست و شواهد تجربی ارائه‌شده در این مقاله به همان اندازه که پاسخ می‌دهد، نیز پرسش‌های بسیاری مطرح می‌کند. مطالعه‌های کیفی و تجربی بیشتری برای بررسی شرایطی لازم است که در آن سیاست‌های اعتباری شکست خورده‌اند یا موفق بوده‌اند.

---

1. Business Models.

2. Intellectual Barriers.

3. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1994).

## منابع

- Aalbers, M. (2017). The Variegated Financialization of Housing. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41, pp. 542–554.
- Abiad, A., Detragiache, E. and Tressel, T. (2010). A New Database of Financial Reforms. *IMF Staff Papers*, 57, pp. 281–302.
- Adrian, T. (2017). Macroprudential Policy and Financial Vulnerabilities. Lecture at European Systemic Risk Board Annual Conference, September 22.
- Aikman, D., Bush, O. and Taylor, A. M. (2016). Monetary versus Macroprudential Policies: Causal Impacts of Interest Rates and Credit Controls in the Era of the UK Radcliffe Report. *Bank of England Staff Working Paper No. 610*.
- Aikman, D., Haldane, A. G. and Nelson, B. D. (2015). Curbing the Credit Cycle. *the Economic Journal*, 125, pp. 1072–1109.
- Akyuz, Y. (1993). Financial Liberalization: The Key Issues. *UNCTAD Discussion Paper No. 56*.
- Alexander, W., Enoch, M. C. and Balino, T. J. (1995). The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. *International Monetary Fund Occasional Paper No. 126*.
- Altunbas, Y., Evans, L. and Molyneux, P. (2001). Bank Ownership and Efficiency. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, pp. 926–954.
- Allen, F. and Gale, D. (2000). Financial Contagion. *Journal of Political Economy*, 108, pp. 1–33.
- Amable, B. (2003). *The Diversity of Modern Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Amable, B. (2011). Morals and Politics in the Ideology of Neo-Liberalism. *Socio-Economic Review*, 9, pp. 3–30
- Amable, B., Regan, A., Avdagic, S., Baccaro, L., Pontusson, J. and Van der Zwan, N. (2019). New Approaches to Political Economy: Financialization Studies. *Socio-Economic Review*, 17, pp. 433–459.
- Amsden, A. (2001). *The Rise of “the Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford UK: Oxford University Press.

- Amsden, A. H. and Euh, Y. D. (1993). South Korea's 1980s Financial Reforms: Agriculture and Industry: Arguments from Theory and Fact. the World Bank Economic Review, 7, pp. 113–138.
- Amsden, A. H. (2001). The Rise of “the Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies. USA: Oxford University Press.
- Andrews, A. M. (2005). State-Owned Banks, Stability, Privatization, and Growth: Practical Policy Decisions in a World without Empirical Proof. International Monetary Fund Working Paper No. 05/10.
- Andrews, D., Sanchez, A. C. and Johansson, A°. (2011). Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries. OECD Economic Department Working Paper No. 836. Paris: OECD Publishing.
- Andrianova, S., Demetriades, P. And Shortland, A. (2008). Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development. Journal of Development Economics, 85, pp. 218–252.
- Andrianova, S., Panicos, D. And Shortland, A. (2012). Government Ownership of Banks, Institutions and Economic Growth. Economica, 79, pp. 449–469.
- Ang, J. B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth. Journal of Economic Surveys, 22, pp. 536–576.
- Arcand, J. L., Berkes, E. And Panizza, U. (2015). Too Much Finance? Journal of Economic Growth, 20, pp. 105–148.
- Arrighi, G. (1994). The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times. London: Verso
- Babecky, J., Havra'nek, T., Mat eju°, J., Rusna' k, M., Sm' idkova', K. and Va s' i cek, B. (2013). Leading Indicators of Crisis Incidence: Evidence from Developed Countries. Journal of International Money and Finance, 35, pp. 1–19.
- Bank of England. (1971). Competition and Credit Control. Quarterly Bulletin, Q2, pp. 189–193.
- Battiston, S., Stolbova, V., Napoletano, M. and Roventini, A. (2017). Financialization of Europe: A Comparative Perspective. ISIGrowth Working

Paper No. 22/2017, last accessed 10 August 2021 at: [www.isigrowth.eu/wp-content/uploads/2017/07/working\\_paper\\_2017\\_22.pdf](http://www.isigrowth.eu/wp-content/uploads/2017/07/working_paper_2017_22.pdf)

- Beck, T., Bu`yu` kkarabacak, B., Rioja, F. K. and Valev, N. T. (2012). Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. firm Lending across Countries. *The BE Journal of Macroeconomics*, 12, Article 2, 10.1515/1935-1690.2262
- Berkmen, S. P., Gelos, G., Rennhack, R. and Walsh, J. P. (2012). The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact. *Journal of International Money and Finance*, 31, pp. 42–59.
- Bezemer, D. and Hudson, M. (2016). Finance is not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction. *Journal of Economic Issues*. 50, pp. 745–768.
- Bezemer, D. and Zhang, L. (2014). From Boom to Bust in the Credit Cycle: The Role of Mortgage Credit. Research Institute SOM Working Paper No. 14025.
- Bezemer, D. and Zhang, L. (2019). Credit Composition and the Severity of Post-Crisis Recessions. *Journal of Financial Stability*, 42, pp. 52–66.
- Bezemer, D. (2014). Schumpeter Might Be Right Again: The Functional Differentiation of Credit. *Journal of Evolutionary Economics*, 24, pp. 935–950.
- Bezemer, D., Samarina, A. and Zhang, L. (2020). Does Mortgage Lending Impact Business Credit? Evidence from a New Disaggregated Bank Credit Data Set. *Journal of Banking & Finance*, 113, 105760.
- Bezemer, D., Zhang, L. and Grydaki, M. (2016). More Mortgages, Lower Growth? *Economic Inquiry*, 54, pp. 652–674.
- Bindseil, U. and Koenig, P. (2013). Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists: An Appraisal 25 Years Later. *Review of Keynesian Economics*, 1, pp. 383–390.
- Blackwell, T. and Kohl, S. (2019). Historicizing Housing Typologies: Beyond Welfare State Regimes and Varieties of Residential Capitalism. *Housing Studies*, 34, pp. 298–318.



- Blau, B. M., Brough, T. J. and Thomas, D. W. (2013). Corporate Lobbying, Political Connections, and the Bailout of Banks. *Journal of Banking and Finance*, 37, pp. 3007–3017.
- Bonham, C. S. and Cohen, R. H. (2001). To Aggregate, Pool, or Neither. Testing the Rationalexpectations Hypothesis Using Survey Data. *Journal of Business and Economic Statistics*, 19, pp. 278–291.
- Borio, C. and Lowe, P. W. (2004). Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? BIS Working Paper No. 157. DOI: 10.2139/ssrn.782324
- Borio, C. (2014). The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have we learnt? *Journal of Banking and Finance*, 45, pp. 182–198.
- Borio, C., McCauley, R. and McGuire, P. (2011). Global Credit and Domestic Credit Booms. *BIS Quarterly Review*, September.
- Bosworth, B. P., Carron, A. S. and Rhyne, E. H. (1987). *The Economics of Federal Credit Programs*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Brimmer, A. (1971). Central Banking and Economic Development: The Record of Innovation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3, pp.780–792.
- Bu`yu` kkarabacak, B. and Krause, S. (2009). Studying the Effects of Household and Firm Credit on the Trade Balance: The Composition of Funds Matters. *Economic Inquiry*, 47, pp. 653–666.
- Bu`yu` kkarabacak, B. and Valev, N. (2010). The Role of Household and Business Credit in Banking Crises. *Journal of Banking & Finance*, 34, pp. 1247–1256.
- Calomiris, C. W. and Himmelberg, C. P. (1993). Directed Credit Programs for Agriculture and in- Dustry: Arguments from Theory and Fact. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, pp. 113–38.
- Campiglio, E., Dafermos, Y., Monnin, P., Ryan-Collins, J., Schotten, G. and Tanaka, M. (2018). Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators. *Nature Climate Change*, 8, pp. 462–468.
- Capie, F. (1999). Banking in Europe in the 19th Century: The Role of the Central Bank. in Sylla Richard, Tilly Richard and Tortella Gabriel (eds),

The State, the Financial System and Economic Modernization. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 118–33.

- Caprio, G. and Honohan, P. (2001). Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World. Washington, D.C.: The World Bank.
- Cecchetti, S. G. and Kharroubi, E. (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth. BIS Working Paper No. 381. Bank for International Settlements.
- Cecchetti, S., King, M. R. and Yetman, J. (2011). Weathering the Financial Crisis: Good Policy or Good Luck? BIS Working Paper No. 351. Bank for International Settlements.
- Cerutti, E., Claessens, S. and Laeven, L. (2017). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, pp. 203–224.
- Chakraborty, I., Goldstein, I. and MacKinlay, A. (2018). Housing Price Booms and Crowding-Out Effects in Bank Lending. *The Review of Financial Studies*, 31, pp. 2806–2853.
- Chang, H.-J. (2002). Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective. London: Anthem Press.
- Chant, F. and Acheson, K. (1972). The Choice of Monetary Instruments and the Theory of Bureaucracy. *Public Choice*, 12, pp.13–33.
- Chen, B., McCoskey, S. and Kao, C. (1999). Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data: A Monte Carlo Study. *American Journal of Mathematical and Management Sciences*, 19, pp. 75–114.
- Chick, V. (2008). Could the Crisis at Northern Rock Have Been Predicted: An Evolutionary Approach. *Contributions to Political Economy*, 27, pp.115–124.
- Churm, R., Joyce, M., Kapetanios, G. and Theodoridis, K. (2015). Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the United Kingdom's QE2 and Funding for Lending Scheme. Bank of England Staff Working Paper No. 542.
- Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D. and Laeven, L. (2010). Cross-Country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *Economic Policy*, 25, pp. 267–293.

- Dafermos, Y., Gabor, D. and Michell, J. (2020). Institutional Supercycles: An Evolutionary Macro-finance Approach, Rebuilding Macroeconomics Working Paper No. 15.
- De Nicolò, M. G., Favara, G. and Ratnovski, L. (2012). Externalities and Macroprudential Policy, International Monetary Fund Staff Discussion Note No. 12/05.
- Deeg, R. (2010). Institutional Change in Financial Systems. In: Morgan, G., Campbell, J.L., Crouch, C., Pedersen, O.K., and Whitley, R. (eds) The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis. Oxford: Oxford University Press, pp. 309–334.
- Deleidi, M. (2018). Post Keynesian Endogenous Money Theory: A Theoretical and Empirical Investigation of the Credit Demand Schedule. *Journal of Post Keynesian Economics*, 41, pp. 185–209.
- Demetriades, P. O., Devereux, M. P. and Luintel, K. B. (1998). Productivity and Financial Sector Policies: Evidence from South East Asia. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 35, pp. 61–82.
- Denk, O., and Courne`de, B. (2015). Finance and Income Inequality in OECD Countries. *Economics Department Working Papers 1224*, OECD.
- Dikau, S. and Ryan-Collins, J. (2017). *Green Central Banking in Emerging and Developing Market Economies*. London: New Economics Foundation.
- Doling, J. and Ronald, R. (2010). Home ownership and asset-based welfare. *Journal of Housing and the Built Environment*, 25, pp. 165–173.
- Drehmann, M., Juselius, M. and Korinek, A. (2017). Accounting for Debt Service: The Painful Legacy of Credit Booms. *BIS Working Papers No. 645*.
- Duca, J. V., Muellbauer, J. and Murphy, A. (2011). House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the US Experience. *The Economic Journal*, 121, pp. 533–551.
- Epstein, G. (2006). Central Banks as Agents of Economic Development. No. 2006/54. *Research Paper*, United Nations University (UNU), 2006.
- Epstein, G. (2018). On the Social Efficiency of Finance. *Development and Change*, 49, pp.330–352.

- Epstein, G. A. and Schor, J. B. (1990). *The Golden Age. The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*, 126.
- Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar.
- European Central Bank. (2016). *Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTROs)*. Last Accessed 10 August 2021 at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/in dex.en.html>
- Feldkircher, M. (2014). *The Determinants of Vulnerability to the Global Financial Crisis 2008 to 2009: Credit Growth and Other Sources of Risk*. *Journal of International Money and Finance*, 43, pp.19–49.
- Ferri, P. and Minsky, H. (1992). *Market Processes and Thwarting Systems. Structural Change and Economic Dynamics*, 3, pp.79–91.
- Fisher, I. (1933). *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica*, 1, pp. 337–357.
- Fraßs Dorf, A., Grabka, M. M. and Schwarze, J. (2011). *The Impact of Household Capital Income on Income Inequality a Factor Decomposition Analysis for the UK, Germany and the USA*. *The Journal of Economic Inequality*, 9, pp. 35–56
- Friedman, M. and Schwartz, A. J. (1967). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Fry, M. J. (1995). *Financial Development in Asia: Some Analytical Issues*. *Asian-Pacific Economic Literature*, 9, pp. 40–57.
- Gale, W. G. (1991). *Economic Effects of Federal Credit Programs*. *The American Economic Review*, 81, pp.133–152.
- Garegnani, P. (2015). *The Problem of Effective Demand in Italian Economic Development: On the Factors That Determine the Volume of Investment*. *Review of Political Economy*, 27, pp.111–133.
- Gemech, F, and Struthers, J. (2003). *The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on—a Review of Recent Development in Financial Liberalization Theory*. Paper presented at the Development Studies Association annual conference on globalization and development, Glasgow.

- Goodfriend, M. and King, R. (1988). Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper No. 88-01.
- Goodhart, C. and Hoffmann, B. (2008). House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy. *Oxford Review of Economic Policy*, 24, pp. 180-205.
- Goodhart, C. (1989). Money, Information and Uncertainty. Second edition. London: Macmillan. Goodhart, C. (2009). The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts. *Economica*, 76, pp. 821-830.
- Gotham, K. (2009). Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis. *International Journal of Urban and Regional Research*, 33, pp. 355-371.
- Griffith-Jones, S. and Antonio Ocampo, J., (ed.) (2018). *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Hadri, K. (2000). Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data. *The Econometrics Journal*, 3, pp.148-161.
- Hall, Peter A. and Soskice, D. (eds) (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press.
- Hardie, H. (2012). Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis'. In: Hardie, I. and Howarth, D. (2013) *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford, Oxford University Press.
- Hardie, I. and Howarth, D. (2013). *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press.
- Hardie, I. and Deeg, R. (2016). What is patient capital and who supplies it? *Socio-Economic Review*, 14, pp. 627-645.
- Hodgman, D. R. (1973). Credit Controls in Western Europe: An Evaluative Review'. In: Federal Reserve Bank of Boston (1973) *Credit Allocation Techniques and Monetary Policy*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston.
- Hopewell, K. (2017). When Market Fundamentalism and Industrial Policy Collide: The Tea Party and the US Export-Import Bank. *Review of International Political Economy*, 24, pp. 569-598.

- IMF. (2011). Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?’ In IMF Global Financial Stability Report.
- Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45, pp. 3–28.
- Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2015). Leveraged Bubbles. *Journal of Monetary Economics*, 76, pp. S1–20.
- Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2016). The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles. *Economic Policy*, 31, pp. 107–152
- Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2017). Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts. *NBER Macroeconomics Annual*, 31, pp. 213–263.
- Kalaitzake, M. (2019). Central Banking and Financial Political Power: An Investigation into the European Central Bank. *Competition and Change*, 23, pp. 221–244.
- Kane, E. J. (1977). Good Intentions and Unintended Evil: The Case Against Selective Credit Allocation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 9, pp. 55–69.
- Kao, C. and Chiang, M. (2000). On the Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data. *Advances in Econometrics*, 15, pp. 179–222.
- Karas, A., Schoors, K. and Weil, L. (2008). Are Private Banks more Efficient than Public Banks? Evidence from Russia. *BOFIT Discussion Paper No. 3*.
- Kattel, R., Mazzucato, M., Ryan-Collins, J. and Sharpe, S. (2018). The Economics of Change: Policy and Appraisal for Missions, Market Shaping and Public Purpose. *IIPP Working Paper*, 2018.
- Kelber, A. and Monnet, E. (2014). Macroprudential Policy and Quantitative Instruments: A European Historical Perspective. *Financial Stability Review*, 18, pp. 151–160.
- Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money*, Volumes 1–2, New York, Harcourt.

- Keynes, J. M. (1933). A Monetary Theory of Production. In *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 13, London, MacMillan, pp. 408–411.
- King, R. and Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108, pp.717–737.
- Koerner, T. and Schnabel, I. (2011). Public Ownership of Banks and Economic Growth: The Impact of Country Heterogeneity. *Economics of Transition*, 19, pp. 407–441.
- Krippner, G. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3, pp. 173–208.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2002). Government Ownership of Banks. *The Journal of Finance*, 57, pp. 265–301.
- Lambert, T. (2019). Lobbying on Regulatory Enforcement Actions: Evidence from US Commercial and Savings Banks. *Management Science*, 65, pp.2545–2572.
- Levin, A., Lin, C. F. and Chu, C. S. J. (2002). Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and finite-Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108, pp.1–24.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In Aghion, P. and Durlauf, S. (eds) *Handbook of Economic Growth*, Volume 1A, Amsterdam, Elsevier B.V, pp. 865–934.
- Levine, R. and Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88, pp.537–558.
- Levy-Yeyati, E. L., Micco, A. and Panizza, U. (2004). Should the Government be in the Banking Business? The Role of State-owned and Development Banks. *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No. 517*.
- Lin, J. and Monga, C. (2010). Growth Identification and Facilitation: The Role of the State in the Dynamics of Structural Change. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5313*.

- Loizos, K. (2018). The Financial Repression-Liberalization Debate: Taking Stock, Looking for a Syntheses. *Journal of Economic Surveys*, 32, pp. 440–468.
- Loriaux, M., Woo-Cummings, M., Calder, M., Perez, S., and Maxfield, S., (1997). *Capital Ungoverned: Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press, Ithaca, NY.
- Lunde, J. and Whitehead, C. (2016). European Housing Finance Models in 1989 and 2014. In Whitehead and Lunde J (eds) *Milestones in European Housing Finance*, London, Wiley, p.14.
- Macfarlane, L. and Mazzucato, M. (2018). *State Investment Banks and Patient Finance: An International Comparison*. UCL Institute of Innovation and Public Purpose Working Paper Series 01.
- MacLennan, M. C., Forsyth, M. and Denton, G. (1968). *Economic Planning and Policies in Britain, France and Germany*, Frederick A. Praeger, New York.
- Macmillan Committee. (1931). *Report of the Committee on Finance and Industry*. In *Minutes of Evidence*, London, House of Commons.
- Mayer, T. (1975). *Credit Allocation: A Critical View*. In Benston, G. (ed.). San Francisco, Institute for Contemporary Studies, pp. 39–92.
- Mazzucato, M. and Penna, C. C. (2016). Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks. *Journal of Economic Policy Reform*, 19, pp. 305–326.
- Mazzucato, M. and Semieniuk, G. (2017). Public Financing of Innovation: New Questions. *Oxford Review of Economic Policy*, 33, pp. 24–48.
- Mazzucato, M. and Semieniuk, G. (2018). Financing Renewable Energy: Who is Financing what and Why It Matters. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 8–8.
- Mazzucato, M. (2015). *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*, London, Anthem Press.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Megginson, W. L. (2005). *The Economics of Bank Privatization*. *Journal of Banking and Finance*, 29, pp. 1931–1980.



- Mettenheim, K. and von Butzbach, O. (2012). Alternative Banking: Theory and Evidence from Europe. *Revista de Economia Pol'itica*, 32, pp. 580–596.
- Mettenheim, K. and von Butzbach, O. (ed.2014). *Alternative Banking and Financial Crisis*, London, Taylor and Francis.
- Mian, A. and Sufi, A. (2008). *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*. NBER Working Paper No. 13936.
- Mian, A., Sufi, A. and Verner, E. (2015). *Household Debt and Business Cycles Worldwide*, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Miller, M. H. (1973). Discussion'. In *Allocation Techniques and Monetary Policy* 137-61, Federal Reserve Bank of Boston.
- Minsky, H. (1975). *Financial Resources in a Fragile Financial Environment*. *Challenge*, 18, pp. 6–13.
- Minsky, H. (1982). *Can 'It' Happen Again?* Armonk, M. E. Sharpe.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New York etc., McGraw Hill.
- Monnet, E. (2014). *Monetary Policy without Interest Rates: Evidence from France's Golden Age (1948 to 1973) Using a Narrative Approach*. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6, pp. 137–169.
- Monnet, E. (2018). *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Moore, B. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, UK, Cambridge University Press.
- Mueller, K. and Verner, E. *Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations* (February 8, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract/4378198> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3781981>
- Naastepad, C. W. M. (2001). *The Macro-Economic Effects of Directed Credit Policies: A Real-Financial CGE Evaluation for India*. *Development and Change*, 32, pp. 491–520.

- Naqvi, N., Henow, A. and Chang, H.-J. (2018). Kicking Away the Financial Ladder? German Development Banking under Economic Globalisation. *Review of International Political Economy*, 25, pp.1–27.
- Network for Greening the Financial System (NGFS) (2019). A Call for Action Climate Change as a Source of Financial Risk, First Comprehensive Report.
- Norton, J. J. (1991). The Bank of England's Lament: the Struggle to Maintain the Traditional Super-Visory Practices of 'Moral Suasion'. *Bank Regulation and Supervision in the 1990s*, no.7.
- Odedokun, M. O. (1996). Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time-Series Evidence from LDCs. *Journal of Development Economics*, 50, pp. 119–146.
- OECD. (2016). OECD Affordable Housing Database: December 2016 indicators, Last Accessed 10 August 2021 at: <http://www.oecd.org/social/affordable-housing-database.htm> on 22 July 2017.
- Offer, A. (2017). The Market Turn: From Social Democracy to Market Liberalism. *The Economic History Review*, 70, pp.1051–1071.
- Omotunde, E., and Johnson, G. (1974). Credit Controls as Instruments of Development Policy in the Light of Economic Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, pp. 85–99.
- Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, pp. 653–670.
- Pedroni, P. (2001). Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels. *Review of Economics and Statistics*, 83, pp. 727–731.
- Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory*, 20, pp. 597–625.
- People's Bank of China. (2018). Monetary Policy Bulletin. Beijing: People's Bank of China, Last Accessed 10 August 2021 at: <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/index.html>

- Persaud, A. (2016). Breaking the Link Between Housing Cycles, Banking Crises, and Recession. CIYPERC Working Paper 2016/2, March, City University London, UK.
- Pesaran, H. (2003). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence, Cambridge Working Papers in Economics 0346, Faculty of Economics (DAE), and University of Cambridge.
- Piketty, T. (2015). About Capital in the Twenty-First Century. *American Economic Review*, 105, pp. 48–53.
- Radcliffe Committee. (1959). Report of the Committee on the Working of the Monetary System, London, HM Stationery Office.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 5–50.
- Richter, B., Schularick, M. and Wachtel, P. (2018). When to Lean against the Wind, London, Centre for Economic Policy Research.
- Rodrik, D. (2008). Normalizing Industrial Policy. Commission on Growth and Development Working Paper No. 3, Washington, D.C., World Bank.
- Rognlie, M. (2014). A Note on Piketty and Diminishing Returns to Capital. Unpublished Working Paper, Last Accessed 10 August 2021 at: [http://www.Mit.Edu/Mrognlie/Piketty\\_Diminishing\\_Returns.pdf](http://www.Mit.Edu/Mrognlie/Piketty_Diminishing_Returns.pdf)
- Rolnik, R. (2013). Late Neoliberalism: The Financialization of Homeownership and Housing Rights. *International Journal of Urban and Regional Research*, 37, pp.1058–1066.
- Romer, C. D. and Romer, D. H. (1993). Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Rousseau, P. and Wachtel, P. (2017). Episodes of Financial Deepening: Credit Booms or Growth Generators? *Financial Systems and Economic Growth*, 52, pp. 52-75, <https://doi.org/10.1017/9781316493281.003>.
- Ryan-Collins, J. (2015). Is Monetary Financing Inflationary? A Case Study of the Canadian Economy, 1935-75, Levy Economics Institute Working Paper No. 848.

- Ryan-Collins, J. (2018). *Why Can't You Afford a Home?* London, Polity Press.
- Ryan-Collins, J. (2019). *Breaking the Housingfinance Cycle: Macroeconomic Policy Reforms for More Affordable Homes' Environment and Planning A: Economy and Space*, doi.org/10.1177/ 0308518X19862811
- Ryan-Collins, J., Greenham, T., Werner, R. A. and Jackson, A. (2011). *Where Does Money Come from?* London, The New Economics Foundation.
- Ryan-Collins, J., Lloyd, T. and Macfarlane, L. (2017). *Rethinking the Economics of Land and Housing*, London, Zed Books Ltd.
- Ryan-Collins, J., Werner, R. A. and Castle, J. (2016). *A Half-Century Diversion of Monetary Policy? An Empirical Horse-Race to Identify the UK Variable Most Likely to Deliver the Desired Nominal GDP Growth Rate*. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, pp.158–176.
- Samarina, A. and Bezemer, D. (2016). *Do Capital Flows Change Domestic Credit Allocation?* *Journal of International Money and Finance*, 62, pp. 98–121.
- Samarina, A., Zhang, L. and Bezemer, D. (2017). *Credit Cycle Coherence in the Eurozone: Was There a Euro Effect?* *Journal of International Money and Finance*, 77, pp.77–98.
- Sapienza, P. (2004). *The Effects of Government Ownership on Bank Lending*. *Journal of Financial Economics*, 72, pp. 357–384.
- Schrank, A. and Kurtz, M. J. (2005). *Credit Where Credit is Due: Open Economy Industrial Policy and Export Diversification in Latin America and the Caribbean*. *Politics and Society*, 33, pp. 671–702.
- Schularick, M. and Taylor, A. M. (2009). *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008*. NBER Working Paper No. 15512.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business Cycles*, Vol. 1, New York, McGraw-Hill.
- Schumpeter, J. A. (1983). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, New Brunswick, N.J., Transaction Books.

- Schwartz, A. M. (1992). How Effective Are Directed Credit Policies in the United States: A Literature Survey, Washington, World Bank Publications.
- Schwartz, H. and Seabrook, L. (2008). Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy: Old Welfare States and the New Politics of Housing. *Comparative European Politics*, 6, pp. 237–261.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 995–1025.
- Silber, W. L. (1973). Selective Credit Policies: A Survey. *PSL Quarterly Review*, 26, pp. 328–353.
- Stephens, M. (2007). Mortgage Market Deregulation and Its Consequences. *Housing Studies*, 22, pp. 201–220.
- Stiglitz, J. (2015). New Theoretical Perspectives on the Distribution of Income and Wealth Among Individuals: Part IV: Land and Credit. NBER Working Paper No. 21192, pp. 1–36.
- Stiglitz, J. (2018). The Theory of Credit and Macroeconomic Stability. In Dastidar, A. G., Malhotra, R. and Suneja, V. (eds) *Economic Theory and Policy amidst Global Discontent*, India, Routledge, pp. 145–201.
- Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71, pp. 393–410.
- Stiglitz, J. E. (1996). Some Lessons from the East Asian Miracle. *The World Bank Research Observer*, 11, pp.151–177.
- Stock, J. H. (1987). Asymptotic Properties of Least Squares Estimators of Cointegrating Vectors. *Econometrica*, 55, pp.1035–1056.
- Storm, S. (2018). Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance. *Development and Change*, 49, pp. 302–329.
- Turner, A. (2013). Credit, Money and Leverage: What Wicksell, Hayek and Fisher knew and Modern Macroeconomics Forgot. Lecture at ‘Towards a Sustainable Financial System’ Conference, Stockholm School of Economics, September 12.

- Turner, A. (2016). *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton, Princeton University Press.
- Vander Zwan, N. (2014). Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, 12, pp. 99–129.
- Verdier, D. (2000). The Rise and Fall of State Banking in OECD Countries. *Comparative Political Studies*, 33, pp. 283–318.
- Vittas, D. and Cho, Y. J. (1996). Credit Policies: Lessons from Japan and Korea. *The World Bank Research Observer*, 11, pp. 277–298.
- Wade, R. (1990). *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton, Princeton University Press.
- Wade, R. H. (2012). Return of Industrial Policy? *International Review of Applied Economics*, 26, pp. 223–239.
- Werner, R. A. (1997). Towards a New Monetary Paradigm: A Quantity Theorem of Disaggregated Credit, with Evidence from Japan. *Kredit Und Kapital*, 30, pp. 276–309.
- Werner, R. A. (2002). A Reconsideration of the Rationale for Bank-Centered Economic Systems and the Effectiveness of Directed Credit Policies in the Light of Japanese Evidence. *Japanese Economy*, 30, pp. 3–45.
- Werner, R. A. (2003). Princes of the Yen: Japan's Central Bankers and the Transformation of the Economy, Armonk, M. E. Sharpe.
- Werner, R. A. (2005). *New Paradigm in Macroeconomics: Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance*, London, Palgrave Macmillan.
- Werner, R. A. (2010). Towards Stable and Competitive Banking in the UK: The Evidence for the ICB. *CBFSD Discussion Paper 2010*, submitted to the Independent Commission on Banking, UK on 19 November 2010.
- Werner, R. A. (2014). Enhanced Debt Management: Solving the Eurozone Crisis by Linking Debt Management with Fiscal and Monetary Policy. *Journal of International Money and Finance*, 49, pp. 443–469.
- Westerlund, J. (2005). New Simple Tests for Panel Cointegration. *Econometric Reviews*, 24, pp. 297–316.
- Wolf, M. (2014). *The Shifts and the Shocks*, London, Penguin Press.

- World Bank. (1989). World Bank Development Report 1989, Washington, D.C., The World Bank.
- World Bank. (1993). The East Asian Miracle, Economic Growth and Public Policy, Oxford, Oxford University Press.
- Yaron, J., Benjamin, M. and Charitonenko, S. (1998). Promoting Efficient Rural Financial Intermediation. The World Bank Research Observer, 13, pp.147–170.
- Zhang, L., Uluc, A. and Bezemer, D. (2017). Did Pre-crisis Mortgage Lending Limit Post-crisis Corporate Lending? Evidence from UK Bank Balance Sheets. Bank of England Staff Working Paper No. 651.
- Zysman, J. (1983). Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change, Ithaca, Cornell University Press.

